

南京中商 (600280)

挡不住的魅力

买入 / 维持评级

股价: RMB27.97

分析师

吴红光

SAC 执业证书编号:S1000207030103

+755-82492069 wuhg@lhqz.com

耿邦昊

SAC 执业证书编号:S1000210070018

+755-82080081 gengbh@lhqz.com

相关研究

《南京中商: 不期而至的差业绩, 如期而至的基本面改善》

2010-08-09

《南京中商: 费用高企, 业绩下滑》

2010-04-16

《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》

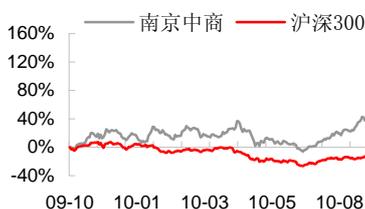
2009-07-10

基础数据

总股本(百万股)	143.54
流通 A 股(百万股)	127.54
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)	3567.2

- 我们从去年中期开始将南京中商作为我们的重点推荐个股, 主要原因在于看好雨润系入主后给公司带来的质变。从 08 年中进入董事会并掌握大权至今, 我们发现雨润系对南京中商的一系列处置行为与当年茂业系之于成商集团的处置极其相似。
- 公司今日发布 2010 年三季报, 1-3Q 实现收入 34.3 亿元, 同比增长 13.58%, 实现归属母公司净利润 1751.6 万元或 EPS=0.122 元, 同比增长 6.41%, 扣非后 EPS=0.204 元, 同比增长 27.06%。
- 公司主业延续强劲增长。核心门店南京中央商场 1-3Q 收入 16.52 亿元, 同比增长 18.83%, 毛利率升至 24.09% (去年同期 21.84%), 收入毛利率双升致毛利额同比增长达 31%。淮安金陵名府及淮安新亚配套商业地产的预售收入仍未确认, 我们测算这两个项目的确认 EPS 至少超过 0.6 元。
- 费用高企继续吞噬利润。公司管理+销售费用率达 16.11%, 其中仅销售费用一项就达 1.87 亿元, 同比增长 64%。公司公司连锁经营发展投入增加、短期借款同比增长 190.99%, 导致财务费用上升。
- 值得注意的是, 公司明确提出“计提内退人员辞退福利、工资费用和经营促销费用增加”等是导致费用高企的部分原因, 这与我们此前的推测相一致, 冗员的处置虽然会在短期影响公司业绩表现, 但从长期来看将使企业轻装上阵, 极大的提升经营效率。
- 公司同时公告自筹 5500 万元资金增资洛阳中央百货, 这已经是公司今年第 6 次以自有资金增资或收购子公司股权, 我们认为在经历大量投入之后, 公司在未来几年内将进入产出期, 二级市场股东有望受益。
- 我们维持公司 10-11 年 EPS 预测 0.6、1.0 元不变, 从基本面改善的角度出发, 我们认为报表中较差的业绩难以掩盖公司真实价值, 公司魅力难档, 维持买入评级!
- 风险提示: 内部变革牵扯多方利益, 业绩不确定性强、时间成本长。

