

积淀七年 破茧重生

证券研究报告-南京中商

证券分析师 孙菲菲 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120031

2011/06/29



国信证券股份有限公司
GUOSEN SECURITIES CO., LTD.

二三线零售股——“不飞则已 一飞冲天”

《掘金正当时——二三线百货并购价值分析-20100901》：零售业竞争的主要阵地正在悄然改变

我们延续前期的观点，二三线零售股的价值已经不再虚空，原因在于：

- 一线城市原有消费空间渐趋饱和，零售竞争已经进入由一线城市向二线、三线城市暗流涌动的时代
- 华润、海航、银泰、茂业都是“零售业的投资大鳄”，对商业地产及百货物业、股权虎视眈眈，另一方面，弘毅、新天域最近也屡屡出手，成为零售业收购方面的“资本大鳄”
- 资本的脚步已经进入二三线城市、二三线股票-----“良币驱逐劣币”的故事可能在未来全面展开

“不飞则已 一飞冲天”的故事一再上演

- 我们持续跟踪市值长期低迷，有突出物业价值和整合预期的二三线百货，例如成商集团、渤海物流、商业城，希望在其中不但找到投资逻辑，还整理出投资线索供有耐心的投资者参考

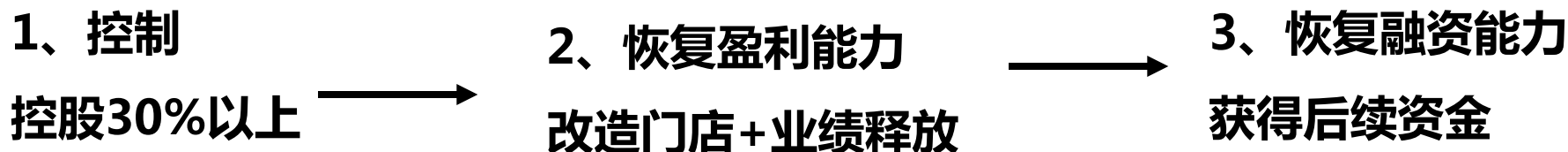
二三线零售股——我们一直在关注

我们认为，物业重估价值不能等同于当下的投资价值；但是物业价格的走高，可能在市值和物业价值出现大的差异时，出现套利的机会，带来二级市场的投资机会

部分零售公司当前市值与物业重估价值对比（仅供参考）

证券代码	证券简称	物业重估价值/总市值	总市值	物业重估价值
600898.SH	*ST三联	3.77	1672	6300
000564.SZ	西安民生	2.61	2188	5712
600774.SH	汉商集团	1.81	1603	2898
600861.SH	北京城乡	1.63	3102	5040
600814.SH	杭州解百	1.59	2328	3710
000516.SZ	开元控股	1.32	3753	4939
000715.SZ	中兴商业	1.30	2893	3750
000889.SZ	渤海物流	1.17	3136	3679
600712.SH	南宁百货	1.02	2445	2500
600856.SH	长百集团	0.99	1472	1463
600306.SH	商业城	0.93	3281	3060
600280.SH	南京中商	0.81	3557	2870

二三线零售股的变身三步曲（投资线索）



黑马（控制） → 三板斧（改善） → 白马（再出发）

裁员、装修、招商

蛰 伏

投资建议

推荐理由及结论

- 04年雨润入主，平均成本约9元/股，业绩处于逐步改善中；
- “裁员、装修改造、招商”一般是业绩改善的三板斧，公司裁员已经基本结束，2011年4月-9月对主楼进行装修；
- 预测2011、12、13年EPS为0.70、1.05、1.6元（不含地产），对应业绩增速为115%/50%/52%，目前市值33.5亿元，PS为0.57倍，首次给予“推荐”评级，建议长期投资者关注

