

南京中商 (600280)

蜕变的阵痛

增持/ 维持评级

股价: RMB24.32

分析师

吴红光

SAC 执业证书编号:S1000207030103

+755-82492069 wuhg@lhqz.com

联系人

耿邦昊

+0755-82080081

gengbh@lhqz.com

李珊珊

+0755-82364411

liss@lhqz.com

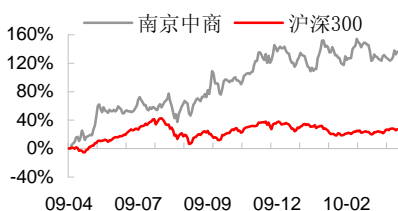
相关研究

- 《南京中商: 发展路径愈发清晰》
2010-03-09
- 《南京中商: 控制力进一步加强》
2010-02-10
- 《南京中商: 2010 收获季》
2010-01-18
- 《南京中商: 收购资产及三季报点评》
2009-10-26
- 《南京中商: 股权收购尘埃落定》
2009-09-16
- 《南京中商: 守候五年, 终成正果》
2009-07-24
- 《南京中商: 产业资本, 五年的守望》

基础数据

总股本 (百万股)	144
流通 A 股 (百万股)	120
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	2927

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

- 公司资产质量优良, 但此前在国有体制下经营效率不高。民企雨润系入主后公司正经历脱胎换骨的变化, 虽然短期调整有一定阵痛, 但一旦其资产优化配置后未来的业绩表现将超出市场预期。
- 公司 09 年实现销售收入 42.1 亿元, 略高于我们此前预计的 41.2 亿元, 实现归属母公司 4288 万元或 EPS0.299 元, 扣非后 EPS=0.310 元, 完全符合我们的预期。
- 公司 08 和 09 年都处于调整期。其中 09 年公司继续对关闭门店计提损失、对亏损的连云港店实施停业重装修以及裁员补偿, 三项导致 EPS 减少共计 0.75 元, 是业绩较差的主要原因。
- 尽管如此, 09 年公司经营情况不乏亮点。雨润系大力推进的总部管理制度和集团统一招商和信息化自动化建设初显成效, 核心门店南京中央商场毛利率由 08 年的 21.58% 骤升至 09 年的 24.44%。公司的其余门店毛利率提升比例不大, 但我们预计这些措施也将逐渐落实, 未来提升空间巨大。
- 人工费用仍是吞噬公司业绩的最主要原因。2009 年公司人工费用支出占收入比达到惊人的 12.7%, 但从雨润入主之后对于冗员的处置一直在推进, 08 年下半年至今, 公司裁员补偿支出的半年度支出分别为 419、1070 和 4719 万元。
- 公司公布了 10 年的经营计划, 其中收入计划为 44.2 亿元或同比增长 5%, (我们预计其中房地产结算收入占比很小), 成本和费用计划分别为 35.68 和 6.90 亿元。则在此计划下, 公司的保底利润总额约为 1.62 亿元, 扣除所得税后净利润对应的 EPS 至少在 0.85 元。
- 根据我们的持续跟踪, 公司的嬗变非常明显, 经营管理、报表披露的愈发规范表明民企的理念和文化与公司的融合度越来越深。我们维持公司 10-11 年零售主业 EPS0.90、1.20 预测不变, 但仍要提请投资者注意的是: 由于公司近两年地产业务结算 EPS 达 1.43 元, 公司对房地产业务的确认以及对业绩是否进行平滑处理可能会影响零售主业或最终业绩释放。

经营预测与估值

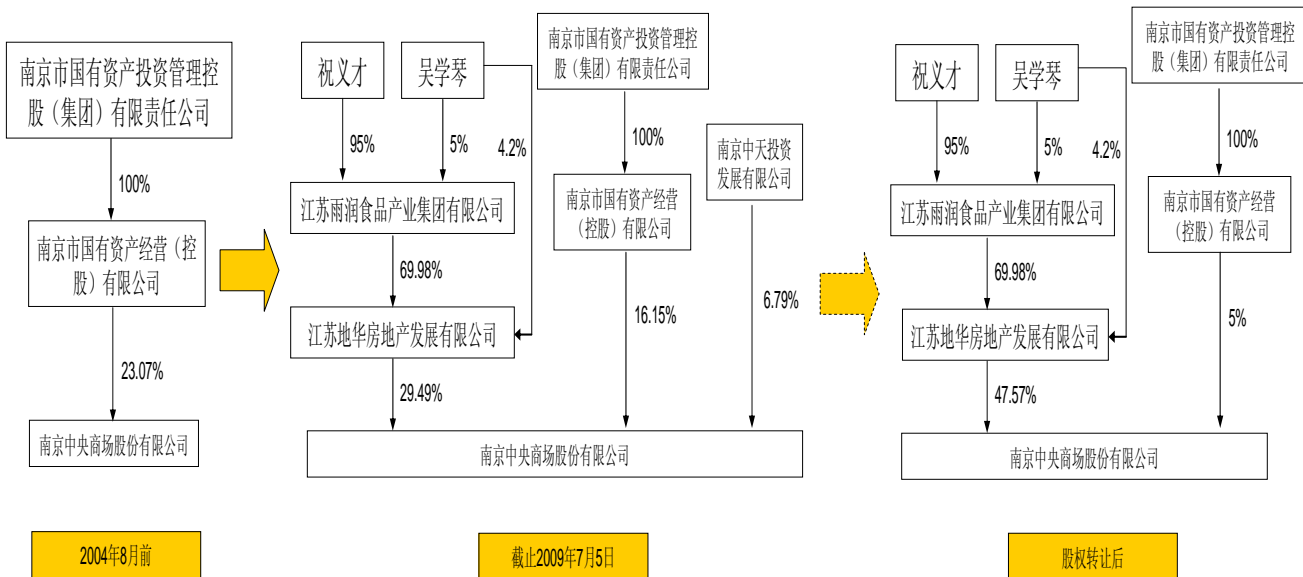
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4210.5	4209.2	4829.5	5678.7	6010.3
(+/-%)	16.8	0.0	14.7	17.6	5.8
归属母公司净利润(百万元)	43.4	42.9	129.3	172.8	229.3
(+/-%)	1.0	-1.1	201.5	33.6	32.7
EPS(元)	0.30	0.30	0.90	1.20	1.60
P/E(倍)	80.5	81.4	27.0	20.2	15.2

