

增 持 维 持

南京中商 (600280)

2010 年 8 月 10 日

经营调整的费用支出仍压制上半年业绩，看好未来业绩大幅增长潜力

2010 年 8 月 9 日收盘于 25.67 元
6 个月目标价：27.71 元

批发和零售贸易行业首席分析师：路 颖
SAC 执业证书编号：S0850203100078
luying@htsec.com
021-23219403

汪立亭
联系人

wanglt@htsec.com
021-23219399

潘 鹤
SAC 执业证书编号：S0850210040007
panh@htsec.com
021-23219423

公司2010年8月10日发布2010年半年报。2010年上半年实现营业总收入24.23亿元，同比增长14.80%；实现利润总额2141万元，同比下降17.06%；实现归属于上市公司股东的净利润556万元，同比下降4.74%，基本每股收益0.039元。

公司同时公告了审议通过向宿迁中央国际购物广场有限公司增资的议案：为了推动宿迁中央国际购物广场项目进度，尽快启动拆迁工作，以便于项目尽早进入建设阶段，公司拟以自筹资金的方式向宿迁中央国际购物广场有限公司增资5000万元，增资完成后，公司持有宿迁公司股权比例由60%提升至80%，公司控股子公司南京中央百货连锁有限公司（93.68%）持有比例由40%下降为20%。

简评和投资建议。公司二季度收入增长 11.17%，净利润下降 4.49%，基本维持一季度所呈现的“增收不增利”特点，整体上半年 14.8%的收入增长，对应于 4.74%的利润下降，主要由于公司经营调整深化，依然带来高居不下的费用支出，上半年 18.12%的期间费用率较 2009 年同期上升 1.92 个百分点。虽然经营调整已经在公司收入增长和毛利率提升上有较明显体现，但短期的费用压力使公司利润释放时点有所延后。

我们维持对公司基本面的判断：

（1）雨润集团获取公司经营控制权后，治理结构改善驱动了公司自 2009 年开始的组织和经营结构优化调整，并正在深化进行中，调整效果已经初步显现，但由于调整不可避免的涉及到相关的成本费用支出，因此，最实质的费用率下降会略滞后于优化举措的进程，2010 年开始可能才是公司调整效益较好发挥的起始时点，2010-2012 公司商业经营部分的业绩将有较大的增长表现，预期正待向现实转化；

（2）公司坚持“以本埠零售单体店为龙头，以百货连锁经营、房地产开发为两翼”的发展战略，正以商业地产为核心建立购物中心或城市综合体平台，在为公司贡献地产收益，增色业绩的同时，也将为其连锁百货业务的快速拓展提供有利物业条件，并保障长期稳定经营。

由于经营调整产生的短期费用压制，相应的业绩释放并未在2010上半年呈现，2010年仍然是经营调整年，但一次性的费用支出后，公司将迎来后续期间可持续的费用下降和业绩释放。并且从一个更长时期的逻辑考虑，大股东雨润集团历经5年时间获得南京中商控制权，未来无论是按照南京中商现有战略思路做大做强百货零售业，还是基于上市公司平台考虑更多的资产运作，我们预计都可能给公司带来长期的投资机会。

调整盈利预测。预计公司 2010-12 年EPS（百货零售业务，不含地产）分别为 0.42 元、1.10 元和 1.51 元。若考虑地产业务自 2010 年开始进入结算，预计 2010-12 每年可贡献EPS约 0.4 元左右。目前公司 25.67 元的股价对应 2010-2012 年的PE为 61.32 倍、23.16 倍和 17.03 倍，虽然 2010 短期估值偏高，但考虑公司积极的经营调整带来的未来几年的业绩大幅增长潜力，以及地产业务贡献，维持“增持”评级，六个月目标价 27.71 元（按 2011 年 25 倍PE）。