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



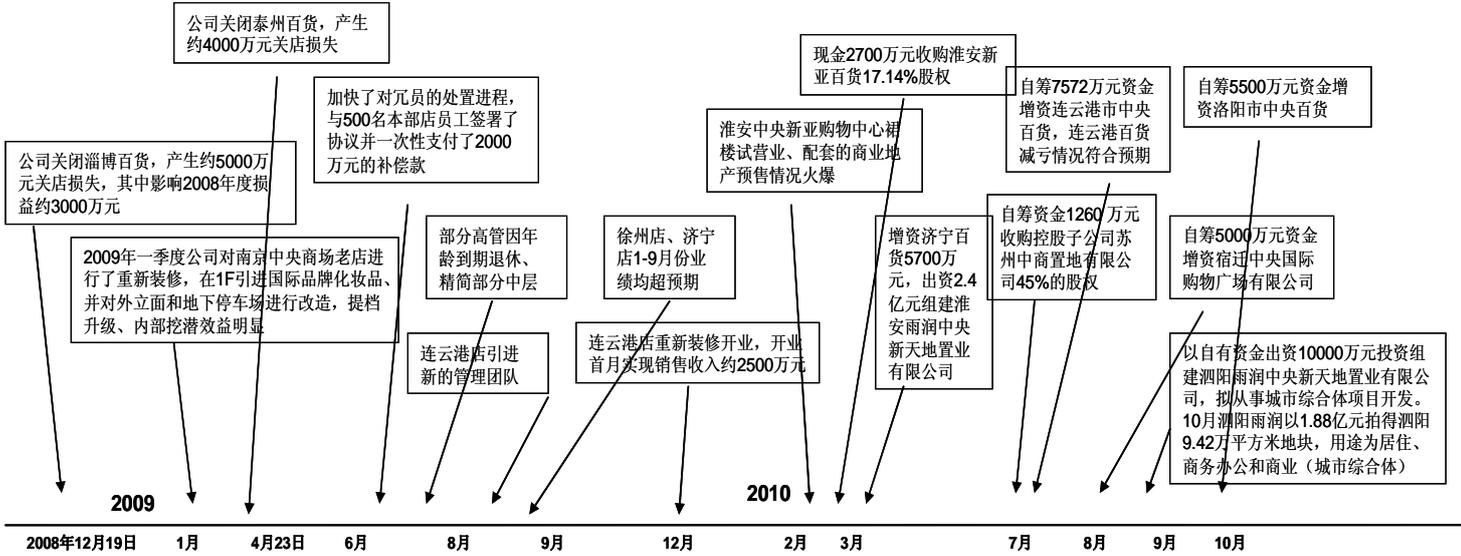
资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值

	2009A	20101-3Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4209.2	3433.7	4829.5	5678.7	6010.3
(+/-%)	0.0	13.1	14.7	17.8	5.8
归属母公司净利润(百万元)	42.9	17.5	85.7	143.8	200.8
(+/-%)	-1.1	3.1	100.0	67.8	39.6
EPS(元)	0.30	0.12	0.60	1.00	1.40
P/E(倍)	93.6	229.2	42.8	25.7	18.3

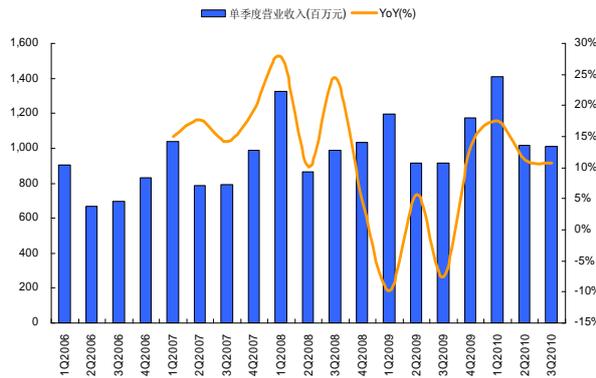
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

图 1：南京中商大事记（2008.12-2010.10）



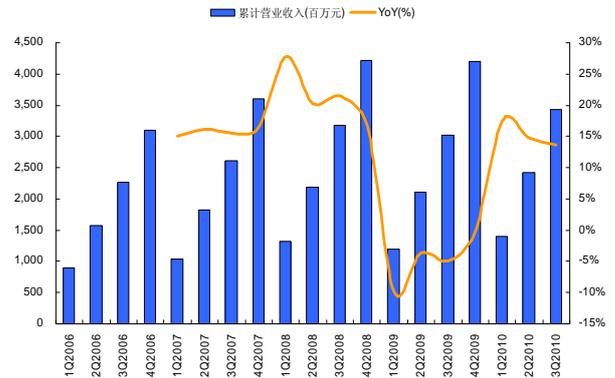
资料来源：公司公告。

图 2：南京中商季度收入增长情况



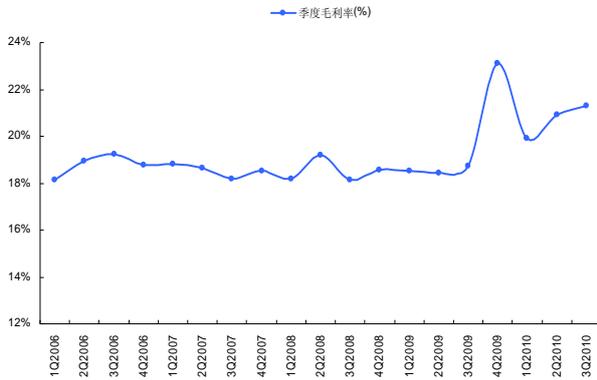
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 3：南京中商季度收入累计增长情况



