

南京中商 (600280): 地产业绩有待释放

增持 (维持)

商业

当前股价: 23.57 元

报告日期: 2011 年 4 月 1 日

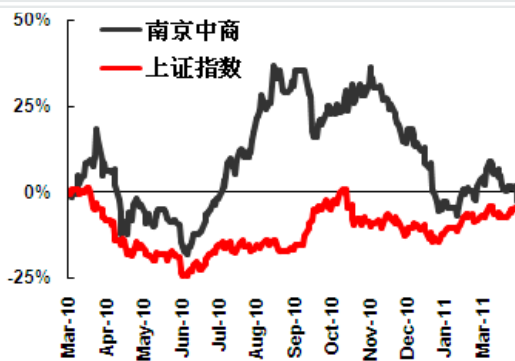
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,938	5,954	7,028	8,165
(+/-)	17%	21%	18%	16%
营业利润	118	224	276	336
(+/-)	27%	89%	24%	22%
归属母公司				
净利润	47	168	207	252
(+/-)	9%	259%	24%	22%
每股收益 (元)	0.32	1.17	1.44	1.75
市盈率 (倍)	73	20	16	13

公司基本情况 (2010 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通 A 股 (万股)	14354/12754
流通市值 (亿元)	30.10
每股净资产 (元)	4.48
资产负债率 (%)	90.27

股价表现 (最近一年)



联系人: 邵灵霞

010-66045720 shaoix@txsec.com

证券分析师 王旭

执业证书编号: A0140511010018

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2010年, 公司实现营业收入49.38亿元, 同比增长17.31%; 营业利润1.18亿元, 同比增长26.93%; 实现归属母公司净利润4664万元, 同比增长8.77%, 扣除非经常性损益后净利润8301万元, 同比增长86.28%; 基本每股收益0.325元, 扣除非经常性损益后每股收益0.578元, 业绩略好于预期。利润分配预案: 拟按2010年末总股本为基数, 每10股派发现金股利1.6元 (含税), 不进行资本公积转增股本。
- 从单季度数据看, 第四季度公司营业收入1.5亿元, 同比增长28.19%; 营业利润6509.97万元, 同比增长64.91%; 实现归属母公司净利润2912.36万元, 同比增长12.52%, 第四季度单季度每股收益0.2元。
- 收入增速符合预期。**公司主营业务包括百货、仓储超市及房地产业务。2010 年全年公司实现营业收入同比增长 17.31%, 其中百货业收入占比 85.53%, 同比增长 20.26%; 仓储超市占比 14.44%, 同比增长 5.42%; 房地产项目尚未确认收入, 收入同比下降 94.1%。分地区看, 江苏地区 (除南京外) 销售收入增速 19.84%, 高于公司整体收入增速。
- 经营面向好: 综合毛利率上升, 期间费用率下降。**公司全年毛利率上升 0.97 个百分点至 21.05%。其中百货和超市业务分别提升 1.23 个百分点和 0.51 个百分点, 主要是公司进行经营结构的调整的影响, 尤其是百货业, 自 2009 年以来毛利率持续上升 (2009 年毛利率上升 1.83 个百分点), 调整效果显著; 报告期内, 公司期间费用率同比下降 0.12 个百分点至 16.38%, 其中由于广告宣传费用加大致销售费用率上升 0.34 个百分点, 财务费用率上升 0.2 个百分点, 但是公司管理费用率同比大幅下降 0.65 个百分点, 主要是源于公司人工成本的下降以及租赁费用支出的下降所致。
- 非经常性损益影响业绩。**公司全年营业利润同比增长26.93%, 但归属母公司净利润同比却仅增长8.77%, 这主要是由于公司非经常性损益的影响: 对子公司应收账款计提资产减值损失5564万元, 处置子公司及拆迁损失导致营业外支出项下非经常性损失1.26亿元等。若扣除非经常性损益, 公司实现净利润8301万元, 同比增长86.28%, 体现公司较强的经营实力。
- 未来看点: 地产项目收益确认及百货调整后的业绩持续释放。**2009年雨润集团入主后, 公司定位于以百货连锁和房地产开

发为两翼的发展战略，其中百货业为核心，商业地产为发展重点。目前百货业经过经营调整，业绩进入持续释放期，而地产2008年以来在建多个项目，其中南京万豪国际中心、淮安金陵冥府和徐州黄河丽景花园预计于2010年底竣工，苏州云深处花园和淮安国际购物广场将于2011年下半年竣工。在项目进展顺利的前提下，房地产业务将于2011年结算，有望大幅提升公司业绩。

- **盈利预测和评级。**考虑地产业绩的释放，我们预计公司2011-2013年EPS为1.17元、1.44元和1.75元，以最新收盘价计算，对应PE为20倍、16倍和13倍，我们维持“增持”的投资评级。
- **风险提示：**资产负债率过高；政府对房地产业调控力度继续加大；地产项目确认收益进度低于预期。

图表 1：南京中商盈利预测（单位：万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	420,916	493,782	595,398	702,828	816,538
增长率	-0.03%	17.31%	20.58%	18.04%	16.18%
减：营业成本	336,394	389,855	469,745	554,181	643,413
毛利率	20.08%	21.05%	21.10%	21.15%	21.20%
营业税金及附加	5,110	5,944	7,145	8,434	9,798
资产减值损失	1,149	5,564	0	0	0
销售费用	18,734	23,640	28,281	33,033	37,969
管理费用	45,190	49,796	58,944	68,877	79,204
财务费用	5,520	7,439	8,931	10,683	12,575
期间费用	70,045	75,969	91,515	107,841	124,812
期间费用率	16.50%	16.38%	16.15%	16.02%	15.89%
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资净收益	497	281	0	0	0
营业利润	9,317	11,826	22,351	27,620	33,579
增长率	-9.98%	26.93%	89.01%	23.57%	21.58%
加：营业外收入	706	7,719	0	0	0
减：营业外支出	895	13,081	0	0	0
利润总额	9,128	6,464	22,351	27,620	33,579
增长率	-2.70%	-29.18%	245.77%	23.57%	21.58%
减：所得税	4,355	1,842	5,588	6,905	8,395
实际所得税率	47.71%	28.49%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	4,773	4,622	16,763	20,715	25,184
归属母公司所有者的净利润	4,288	4,664	16,763	20,715	25,184
增长率	-1.10%	8.77%	259.42%	23.57%	21.58%
净利率	1.02%	0.94%	2.82%	2.95%	3.08%
少数股东损益	485	-41	0	0	0
总股本（万股）	14,354	14,354	14,354	14,354	14,354
每股收益(全面摊薄，元)	0.30	0.32	1.17	1.44	1.75

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号: ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址: 北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话: 010-66045566 传真: 010-66573918 邮编: 100140
北京新盛	地址: 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话: 010-66045566; 66045577 传真: 010-66045500 邮编: 100140
北京德胜园	地址: 北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话: 010-66045566 传真: 010-66045700 邮编: 100088
上海天相	地址: 上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话: 021-58824282 传真: 021-58824283 邮编: 200120
深圳天相	地址: 深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话: 0755-83234800 传真: 0755-83234800 邮编: 518040