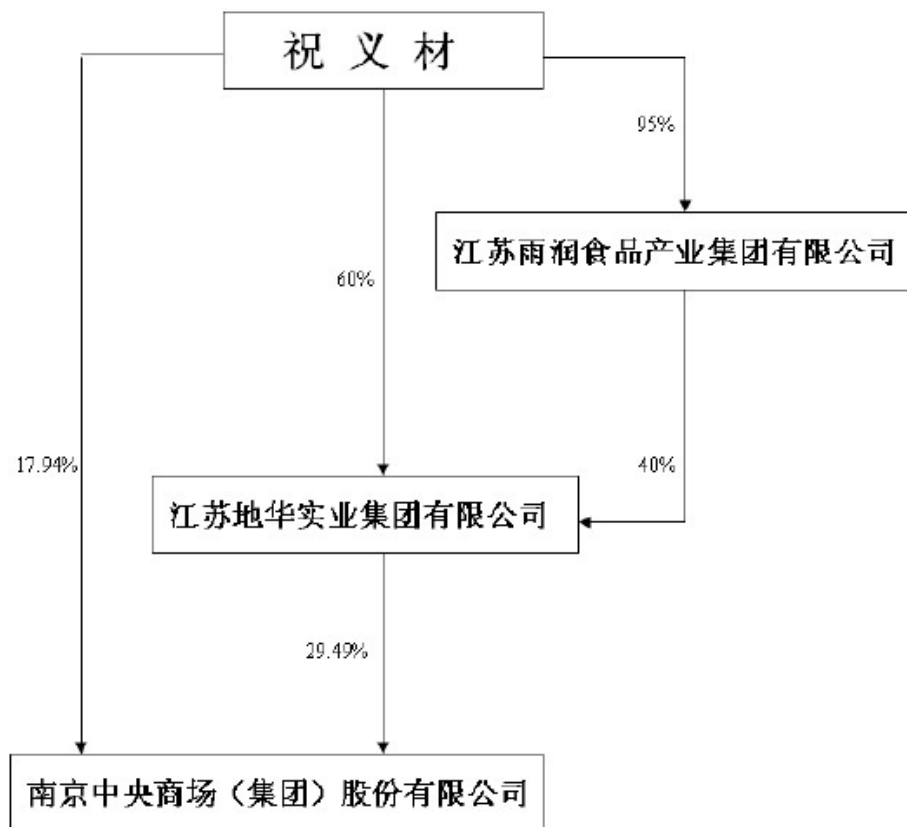
投资建议（续）

投资风险

- 公司零售业的盈利主要靠南京中央商场总店，外埠零售店总体上未反映出盈利，目前相当于单体百货，未来的盈利能力有不确定性；
- 地产项目多而且相当大，单一年度可能因项目投入而产生亏损；
- 大股东雨润目前虽然仅有公司一个商业平台，但目前的计划不明确；地产融资受限，业绩释放判断仍然缺乏动力
- 公司股本小，盈利提升空间大，目前大部分收入都反映在报表上，而且利润基本隐藏在体内，风险主要体现为时间成本

公司股权变革

公司股权结构图(2010年报)



祝义材先生合计持有公司47.43%

雨润集团

- 2010年，雨润集团实现销售总额647亿元，纯利超过27亿元。员工超10万，生猪屠宰产能达3100万头，稳居世界首位，在中国企业500强中排名135位、中国制造业500强第60位，中国民营企业500强第7位、中国肉食品加工业第1位
- 05年10月3日，雨润集团的部分食品业务在香港联合交易所成功上市
- **集团旗下目前有雨润食品（1068.HK）、南京中商（600280.SH）两家上市公司，我们认为雨润系的商业平台将以公司为平台进行组合**

雨润系入股已经七年

南京市国资委（2000-2005）→ 江苏地华（2005-2008）→ 雨润系（2008年至今）

- 公司是在原南京市人民商场的基础上改组设立，原大股东为南京市国资委
- 2000年上市，05年**江苏地华**成为大股东，持股比例为25.29%，其实际控制人为**祝义材**，当时承诺三年不插手公司经营；
- **08年承诺到期，雨润系开始进入董事会**，对公司进行经营上的调整

雨润系持股平均成本为9元/股

- 04年开始，实际控制人祝义材开始在二级市场收集公司股权，截至目前为止其个人以及旗下企业合计持有南京中商47.43%的股权
- 祝获得该部分股权总计约支付了6.2亿元，其持股的实际成本在9元/股左右

祝义材及雨润系的收购纪录整理

	时间	交易	数量(万股)	价格(元)	金额(万元)
地华集团	May-04	买入	38	7.99-8.39	312
	Jun-04	买入	157	7.74-8.47	1,252
	Jul-04	买入	224	7.94-8.72	1,902
	Aug-04	买入	42	7.91-8.04	336
	Oct-04	买入	29	6.45-6.52	189
	Oct-04	配股	138	6	811
	Nov-04	买入	107	7.5-7.85	816
	Dec-04	买入	992	7.2-8.38	7,940
	Jan-05	买入	1,422	7.85-8.34	11,376
	Feb-05	买入	177	7.83-8.92	1,507
	Sep-05	买入	151	8.13-8.59	1,269
	Dec-05	买入	152	7.62-7.9	1,140
	May-06	买入	32	8.3	256
	Jul-06	股改获得总价	571		3,662
祝义材	May-09	转让	1,601	11.05	17,686
	May-09	转让	975	11.05	10,778
	总计		6,809	8.99	61,231

从数据看公司的变化

- 公司2004年12月至今累计涨幅198%
- 当前市值34亿元

2004年以来的行情统计

区域统计-->600280[南京中商]			
2004/12/31-2011/06/23 (79月)			
开盘价	7.85	均 价	15.74
最高价	32.41	换手率	1595.21
最低价	4.98	阳 线	48
收盘价	23.55	阴 线	31
成交量	18.09M		
成交额	277779.81M		
涨跌幅	198.48%	涨跌幅	
涨 跌	15.66	涨 跌	
振 幅	347.66%	振 幅	

2004年以来股价图



从内部管理看公司的变化

- **公司前身**为南京人民商场，始建于1936 年，是具有75 年历史的“中华老字号”著名商业企业
- **零售业务**：截止2010 年底，公司共拥有11家百货门店，其中2家在南京，合计经营面积48万平方米，均为自有物业
- **地产业务**：公司02 年成立南京中商房产开发有限公司，开始涉足房地产业，后续又陆续成立了6个房地产子公司

从担保、费用及坏帐看...

- 很多企业在2004年前后都是以0元价格，承债券等收购资产。对公司承担连带责任的担保已经逐步计提了货有负债
- **历史担保**：2010年一次性计提了徐州百大因担保产生的或有负债3090万，因土地拆迁损失3588万计入2010年当期营业外支出;淮安拆迁损失1460万计入当期营业外支出，相应拆迁补偿2790万计入递延收益；

公司资产减值与营业外支出等数据

	2009Y	2010Y
资产减值损失(百万元)	11.49	55.64
减：营业外收入(百万元)	7.06	77.19
加：营业外支出(百万元)	8.95	130.81
当年计提坏帐准备（百万元）	11.6	40.0

从担保、费用及坏帐看...

