

中央商场 (600280)

证券研究报告

2017年12月22日

由重转轻，联手银泰，开启百货行业转型新篇章

由重转轻，联手银泰成立新零售发展公司。公司近期公告，1) 进一步推进将徐州国际广场、淮安国际广场、宿迁国际广场与外部战略伙伴寻求战略合作的事项，并聘请券商独立财务顾问；2) 拟与阿里旗下银泰投资共同组建新零售发展公司（股权结构：公司29%+银泰71%），托管公司旗下各大百货及购物中心（期限20年），共同拓展江苏区域。

根据协议，重点内容包括：1) 托管中央商场所有已开业百货及购物中心门店（中心店的托管需满足一定条件）；2) 托管未来银泰在江苏区域开业物业，及中央商场在建及未来开业物业；3) 以成熟门店（2016年或开业第5年）扣非息税前利润为基础，超过部分为新零售公司管理费收入，低于相应金额则由新零售公司补足，即提供托底。4) 中心店托管需满足一定条件。

我们认为公司近期两事项的推进背后主要包括三方面看点：

首先，表明阿里生态在百货领域的区域性扩张的开端。本次银泰的输出是基于阿里入股尤其是私有化后的不断迭代升级的百货模式的复制，中央商场作为百货合作第一案例，或将打造未来对外复制的范本。

其次，提高公司长期盈利能力。新零售公司提供托底充分表明银泰对模式输出的信心，提高长期回报。且中心店托管条款中约定第一条使得银泰未来可能直接成为上市公司股东，共谋成长。

第三，从百货行业整体看，阿里所掌握的消费者数据十分全面，数据化改造对于线下百货行业而言具备显著的意义，将较好地帮助百货行业进行更好的选址、更好地指导品牌商家的选品和定价，从而降低服装为代表的可选消费品的加价率，提高性价比惠及消费者的同时，实现多方共赢。

维持盈利预测，维持“买入”评级。公司盘踞核心商圈，自有物业资源丰富造就安全边际。百货+综合体+云中央+并购基金，3+1战略发展思路清晰，房产去库存，加速资金回笼盘活资产，本次合作将系统地提升公司在商业百货领域持久竞争力，促进传统百货加快向新零售百货转型，未来基本面逐步改善。我们预计2017-19年EPS分别为0.39/0.43/0.45元，当前股价对应PE分别为21/19/18倍，维持买入评级。

风险提示：新零售合作进展或低于预期，或面临激烈竞争

投资评级

行业	商业贸易/一般零售
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.12元
目标价格	11.93元
上次目标价	9.8元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,148.33
流通A股股本(百万股)	1,148.33
A股总市值(百万元)	9,324.48
流通A股市值(百万元)	9,324.48
每股净资产(元)	1.72
资产负债率(%)	87.60
一年内最高/最低(元)	10.11/6.70

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

张璐芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020001
zhanglufang@tfzq.com

孙海洋 联系人
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,646.14	6,430.26	7,378.20	7,527.96	7,623.41
增长率(%)	(3.28)	(3.25)	14.74	2.03	1.27
EBITDA(百万元)	663.07	555.27	843.27	925.31	947.17
净利润(百万元)	112.84	118.31	448.41	490.05	514.44
增长率(%)	(72.32)	4.85	279.02	9.29	4.98
EPS(元/股)	0.10	0.10	0.39	0.43	0.45
市盈率(P/E)	82.64	78.82	20.79	19.03	18.13
市净率(P/B)	5.66	5.30	4.98	4.28	3.74
市销率(P/S)	1.40	1.45	1.26	1.24	1.22
EV/EBITDA	28.52	28.39	18.44	16.34	15.03

资料来源：wind，天风证券研究所

由重转轻，联手银泰成立新零售发展公司。12月23日，公司公告，进一步推进将徐州雨润中央国际广场、淮安雨润中央国际广场、宿迁雨润中央国际广场与外部战略合作伙伴寻求战略合作的事项（2016年5月18日董事会决议通过），并正式聘请券商作为独立财务顾问。我们认为，本次新进展与此前公告与银泰新零售合作具备强烈的协同效应，预示着公司由重变轻，追求新零售转型的动作正式开始。