以下是我们对公司 2010 年中报的点评。

（1）上半年收入同比增长 14.80%，其中本部百货业务增长最快，为 20.24%。公司一、二季度收入增速分别为 17.57% 和 11.17%。分类收入中（参见表 1），公司百货业务上半年收入为 20.15 亿元，同比增速 17.44%，其中本部百货店收入 11.55 亿元，占比百货业务收入比重的 57.3%，且收入增速最快，为 20.24%，这应与公司自身在本部店所实施的积极商品调整和营销创新有关。公司超市业务相对增长缓慢，上半年收入为 3.65 亿元，较 2009 年同期仅增长 5.65%。从收入角度，公司经营调整效果已经有所体现。

2010 上半年，公司房地产业务仅确认 81 万收入，相比 2009 年同期的 712 万下滑。但我们预计，公司南京万豪公寓项目和金陵名府项目已经可以在 2010 年确认收入（其中万豪公寓项目涉及诉讼事项，尚未有结果，具有不确定性），如果能够在 2010 年下半年确认项目收益，则可以大幅增厚公司全年收入和利润规模。

表 1 南京中商 2010 年上半年各业务的收入及毛利率分拆对比

业务	收入（万元）			毛利率（%）		
	1H09	1H10	同比增长（%）	1H09	1H10	同比增减（百分点）
百货	171568	201485	17.44	18.46	20.56	2.10
其中：本部店	96027	115467	20.24	21.62	23.50	1.88
超市	34534	36484	5.65	8.41	10.41	2.01
商业部分合计	206102	237969	15.46	16.77	19.00	2.23
房地产业务	712	81	-88.66	52.32	31.98	-20.34
主营业务合计	206814	238049	15.10	16.89	19.00	2.11
其他业务	4223	4225	0.03	96.09	96.37	0.28
营业总收入/综合毛利率	211037	242274	14.80	18.48	20.35	1.87

资料来源：公司公告，海通证券研究所

（2）商业主业带动公司综合毛利率明显提升。公司 2010 上半年综合毛利率为 20.35%，同比上升 1.87 个百分点。其中百货业务毛利率为 20.56%，同比上升 2.1 个百分点，提升幅度较大，并且中商本部门和店和其他门店毛利率均有提升而超市业务毛利率也由 2009 年同期的 8.41% 提升到 2010 上半年的 10.41%，同比提升幅度在 2 个百分点左右（参见表 1）。这符合我们此前的判断，即“结构调整对业绩提升的积极作用已经在提升毛利率方面有了初步效果”，我们预计上述趋势将延续。

（3）上半年期间费用率为 18.12%，同比上升 1.92 个百分点，其中销售费用率上升最为明显，由 1H2009 的 3.45% 上升 1.72 个百分点至 1H2010 的 5.16%（参见表 2）。沉重的费用负担是公司之前年度压制业绩的最大因素，也是我们认为在公司导入民营治理机制和实施经营调整之后，未来利润释放的最大来源。但由于调整涉及到一次性费用支出（主要是减员成本），仍会带来短期较大的业绩压力，这从 2009 年开始至 2010 年上半年持续体现。

表 2 南京中商 2009 年及 2010 年上半年费用率明显上升

	2007	2008	2009	1H2009	1H2010	同比增减（百分点）
销售费用率（%）	4.86	4.59	4.45	3.45	5.16	1.72
管理费用率（%）	8.38	8.10	10.74	11.48	11.31	-0.17
财务费用率（%）	1.77	1.88	1.31	1.27	1.64	0.37
期间费用率（%）	15.01	14.58	16.50	16.20	18.12	1.92

资料来源：公司公告，海通证券研究所

对应的是，公司从 2009 年开始，应付职工薪酬项目中的报告期内支付数、以及期末余额明显增加（参见表 3）。其中主要增加的为“工资、奖金”支付项和“因解除劳动关系给予的补偿”支付项。