- **内退费用方面**：公司鼓励达到内退条件的人提前内退，一次性计提内退费用，公司在09年和2010年分别计提了因解除劳动关系给予的补偿费用分别为5788万和7836万，折合公司EPS为0.40元及0.55元
- 经过2005-2009年的调整，中央商场本店的职工人数由原本4000-5000人，降为2010年底的1000人左右，公司2010年末总员工数在3949人

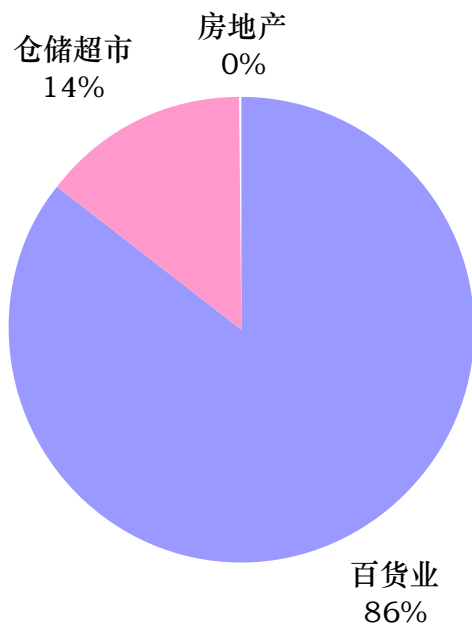
公司裁员补偿情况

应付薪酬（或有负债）百万元	2009Y	2010Y
因解除劳动关系给予的补偿（百万元）	57.88	78.4
折合EPS（元/股）	0.40	0.55

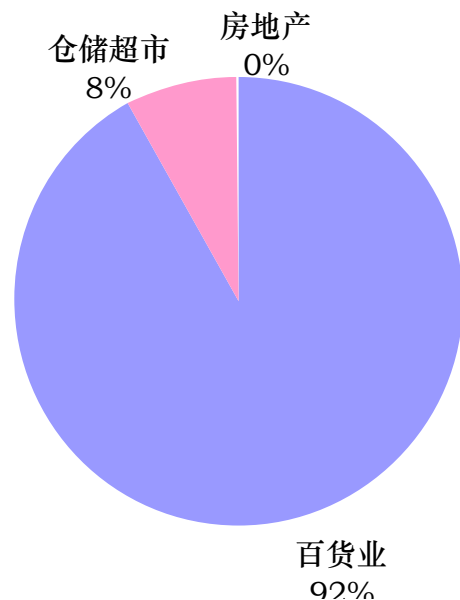
商业是目前的主要业务

- 公司的主要业务分为商业（百货和超市）和房地产
- 从目前情况看，商业贡献2010收入和利润的全部

2010收入结构



2010营业利润结构



商业

- 公司目前有8家百货店3家超市，经营面积48万平方，全部是自有物业
- 其中最重要的是南京中央商场总店，据我们分析，总店的收入与外埠的7家店的收入加总差不多，但外埠店合计不盈利，公司目前在零售业上相当于单体百货

总店与外埠店预测

总店盈利预测				
(百万元)	2009Y	2010Y	2011E	2012E
收入	2384.1	2455.6	2750.3	3080.3
YOY	5%	21%	3%	12%
营业利润	129.2	108.7	117.3	159.0
YOY	-2%	-16%	3%	12%
净利润	94.8	80.2	87.1	120.8
YOY	8%	-15%	3%	12%
折合EPS	0.66	0.56	0.61	0.84
零售子公司合计				
收入	2,220.1	2,552.2	2,679.8	2,867.4
净利润	-43.2	-51.6	13.0	24.2
折合EPS	-0.30	-0.36	0.09	0.17

商业

- 外地的7个零售店、2家停业店合计，09年及2010年分别亏损4323万元及5155万元（包含徐州公司历史担保损失共计5580万元等）
- 2010年有3家盈利，4家亏损，2家停业
- 未来外埠店的盈利增长空间大

外埠店及超市数据

		2009年						2010年	
旗下百货店	股权	开业时间	经营面积 (万平)	物业类型	权益面积	收入(万元)	净利润 (万元)	收入(万元)	净利润 (万元)
1 南京中央商场	母公司	1993	11	自有	6.3	196,000	9,476	238,407	8,018
2 洛阳百货大楼	85%	2006	2	自有	1.7	9,710	-119	11,234	-328
3 济宁百货大楼	100%	4-Sep	2.5	自有	2.5	16,170	89	17,860	459
4 连云港百货	97%	4-Sep	2.8	自有	2.71	2,324	-1,841	10,172	-1,018
5 淮安中央新亚百货	96.71%	2002	3.2	自有	3.09	53,264	1,563		
6 淮安中央新亚国际购物广场	100%	2010	3	自有	3	0	-788	1,832	-1,159
7 太平洋百货店	100%	2001	2	自有	1.99	10,010	-730	9,108	67
8 徐州百货大楼	92%	4-Sep	3.2	自有	2.93	59,880	944	66,723	-4,815
9 泰州中央国际购物（停业）	100%			自有		1,750	-2,006	0	-20
10 淄博国际购物（停业）	100%			自有		148	-1,149	0	-28
合计			29.7		24.23	347,358	8,594	355,336	1,223

数据来源：公司数据、国信证券经济研究所

地产

- 8个地产子公司、8个项目，土地面积44万平方，建筑面积218万方，2010年末地产存货价值23亿
- 还有4个项目未动工或未进入结算期

地产子公司数据

地产子公司	持股	2009		2010	
		收入	净利润	收入	净利润
徐州中央国际广场置业公司	100%	0	-202	0	-206.93
徐州中央国际广场投资公司	100%	0	-3	0.3	-63.97
南京中商房产开发公司	100%	0	-885	0	-1229.12
淮安中央新亚置业公司	100%	2,659	542	156.87	-193.45
苏州中商置地公司	100%	0	-178	0	-74.19
宿迁中央国际购物广场公司	100%	0	-12	0	-109.1
淮安雨润中央新天地置业	100%			0	-202.52
泗阳雨润中央新天地置业	100%			0	-130.92
总计		2,659	-737	157	-1,877

