

南京中商

费用下降明显，净利率有所提升

欧亚菲 零售业 首席研究员

电话: 020-87555888 - 641 eMail: oyf@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511020002

费用下降明显，净利率有所提升

公司一季度实现营业收入 17.59 亿元，同比增长 24.96%；实现归属于母公司净利润 306.3 万元，同比增加 47.8%，折合每股收益为 0.021 元；扣除非经常性损益后每股收益 0.161 元，同比增长 403.13%。利润增速明显快于收入增速，主要得益于销售费用及管理费用的大幅下降，销售费用同比降 0.73 个百分点，管理费用同比降 1.31 个百分点。公司非经常性损益的大幅增加主要因为母公司中央商场重新装潢拆除原有设施导致的营业外支出大幅增加。

2011 年经营展望

2011 年淮安中央新亚国际广场将全面开始营业，收入有望大幅增长。随着公司内部机制的逐渐理顺，经营效率将不断提升，销售费用和管理费用下降空间巨大，未来净利率有望逐渐提升。公司 2011 年将进入房地产业务结算高峰年，同时也是淮安雨润项目和徐州中央广场项目启动建设年。公司在商业地产项目上储备较多，除淮安项目，其他项目成本较低，为公司未来的高速发展奠定了基础。尤其是在租金成本大幅上涨的背景下，公司自有物业的建设为公司未来应对租金的上涨提供了良好保障。

盈利预测及投资建议

公司在经营上实现了百货业务和商业地产业务的协同发展，并在不断进行业态优化和产品结构的升级，一季度扣非业绩的大幅增长也凸显出公司战略的成效显著。同时储备的各商业地产项目成本优势突出，公司未来的增长潜力主要来自于费用率的下降和商业地产项目陆续兑现收益，考虑到母公司内部调整以及房地产结算问题，我们小幅下调 11-12 年盈利预测，预计扣非后 2011-2013 年 EPS 分别为：1.20, 1.50, 2.15 元，其中房地产业务对应的 EPS 分别为 0.40 元、0.40 和 0.38 元，目标价看 31.5 元，对应 2011 年零售业务 PS0.8 倍。

风险提示：资产减值、或有负债计提和地产业务收入确认有不确定性。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,209.16	4,937.82	6607.84	7428.36	8137.72
增长率 (%)	-0.03%	17.31%	33.82%	12.42%	9.55%
EBITDA(百万元)	212.86	211.55	486.31	556.43	658.76
净利润(百万元)	42.88	46.64	172.07	215.64	308.75
增长率 (%)	-1.10%	8.77%	268.94	25.32%	43.18%
每股收益 (元)	0.299	0.325	1.20	1.50	2.15
市盈率	79.24	84.95	19.66	15.69	10.96
市净率	5.08	6.15	4.15	3.28	2.52
EV/EBITDA	17.80	26.10	9.45	9.22	8.14

数据来源: 南京中央商场(集团)股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

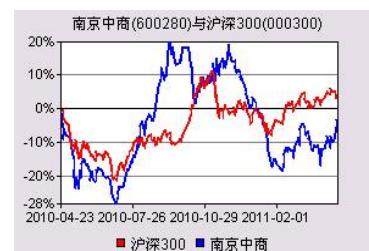
广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易，亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考，并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

买入

当前价格(元)	25.66
目标价格(元)	31.50
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	8.13%	9.75%	-4.00%
沪深 300	1.07%	10.61%	3.45%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)

143.54/127.54

主要股东:

江苏地华实业集团有限公司

主要股东持股比例

29.49%

财务比率

ROE	7.24%
ROA	2.60%
资产负债率	90.27%
每股净资产(元)	4.48

2010 年报数据

资产负债表

单位：百万元

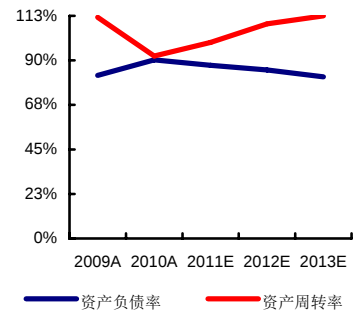
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,211	4,688	3,884	3,607	3,227
货币资金	708	1,434	1,773	1,241	707
应收及预付	337	366	463	525	515
存货	1,165	2,886	1,646	1,839	2,003
其他流动资产	1	1	1	1	2
非流动资产	1,784	2,016	2,741	3,461	4,167
长期股权投资	55	41	32	23	17
固定资产	1,154	1,594	1,806	2,053	2,380
在建工程	242	15	615	1,115	1,515
无形资产	274	242	239	221	205
其他长期资产	59	125	50	50	50
资产总计	3,995	6,704	6,625	7,068	7,394
流动负债	2,937	5,569	5,342	5,588	5,624
短期借款	800	2,729	2,729	2,729	2,429
应付及预收	2,119	2,811	2,584	2,835	3,176
其他流动负债	18	30	30	25	20
非流动负债	357	482	458	438	418
长期借款	267	258	258	258	258
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	90	225	200	180	160
负债合计	3,294	6,052	5,800	6,026	6,042
股本	144	144	144	144	144
资本公积	314	269	269	269	269
留存收益	211	231	403	619	927
归属母公司股东权益	669	644	816	1,031	1,340
少数股东权益	32	9	10	11	12
负债和股东权益	3,995	6,704	6,625	7,068	7,394

利润表

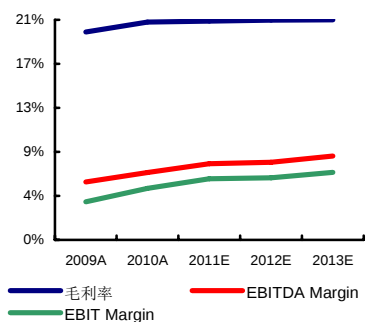
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4209	4938	6608	7428	8138
营业成本	3364	3899	5211	5851	6408
营业税金及附加	51	59	78	88	96
销售费用	187	236	314	353	382
管理费用	452	498	615	691	721
财务费用	55	74	114	114	108
资产减值损失	11	56	10	10	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	3	4	3	3
营业利润	93	118	270	325	418
营业外收入	7	77	3	3	0
营业外支出	9	131	31	25	0
利润总额	91	65	242	303	418
所得税	44	18	69	86	109
净利润	48	46	173	217	310
少数股东损益	5	0	1	1	1
归属母公司净利润	43	47	172	216	309
EBITDA	235	322	486	556	659
EPS (元)	0.30	0.32	1.20	1.50	2.15

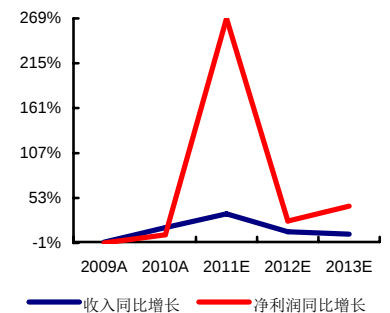
资产负债率趋势



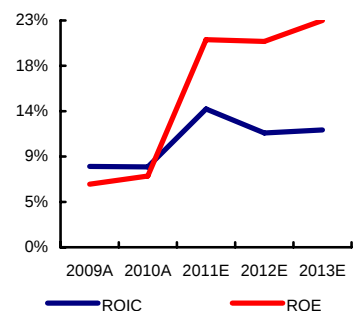
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

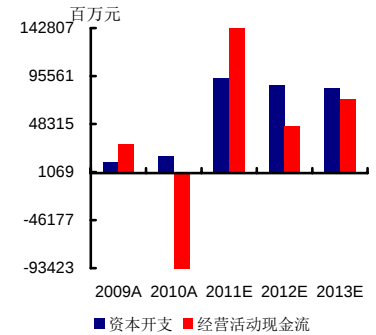
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	286	-934	1,427	460	730
净利润	48	46	173	217	310
折旧摊销	81	76	96	111	128
营运资金变动	114	-1,119	939	-10	180
其它	44	63	220	143	112
投资活动现金流	-117	-183	-929	-858	-836
资本支出	-109	-166	-933	-862	-840
投资变动	-8	-59	4	3	3
其他	0	43	0	0	0
筹资活动现金流	-78	1,840	-159	-134	-428
银行借款	1,696	3,488	0	0	-300
债券融资	-1,683	-1,565	-21	-20	-20
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-91	-82	-139	-114	-108
现金净增加额	91	723	339	-532	-534
期初现金余额	616	708	1,434	1,773	1,241
期末现金余额	707	1,430	1,773	1,241	707