表 1：截至 2016 年末徐州、淮安、宿迁项目基本情况（单位：亿元）：

项目名称	土地性质	开工时间	预计竣工时间	预计投资总额	开发成本余额
徐州国际广场	商住	2011.1	2019.2	38.79	17.04
淮安雨润广场	商住	2010.09	2019.12	42.80	20.55
宿迁国际广场	商住	2011.12	2017.12	20.91	13.29
合计				102.50	50.88

资料来源：公司公告，天风证券研究所

此前 12 月 14 日，公司公告，拟与阿里子公司——浙江银泰投资有限公司签订《合资设立新零售发展公司协议》，新零售发展公司暂定名为南京中银新零售发展有限公司，注册资本人民币 3000 万元，其中公司以自有资金货币方式出资人民币 870 万元，占注册资本的 29%；银泰投资出资人民币 2130 万元，占注册资本的 71%。

根据与银泰合作协议协议：

新零售公司托管中央商场（除中心店）所有已开百货及购物中心，同时经营中央商场和银泰投资在江苏省内拓展的商业门店。新零售发展公司对公司项目托管期限为 20 年，托管效果到第十年须综合评估一次。评估时，如托管期内托管项目的利润总额的年复合增长率低于 5%，则双方自愿提前结束托管期、解除托管合同。具体来看，新零售公司业务为：

- 1) 经营银泰投资于本协议签订后在江苏省内拓展的商业门店（百货及购物中心）；
- 2) 经营中央商场在建及今后拓展的商业门店（百货及购物中心）。
- 3) 托管中央商场现有的除中心店外所有已开业百货及购物中心门店。新零售公司托管的公司旗下现有存量商业门店考核利润以对应受托门店 16 年经审计扣非息税前利润（未成熟店如下注释另行约定）为基础，超过部分为新零售发展公司的托管管理费收入。托管期间受托门店扣非息税前利润低于 2016 年金额由新零售发展公司补足，双方对差额部分按其在新零售发展公司的股权比例提供担保。

注：所有开业未满五年的新店及次新店：自开业后第六年起，按其开业后第五年扣非息税前利润为基础，超过部分为新零售公司管理费收入。托管期间受托门店扣非息税前利润低于其开业后第五年金额由新零售公司补足。该等门店开业后前五年经营利润以实际发生为准，新零售公司不承担差额补足义务，也不收取任何管理费。

满足以下条件之一，中心店将纳入托管范围：

- 1) 银泰投资或其关联方、实际控制人，单独或合计成为公司 5%以上股东；
- 2) 托管内或者控制的实体上一年度含税销售额增量超 30 亿元；
- 3) 托管公司项目扣非净利润连续 12 个月累计同比增幅超过 15%；
- 4) 银泰投资以收购项目公司或收购资产等方式收购公司商业项目，累计投入超 12 亿元。

同时，双方以新零售发展公司为平台，共同发展江苏区域新零售市场，即双方或双方的关联方未来获得的江苏市场商业项目的运营机会，优先提供给新零售发展公司选择。

我们认为公司近期两事项的推进背后主要包括三方面看点：

首先，表明阿里生态在百货领域的区域性扩张的开端。2016 年以来，阿里在超市领域的拓展，无论是自建的盒马，或是投资三江、联华、新华都、高鑫等，皆是布局线下超

市。而本次阿里旗下银泰与中央商场签订合作协议，不仅未来将托管中央商场在江苏省内目前运营的 13 家门店和在建的 11 家门店，还将锁定未来江苏省内的全面扩张。可以认为，本次银泰的输出是基于阿里入股尤其是私有化后的不断迭代升级的模式复制，中央商场作为第一案例，或将打造未来对外复制的范本。

