

百货零售

兰飞燕

0755-82026706

lanfeiyang@cjis.cn

南京中商

600280

推荐

管理改善值得期待

6-12个月目标价: 10.50元

当前股价: 8.53元

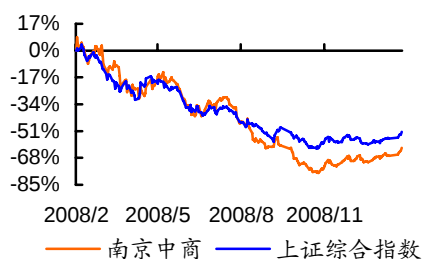
评级调整: -

基本资料

上证综合指数	2181.24
总股本(百万)	144
流通股本(百万)	116
流通市值(亿)	10
EPS (TTM)	0.16
每股净资产(元)	4.91
资产负债率	78.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
南京中商	21.86	69.92	-38.94
上证综合指数	12.60	26.98	-19.79



相关报告

投资要点:

- **异地门店亏损拖累公司业绩:** 中央商场本部店位置优越, 每平米销售收入超过 2.5 万元、净利率达 5.55%, 销售及盈利能力高于行业平均; 异地门店中的泰州店、连云港店 08 年亏损额依旧较大, 合计亏损额将超过 2000 万元, 济宁店在 08 年更换管理层后, 经营较好、将扭亏为平, 淄博店目前停业整顿; 异地门店中经营最好的徐州店及淮安店, 08 年实现盈利分别可达 600-700 万元。
- **未来管理改善值得期待:** 雨润集团入主董事会、派任总经理, 表明其已开始介入公司经营管理, 公司正逐步由国有体制向更灵活的民营体制转变, 预计未来公司中高层管理人员将会有所调整, 以适应不断变化的经营形势。目前在经营策略及管理改善方面的措施包括: (1) 轻扩张、重管理, 09 年会收缩某些扭亏无望的门店; (2) 公司总部招商部预计 09 年上半年开始运作, 逐步将下属各门店的采购招商权集中到总部, 将使规模效应逐步体现、毛利率得到有效提升; (3) 08 年 9 月份开始公司在经营上实行信息化系统升级改造、管理流程规范化, 此措施对公司销售的提升作用不容忽视 (譬如, 在公司信息化改造升级前, 公司促销活动中的“买送券”不能实施); 另外, 公司加强了例会制度、细则的实施落实等措施。
- **低 PS、高重估: 凸现公司潜在并购价值。** 按照 08 年 43 亿销售收入计算的 PS (市销率) 值仅为 0.28 倍, 在百货上市公司中处于最底端水平; 此外, 公司 11 家门店中仅淄博店、泰州店为租赁经营, 其余均为自有物业, 物业重估增值在 25 亿元以上 (折合每股 17.36 元)。
- **盈利预测及投资评级:** 目前公司费用率高于行业平均, 未来公司管理的有效改善、将使费用率得到明显下降, 假设 2008-2010 年营业费用率: 5.3%、4.8%、4.5%, 管理费用率分别为 9.0%、8.6%、8.4%, 预计 2008-2010 的 EPS 分别为 0.27、0.42、0.62 元, 给予推荐评级, 目标价 10.5 元, 相当于 09 年 25 倍 PE。
- **风险因素:** 1、08 年业绩的不确定性 (若 08 年业绩同比不能增长 17%, 南京国资局将向流通股股东追加送股。目前公司正与南京国资局就此事进行协商); 2、目前南京国资局仍不愿完全放弃对公司的管理权, 因此, 未来股东之间仍有一个磨合、协商的过程。

主要财务指标

单位: 百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	3605	4303	4825	5549
同比(%)	17%	19%	12%	15%
归属母公司净利润(百万元)	43	39	60	88
同比(%)	34%	-10%	54%	48%
毛利率(%)	18.6%	18.6%	18.6%	18.8%
ROE(%)	6.4%	5.7%	8.4%	11.7%
每股收益(元)	0.30	0.27	0.42	0.62
P/E	28.51	31.53	20.54	13.85
P/B	1.84	1.81	1.73	1.63
EV/EBITDA	7	8	6	5

资料来源: 中投证券研究所

一、门店经营：异地店拖累业绩

南京中央商场（本部店）是始建于 1936 年的老店，位于南京新街口商圈的黄金位置，客流量大，盈利能力在新街口商圈中处于中上水平，是公司目前的主要收入、利润来源。该商场目前经营面积 6.3 万平方米，按照 07 年的 16.18 亿元收入、8981 万元净利润（承担了总部各种费用、房地产开发的前期费用等）计算，每平方米销售收入（平销比）2.57 亿元、净利率 5.55%，应该说，销售能力及盈利能力在全国单体百货商场中处于中上水平。

公司在南京的另一家门店是南京太平洋百货店，其位于南京副商业圈山西路商圈，由于该商圈竞争激烈、且受街对面苏宁银河店的冲击大，因此，近年一直处于盈亏平衡状态。预计该店未来 2-3 年将保持微利状态。

