

南京中商

600280

增持/ 维持评级

股 价	2009/06/29
RMB15.61	

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）	1879

财务数据

市净率 (X)	3.41
TRACING P/E (X)*	74.51
EPS (元)	0.02
股息率 (%)	1.28

*最近四季盈利计算。

相关研究

《南京中商:业绩释放尚需时日》

2009-06-04

《南京中商:体制变革唤醒沉睡的狮子》

2008-06-24

分 析 师
 吴红光
 0755-82492069
 wuhg@lhqz.com

管理改善效应初显

经营预测与估值	2008A	20091Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4210.5	1197.7	4343.5	5126.4	6196.4
(+/-%)	16.8	-9.8	3.2	18.0	20.9
归属母公司净利润(百万元)	43.4	2.2	58.2	90.9	139.3
(+/-%)	9.2	-85.9	31.5	56.3	53.3
EPS(元)	0.30	0.02	0.40	0.62	0.95
P/E(倍)	51.7	1025.2	39.3	25.2	16.4

■ 自从雨润集团举牌以来，公司一直是资本市场关注热点之一。我们于近日拜访了公司董事长胡晓军，就公司近期经营情况，未来发展战略等问题进行了沟通。

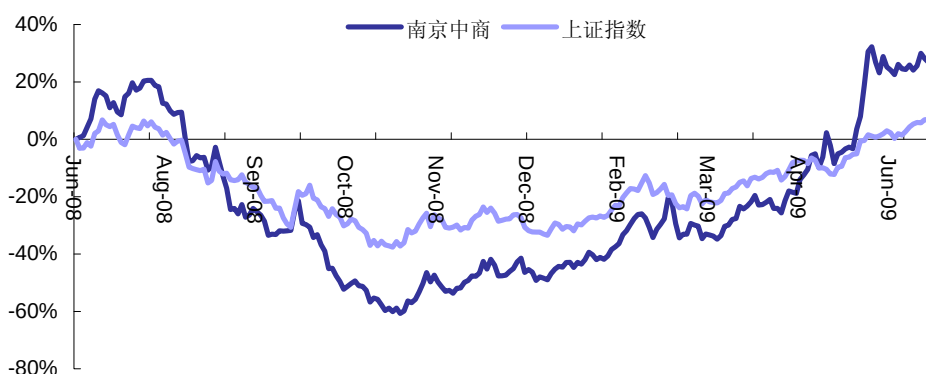
■ 公司 1-6 月份在门店数减少两个的情况下仍实现累计收入约 8% 的增长，其中主力门店中央商场增长约 10%。公司毛利率水平保持稳定，业绩受经济危机影响小于公司预期。

■ 雨润入主对公司管理的变革开始体现，公司明确了以商业为重点业态的发展战略，未来将加大城市综合体的开发和经营力度。公司新开门店将以当年实现盈利为标准，规模扩张更重质而非量。公司商业经营费用水平已经开始好转，未来将有下降趋势。

■ 公司目前主要资本支出项目包括淮安新亚购物中心和徐州综合广场，公司将以滚动开发和预售部分物业方式筹措开发资金。淮安购物中心商业面积 6 万平方米，预计于明年裙楼试营业；徐州综合广场商业面积约 20 万平方米，预计三年后试营业。

■ 我们一直认为公司资产优良，经营状况良好，是商业板块中被低估的公司之一，预计随着城市综合体项目趋于成熟、房地产进入结算期和费用控制的效果显现，公司明后两年业绩将有快速增长。我们预计公司 09-11 年 EPS 为 0.40、0.62、0.95，维持增持评级。

最近 52 周股价表现



■ 经济危机对公司影响弱于预期

虽然经济危机对公司经营有一定冲击,但从5月份起各门店经营状况开始好转,预计1-6月份累计销售额同比增长8%,考虑到公司百货门店数同比减少两家,其余门店经营状况较好,其中主力门店南京中央商场上半年累计销售收入同比增长约为10%,全年预计增长12%。公司商业经营受经济危机影响小于预期。

■ 股权变化对公司影响开始显现

雨润入主后对公司未来发展战略与发展方式的影响体现为以下几点:

1、 坚持商业为重点业态

自2003年以来,公司先后经历了两次发展战略调整,而此次雨润入主后,明确了公司未来百货+超市+商业地产的发展战略,公司目前的民用住宅开发项目完成后,未来将不再参与房地产项目。公司未来将通过滚动开发、部分销售等方式筹措资金,发展城市综合体这一新兴业态,以满足消费者对一站式购物的需求,

