南京中商

600280

增持/ 维持评级

业绩释放尚需时日

股 价	2009/06/04
RMB16.90	

经营预测与估值	2008A	20091Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4210.5	1197.7	4287.78	4870.06	5462.66
(+/-%)	*16.8*	*-9.8*	*1.8%*	*13.6%*	*12.2%*
归属母公司净利润(百万元)	43.4	2.2	44.09	80.96	113.10
(+/-%)	*9.2*	*-85.9*	*1.7%*	*83.6%*	*39.7%*
EPS(元)	0.30	0.02	0.31	0.56	0.79
P/E(倍)	55.3	1096.2	55.02	29.96	21.45

■ 公司近日公告实际控制人祝义材收购公司原第二大股东南京国资持有的11.15%限售股股权及中天投资所持有的6.79%无限售流通股股权。收购完成后南京国资降为公司第三大股东，实际控制人祝义材触及要约收购义务，有关要约收购事项尚需相关机构批准。

■ 去年年中进入董事会以来，雨润集团已开始对公司的整合。此次股权收购意味着三年来雨润入主公司的努力终获成功，同时公司产权体制的变革和民营机制的引入将加快。我们认为管理效率的提高、管理层具有释放业绩动力等因素将保证公司盈利能力的稳步提高。

■ 壮士断腕，09年难有业绩表现：公司关闭外埠亏损门店带来一次性费用和销售规模增速减缓，2009年收入增长仅为1.84%，公司计划实施员工身份改制以解决冗员状况将增加公司09年管理费用支出约4000万元，短期内费用水平仍然较高。

■ 轻装上阵，长期发展潜力巨大：公司业务整合完毕后盈利能力提升，费用水平逐渐降至行业正常水平，此外公司投资的房地产项目将在10-11年相继进入结算期，百货连锁效应显现和地产业务将使公司迎来业绩快速增长。

■ 我们看好民营管理层入主后制度性变革给公司带来的巨大提升空间，预计公司09-11年EPS分别为0.30、0.56、0.80元。公司目前估值水平较高，但考虑到公司长期成长潜力，我们仍维持增持评级。

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）	2009

财务数据

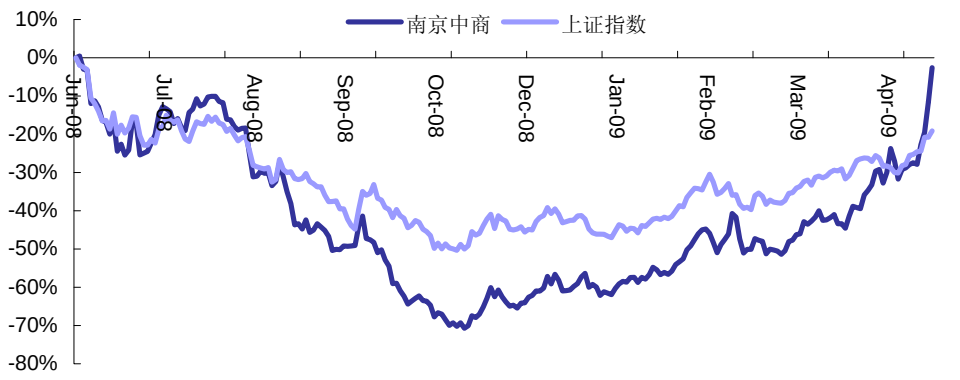
市净率 (X)	3.65
TRACING P/E (X)*	79.67
EPS（元）	0.02
股息率（%）	1.2