门店情况介绍-总店

南京中央商场

- 中央商场位于南京新街口商圈，新街口商圈是仅次于北京王府井、上海南京路的中国第三大商业街，2010年销售额达到了200亿元
- 中央商场经营面积6.3万平方米（总建筑面积9万平米），是目前该商圈经营面积最大的百货商店，初始定位中端，目前通过提档升级后向中高端定位发展
- 目前坪效3.78万，该店的毛利率非常高，10年毛利率约为24.7%，净利率约为3.4%



门店情况介绍-总店

影响该店业绩主要问题

- **内退员工补偿**

自08年雨润取得控制权后开始进行冗员处理。内退政策为“男员工55岁、女员工50岁后，可以按原本岗位工资一定折扣，发退休工资”。其中09-10年两年分别计提了5788万和7836万因解除劳动关系的补偿费用，目前总部现在在职人员1000人左右，其中总店500人，认为目前最多还有200人辞退空间，谨慎预计11年仍继续计提5000万因解除劳动关系的补偿费用

- **10年计提减值准备7572万**

此项主要是子公司内部坏账准备计提

- **11年5-9月将进行提档装修升级改造**

公司公告11年5-9月对该店进行装修，总投资约1亿元，将按照5年摊销，可以资本化，对财务压力不大，且由于淡季对当年的销售影响不会很大

门店情况介绍-淮安新亚百货

- 淮安新亚百货前身是淮阴供销大厦，03年1月公司将其收购，占其67.81%股权。2010年2月公司以2700万收购淮安市供销社(集团)总公司持有的江苏中央新亚百货股份有限公司17.14%的股权，收购完成后持股84.95%
 - 2010及2009年的净利润分别为625万元和1563万元，2010低值与拆迁有关的固定资产和无形资产账面损失有关
 - 经营面积为3.2万平方米，坪效20196元
-
- 公司目前盈利贡献度第二的门店（正常年份）



中央百货
淮安店

中央国际广场·新亚百货

门店情况介绍-淮安中央新亚国际广场

- 2010年淮安市政改造，公司淮安商城家电城的应收拆迁补偿安置费用计1.25 亿元。其中10年已收到拆迁补偿款4250万元计入递延收益，剩余款项将在收到后计入递延收益中，另与拆迁有关的固定资产、无形资产账面损失计1460.46万元本年计入营业外支出，同时将该项拆迁损失补偿自递延收益转入营业外收入
- 国际广场07年开始建设，裙楼部分用于百货经营，面积5万平方米，已于09年封顶，2010年7月主楼二十六层封顶；百货部分于2010年中期开业，当年实现收入1832.2万元，净利润-1158.7万元
- **淮安新亚国际广场建筑面积10万平方，建成后将与新亚商城连接，合计建面18万平方，经营超过10万方**

淮安雨润中央新天地项目

- 淮安雨润新天地项目是由雨润集团和南京中商共同投资开发的，位于淮海广场的东南角，项目占地66亩，总投资47亿亿元，是集高星级酒店、主题百货、超市卖场、高档公寓、写字楼及配套设施等物业于一体的现代化超级购物中心
- 主体建筑省内“江北第一高楼”雨润国际大厦高度312.1米，建成后将作为淮安地标性建筑和城市名片
- 主体项目将在2010年三季度开工建设，五年内全部建成，其中主体商业部分三年内建成并投入试运营。建成后的雨润中央新天地预计年销售超20亿元、员工总数可达10000人以上

门店情况介绍-徐州百货大楼

- 徐州百货大楼成立于1950年，04年公司收购该门店，增资2883 万元后占91.55 %股权，07年公司投入4000万对其装修以提高门店形象
- 2010年收入达66723万元，净利亏损4815万元，其中历史担保计提5580万元，09年盈利944万元
- 目前经营面积3.2万平方，坪效20851元
- 公司目前盈利贡献度第三的门店（正常年份）



门店情况介绍-徐州百货大楼（续）

- 08年底，徐百大应收徐州蓝天商业大楼及徐州妇女儿童购物中心共3064万元，已计提40%，应收徐州古彭商业大楼2529万元，已计提30%。扣除每年计提费用约300万元和装修摊销费用800万元，门店的实际净利润水平约为1500万元，净利率约为3.2%，远高于报表披露的721万元净利润水平。09年的情况也类似，计提的费用是否冲回存在一定不确定性
- 2010年报中徐州中央百货又对几家国有企业的担保进行了计提或有负债，主要有3笔：（1）徐州蓝天商业大厦366.85万元；（2）徐州白云商厦股份有限公司2424万元；（3）徐州市劳动局300万元。公司10年已计提了徐州店担保的一次性费用共计**5580.4**万，彻底将历史遗留问题全部解决

门店情况介绍-济宁中央百货

- 位于山东济宁，创建于1956年，是当地老字号的百货门店，04年公司对其进行收购，增资3200 万元后占其96.97%股权
 - 09年及10年分别实现收入16170万元及17860万元，净利润为89万元及459万元
 - 经营面积2.5万平方米左右，坪效7144元
 - 是目前净利润贡献度第四的百货店
- 08 年公司收入约1.25亿元并实现经营性微利，但报表数据报出的则显示750万元左右的亏损，主要原因在于公司在收购承担了对外共2895万元的担保
- 2010济宁百货仍有8项未决诉讼事项，合计金额**2509**万元，这部分金额已做判决但尚未计提，主要原因在于这部分担保大多有政府的承诺协议



门店情况介绍-太平洋百货店

- 公司持有99.69%的股权，定位中档百货。目前正进行店面调整，将其定位为女性商品专卖店
- 09年收入1亿元，亏损670万元；2010年收入9108万元，盈利67万元
- 经营面积2万平方米左右，坪效4554元
- 体量小，对利润贡献不大



