研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576　yucs@ghzq.com.cn

布局互联网积极转型，业绩有望触底回升

——中央商场（600280）点评报告

投资要点：

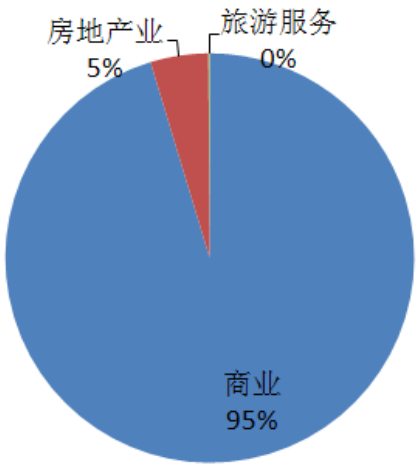
1、 公司机制由国企转民营，间接大股东雨润集团实力雄厚

公司前身成立于 1936 年，由 32 位社会知名人士创立，于民国时期组建南京第一家综合商场。此后几经变革，在 2004 年之前由南京国资委控股，在政府主导下收购了淮安、连云港、徐州、济宁等地国有百货。2004 年之后，雨润集团子公司江苏地华实业进驻，实际控制人变更为雨润集团董事长祝义财，公司性质也由国有转变为民营。此后，公司相继通过收购和自建方式开拓门店，公司规模也随之持续扩大。

公司间接大股东雨润集团是一家集食品、地产、商业、物流、旅游、金融和建筑等七大产业于一体的多元化企业集团。2014 年雨润控股集团实现收入约 1500 亿元，企业综合实力位列中国民营企业 500 强前列。雨润集团雄厚的实力，尤其是出色的食品和物流业务有望助力公司业务快速发展。