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

根据我们对公司的持续跟踪，目前时点下我们对公司的判断如下：

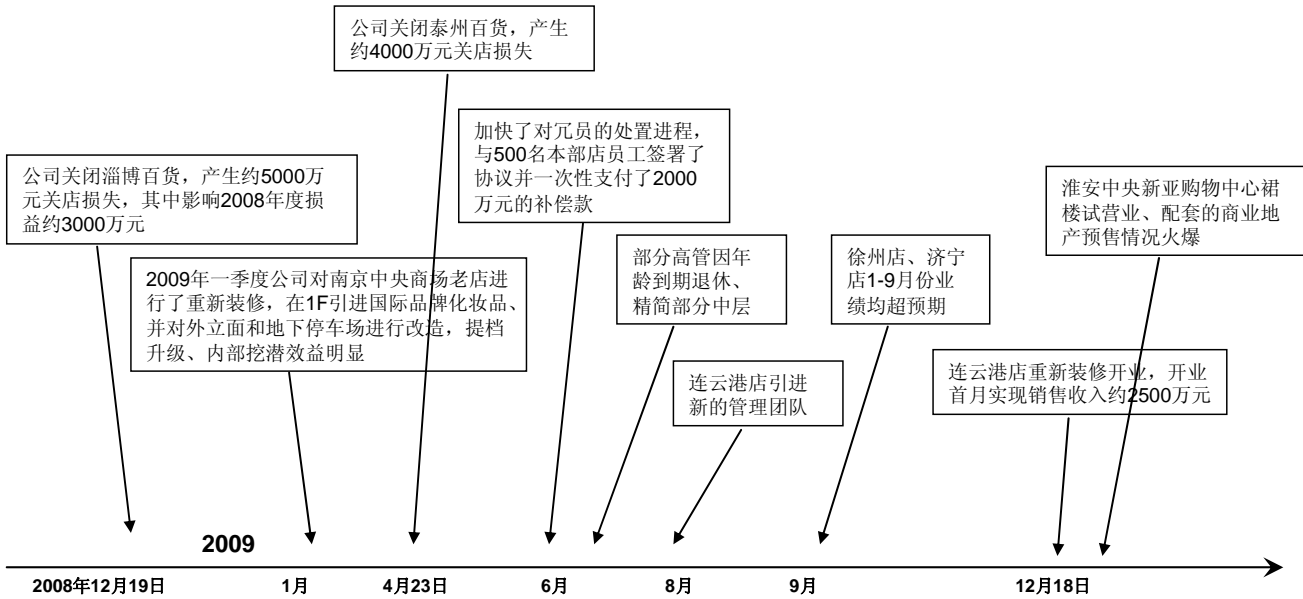
- 1、公司的经营管理更加规范，年报披露信息也更加完备，雨润系入主后公司的运作方式也更加民企化，公司质地的变化显而易见，拐点非常明确。
- 2、由于雨润入主之后大刀阔斧的改革，公司 08、09 年处于调整期：关闭淄博、泰州店带来的损失吞噬了大部分业绩，而持续的裁员可能还会对未来几年业绩形成压力，但甩脱包袱后公司未来发展前景更加看好。
- 3、尽管如此，公司 09 年报表中仍不乏亮点。公司在去年一系列的手术开始见效：**核心门店中央商场毛利率的大幅提升、冗员处置坚决的推进以及日益稳健的资产负债状况**都令我们振奋。
- 4、公司目前仍有极大的提升空间，民企出于对资本收益的要求，必将持续改善公司的质地，我们维持对公司未来发展的乐观的判断。
- 5、我们维持公司 10、11 年主业 0.90 和 1.20 的业绩预测，但提请投资者注意的是：由于公司近两年房地产业务结算 EPS 达 1.43 元，公司对房地产业务的确认以及对业绩是否进行平滑处理可能会影响零售主业或最终业绩释放。

