

南京中商 (600280)

费用高企，业绩下滑

增持/ 维持评级

股价: RMB26.92

分析师

吴红光

SAC 执业证书编号:S1000207030103

+755-82492069 wuhg@lhq.com

联系人

耿邦昊

+755-82080081 gengbh@lhq.com

李珊珊

+755-82364411 liss@lhq.com

相关研究

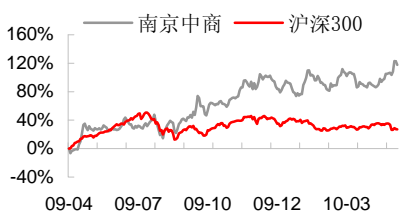
- 《南京中商: 蜕变的阵痛》
2010-04-12
- 《南京中商: 发展路径愈发清晰》
2010-03-09
- 《南京中商: 控制力进一步加强》
2010-02-10
- 《南京中商: 2010 收获季》
2010-01-18
- 《南京中商: 收购资产及三季报点评》
2009-10-26
- 《南京中商: 股权收购尘埃落定》
2009-09-16
- 《南京中商: 守候五年, 终成正果》
2009-07-24
- 《南京中商: 产业资本, 五年的守望》

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)	3240

- 公司今日公布 2010 年一季报, 一季度实现收入 14.08 亿元, 同比增长 17.57%, 实现归属母公司净利润 207.2 万元或 EPS=0.014 元, 同比下降 5.18%, 扣非后 EPS=0.032 元, 同比下降 52.24%。业绩原低于市场预期。
- 我们此前一直推荐公司的理由在于其发生的制度性变革和民企入主后带来的经营效率的提升。但不可否认的是, 对于如南京中商这样“斑马”公司来说, 其拐点的时间成本可能难以把握。
- 从销售规模、资产质量等方面来衡量, 公司目前的市值仍有较大程度低估, 考虑到产业资本和金融资本的利益博弈, 我们建议投资者以一个较长的回报周期去看待公司, 在关注公司短期业绩的同时还要衡量公司长期发展趋势和内在价值。
- 我们关注到公司经营性现金流达到 1.08 亿元或 CPS=0.755 元, 同比增长 58.07%, 此外公司销售收入稳步增长 17.57%, 毛利率达到 19.93% (vs091Q18.52%), 核心门店南京中央商场收入增长 23.15%, 毛利率 24.03% (vs091Q22.67%), 如按常理判断, 公司的实际经营状况应好于业绩表现。
- 公司 1 季度费用大幅增长, 是业绩下滑的主要原因。从合并报表口径来看, 公司管理+销售费用率较去年同期上升 2.98 个百分点, 而费用异常在母公司报表中体现更为明显, 一季度管理+销售费用率达到惊人的 19.05%, 远高于去年同期的 11.83%。由于母公司费用率的大幅上升, 其缴纳的所得税也只占到公司总所得税的 54%, 远低于以往 75%-80%的缴纳所得税占比。
- 由于一季报信息量较小, 我们仅从以上数据进行分析, 并认为公司实际情况应好于报表反映的数据。由于民企入主之后, 公司内部的治理和变革牵扯到多方利益, 必然是一个漫长和痛苦的过程, 从而带来业绩的不确定性和较长的时间成本。我们仍维持公司 10-11 年零售主业 EPS0.90、1.20 预测不变, 并将密切关注公司后续, 择机调整盈利预测。

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



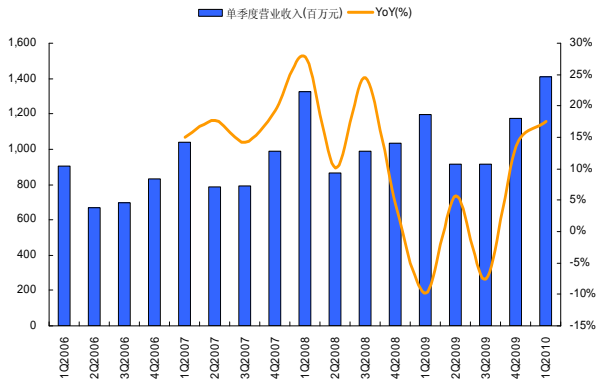
资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值

	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4209.2	1408.1	4829.5	5678.7	6010.3
(+/-%)	0.0	17.6	14.7	17.6	5.8
归属母公司净利润(百万元)	42.9	2.1	129.3	172.8	229.3
(+/-%)	-1.1	-5.2	201.5	33.6	32.7
EPS(元)	0.30	0.01	0.90	1.20	1.60
P/E(倍)	90.1	1864.5	29.9	22.4	16.8

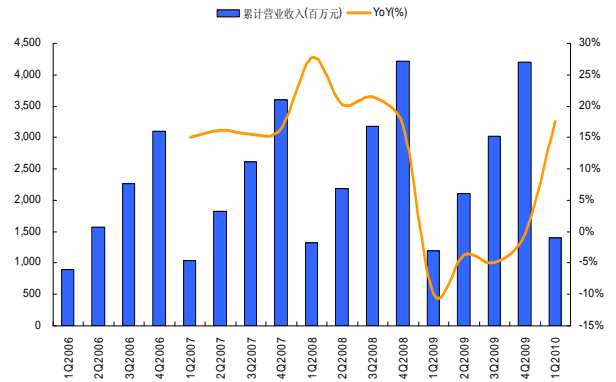
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