门店情况介绍-连云港中央国际购物中心

- 连云港中央国际购物中心地处市区传统核心商业区，建筑面积3.3万平
- 09及2010年收入分别为2321万元及10781万元，分别亏损1841及1084万元
- 经营面积2.8万平方米左右，坪效3633元
- 09年进行过停业装修，并年底重新开业，此店未来提升空间还是比较大的，且2011年有可能盈亏平衡



中央百货
连云港店

门店情况介绍-洛阳中央百货

- 洛阳店的前身是洛阳百货大楼，04年公司收购该门店85%的股权，与另一股东洛阳百货大楼成立洛阳中央百货大楼有限公司
- 2009及2010年收入分别为9710及11234万元，亏损119万元及328万元
- 经营面积约2万方，坪效5617元
- 06年9月30日正式对外营业，定位中高档市场。由于该门店体量不大，且销售收入增长缓慢，未来对公司盈利贡献较小



中央百货
洛阳店
洛阳中央百货大楼

淄博和泰州店经营不善关闭

已关停门店——淄博和泰州门店

- **淄博店**：子公司淄博中央国际购物有限公司自07年9月开业以来，一直处于大幅亏损状态，淄博公司自08年12月停业，其后进行清算工作。为此，公司预计了存货跌价损失156万元，固定资产减值损失1490万元，另外有1000万元违约金损失。淄博公司关闭给08年共计带来了1646万元亏损
- **泰州店**：泰州店06年开业，经营面积约3万平米，一直经营业绩不佳，公司于09年一季度关闭了该门店。受关店影响，公司09年一季度一次性计提了泰州店约809万元装修费以及关店产生的各项预计损失，导致公司营业外支出增加了1355万元
- 关闭泰州和淄博店合计产生损失3164万元，但如果不关闭，未来每年亏损额度将超过2000万，对公司业绩拖累严重（09年报）

房地产业务

- 公司目前有9个地产项目，其中4个项目接近竣工，4个项目未动工或未结算
- 根据项目进度，南京万豪国际中心、淮安金陵名府、徐州黄河可进入结算期，合计EPS1.8元。但均有不同程度的问题，盈利预测暂不考虑地产项目

基本具体结算条件的项目及说明

地产项目	土地面积（万平）	建筑面积（万平）	预计完工	总投资（亿）	备注
南京万豪国际中心	0.4	10.3	2011/12/10	5	因存在纠纷，房屋已经销售，但由于合作方不愿意出钱，房屋达不到交付条件，一直未结算
淮安金陵名府	12.5	18.6	2011/10/10	3.5	商住楼，几年前开始出售，已经基本卖完，除了会所和车场
徐州黄河丽景花园	1.2	3.6	2011/12/10	1.4	商住楼，是安置房，基本不盈利，不用考虑

所有地产项目

所有地产项目整理

	地产项目	权益	土地面积 (万平)	建筑面积 (万平)	预计开工	预计完工
地产1	南京万豪国际中心	70%	0.4	10.3	2003年 12月	2010年 12月
2	淮安金陵名府	92%	12.5	18.6	2006年 10月	2010年 10月
3	徐州黄河丽景花园	100%	1.2	3.6	2008年7月	2010年 12月
4	苏州云深处花园	100%	6.7		2009年1月	2011年 12月
5	淮安国际购物广场	100%		18	2008年 11月	2011年8月
综合体6	淮安雨润中央新天地	100%	4.3	47	2010年9月	2016年9月
7	徐州中央国际购物广场	100%	4	46	2011/1/11	未确定
8	宿迁国际购物广场	100%	5.5	13	未确定	未确定
9	泗阳雨润新天地城市综合体	100%	9.4	61.3	未确定	未确定

四个城市综合体

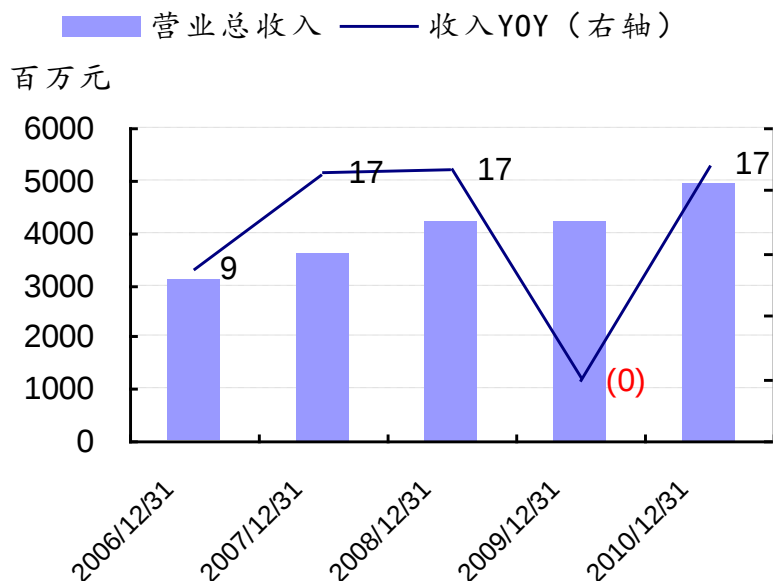
- 共四个综合体项目，土地面积合计约23.33万平米，分别是徐州中央国际广场、淮安雨润中央新天地、宿迁国际购物广场、泗阳雨润新天地
- 其中淮安、徐州两处项目总投资额较大，分别为约47亿元和44亿元（分散在6年建设周期内分段投资），而考虑泗阳及宿迁项目，公司四个项目总投资额肯定超过100亿元；
- 淮安雨润中央新天地城市综合体项目：公司控股子公司淮安雨润中央新天地置业有限公司（直接控股80%，间接持股20%）是集超五星级酒店、高档时尚主题百货、超市卖场、高档服务式公寓、5A甲级写字楼及配套设施等物业于一体的现代化大型城市综合体，主体建筑高度258米，建成后将成为淮安地标性建筑和城市名片；
- 徐州中央国际广场项目项目：公司控股子公司徐州中央国际广场置业有限公司（直接控股85%，间接持股13.73%）是集购物中心、五星级酒店、甲级写字楼、酒店式服务公寓于一体的淮海经济区大型城市商业综合体，建成后的徐州中央国际广场，将成为徐州地区第一、淮海经济区最具影响力、具有国际一流水平的大型地标性城市商业综合体。