其次，提高公司长期盈利能力。新零售公司对各存量成熟门店（5 年以上门店，除中心店外）以其 2016 年单店业绩为基础，新零售公司托管管理费收入为超额部分，如未完成业绩则由新零售公司托底，该条款的约定充分表明银泰对模式输出的信心。近年来，银泰的数据化改造与线上线下的信息流、物流、资金流的打通已经取得一定成效，在提升商场经营效率、提高对品牌的支持和服务能力、优化消费者体验等方面已经取得了较为明显的效果。因此，从长期上看将有利于增强公司经营能力，提高回报。且中心店托管条款中约定第一条使得银泰未来可能直接成为上市公司股东，共谋成长。

第三，从百货行业整体看，由于联营的模式，百货渠道并不掌握供应链，在面对电商的日益冲击下，很难对优质品牌形成议价能力，且除了提供场地外，也难以真正服务于入住商家。而阿里所掌握的消费者数据十分全面，数据化改造对于线下百货行业而言具备显著的意义，将较好地帮助百货行业进行更好的选址、更好地指导品牌商家的选品和定价，从而降低服装为代表的可选消费品的加价率，提高性价比惠及消费者的同时，实现多方共赢。我们认为银泰与中央商场的合作将成为百货行业新零售改造的开端，未来行业或将迎来长达十年的重新改造与整合发展期。

维持盈利预测，维持“买入”评级。公司盘踞核心商圈，自有物业资源丰富造就安全边际。百货+综合体+云中央+并购基金，3+1 战略发展思路清晰，房产去库存，加速资金回笼盘活资产，本次合作将系统地提升公司在商业百货领域持久竞争力，促进传统百货加快向新零售百货转型，未来基本面逐步改善。我们预计 2017-19 年 EPS 分别为 0.39/0.43/0.45 元，当前股价对应 PE 分别为 21/19/18 倍，维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,990.41	1,643.41	590.26	602.24	609.87
应收账款	158.45	201.53	144.26	(24.08)	(24.39)
预付账款	214.76	120.86	350.98	92.04	348.50
存货	9,696.99	10,361.11	8,215.89	12,155.23	7,318.17
其他	354.44	372.75	323.91	350.58	348.99
流动资产合计	12,415.05	12,699.66	9,625.29	13,176.01	8,601.15
长期股权投资	19.55	21.60	21.60	21.60	21.60
固定资产	2,163.67	2,397.96	2,410.68	2,399.07	2,359.87
在建工程	111.28	258.16	190.90	162.54	127.52
无形资产	236.53	225.84	215.39	204.95	194.50
其他	708.74	761.01	719.28	713.52	712.16
非流动资产合计	3,239.77	3,664.57	3,557.85	3,501.68	3,415.65
资产总计	15,654.82	16,364.22	13,183.14	16,677.69	12,016.81
短期借款	5,993.70	5,756.44	5,058.37	4,500.29	3,688.18
应付账款	1,503.24	1,842.01	1,430.30	2,007.22	1,560.31
其他	4,392.61	4,884.17	2,681.76	5,851.19	2,132.55
流动负债合计	11,889.54	12,482.62	9,170.43	12,358.71	7,381.04
长期借款	1,694.19	1,705.74	1,705.00	1,700.00	1,695.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	413.97	406.49	419.59	413.35	413.14
非流动负债合计	2,108.15	2,112.23	2,124.59	2,113.35	2,108.14
负债合计	13,997.70	14,594.85	11,295.02	14,472.06	9,489.18
少数股东权益	9.15	11.29	17.25	25.51	33.78
股本	1,148.33	1,148.33	1,148.33	1,148.33	1,148.33
资本公积	12.77	12.77	12.77	12.77	12.77
留存收益	353.83	437.69	722.54	1,031.78	1,345.51
其他	133.03	159.29	(12.77)	(12.77)	(12.77)
股东权益合计	1,657.12	1,769.38	1,888.12	2,205.63	2,527.62
负债和股东权益总	15,654.82	16,364.22	13,183.14	16,677.69	12,016.81