*最近四季盈利计算。

相关研究

《南京中商:体制变革唤醒沉睡的狮子》2008-06-24

最近 52 周股价表现



分 析 师

吴红光
0755 – 82492069
wuhg@lhzq.com

耿邦昊
0755 – 82492080
gengbh@lhzq.com

李珊珊
0755- 82084267
liss@lhzq.com

盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1789.72	1613.05	1827.61	2046.57
现金	616.10	514.53	584.41	655.52
应收账款	9.97	8.58	9.74	10.93
其它应收款	116.43	120.06	136.36	152.95
预付账款	173.47	139.78	158.18	176.99
存货	869.30	826.78	935.60	1046.86
其他	4.44	3.32	3.32	3.32
非流动资产	1737.97	1853.95	1890.60	1923.73
长期投资	53.51	53.51	53.51	53.51
固定资产	1210.93	1323.75	1497.26	1554.70
无形资产	208.08	187.28	166.47	145.66
其他	265.44	289.41	173.35	169.86
资产总计	3527.69	3467.00	3718.20	3970.30
流动负债	2595.48	2485.30	2645.64	2770.81
短期借款	918.70	1092.27	1345.11	1351.61
应付账款	361.25	366.93	415.22	464.60
其他	1315.53	1026.10	885.31	954.60
非流动负债	228.85	228.85	228.85	228.85
长期借款	137.60	137.60	137.60	137.60
其他	91.25	91.25	91.25	91.25
负债合计	2824.32	2714.14	2874.49	2999.65
少数股东权益	49.98	55.38	65.28	79.12
股本	143.54	143.54	143.54	143.54
资本公积	308.50	308.50	308.50	308.50
留存收益	201.35	245.44	326.40	439.50
归属母公司股东权	703.37	752.86	843.72	970.65
负债和股东权益	3527.70	3467.00	3718.21	3970.30

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	273.72	17.32	51.94	308.86
净利润	0.00	44.09	80.96	113.10
折旧摊销	0.00	44.09	80.96	113.10
财务费用	0.00	85.88	101.81	111.50
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	0.00	-206.72	-243.11	-35.23
其它	273.72	49.98	31.33	6.40
投资活动现金流	4.45	-206.58	-133.10	-132.75
资本支出	0.00	-206.58	-133.10	-132.75
长期投资减少	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.45	-413.16	-266.20	-265.50
筹资活动现金流	-23.29	87.69	151.03	-105.00
短期借款增加	0.00	173.57	252.84	6.50
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-23.29	-85.88	-101.81	-111.50
现金净增加额		-101.57	69.87	71.11

利润表 单位:百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4210.50	4287.78	4870.06	5462.66
营业成本	3432.56	3494.54	3954.48	4424.76
营业税金及附加	46.96	42.88	48.70	54.63
营业费用	193.35	188.66	209.41	226.70
管理费用	341.11	398.76	428.56	469.79
财务费用	79.29	85.88	101.81	111.50
资产减值损失	22.24	-1.93	5.93	6.05
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.50	0.00	0.00	0.00
营业利润	103.50	78.98	121.15	169.25
营业外收入	3.84	1.00	0.00	0.00
营业外支出	13.52	14.00	0.00	0.00
利润总额	93.82	65.98	121.15	169.25
所得税	45.16	16.49	30.29	42.31
净利润	48.66	49.48	90.86	126.93
少数股东损益	5.30	5.39	9.90	13.84
归属于母公司净利润	43.36	44.09	80.96	113.10
EBITDA	270.74	264.48	324.15	381.94
EPS（元）	0.30	0.31	0.56	0.79

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	16.8%	1.8%	13.6%	12.2%
营业利润	7.6%	-23.7%	53.4%	39.7%
净利润	9.2%	1.7%	83.6%	39.7%
获利能力				
毛利率	18.48%	18.50%	18.80%	19.00%
净利率	1.03%	1.03%	1.66%	2.07%
ROE	6.64%	6.32%	10.40%	12.69%
ROIC				
偿债能力				
资产负债率	80.1%	78.3%	77.3%	75.6%
净负债比率				
流动比率	0.69	0.65	0.69	0.74
速动比率	0.35	0.32	0.34	0.36
营运能力				
总资产周转率	0.31	0.31	0.34	0.36
应收账款周转率	137	116	133	132
应付账款周转率	2.46	2.40	2.53	2.51
每股指标（元）				
每股收益	0.30	0.31	0.56	0.79
每股经营现金流	1.91	0.12	0.36	2.15
每股净资产	4.55	4.86	5.42	6.21
估值比率				
P/E	55.95	55.02	29.96	21.45
P/B	3.71	3.48	3.12	2.72
EV/EBITDA	17.30	17.70	14.75	12.70

联合证券 UNITED SECURITIES

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

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

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
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: 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
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责申明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“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。

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 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，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。