破 茧

公司近三年平均的扣非净利润增长34%

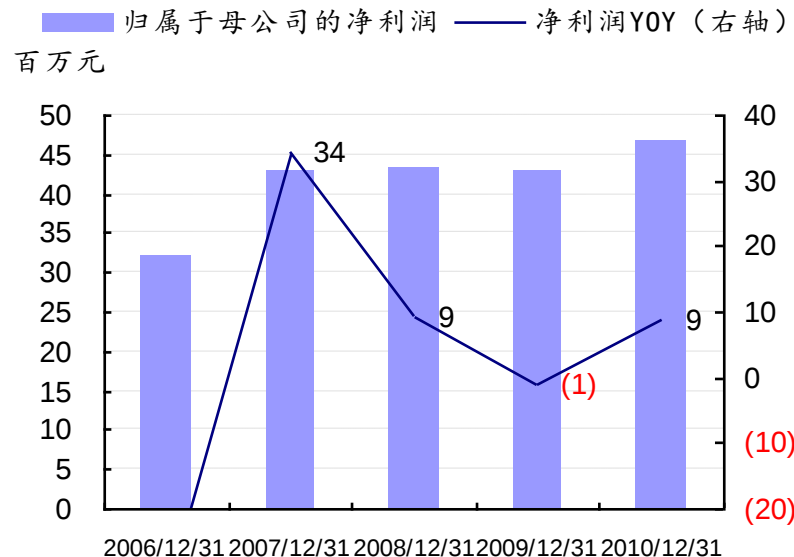
- 近三年公司收入平均增长11%
- 近三年净利润平均增长6%，扣除非经常性损益的净利润平均增长34%