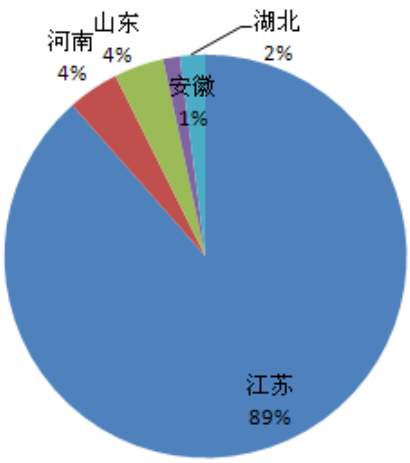
2、 公司收入主要集中在商业资产，其中约 9 成以上来自江苏地区

图 1、公司 2014 年各业务收入占比



资料来源：wind，国海证券研究所

图 2、公司 2014 年收入分地区占比

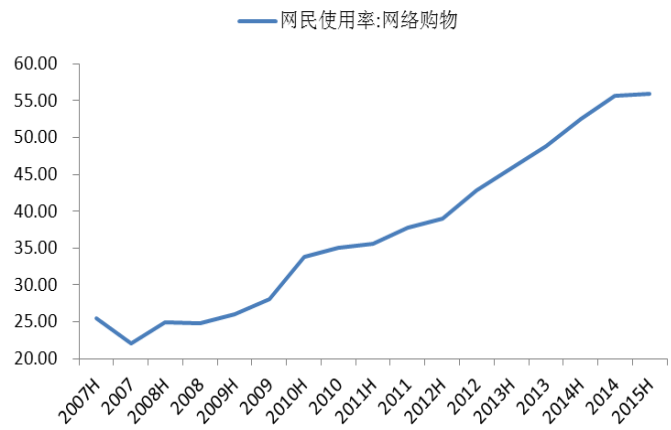


资料来源：wind,国海证券研究所

公司业务主要是商贸零售，此外，还包括部分地产和旅游。公司业务也主要集中在江苏地区，江苏本地约占收入的 9 成左右。

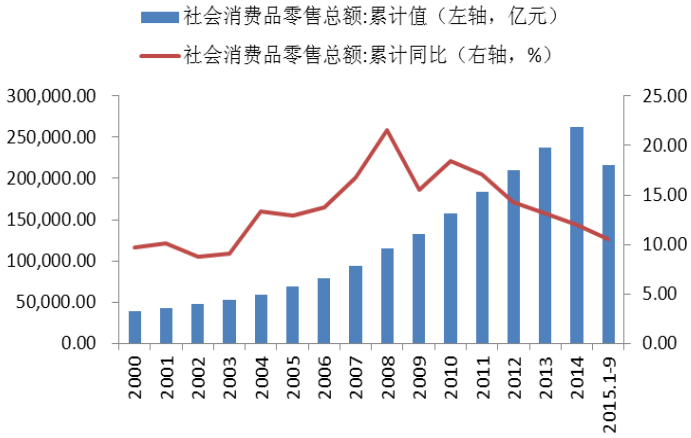
3、 受电商冲击和经济下滑影响，近几年公司业绩有较大幅度下滑

图 3、网络购物增长情况



资料来源：wind，国海证券研究所

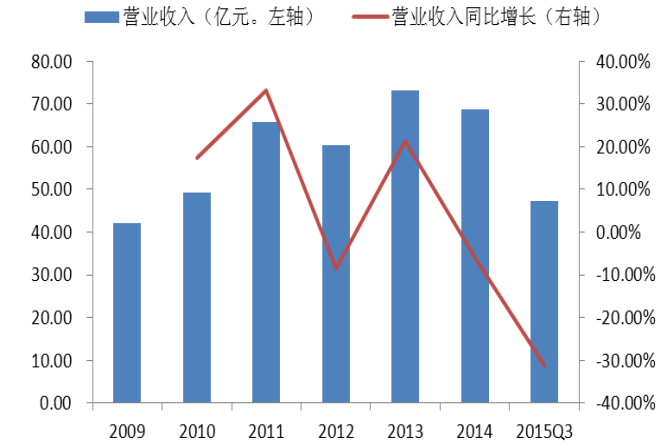
图 2、社会消费品零售总额情况



资料来源：wind,国海证券研究所

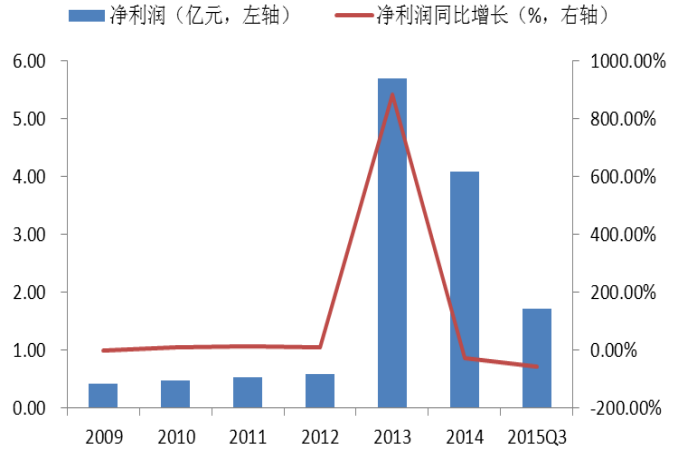
受电商冲击和经济不景气影响，公司近几年业绩有较大幅度下滑。随着互联网的发展，电商业务在我国发展迅速，我国居民网络购物量持续增加，网民网络购物使用率从 2007 年的 22%快速上升到 2015 年的 56%。此外，近几年我国宏观经济也不是很景气，GDP 增速处于下降通道，房地产过热后增长缓慢，社会消费品零售总额增速也持续下滑，对公司零售行业和地产业务的冲击较大，近几年公司业绩出现较大幅度下滑。

图 3、公司收入及增长情况



资料来源：wind，国海证券研究所

图 4、公司利润及增长情况



资料来源：wind,国海证券研究所

4、 积极布局电商平台，公司业绩有望触底回升

2013 年开始，公司发力线上业务，在年内组建云中央电子商务公司和电子支付公司，引进约 200 人电商团队，11 月上线 APP。在构思一年后，于 2015 年 6 月 1 日上线“优润网”，实现供货商、零售商联动。公司线上业务

主要打造了从高端百货门店到社区便利店触角较广的 O2O 闭环，其中“云中央”主要服务 C 端客户，“优润网”主要服务 B 端商户。

云中央（600280.com+APP）:“云中央”于 2013 年 11 月首次上线，并于同年 12 月上线 APP。“云中央”以百货连锁店及城市综合体为依托，充分共享会员、品牌、广告、促销、库存和员工自愿，实现对联营商品的单品管理；第三方开放平台则囊括其他商家的旗舰店铺以丰富商品 SKU。

优润网（UURUM.COM+APP）: 公司优润平台于 2015 年 6 月 1 日正式上线，主要由“优润”网上批发平台（B2B/O2O）和“优便利”社区综合服务平台两部分组成。优润平台是一个开放式平台，邀请大型品牌供应商和社区零售商入驻，公司利用网上平台对接上有供应商和下游零售商、便利店，将原有零散化的线下“批发+经销”模式转移至线上。