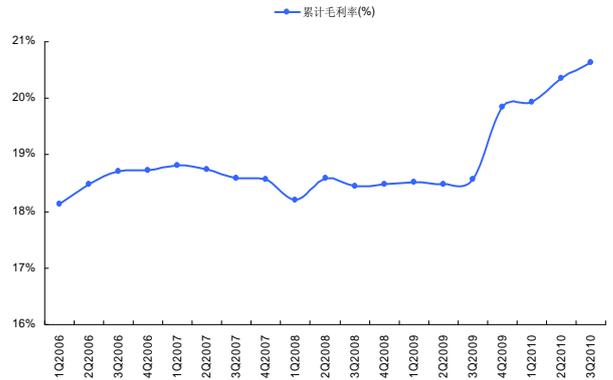
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 4：南京中商季度毛利率情况



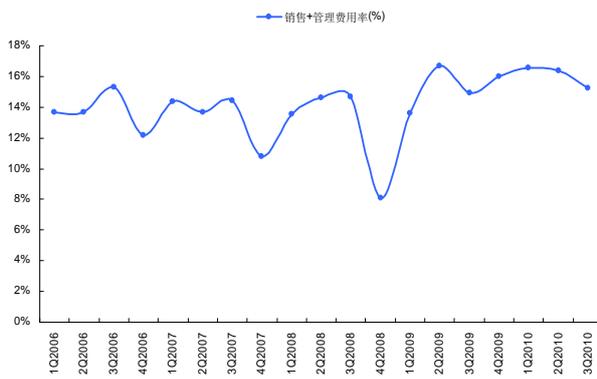
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 5：南京中商季度累计毛利率情况



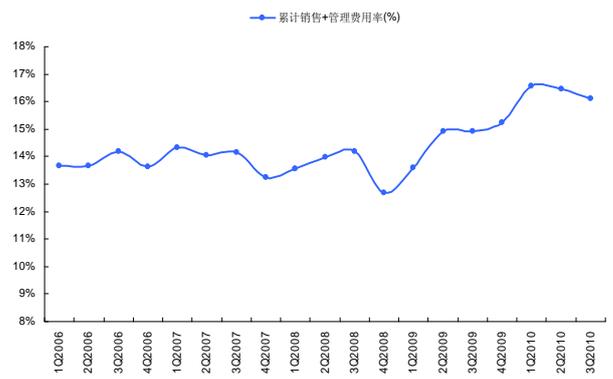
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 6：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 7：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	231	253	263
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	62	64	70
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	125	216	282
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	125	216	282
流动负债	2,937	2,518	2,868	3,075	所得税	44	37	65	70
短期借款	800	797	895	1,008	净利润	48	87	151	211
应付账款	342	410	478	502	少数股东损益	5	2	8	11
其他	1,796	1,312	1,495	1,565	归属于母公司净利润	43	86	144	201
非流动负债	357	357	357	357	EBITDA	219	272	371	442
长期借款	267	267	267	267	EPS (元)	0.30	0.60	1.00	1.40
其他	90	90	90	90					
负债合计	3,294	2,875	3,225	3,432	主要财务比率				
少数股东权益	32	33	41	51	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	144	144	144	144	成长能力				
资本公积	314	314	314	314	营业收入	0%	15%	18%	6%
留存收益	211	297	440	641	营业利润	-10%	34%	73%	30%
归属母公司股东权:	700	788	939	1,150	净利润	-1%	100%	68%	40%
负债和股东权益	3,995	3,663	4,165	4,583	获利能力				
					毛利率	20%	19%	20%	21%
					净利率	1%	2%	3%	3%
					ROE	6%	11%	16%	18%
					ROIC				
					偿债能力				
					资产负债率	82%	78%	77%	75%
					净负债比率				
					流动比率	0.8	0.7	0.7	0.6
					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	0.6	1.0	1.4
					每股经营现金流	2.0	0.5	2.4	2.7
					每股净资产	4.7	5.3	6.3	7.7
					估值比率				
					P/E	94	47	28	20
					P/B	6	5	4	4
					EV/EBITDA	30	24	18	16

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

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 45 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