06年以来收入增长率



数据来源：公司数据、国信证券经济研究所

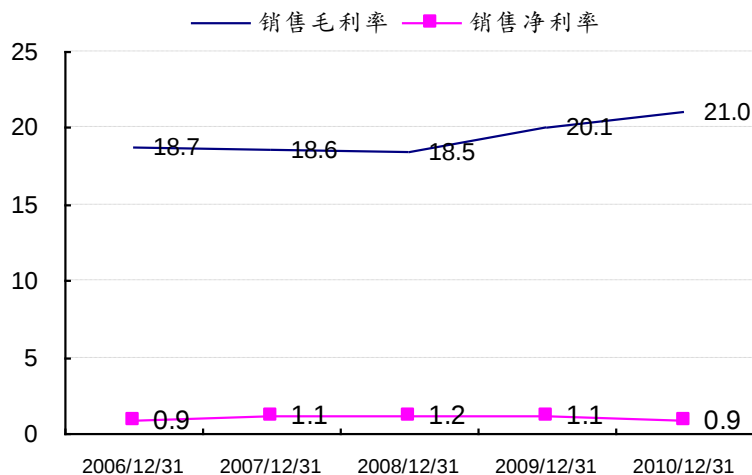
06年以来的净利润增长率



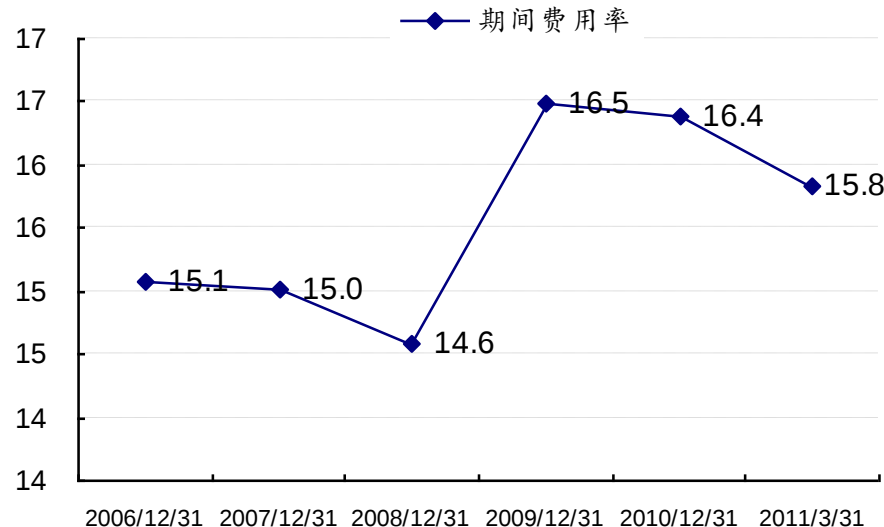
公司毛利率提高、费用率下降

- 可喜的是，我们在报表中发现公司的毛利率由09年的20.1%提高至21.0%
- 期间费用率由09年的16.5%下降至15.8%

06年以来盈利能力

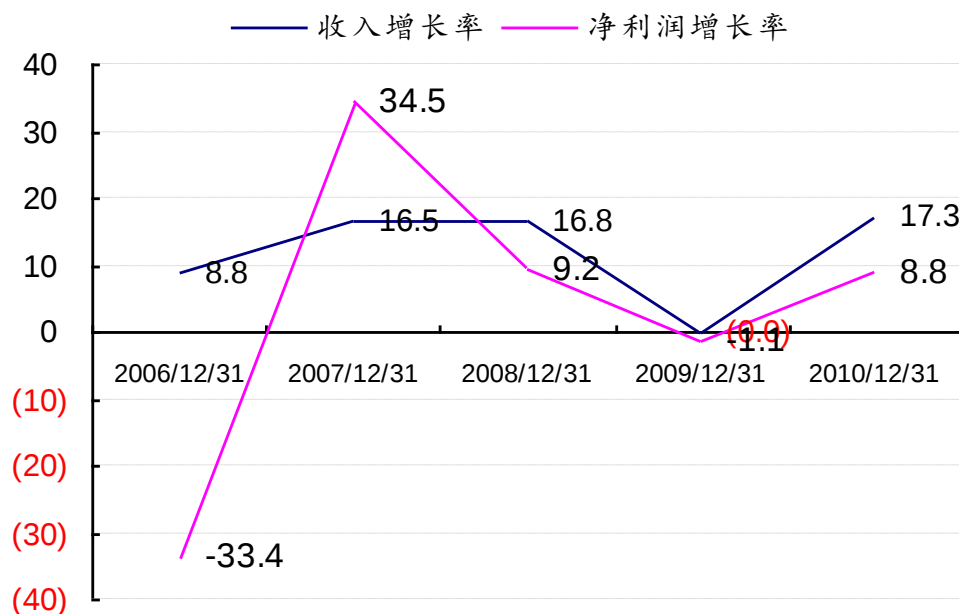


06年以来的费用率



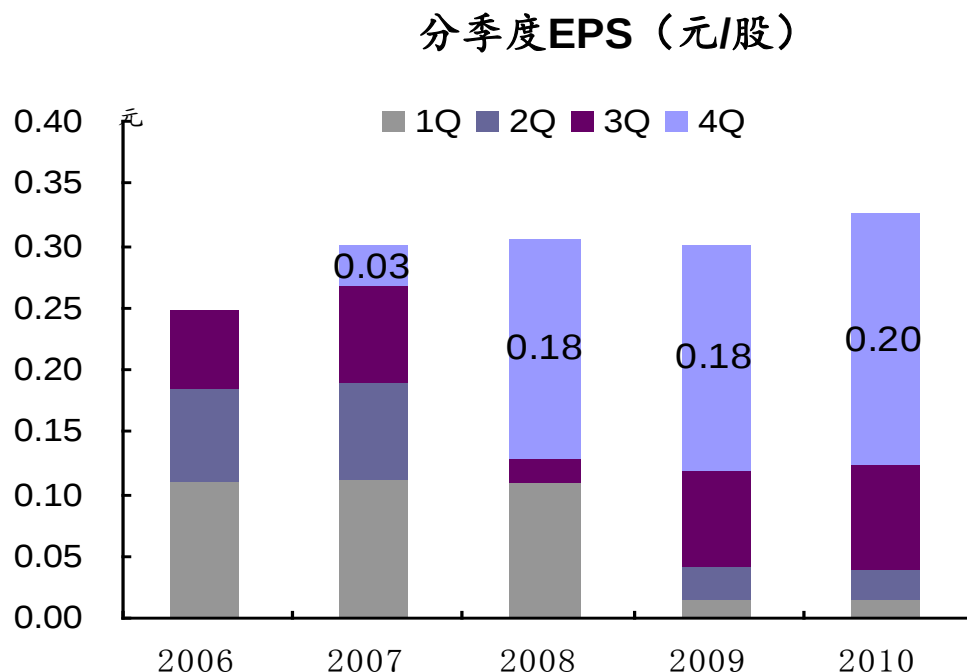
收入增长率与净利润增长渐趋同步

- 公司2011年实现营业收入49.亿元，同比增长17%；实现利润总额6464万元，同比下降29%；百货2010年增长21%，超市增长5%，地产收入下降94%
- 实现归属于上市公司股东的净利润4664万元，同比增长9%
- 扣除非经常性损益的净利润约8301万元，同比增长86%



每年四季度EPS最高

- 2010年公司EPS为0.33元，扣除非经常性损益的每股收益0.58元
- 近三年第四季度占比全年分别为58%、60%、62%



2010年业绩分析-中央商场门店

- 2010 年总店收入24亿元，同比增长21.5%，毛利率为24.7%，净利润8019万元
- 近两年来总店一直承担着公司内部管理、整顿的大量费用
- 2010年该店承担了7836万元的裁员补偿，7532万的资产减值准备以及约3亿元的总部费用+其他费用

盈利预测

盈利预测

假设：

- **中央商场总店**：11年1季度同比增长22%，由于4月到9月会进行装修改造，可能会压低当期的收入和利润，保守预测11年收入增长3%；
- **内退费用**：10年公司一次性计提了7836万的因接触劳动关系的补偿费用，而总部目前在职人员1000人左右，谨慎预测今年及明年仍然计提3500及3000万内退补偿费用；
- **资产减值**：资产减值准备主要为内部坏账计提，保守假设2011及12年5000万；