表 3 南京中商 2009 年以来员工费用及为减员补偿明显增加

应付员工薪酬项目	2008				2009				1H2010			
	期初数	本期增	本期付	期末数	期初数	本期增	本期付	期末数	期初数	本期增	本期付	期末数
工资、奖金、津贴和补贴	2039	17406	18151	1293	1293	38269	36739	2824	2824	14181	13478	3526
职工福利费	1024	1855	2300	579	579	3197	3776	0	0	1608	1206	402
社会保险费	30	3447	3446	31	31	3284	3281	34	34	1869	1773	131
住房公积金	219	1268	1344	143	143	1560	1695	8	8	1192	1180	20
因解除劳动关系给予的补偿	695	419	226	888	888	5788	386	6291	6291	3372	0	9663
其他	3326	1108	1352	3081	3081	1343	780	3644	3644	554	407	3791
合计	7332	25503	26818	6016	6016	53441	46657	12800	12800	22777	18045	17533

资料来源：公司公告，海通证券研究所

（4）地产业务将从 2010 年开始贡献收益

公司目前在建有多个地产项目，其中部分项目接近竣工，即将从2010年开始陆续进入结算期，因此，自2010年开始，地产业务可开始为公司陆续贡献收益。我们测算公司万豪中心公寓和淮安金陵名府两个个项目从2010年开始，合计将为公司贡献1.84亿元权益利润，贡献EPS约1.28元，假设分三年确认收益，平均每年可增厚业绩0.4元左右。

另外，公司在2009年报中披露，其徐州4.03万平米的土地将于2010年5月开工用于建设徐州中央国际购物广场，占地5.53万平米的宿迁购物广场在本次增资后，将尽快启动拆迁工作，有望于2010年内开工；公司于2010年3月9日公告组建淮安雨润中央新天地置业有限公司，将结合淮安市商业网点建设规划和市场情况，择机竞拍土地资源，搭建城市综合体新型业态的平台；2010年7月9日公告以合计1260万元收购苏州中商置地公司45%少数股权，收购完成后，公司将对苏州中商置地开发的苏州雨花胜境公园项目进行统筹规划运作。

我们认为公司在江苏省内较为积极的地产项目开发，首先符合公司“以本埠零售单体店为龙头，以百货连锁经营、房地产开发为两翼”的既定战略，地产项目建成销售将为公司贡献较大收益，更重要的是，公司可以以开发购物广场或城市综合体模式，为自身百货业态经营提供优质物业，并锁定经营成本，具有积极作用。

表4是我们对公司的单季度合并损益表分析。表5是我们更新后的合并损益表预测。

表 4 南京中商单季度合并损益表分析（2009-1H2010）

	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	1H2009	1H2010
营业总收入(万元)	119772	91265	92541	117337	140811	101463	211037	242274
同比增长 (%)	-9.78	5.72	-6.22	13.61	17.57	11.17	-3.67	14.80
营业总成本(万元)	116610	91817	90092	113577	139604	99709	208427	239313
营业成本(万元)	97585	74453	74152	90204	112748	80214	172038	192962
营业成本/营业收入 (%)	81.48	81.58	80.13	76.88	80.07	79.06	81.52	79.65
营业税金及附加(万元)	1277	833	1065	1934	1518	888	2110	2406
营业税金及附加/营业收入 (%)	1.07	0.91	1.15	1.65	1.08	0.88	1.00	0.99
销售费用(万元)	3453	3817	4154	7310	7072	5442	7270	12513
销售费用/营业收入(%)	2.88	4.18	4.49	6.23	5.02	5.36	3.45	5.16
管理费用(万元)	12823	11408	9481	11478	16257	11142	24231	27399
管理费用/营业收入(%)	10.71	12.50	10.24	9.78	11.55	10.98	11.48	11.31
财务费用(万元)	1409	1279	1268	1564	1782	2203	2688	3985
资产减值损失(万元)	63	27	-28	1087	228	-180	90	48
非经营性净收益(万元)	65	3	242	187	49	135	67	184
营业利润(万元)	3227	-549	2691	3948	1256	1889	2678	3145
同比增长 (%)	27.00	-137.02	204.05	-27.44	-61.09	-444.12	-33.45	17.43
营业外收入(万元)	28	149	70	459	39	33	176	73
营业外支出(万元)	1401	-1128	225	396	345	732	273	1077
利润总额(万元)	1854	727	2536	4010	950	1191	2581	2141
同比增长 (%)	-29.68	-51.98	118.36	-1.44	-48.77	63.77	-37.82	-17.06
所得税费用(万元)	1508	214	1033	1600	611	757	1723	1369
有效所得税率 (%)	81.35	29.49	40.73	39.88	64.34	63.59	66.74	63.93
净利润(万元)	346	513	1503	2411	339	434	859	772
同比增长 (%)	-79.43	-1515.92	241.11	-13.28	-2.03	-15.45	-47.80	-10.05
净利润率 (%)	0.29	0.56	1.62	2.05	0.24	0.43	0.41	0.32
归属于母公司所有者的净利润(万元)	219	365	1116	2588	207	349	584	556
同比增长 (%)	-85.87	-2688.62	315.26	2.15	-5.18	-4.49	-61.93	-4.74
少数股东损益(万元)	127	148	387	-177	131	85	275	216
摊薄每股收益(元)	0.015	0.025	0.078	0.180	0.014	0.024	0.041	0.039

