

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司点评

南京中商 (600280)

管理改善效果将显，业绩值得期待

推荐 (维持)

——2009 年中报点评

2009 年 08 月 18 日

联系人 汪立亭

86-21-62078707

wanglt@pasc.com.cn

分析师 蔡大贵

事项

南京中商发布 2009 年中报，2009 年上半年实现营业收入 21.1 亿元，归属于母公司的净利润 583.5 万元，分别同比下降 3.67% 和 61.93%。上半年 EPS 为 0.041 元。

主要观点

一、业绩回顾：管理费用率上升明显

首先，我们重申对该公司的一贯判断：公司治理结构完善之后，其积极的结构化调整已经展开，随着各项结构的进一步优化，公司销售规模的明显提高和费用率的实质下降，将可使公司真实的盈利能力逐步体现，业绩释放潜力较大。其中，费用率的下降将是我们对公司业绩的最大观察点。

整体看公司的中报，我们得到几个主要信息：**1.**销售收入同比略下降，但季度增速环比改善；**2.**销售费用率和财务费用率下降明显，但管理费用率有大幅上升；**3.**净利率仍然没有实质性提高，业绩改善依然处于预期之中。

以下我们分收入和费用进行进一步的简单分析。

图表1 南京中商2009年中报业绩的季度拆分

单位：百万元

季报拆分	1Q09	1Q08	2Q09	2Q08	1H09	1H08
营业收入	1197.72	1327.56	912.65	863.31	2110.37	2190.87
yoy(%)	-9.78%	27.84%	5.72%	10.14%	-3.67%	20.23%
综合毛利率(%)	18.52%	18.21%	18.42%	19.19%	18.48%	18.59%
销售费用率(%)	2.88%	3.94%	4.18%	6.74%	3.45%	5.04%
管理费用率(%)	10.71%	9.62%	12.50%	7.87%	11.48%	8.93%
财务费用率(%)	1.18%	1.46%	1.40%	2.15%	1.27%	1.73%
期间费用率	14.8%	15.0%	18.1%	16.8%	16.2%	15.7%
营业利润	32.27	25.41	-5.49	14.83	26.78	40.24
营业利润率	2.69%	1.91%	-0.60%	1.72%	1.27%	1.84%
净利率(%)	0.29%	1.27%	0.56%	-0.04%	0.41%	0.75%
归属于母公司的净利润	2.19	15.47	3.65	-0.14	5.84	15.33
yoy(%)	-85.87%	-2.53%	2688.62%	-101.27%	-61.93%	-43.20%
EPS	0.015	0.108	0.025	-0.001	0.041	0.107

资料来源：公司定期报告、平安证券

1. 收入：受关店和地产业务影响，增速略有下降

同零售业其他主要上市公司一样，公司二季度收入增速较一季度有明显提高，但由于一季度同比下降近10%，而二季度增速仅5.7%，导致公司2009上半年整体收入同比下滑3.67%。其中，我们认为收入略有下滑的主要原因在于两点：① 公司先后于2008年末和2009年3月关闭淄博和泰州两家亏损门店，收入项减少；② 2008年上半年确认了约8585万元的房地产收入，而本报告期内仅确认了712万元，同比下滑91.7%。

考察母公司中央商场门店可以发现，其收入增长表现明显好于合并报表，这也是佐证。

图表2 中央商场与公司整体收入增速对比

		百万元			
收入增速对比：	-	1Q09	2Q09	1H09	1H08
整体收入		1197.72	912.65	2110.37	2190.87
yoy(%)		-9.78%	5.72%	-3.67%	20.23%
中央商场(百万元)		537.506	422.763	960.268	953.724
yoy(%)		-3.73%	6.92%	0.69%	17.13%

资料来源：公司定期报告、平安证券

公司关闭严重亏损的门店虽会产生一时的收入和费用波动，但作为公司门店结构调整的经营举措，止住出血点，未来将不再会拖累公司整体业绩，也有利于节约经营资源，投入其它门店之中，符合公司长远利益。

实际上，公司的门店调整还有空间：对于质地较好、经营增速快的门店进一步打实基础，比如中央商场仍可以增加经营面积，并通过商品调整提高坪效和毛利率；对于通过经营调整可大幅改善或扭亏为盈的门店，则调整结构，提升管理水平，以实现业绩的正贡献，比如太平洋百货和连云港店；这也都是公司的增长点所在。

2. 费用：人工成本短期难以下降，符合预期

公司的整体费用率明显高于同业水平，尤其是人工费用与可比同业对照，平均高出3个百分点，这也是其净利率较低，业绩较差的主要原因。

图表3 人工成本远高于可比公司

工资 / 收入	2004	2005	2006	2007	2008
南京中商	6.44%	6.42%	6.40%	5.71%	6.06%
金鹰商贸	2.84%	2.16%	2.30%	2.33%	2.07%
合肥百货	3.48%	2.95%	2.70%	3.07%	3.13%
银座股份	2.72%	2.39%	2.73%	3.21%	3.76%

资料来源：公司定期报告、平安证券

图表4 净利率远低于可比公司

净利率	2004	2005	2006	2007	2008
南京中商	2.06%	1.55%	0.92%	1.12%	1.16%
金鹰商贸	0.48%	3.27%	6.42%	7.94%	9.89%
银座股份	3.35%	3.16%	3.77%	4.08%	3.34%
合肥百货	1.96%	2.00%	2.16%	3.56%	3.74%

资料来源：Wind、公司定期报告、平安证券

从2009年中报的几项费用率看，源于公司的经营调整以及加强营销策划，销售费用率已有明显改善，由去年同期的5.04%下降到2009年中期的3.45%；

虽然公司2009年上半年内借款总额比年初有所增加，但财务费用由3799万元下降到2688万元，财务费用率由1.73%下降到1.27%，显然作为绝对借款额较多的公司，公司受益利率下降的程度更大。