在异地扩张的另外 7 家门店中，经营最好的是徐州店及淮安店，预计 08 年徐州店实现净利润 700 万元左右，淮安店实现净利润 600-700 万元。淄博店由于连续亏损目前已经停业整顿；济宁店 08 年的经营做得较好，可能会扭亏为平；而其他的洛阳店、泰州店、连云港店 08 年仍将是亏损，其中泰州、连云港店的亏损额较大，分别达 1000 万元左右。

表 1：公司门店概况

	权益	成立时间	建筑面积（平方米）、产权	收入利润（万元）	备注
南京中央商场	母公司	2000 年扩建	90000；自有（经营面积：63000）	06 年收入：13.75 亿元； 07 年收入：16.18 亿元； 06 年净利：7098 万元； 07 年净利润：8981 万元； 08 年 1-9 月净利：4600 万元	母公司报表
南京太平洋百货	99.69%	2001 投资组建	22000；自有	06 年净利润：-18 万元； 07 年净利润：-93 万元；	
徐州店	91.55%	2004 年收购	20000；自有	06 年净利润：-416 万元； 07 年净利润：616 万元 年收入：约 4 亿多	巨额财产担保；计提减值准备
淄博店		2007 年收购	35000；租赁	07 年净利润：-1260 万元	已停业整顿
淮安店	隶属于公司	2003 年收购	56000；自有		
连云港店	控股 85%的	2004 年收购	20000；自有	06 年净利润：-1745 万元	
济宁店	“中央百货	2004 年收购	20000；自有	07 年净利润：-3568 万元	
泰州店	连锁有限公	2006 年收购	34000；租赁		
洛阳店	司”	2006 年收购	27000；自有		
金润发超市	98.99%	含龙江店（25000 平方米）、鼓楼店（18000 平方米），自有物业；06 年净利润 434 万元、07 年净利润 324 万元；年收入 6 亿多			

资料来源：公司报表、公司调研

二、未来管理改善值得期待

从上表中可以看到，异地扩张门店的连续亏损造成公司经营不尽人意。这里最主要问题是人员管理，在门店收购后、由于各种原因（如连云港店在收购

时承诺当地政府 2-3 年内不更换管理层) 没有对原有的经营管理人员进行调整更换、管理能力较弱。我们看到, 济宁店在更换总经理后、经营业绩提升效果明显。另外, 收购各异地门店时的历史遗留问题(人员负担、债务负担等)也影响了业绩, 估计这些遗留问题在截止 2008 年将得到较为彻底的解决。

2008 年 6 月份公司董事会成功改选, 实际控制人雨润在董事会的席位由 1 席增加到 4 席, 这表明雨润已实质性地进入了公司的决策层, 这是公司由完全的国有体制向更灵活的民营业体制转变的实质性开始。

2008 年 9 月, 公司管理层变更, 雨润派出的原金鹰高级副总裁任公司总经理, 预计未来公司中高层管理人员仍将逐步有所调整, 以更好地适应不断变化的经营形势。当然, 我们也应看到, 南京国资局是公司的二股东, 其目前仍不愿完全放弃对公司的管理, 因此, 雨润与国资之间未来仍有一个不断磨合、协商的过程。

从我们调研了解的情况看, 目前已经实施及未来将实施的经营策略变更、管理改善措施包括:

1. 轻扩张、重管理。09 年可能会对某些改善无望、亏损严重的门店进行停业整顿或者关闭, 收缩战线。
2. 招商采购权的逐步集中。公司总部招商部目前已经搭架, 预计 09 年的上半年将开始正式运作。公司招商采购权在各门店, 总部采购比例很低, 随着未来采购权的逐步集中、规模效应将逐步体现, 毛利率还有较大提升空间。
3. 08 年 9 月份开始公司在经营方面实行信息化系统升级改造、管理流程规范化, 应该说, 此措施对公司销售的提升作用不容忽视(譬如, 在公司信息化改造升级前, 公司促销活动中“买送券”行为实施不了)。另外, 公司加强了例会制度、细则的实施落实等措施(公司总部新近实施了每周一业务例会、每周二管理例会), 可以实质看到公司在管理方面的加强。

三、低 PS、高重估: 凸现公司并购价值

按照 08 年 43 亿销售收入、2 月 6 日 8.54 元的收盘价计算的 PS(市销率) 值仅为 0.28 倍, 在百货上市公司中处于最底端水平; 另外, 公司 9 家百货门店及 2 家超市门店中, 仅淄博店、泰州店为租赁经营, 其余均为自有物业(如表 1, 其中南京中央商场 9 万平方米、按照 3 万元/平方米估算的重估价值 27 亿元), 保守估算的全部物业重估增值在 25 亿元以上(折合每股 17.36 元)。

四、盈利预测及投资评级

主要假设: 公司管理费用率+营业费用率高于行业平均, 未来公司管理的有效改善、将使费用率得到明显下降: 假设 2008-2010 年营业费用率: 5.3%、4.8%、4.5%, 管理费用率分别为 9.0%、8.6%、8.4%。