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	115.00	120.45	448.41	490.05	514.44
折旧摊销	127.11	131.38	124.99	130.41	134.66
财务费用	254.31	171.80	139.26	132.77	117.62
投资损失	(85.44)	(2.75)	(37.03)	(41.74)	(27.17)
营运资金变动	(1,416.29)	376.12	(457.56)	63.96	486.70
其它	230.36	(20.16)	5.96	8.26	8.27
经营活动现金流	(774.95)	776.84	224.02	783.72	1,234.52
资本支出	112.38	493.41	46.90	86.24	50.21
长期投资	3.02	2.05	0.00	0.00	0.00
其他	(155.96)	(672.96)	(69.29)	(125.03)	(72.88)
投资活动现金流	(40.57)	(177.51)	(22.39)	(38.78)	(22.67)
债权融资	8,705.17	8,204.86	7,451.77	7,016.41	6,132.25
股权融资	300.92	(61.06)	(247.99)	(53.46)	(40.02)
其他	(8,615.22)	(8,420.10)	(8,458.57)	(7,695.91)	(7,296.44)
筹资活动现金流	390.87	(276.30)	(1,254.79)	(732.95)	(1,204.21)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(424.65)	323.04	(1,053.16)	11.98	7.64

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,646.14	6,430.26	7,378.20	7,527.96	7,623.41
营业成本	5,204.86	5,046.62	5,603.36	5,683.92	5,780.06
营业税金及附加	100.31	102.66	115.40	117.19	119.87
营业费用	332.68	348.28	405.80	398.98	381.17
管理费用	524.59	473.52	553.37	549.54	533.64
财务费用	357.69	177.47	139.26	132.77	117.62
资产减值损失	30.70	25.80	19.03	25.18	23.34
公允价值变动收益	11.82	5.74	0.00	0.00	0.00
投资净收益	85.44	2.75	37.03	41.74	27.17
其他	(194.51)	(16.99)	(74.06)	(83.48)	(54.35)
营业利润	192.56	264.40	579.02	662.12	694.89
营业外收入	10.70	12.82	45.69	23.07	27.19
营业外支出	7.71	35.73	18.88	20.78	25.13
利润总额	195.55	241.50	605.82	664.42	696.95
所得税	80.55	121.05	151.46	166.10	174.24
净利润	115.00	120.45	454.37	498.31	522.71
少数股东损益	2.17	2.14	5.96	8.26	8.27
归属于母公司净利润	112.84	118.31	448.41	490.05	514.44
每股收益(元)	0.10	0.10	0.39	0.43	0.45

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-3.28%	-3.25%	14.74%	2.03%	1.27%
营业利润	-59.69%	37.31%	118.99%	14.35%	4.95%
归属于母公司净利润	-72.32%	4.85%	279.02%	9.29%	4.98%
获利能力					
毛利率	21.69%	21.52%	24.06%	24.50%	24.18%
净利率	1.70%	1.84%	6.08%	6.51%	6.75%
ROE	6.85%	6.73%	23.97%	22.48%	20.63%
ROIC	4.30%	2.85%	7.05%	7.36%	7.64%
偿债能力					
资产负债率	89.41%	89.19%	85.68%	86.77%	78.97%
净负债率	158.33%	186.63%	251.39%	147.49%	271.14%
流动比率	1.04	1.02	1.05	1.07	1.17
速动比率	0.23	0.19	0.15	0.08	0.17
营运能力					
应收账款周转率	44.82	35.73	42.68	125.28	-314.58
存货周转率	0.74	0.64	0.79	0.74	0.78
总资产周转率	0.45	0.40	0.50	0.50	0.53
每股指标(元)					
每股收益	0.10	0.10	0.39	0.43	0.45
每股经营现金流	-0.67	0.68	0.20	0.68	1.08
每股净资产	1.44	1.53	1.63	1.90	2.17
估值比率					
市盈率	82.64	78.82	20.79	19.03	18.13
市净率	5.66	5.30	4.98	4.28	3.74
EV/EBITDA	28.52	28.39	18.44	16.34	15.03
EV/EBIT	34.36	35.68	21.65	19.02	17.52

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com