主要财务比率

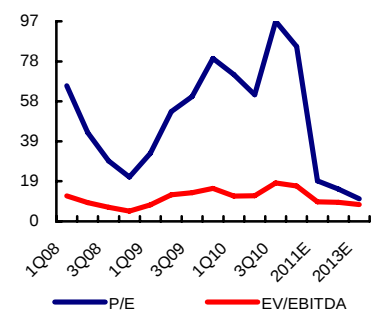
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	0.0%	17.3%	33.8%	12.4%	9.5%
营业利润	-10.0%	26.9%	128.2%	20.5%	28.7%
归属于母公司净利润	-1.1%	8.8%	268.9%	25.3%	43.2%
获利能力					
毛利率	20.1%	21.0%	21.1%	21.2%	21.3%
净利率	1.1%	0.9%	2.6%	2.9%	3.8%
ROE	6.4%	7.2%	21.1%	20.9%	23.0%
ROIC	8.2%	8.2%	14.1%	11.6%	11.9%
偿债能力					
资产负债率	82.5%	90.3%	87.5%	85.3%	81.7%
净负债比率	51.3%	237.8%	147.0%	167.4%	146.4%
流动比率	0.75	0.84	0.73	0.65	0.57
速动比率	0.27	0.28	0.36	0.25	0.16
营运能力					
总资产周转率	1.12	0.92	0.99	1.08	1.13
应收账款周转率	618.99	1169.14	1216.67	730.00	521.43
存货周转率	3.31	1.92	3.32	3.32	3.32
每股指标 (元)					
每股收益	0.30	0.32	1.20	1.50	2.15
每股经营现金流	1.99	-6.51	9.94	3.21	5.09
每股净资产	4.66	4.48	5.68	7.19	9.34
估值比率					
P/E	79.2	84.9	19.7	15.7	11.0
P/B	5.1	6.2	4.1	3.3	2.5
EV/EBITDA	16.0	17.1	9.5	9.2	8.1

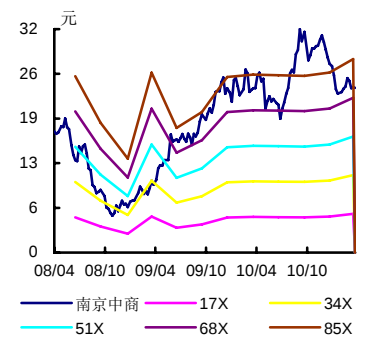
资本支出与经营活动现金流



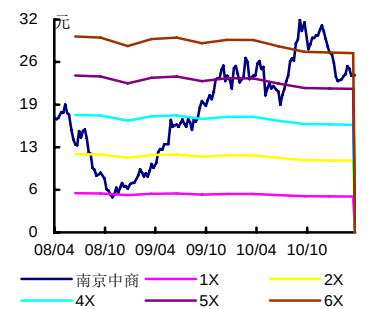
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发零售行业研究小组

欧亚菲，分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000 年进入广发证券，2005 年开始从事零售行业研究。2010 年度金牛分析师零售商业第四名，2009-2010 年度新财富零售行业第六名，2008 年度新财富零售行业第七名。

訾猛，研究助理，复旦大学经济学硕士，3 年证券从业经历，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zimeng@gf.com.cn，021-68825985。

刘旭，研究助理，厦门大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：liuxu@gf.com.cn，020-87555888-423。

相关研究报告

南京中商（600280.sh）_季报点评

欧亚菲

2009-10-26

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。