图 1：南京中商股权变化图



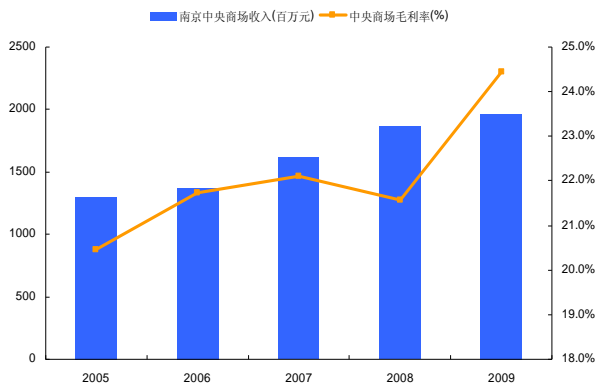
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 2：南京中商 2009 大事记



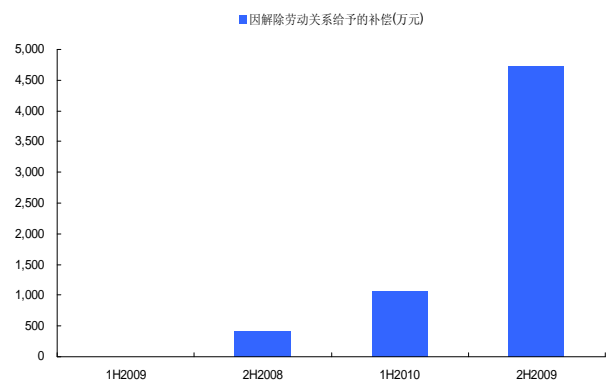
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 3：2005-2009 中央商场经营状况



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 4：2008-2009 南京中商人工裁员费用



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

盈利预测
资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2,211	1,709	1,881	1,980
现金	708	483	454	481
应收账款	4	10	11	12
其它应收款	93	135	159	168
预付账款	240	156	182	191
存货	1,165	922	1,071	1,125
其他	1	3	3	3
非流动资产	1,784	1,954	2,284	2,603
长期投资	55	55	55	55
固定资产	1,154	1,338	1,712	2,051
无形资产	194	174	155	136
其他	382	387	362	361
资产总计	3,995	3,663	4,165	4,583
流动负债	2,937	2,474	2,793	2,970
短期借款	800	750	818	902
应付账款	342	410	478	502
其他	1,796	1,314	1,497	1,566
非流动负债	357	357	357	357
长期借款	267	267	267	267
其他	90	90	90	90
负债合计	3,294	2,831	3,151	3,327
少数股东权益	32	34	43	55
股本	144	144	144	144
资本公积	314	314	314	314
留存收益	211	340	513	742
归属母公司股东权益	700	832	1,014	1,255
负债和股东权益	3,995	3,663	4,165	4,583

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	286	119	369	412
净利润	43	129	173	229
折旧摊销	43	129	173	229
财务费用	56	60	61	65
投资损失	(5)	0	0	0
营运资金变动	114	(188)	37	18
其它	35	(12)	(74)	(129)
投资活动现金流	(117)	(234)	(405)	(405)
资本支出	(117)	(234)	(405)	(405)
长期投资减少	0	0	0	0
其他	(233)	(468)	(810)	(810)
筹资活动现金流	(78)	(110)	7	19
短期借款增加	0	(49)	68	84
长期借款增加	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	(78)	(60)	(61)	(65)
现金净增加额	91	(225)	(29)	27

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,209	4,829	5,679	6,010
营业成本	3,364	3,902	4,555	4,777
营业税金及附加	51	53	62	66
营业费用	187	169	213	228
管理费用	452	407	514	550
财务费用	55	60	61	65
资产减值损失	11	50	14	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	0	0	0
营业利润	93	188	260	322
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	9	0	0	0
利润总额	91	188	260	322
所得税	44	57	78	80
净利润	48	132	182	241
少数股东损益	5	3	9	12
归属于母公司净利润	43	129	173	229
EBITDA	219	334	411	477
EPS (元)	0.30	0.90	1.20	1.60

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	0%	15%	18%	6%
营业利润	-10%	102%	38%	24%
净利润	-1%	202%	34%	33%
获利能力				
毛利率	20%	19%	20%	21%
净利率	1%	3%	3%	4%
ROE	6%	16%	18%	19%
ROIC				
偿债能力				
资产负债率	82%	77%	76%	73%
净负债比率				
流动比率	0.8	0.7	0.7	0.7
速动比率	0.4	0.3	0.3	0.3
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.3
应收账款周转率	154.7	181.7	135.1	128.5
应付账款周转率	2.4	2.6	2.6	2.4
每股指标 (元)				
每股收益	0.3	0.9	1.2	1.6
每股经营现金流	2.0	0.8	2.6	2.9
每股净资产	4.7	5.6	6.8	8.4
估值比率				
P/E	81	27	20	15
P/B	5	4	4	3
EV/EBITDA	28	18	15	13

资料来源: 华泰联合证券研究

华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层

邮政编码: 518001

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com