图 1：南京中商季度收入增长情况



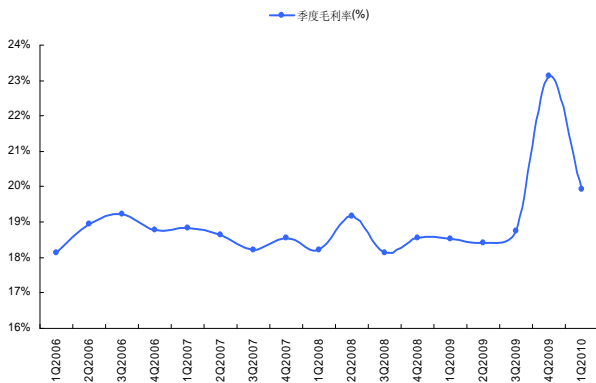
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 2：南京中商季度收入累计增长情况



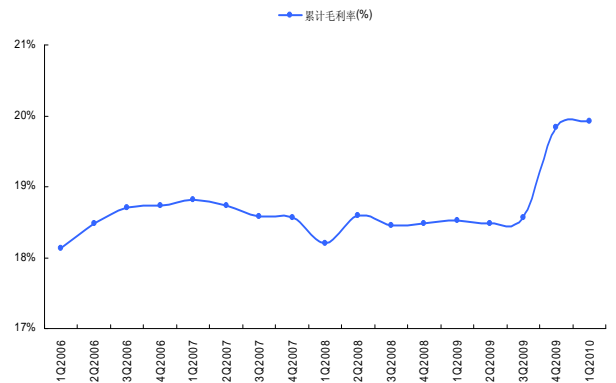
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 3：南京中商季度毛利率情况



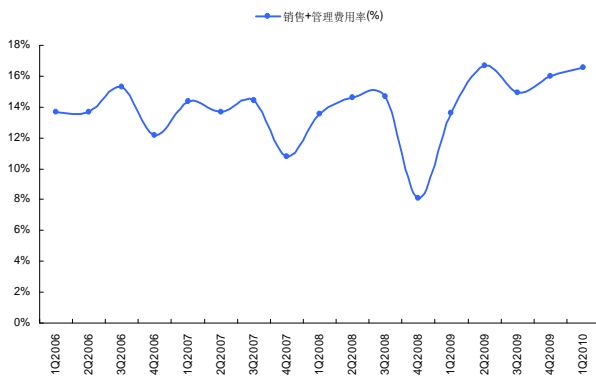
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 4：南京中商季度累计毛利率情况



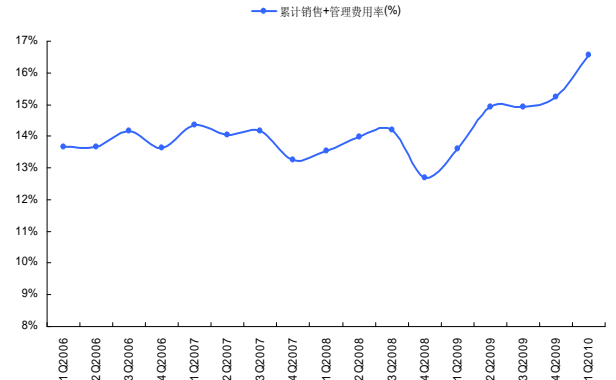
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 5：南京中商季度销售+管理费用率情况



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 6：南京中商季度累计销售+管理费用率情况



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					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2,211	1,709	1,881	1,980	营业收入	4,209	4,829	5,679	6,010
现金	708	483	454	481	营业成本	3,364	3,902	4,555	4,777
应收账款	4	10	11	12	营业税金及附加	51	53	62	66
其它应收款	93	135	159	168	营业费用	187	169	213	228
预付账款	240	156	182	191	管理费用	452	407	514	550
存货	1,165	922	1,071	1,125	财务费用	55	60	61	65
其他	1	3	3	3	资产减值损失	11	50	14	2
非流动资产	1,784	1,954	2,284	2,603	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	55	55	55	55	投资净收益	5	0	0	0
固定资产	1,154	1,338	1,712	2,051	营业利润	93	188	260	322
无形资产	194	174	155	136	营业外收入	7	0	0	0
其他	382	387	362	361	营业外支出	9	0	0	0
资产总计	3,995	3,663	4,165	4,583	利润总额	91	188	260	322
流动负债	2,937	2,474	2,793	2,970	所得税	44	57	78	80
短期借款	800	750	818	902	净利润	48	132	182	241
应付账款	342	410	478	502	少数股东损益	5	3	9	12
其他	1,796	1,314	1,497	1,566	归属于母公司净利润	43	129	173	229
非流动负债	357	357	357	357	EBITDA	219	334	411	477
长期借款	267	267	267	267	EPS (元)	0.30	0.90	1.20	1.60
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	主要财务比率				
股本	144	144	144	144	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
资本公积	314	314	314	314	成长能力				
留存收益	211	340	513	742	营业收入	0%	15%	18%	6%
归属母公司股东权益	700	832	1,014	1,255	营业利润	-10%	102%	38%	24%
负债和股东权益	3,995	3,663	4,165	4,583	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 2010 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