我们看好公司互联网转型下的电商平台建设，公司业绩有望触底回升。随着互联网业务的发展，商贸零售企业实现互联网转型是大势所趋，通过自建电商平台或加盟知名电商平台（如淘宝、天猫、京东等），可实现线上线下业务的融合，在做好线下业务的同时增加线上网络购物渠道，对增加公司业务量提高公司品牌知名度是很有裨益的。

5、盈利预测与投资建议

基于上述分析，我们预测公司 2015/16/17 年 EPS 分别为 0.41/0.0.46/0.54 元，对于当前股价 PE 分别为 26.15/23.21/19.72 倍。鉴于看好公司互联网转型下业绩有望触底回升，首次给予“增持”评级。

6、风险提示

互联网电商业务转型不达预期。

表 1、中央商场盈利预测

证券代码:	600280.sh	股票价格:	10.60	投资评级:	增持	日期:	2015-11-5

财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力				
ROE	24%	12%	11%	11%
毛利率	21%	22%	22%	22%
期间费率	15%	12%	15%	15%
销售净利率	6%	4%	4%	4%
成长能力				
收入增长率	-6%	-9%	3%	11%
利润增长率	-29%	-43%	13%	18%
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.46	0.46	0.49
应收账款周转率	49.67	49.67	49.67	49.67
存货周转率	0.65	0.65	0.65	0.65
偿债能力				
资产负债率	88%	85%	84%	82%
流动比	1.14	1.18	1.23	1.28
速动比	0.22	0.31	0.34	0.32

资产负债表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	1404	2175	2465	2345
应收款项	138	126	130	144
存货净额	8323	7712	7928	8770
其他流动资产	462	421	433	481
流动资产合计	**10327**	**10434**	**10956**	**11740**
固定资产	2229	2106	2025	1943
在建工程	77	157	147	147
无形资产及其他	234	234	210	187
长期股权投资	17	17	17	17
资产总计	**13564**	**13627**	**14036**	**14714**
短期借款	5175	5175	5175	5175
应付款项	1129	1046	1075	1189
预收帐款	1663	1513	1559	1730
其他流动负债	1103	1103	1103	1103
流动负债合计	**9069**	**8837**	**8911**	**9197**
长期借款及应付债券	2371	2371	2371	2371
其他长期负债	438	438	438	438
长期负债合计	**2809**	**2809**	**2809**	**2809**
负债合计	**11878**	**11646**	**11720**	**12006**
股本	574	574	574	574
股东权益	1686	1982	2315	2708
负债和股东权益总计	**13564**	**13627**	**14036**	**14714**

每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标				
EPS	0.71	0.41	0.46	0.54
BVPS	2.92	3.44	4.02	4.70
估值				
P/E	14.93	26.15	23.21	19.72
P/B	3.63	3.08	2.64	2.26
P/S	0.89	0.97	0.94	0.85

利润表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	**6871**	**6253**	**6440**	**7149**
营业成本	5400	4904	5041	5576
营业税金及附加	109	99	102	113
销售费用	293	366	387	435
管理费用	462	481	505	571
财务费用	162	(9)	(29)	(60)
其他费用/（-收入）	32	23	0	0
营业利润	**478**	**434**	**434**	**514**
营业外净收支	100	(62)	(62)	(62)
利润总额	**578**	**372**	**372**	**452**
所得税费用	169	139	109	142
净利润	409	233	263	309
少数股东损益	1	1	1	1
归属于母公司净利润	**408**	**233**	**262**	**309**

现金流量表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	**(1755)**	**1387**	**191**	**(656)**
净利润	409	233	263	309
少数股东权益	1	1	1	1
折旧摊销	115	246	234	224
公允价值变动	10	10	0	0
营运资金变动	(2290)	897	(307)	(1190)
投资活动现金流	**(178)**	**43**	**91**	**83**
资本支出	(159)	43	91	83
长期投资	28	0	0	0
其他	(47)	0	0	0
筹资活动现金流	**2704**	**63**	**71**	**83**
债务融资	2119	0	0	0
权益融资	0	0	0	0
其它	585	63	71	83
现金净增加额	**771**	**1493**	**352**	**(490)**

资料来源：公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数;
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数;
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间;
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间;
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。