但公司管理费用率大幅上升，2009年中期费用率为11.48%，比去年同期上升了2.55%，其中尤其是二季度上升明显。我们根据季报和中报数据，拆分了公司的人工成本率，发现2009年上半年人工成本比去年同期大幅上升，这也是压制公司中期业绩的最大因素。其中可能是由于关闭亏损门店、总部结构调整以及新项目支出增加等的综合作用结果。

图表 5 人工成本率的季度分析

人工成本率(%)	1Q09	2Q09	1H09	1Q08	2Q08	1H08	2008
合并	7.73%	8.41%	8.02%	6.77%	6.15%	6.53%	6.06%
母公司	9.02%	11.10%	9.93%	8.31%	6.09%	7.39%	6.09%

资料来源：Wind、公司定期报告、平安证券

我们此前即判断：“费用率的实质性下降是可以预期的，但至少在2009年将进展缓慢，主要原因在于结构调整涉及到诸多人员安排，门店调整、资产处置等相关费用支出，而在1-2年的调整期后，费用率下降将开始驱动业绩高速增长。”因此，当前的人工成本上升符合预期，且在情理之中。

二、发展判断：预期向现实转化，值得期待

南京中商拥有深厚的历史基础和稀缺的门店资源，具备区域连锁商业龙头的潜质，但囿于国资体制束缚，发展缓慢，费用吞噬了利润，优质资产对应的是不恰当的经营规模和较低的利润率。

而“国退民进”趋势进一步确立后，公司进行中的经营调整举措，正在逐步打开已有的业绩空间，其由规模扩大和费用率下降带来的业绩高成长将由预期走向现实，值得期待。

1. 百货业务的业绩关注点

公司不仅制定了一系列的组织结构调整、招商、营销企划以及后台建设方案，而且相关的方案正在有序实施，包括：门店体系的关停调整，组织结构的优化重构，招商谈判的协同进行，营销方案的分解实施等，未来随着综合调整的进一步深入，将在增加坪效、提升毛利率、削减费用等多方面发挥积极效果，实现公司销售规模和净利率的大幅提高。

其中，统一招商和减员增效是我们的主要关注方向。

a. 连锁化与统一招商

公司目前正在逐步进行集团职能部门的关系梳理和优化调整，以期实现专业化的连锁开发和规模协同的招商谈判和品牌引进。

这将会带来招商水平的提高，使毛利率的提升不仅来自规模议价能力的有效发挥，而且会得益于对商品理解的加深和品类单品结构的优化。

b. 减员增效

公司人员负担过重，若其能够成功有效地解决减员增效问题，则销售费用率和管理费用率的下降应是可预期的。

2. 房地产业务

公司的主要商业地产项目包括南京万豪公寓、淮安新亚购物广场、淮安金陵名府二期工程以及待开发的徐州、宿迁和苏州的项目。

目前在建项目有万豪公寓、金陵明府、淮安新亚购物广场等，其中万豪公寓有望在 2010 年开始确认收入，该项目总建筑面积 10 万平米，公司权益面积为 7 万平米，我们保守按照 1 万销售均价和 15% 的净利率计算，合计可为公司贡献 7 亿左右的收入和约 1 亿元的净利润。

三、盈利预测与投资建议

依据公司中报信息，仅考虑公司连锁百货业务（未包含淮安店新增面积和其他新增门店的贡献），预测公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.37 元、0.70 元和 1.05 元，对应目前股价的动态 PE 分别为 41.1 倍、21.8 倍和 14.5 倍。

治理结构的更趋完善和经营调整的积极开展，将可使公司真实的盈利能力逐步体现，业绩释放潜力较大且有望加速实现，我们坚定看好公司管理改善驱动的业绩高成长空间，维持“推荐”评级。

附：盈利预测表

项目（单位：百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3605.43	4210.50	4378.30	4860.07	5421.83
营业成本	2935.91	3432.56	3571.21	3953.23	4396.28
毛利	669.51	777.94	807.09	906.84	1025.55
综合毛利率(%)	18.57%	18.48%	18.43%	18.66%	18.92%
营业税金及附加	29.04	46.96	41.79	43.96	49.04
销售费用	175.22	193.35	154.75	157.20	164.53
管理费用	302.21	341.11	410.83	451.18	459.95
财务费用	63.68	79.29	56.37	52.52	59.77
资产减值损失	6.14	22.24	0.90	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.92	8.50	0.00	0.00	0.00
营业利润	96.16	103.50	142.45	201.99	292.26
营业利润率	2.67%	2.46%	3.25%	4.16%	5.39%
营业外收入	2.49	3.84	3.76	0.00	0.00
营业外支出	3.85	13.52	6.73	5.00	5.00
利润总额	94.79	93.82	139.49	196.99	287.26
所得税	54.31	45.16	68.35	63.04	86.18
净利润	40.48	48.66	71.13	133.95	201.08
净利率(%)	1.12%	1.16%	1.62%	2.76%	3.71%
少数股东权益	(2.46)	5.30	17.74	33.40	50.14
归属于母公司的净利润	42.95	43.36	53.39	100.55	150.94
yoy(%)	34.48%	0.95%	23.15%	88.31%	50.12%
摊薄后 EPS	0.30	0.30	0.37	0.70	1.05

资料来源：平安证券预测

近期相关报告

《公告点评：股权转让点评-国退民进，管理改善将加速》，2009-6-1

《公告点评：关闭淄博店点评-结构化调整如期展开》，2009-3-24

《调研报告：结构化调整有望激活 70 年老店，“推荐”评级》，2008-12-25

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257