



**买入**

**35% ↑**

目标价格: 人民币12.30

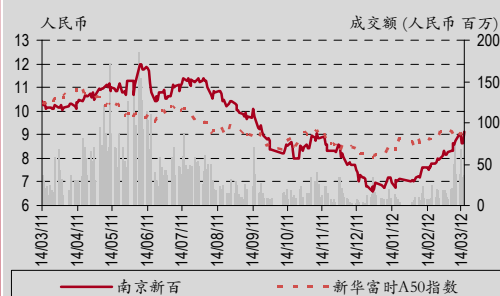
600682.SS

价格: 人民币 9.10

目标价格基础: 分部加总法

板块评级: 增持

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	32	20	25	(12)
相对新华富时 A50 指数	21	18	16	2

发行股数(百万)	358.3
流通股(%)	83.6
流通股市值(人民币 百万)	3,296.8
3个月日均交易额(人民币 百万)	32
净负债比率(%) (2012E)	54.5
主要股东(%)	
金鹰系	29.9

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2012 年 3 月 16 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

消费服务: 零售及百货

刘都

(8621) 2032 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

## 南京新百

### 零售业绩大幅改善, 富裕资产提供安全边际

南京新百在南京核心商圈拥有两大百货店, 并在南京河西和盐城分别拥有 300 亩和 127 亩土地储备。公司业绩有望将自今年起大幅改善。公司 2012-2014 年零售主业预计分别贡献 0.46、0.57 和 0.67 元/股; 而医药业务预计贡献 0.05、0.06 和 0.07 元/股; 主楼物业出租业务预计贡献 -0.03、0.03 和 0.08 元/股, 金融资产投资分红预计贡献 0.02、0.02 和 0.03 元/股。首次评级给予买入, 目标价格为 12.30 元人民币。

### 支撑评级的要点

- 由于内退职工辞退福利增加额大幅放缓, 公司营运费用预计自 2012 年起急剧下降, 导致公司业绩大幅提升。
- 公司是典型的资产富裕型公司, 下属成本低廉的土地储备和良好的商业物业使得目前股价下有足够的安全边际。地产开发有序进行, 回笼资金减轻财务压力。
- 股权转让解决了公司目前存在的与金鹰商贸的同业竞争和自身发展战略不清晰等问题, 这将对公司长远发展有利。

### 评级面临的主要风险

- 地产结算进度以及开发进度影响我们的预测结果

### 估值

- 我们对公司未来 3 年表示乐观, 虽然零售总体环境仍然较为谨慎, 但是南京新百业绩具有较强的确定性且改善明显, 同时其富裕的资产特性为公司价值赋予了安全的气囊。基于分部计算以及考虑内部抵消影响, 我们预测 2011-2014 年公司总体盈利为 0.20、0.48、0.65 和 0.79 元, 给予公司首次买入评级, 同时基于分部估值, 给予公司 12.30 元/股的目标价 (分部估值加总 13.67 元/股的 90%)。

### 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	1,540	1,725	2,115	2,500	2,844
变动(%)	9	12	23	18	14
净利润(人民币 百万)	73	71	171	233	284
全面摊薄每股收益(人民币)	0.202	0.198	0.478	0.651	0.792
变动(%)	(18.2)	(2.3)	141.6	36.3	21.6
核心每股收益(人民币)	0.202	0.198	0.478	0.651	0.792
变动(%)	(18.2)	(2.3)	141.6	36.3	21.6
全面摊薄市盈率(倍)	42.7	43.7	18.1	13.3	10.9
核心市盈率(倍)	42.7	43.7	18.1	13.3	10.9
每股现金流量(人民币)	0.56	0.45	0.95	1.05	1.27
价格/每股现金流量(倍)	15.3	19.2	9.1	8.2	6.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.2	21.0	13.3	10.1	8.0
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.100	0.100	0.122
股息率(%)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 目录

典型的富裕资产型公司.....	3
百货业务即将迎来业绩反转 .....	4
新百主楼南京中心租赁业务 .....	8
地产业务开始逐步回笼资金 .....	9
其他投资可圈可点.....	12
营运费用将随着辞退福利下降而骤减.....	13
盈利预测 .....	16
业绩预测汇总和分部估值 .....	18
投资建议 .....	19
研究报告中所提及的有关上市公司.....	21

## 典型的富裕资产型公司

南京新百目前拥有 3 家百货店，分别为：南京新街口百货、芜湖新百和东方商城，新街口百货和东方商城位于南京市中心最繁华地段新街口广场。同时，拥有南京河西庐山路 300 亩土地及盐城临近新行政中心 126.76 亩土地。另外公司全资拥有南京新百药业有限公司、1.81% 的南京证券股权(合计 3,204 万股)和上海德汇投资管理公司 14.63% 的股权。南京新百是典型的富裕资产公司。

## 百货业务即将迎来业绩反转

公司目前有三家百货门店，分别是新百总店、东方商城、安徽芜湖新百。总店和东方商城物业均为自有，芜湖新百大部分物业自有，少量租赁。

### 新百母店

新百总店占据良好的地理位置，目前商场建筑面积约 5 万多平方米。上市以来经历了三次的改扩建，第一期在 95-96 年，第二期是 97 年底，三期是 07 年。公司本部有部分土地属于租赁用地。为了主楼项目权属的完整性，2007 年，公司出资 5,555 万元补交了原租赁土地的出让金，使公司主楼具备完全的房产和地产权属。同时公司本部有部分房产属于租赁用房。2007 年，公司出资 1.08 亿元回购了原租赁用房，使公司裙楼房产全部转为自有房产。