盈利预测

- 零售子公司：所有商业子公司11年及12年净利润为1299万元及2434万元

外地店及超市盈利预测

零售业子公司	持股	2009		2010		2011		2012	
		收入	净利润	收入	净利润	收入	净利润	收入	净利润
洛阳百货大楼	85%	9,710	-119	11,234	-328	11,796	-300	12,621	0
济宁百货大楼	100.00%	16,170	89	17,860	459	18,753	500	20,066	600
连云港百货	96.86%	2,324	-1,841	10,172	-1,018	10,681	-800	11,428	-600
江苏新亚百货(淮安)	96.71%	53,264	1,563	64,628	625	67,859	900	72,610	1100
淮安中央新亚国际广场	100.00%	0	-788	1,832	-1,159	1,924	-800	2,058	-700
泰州中央国际购物	100%	1,750	-2,006	0	-20	0	0	0	0
淄博国际购物	100%	148	-1,149	0	-28	0	0	0	0
太平洋百货店	99.69%	10,010	-730	9,108	67	9,563	250	10,233	350
徐州中央百货大楼	91.55%	59,880	944	66,723	-4,815	70,059	1,000	74,963	1,200
南京中央百货连锁	100%	245	-1,000	1,006	-356	1,056	-356	1,130	-356
金润发超市	99.92%	68,511	768	72,655	951	76,288	951	81,628	951
总计		222,011	-4,323	255,218	-5,155	267,979	1,299	286,737	2,424

盈利预测

主要假设

- 中央商场总店收入增长3%至24.55亿元，毛利率为24.9%，净利润率3.5%，其中裁员费用及资产减值费用分别为3500万元及5000万元
- 零售子公司：所有商业子公司（除总店）11年开始扭亏，2011年12年分别贡献净利润1299万元及2434万元（详见上表）
- 地产项目：由于进入结算期的项目各有问题，其他项目周期不确定，暂不考虑盈利或亏损

盈利预测

- 地产子公司：从竣工时间看，南京万豪国际中心、淮安金陵名府、徐州黄河2011年可以进入结算期，合计EPS为1.8元
- 但万豪国际中心正在打官司、淮安正剩下少量未结算的会所、徐州是安置房基本无利润，苏州云深处花园出售日期未定，2011年及2012年盈利均未考虑地产收益

地产项目汇总

地产项目	土地面积 (万平)	建筑面积 (万平)	预计开工	预计完工	总投资(亿)	期末存货(亿元)	备注
1 南京万豪国际中心	0.4	10.3	2011/12/3	2011/12/10	5	5	因存在纠纷，房屋已经销售，但由于合作方不愿意出钱，房屋达不到交付条件，一直未结算
2 淮安金陵名府	12.5	18.6	2011/10/6	2011/10/10	3.5	1.4	商住楼，几年前开始出售，已经基本卖完，除了会所和车场
3 徐州黄河丽景花园	1.2	3.6	2011/7/8	2011/12/10	1.4		商住楼，是安置房，基本不盈利，不用考虑
4 苏州云深处花园	6.7		2011/1/9	2011/12/11	2.1	1.2	别墅，暂时没有出售
5 淮安国际购物广场		18	2011/11/8	2011/8/11	6.4	2.1	综合体，已经出售了2万方左右，10000元单价，但未结算
6 淮安雨润中央新天地	4.3	47	2011/9/10	2011/9/16	47	6.4	综合体
7 徐州中央国际购物广场	4	46	2011/1/11			6.7	综合体
8 宿迁国际购物广场	5.5	13	未确定		3.5		综合体
9 泗阳雨润新天地城市综合体	9.4	61.3				1.9	综合体
合计	44	217.8	217.8		68.9	22.8	

投资建议

结论：

- 2010年扣除非经常性费用，公司的税前盈利为2.46亿，税后利润1.85亿，EPS1.28元；
- 预计2011-2012年税后利润在1.0和1.4亿，折合EPS分别为0.7元和1.01元

盈利预测汇总

万元	2009Y	2010Y	2011E	2012E
母公司税后利润	9,476	8,018	8,715	12,085
零售子公司	-4,323	-5,155	1,299	2,424
地产		-1,877		
合并报表营业外收入		7,719		
合计	5,153	4,664	10,014	14,509
EPS	0.36	0.32	0.70	1.01
YOY	-41%	-9%	115%	45%

投资建议

结论

- 保守预计11-12年主业EPS为0.70 和1.01元，目前股价23.50元，对应PE为34倍和23.3倍
- 外地零售子公司盈利提升空间较大
- 地产存货23亿元，项目一旦结算则增加当期业绩
- 目前市值为33.5亿元，对应PS为0.57倍
- 给予“推荐”的投资评级，建议长期投资者关注

自有零售物业重值约30亿元

- 公司目前所有零售的物业为自有物业，重估价格约30亿元，折合为20元/股
- 公司帐面还有土地及地产存货23亿元

零售自有物业重估价值假设（不含地产）

旗下百货店	股权	物业类型	权益面积	单价假设 (万元/平方)	总价(亿元)
南京中央商场	母公司	自有	6.3	2.5	15.8
洛阳百货大楼	85%	自有	1.7	0.5	0.9
济宁百货大楼	100%	自有	2.5	0.5	1.3
连云港百货	97%	自有	2.71	0.5	1.4
淮安中央新亚百货	96.71%	自有	3.09	0.5	1.5
淮安中央新亚国际购物广场	100%	自有	3	0.5	1.5
太平洋百货店	100%	自有	1.99	2.5	5.0
徐州百货大楼	92%	自有	2.93	0.5	1.5
合计			24.23		28.7 20.1

数据来源：公司数据、国信证券经济研究所

投资风险

- 公司的主要投资风险在于时间，短期的业绩不确定性也较高
- 业绩不确定性的核心在于大股东的想法不确定，我们从报表判断大股东目前对释放业绩的动力不足，这可能是由于部分商业的整合还在进行，而且地产项目尚不能进行融资
- 思路：我们认为公司与白马零售相比，业绩上升空间大；与大商股份这类公司比，业绩看得更清楚，最重要的是目前和大股东无关联交易，收入及营业利润已经长期反映在报表中，即业绩大概率隐藏在体内，因此价值低估明显。虽然短期业绩难以准确判断，但长期投资可关注

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

Thank You!



国信证券股份有限公司
GUOSEN SECURITIES CO., LTD.