2、 规模扩张更重视质量

民营企业效益至上的价值取向将逐渐替代公司原有的国企文化。公司发展将更重视质而非量。目前公司正在调整连锁机制,包括理顺总部和分店的关系,提高门店的信息技术水平,加大集团采购比例等。公司未来新门店将以当年盈利为标准,这意味着未来新开门店成功率较高,但同时会导致规模扩张速度放慢。

3、 费用水平将逐年下滑

公司历史上担保问题已经大部分计提完毕,剩余部分也基本上有政府承诺,担保风险已经很低,关闭泰州和淄博门店的亏损公司也将在今年足额计提,冗员问题在短期内对难以根除,但公司正通过人员结构调整化解部分压力。

■ 未来重点资本支出项目分析

公司目前在进行两个城市综合体项目,一个是淮安新亚购物中心,另一个是徐州综合广场:

淮安新亚购物中心预计7-8月份封顶,建筑面积共计15万平方米,其中商业面积6万平方米,另有商业街、餐饮、休闲娱乐、商务写字楼等非商业面积9万平方米。公司计划明年裙楼试营业。

徐州综合广场与公司徐州百货相邻,规划建筑面积30万平方米,其中商业面积20万平方米,非商业面积包括写字楼和住宅、溜冰场和院线等。项目预计3年后试营业,届时公司原有徐州百货老楼将推倒,并在原址上兴建徐州市民广场。

■ 未来业绩预测

预计受经济危机和关店等影响,公司09年难有业绩表现。但我们一直认为公司资产优良,经营状况良好,是商业板块中被低估的公司之一。随着城市综合体项目成熟、房地产项目进入结算期及公司费用控制见效,未来公司业绩将迎来快速增长。预计公司09-11年EPS分别为0.40、0.62和0.95,维持增持评级。

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	1790	1622	1903	2270
现金	616	521	615	744
应收账款	10	9	10	12
其它应收款	116	122	144	173
预付账款	173	142	164	193
存货	869	826	967	1144
其他	4	3	3	3
非流动资产	1738	2049	2288	2871
长期投资	54	54	54	54
固定资产	1211	1407	1789	2219
无形资产	208	187	166	146
其他	265	401	279	453
资产总计	3528	3671	4191	5141
流动负债	2595	2681	3110	3920
短期借款	919	1011	1666	1879
应付账款	361	372	429	508
其他	1316	1297	1015	1534
非流动负债	229	229	229	229
长期借款	138	138	138	138
其他	91	91	91	91
负债合计	2824	2910	3339	4149
少数股东权益	50	51	53	56
股本	144	144	144	144
资本公积	308	308	308	308
留存收益	201	258	347	484
归属母公司股东权益	703	762	852	992
负债和股东权益	3528	3671	4191	5141

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	274	321	(110)	753
净利润	0	57	89	137
折旧摊销	0	57	89	137
财务费用	0	80	106	138
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	53	(406)	348
其它	274	75	11	(7)
投资活动现金流	4	(429)	(343)	(700)
资本支出	0	(429)	(343)	(700)
长期投资减少	0	0	0	0
其他	4	(858)	(687)	(1400)
筹资活动现金流	(23)	13	548	76
短期借款增加	0	93	654	213
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	(23)	(80)	(106)	(138)
现金净增加额		(95)	94	128

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4211	4344	5126	6196
营业成本	3433	3547	4089	4834
营业税金及附加	47	43	51	62
营业费用	193	198	333	440
管理费用	341	349	412	498
财务费用	79	80	106	138
资产减值损失	22	37	(6)	11
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	9	0	0	0
营业利润	103	89	140	214
营业外收入	4	0	0	0
营业外支出	14	0	0	0
利润总额	94	89	140	214
所得税	45	31	49	75
净利润	49	58	91	139
少数股东损益	5	1	2	3
归属于母公司净利润	43	57	89	137
EBITDA	279	286	371	477
EPS (元)	0.30	0.40	0.62	0.95

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	17%	3%	18%	21%
营业利润	8%	-14%	56%	53%
净利润	9%	31%	56%	53%
获利能力				
毛利率	18%	18%	20%	22%
净利率	1%	1%	2%	2%
ROE	7%	8%	11%	15%
ROIC				
偿债能力				
资产负债率	80%	79%	80%	81%
净负债比率				
流动比率	0.7	0.6	0.6	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	0.3	0.3
应收账款周转率	137.2	116.4	135.3	136.8
应付账款周转率	2.5	2.4	2.6	2.6
每股指标 (元)				
每股收益	0.3	0.4	0.6	1.0
每股经营现金流	1.9	2.2	(0.8)	5.2
每股净资产	4.6	4.9	5.6	6.5
估值比率				
P/E	52	39	25	16
P/B	3	3	3	2
EV/EBITDA	16	16	14	12

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@lhqz.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@lhqz.com

免责声明

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。