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 5 南京中商损益表盈利预测（2010 年 8 月 10 日更新）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(万元)	421050	420916	476346	550808	614842
同比增长 (%)	16.78	-0.03	13.17	15.63	11.63
营业总成本(万元)	411551	412096	462624	522230	578072
营业成本(万元)	343256	336394	380010	437692	488180
营业成本/营业收入 (%)	81.52	79.92	79.78	79.46	79.40
营业税金及附加(万元)	4696	5110	4609	5329	5949
营业税金及附加/营业收入 (%)	1.12	1.21	0.97	0.97	0.97
销售费用(万元)	19335	18734	22139	21757	23671
销售费用/营业收入 (%)	4.59	4.45	4.65	3.95	3.85
管理费用(万元)	34111	45190	47152	50124	52876
管理费用/营业收入 (%)	8.10	10.74	9.90	9.10	8.60
财务费用(万元)	7929	5520	8667	7281	7348
资产减值损失(万元)	2224	1149	48	48	48
非经营性净收益(万元)	850	497	184	0	0
营业利润(万元)	10350	9317	13906	28578	36770
同比增长 (%)	7.63	-9.98	49.26	105.51	28.66
营业外收入(万元)	384	706	73	0	0
营业外支出(万元)	1352	895	1077	0	0
利润总额(万元)	9382	9128	12902	28578	36770
同比增长 (%)	-1.03	-2.70	41.34	121.51	28.66
所得税费用(万元)	4516	4355	5347	8573	9560
有效所得税率 (%)	48.14	47.71	41.44	30.00	26.00
净利润(万元)	4866	4773	7555	20005	27210
同比增长 (%)	20.19	-1.91	58.29	164.79	36.02
净利润率 (%)	1.16	1.13	1.59	3.63	4.43
归属于母公司所有者的净利润(万元)	4336	4288	6009	15911	21641
同比增长 (%)	0.95	-1.10	40.13	164.79	36.02
少数股东损益(万元)	530	485	1546	4094	5568
摊薄每股收益(元)	0.302	0.299	0.419	1.108	1.508

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相关报告：

南京中商公告点评：收购苏州中商置地公司 45% 少数股权，增厚未来期间盈利 0.25 元左右，维持增持 20100709

南京中商 2010 一季报点评：一季度增收不增利，费用率仍居高，维持增持 20100426

南京中商 2009 年报点评：增长前景支撑估值，等待经营调整的业绩确认（增持，维持）20100409

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路 颖：批发和零售贸易行业首席分析师

潘 鹤：批发与零售贸易研究团队

汪立亭：批发与零售贸易研究团队

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、新华百货、开元控股、家润多、人人乐、海宁皮城、天虹商场、华联综超、友好集团。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。