表 2: 盈利预测表

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	3605	4303	4825	5549
营业成本	2936	3503	3930	4506
营业税金及附加	29	33	38	44
营业费用	175	228	232	250
管理费用	302	387	415	466
财务费用	64	58	55	50
资产减值损失	6	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	5	5	5
营业利润	96	95	156	235
营业外收入	2	6	6	6
营业外支出	4	2	2	2
利润总额	95	99	160	239
所得税	54	55	91	135
净利润	40	44	69	104
少数股东损益	-2	5	10	16
归属母公司净利润	43	39	60	88
EBITDA	246	226	287	363
EPS (元)	0.30	0.27	0.42	0.62

投资建议: 综合考虑公司未来巨大的管理改善空间, 巨大的潜在并购价值, 给予推荐评级, 目标价 10.5 元, 相当于 09 年 25 倍 PE。

五、风险因素

1、2008 年报业绩的不确定性。若 08 年业绩同比不能增长 17%, 则按照股改承诺, 南京国资局将必须向流通股东按照 10 股送 0.45 的比例追加送股。目前公司正与南京国资局就此事进行协商。

2、管理改善时间晚于预期: 一方面, 目前南京国资局仍不愿完全放弃对公司的管理; 另外, 管理措施的实施具体效果还有待于观察。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	1453	1943	2007	2094	营业收入	3605	4303	4825	5549
现金	366	829	719	600	营业成本	2936	3503	3930	4506
应收账款	5	9	9	10	营业税金及附加	29	33	38	44
其它应收款	231	224	254	301	营业费用	175	228	232	250
预付账款	177	188	209	246	管理费用	302	387	415	466
存货	671	692	813	935	财务费用	64	58	55	50
其他	2	2	2	2	资产减值损失	6	4	4	4
非流动资产	1757	1778	1674	1625	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	43	173	118	124	投资净收益	3	5	5	5
固定资产	1269	1277	1261	1233	营业利润	96	95	156	235
无形资产	206	203	199	194	营业外收入	2	6	6	6
其他	238	126	96	73	营业外支出	4	2	2	2
资产总计	3210	3722	3682	3719	利润总额	95	99	160	239
流动负债	2277	2755	2654	2618	所得税	54	55	91	135
短期借款	839	880	828	625	净利润	40	44	69	104
应付账款	337	460	503	572	少数股东损益	-2	5	10	16
其他	1101	1415	1323	1420	归属母公司净利润	43	39	60	88
非流动负债	228	247	267	280	EBITDA	246	226	287	363
长期借款	127	153	172	184	EPS (元)	0.30	0.27	0.42	0.62
其他	100	94	95	96	主要财务比率				
负债合计	2505	3002	2921	2898	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	38	43	52	68	成长能力				
股本	144	144	144	144	营业收入	16.5%	19.4%	12.1%	15.0%
资本公积	323	323	323	323	营业利润	25.5%	-1.7%	65.4%	50.2%
留存收益	200	210	241	286	归属于母公司净利润	34.5%	-9.6%	53.5%	48.3%
归属母公司股东权益	667	677	708	753	获利能力				
负债和股东权益	3210	3722	3682	3719	毛利率	18.6%	18.6%	18.6%	18.8%
现金流量表					净利率	1.2%	0.9%	1.2%	1.6%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROE	6.4%	5.7%	8.4%	11.7%
经营活动现金流	273	593	-11	206	ROIC	12.6%	20.3%	23.2%	32.6%
净利润	40	44	69	104	偿债能力				
折旧摊销	86	73	76	78	资产负债率	78.0%	80.7%	79.3%	77.9%
财务费用	64	58	55	50	净负债比率				
投资损失	-3	-5	-5	-5	流动比率	0.64	0.71	0.76	0.80
营运资金变动	70	408	-211	-30	速动比率	0.34	0.45	0.44	0.44
其它	16	15	4	10	营运能力				
投资活动现金流	-164	-111	18	-41	总资产周转率	1.23	1.24	1.30	1.50
资本支出	73	21	20	20	应收账款周转率	425	477	423	440
长期投资	1	116	-54	8	应付账款周转率	8.40	8.78	8.16	8.38
其他	-90	26	-16	-14	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	44	-20	-115	-285	每股收益(最新摊薄)	0.30	0.27	0.42	0.62
短期借款	186	41	-52	-203	每股经营现金流(最新摊薄)	1.90	4.13	-0.08	1.44
长期借款	-34	25	19	12	每股净资产(最新摊薄)	4.65	4.72	4.93	5.24
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	24	0	0	0	P/E	28.51	31.53	20.54	13.85
其他	-132	-86	-83	-94	P/B	1.84	1.81	1.73	1.63
现金净增加额	153	462	-109	-119	EV/EBITDA	7	8	6	5

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

兰飞燕, 中投证券研究所零售贸易行业高级分析师, 经济学硕士, 4 年行业分析经历, 8 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 百联股份、大商股份、王府井、小商品城、重庆百货、武汉中百、鄂武商、广州友谊、广百股份、欧亚集团、中兴商业、新华百货、新世界、友谊股份、益民百货、开元控股、苏宁电器、华联综超、农产品、中化国际、步步高、武汉中百

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434