和新街口商圈其他百货相比，新百总店定位偏中低端，为大众百货，公司在三期改造后个别楼层（4 层以上）进行了重新装修，家电部分压缩了大家电面积，转做精品家电。2010 年 5 月起对母店裙楼外立面围挡装修，对经营产生了诸多不利影响；全年引进品牌专柜 100 余个，淘汰品牌 120 个，在提高品牌质量的同时增加了销售。公司 VIP 客户从 2009 年的 10 万余人发展到 2010 年 15 万余人，同比增长 50%。2010 年度 VIP 消费 5.4 亿元，占全公司销售额的 27.33%。

公司主楼南京中心于 2010 年全面竣工，成为了南京最繁华商业地段的新地标。为了协调裙楼与主楼的外观形象，公司从 2010 年 5 月开始在不影响营业的情况下，对原本外观陈旧的裙楼外立面和负一楼美食广场、负二楼停车场实施改造工程，至 2010 年底基本完成上述改造项目。通过改造，一是统一了裙楼与主楼的外观形象；二是消除了负一楼美食广场的消防隐患，提升了美食广场的档次；三是增加了负二楼停车场面积，由未改造前的 120 个车位，增加到改造后的 320 个车位，完善了配套设施。

2011 年春节后开始裙楼 2 到 4 层进行了内部装修，对当年的总店销售产生了一定的负面影响，自 8 月份开始进入一半营业一半装修阶段。2011 年下半年南京新百裙楼外立面出新改造已基本完成。在内部装修的同时，公司推行了楼层管理和经销分离，成立商品部和品牌优化委员会，引进新门类、新品牌方案不断优化商品结构。即使在企业内部装潢改造的背景下，新百母店仍然实现了全年 10% 左右的销售增速。而今年则在春节后进行 1 楼分部实施改造，预计在 4 月底前完成。

2010 年新百总店实现销售收入 14.35 亿元，模拟净利润 6,781 万元，贡献每股收益 0.189 元。我们预计 2011 年基本持平。

图表 1. 南京新百母公司报表 (2006-11 年上半年)

(人民币, 百万)	2006	2007	2008	2009	2010	1H-10	2H-10	1H-11
营业收入	1,259.7	1,244.9	1,301.1	1,336.6	1,434.8	733.9	700.9	818.3
同比增长(%)		(1.18)	4.51	2.73	7.34	10.41	4.31	11.50
营业成本	(981.7)	(951.7)	(970.1)	(1,001.5)	(1,109.9)	(564.8)	(545.1)	(639.5)
主营营业收入	1,231.9	1,214.2	1,270.3	1,304.0	1,413.9	718.0	696.0	799.4
同比增长(%)		(1.44)	4.62	2.65	8.43	10.89	6.01	11.35
主营营业成本	(977.5)	(951.2)	(969.8)	(1,000.5)	(1,106.6)	(561.9)	(544.7)	(631.2)
其他业务收入	27.8	30.7	30.7	32.7	20.9	16.0	4.9	18.9
同比增长(%)		10.40	0.30	6.30	(36.10)	(7.63)	(68.11)	18.44
其他业务成本	(4.2)	(0.5)	(0.3)	(1.0)	(3.3)	(2.9)	(0.4)	(8.3)
营业税金及附加	(13.3)	(13.6)	(15.0)	(15.2)	(17.2)	(7.0)	(10.2)	(8.3)
占销售收入(%)	1.05	1.09	1.16	1.13	1.20	0.95	1.46	1.02
净营业收入	1,246.5	1,231.3	1,286.0	1,321.5	1,417.6	727.0	690.7	810.0
销售费用	(74.3)	(90.3)	(101.0)	(82.3)	(78.5)	(10.6)	(67.9)	(10.5)
占销售收入(%)	5.90	7.26	7.77	6.16	5.47	1.44	9.69	1.28
管理费用	(97.3)	(79.7)	(110.6)	(127.6)	(118.0)	(75.1)	(42.9)	(80.0)
占销售收入(%)	7.72	6.41	8.50	9.55	8.22	10.23	6.13	9.78
期间费用率(%)	13.62	13.66	16.27	15.71	13.70	11.67	15.82	11.05
一般及管理费用	(1,153.2)	(1,121.8)	(1,181.8)	(1,211.4)	(1,306.4)	(650.5)	(655.9)	(730.0)
息税前利润	93.2	109.5	104.3	110.0	111.2	76.5	34.7	80.0
同比增长(%)		17.45	(4.78)	5.52	1.06			4.66
财务费用	(25.5)	(18.9)	(26.7)	(26.8)	(20.8)	(6.7)	(14.1)	(17.1)
模拟利润总额	67.7	90.6	77.5	83.2	90.4	69.8	20.7	62.9
同比增长(%)		33.74	(14.43)	7.37	8.63			(9.86)
(%)								
综合毛利率	22.07	23.55	25.44	25.07	22.64	23.04	22.23	21.85
主营业务	20.65	21.66	23.66	23.27	21.73	21.73	21.74	21.04
其他业务	85.06	98.47	98.93	96.94	84.14	81.77	92.06	56.30
息税前利润率	7.40	8.80	8.01	8.23	7.75	10.42	4.95	9.78

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

新百母店由于历史包袱沉重, 其销售费用和管理费用一直居高不下, 期间费用率一直维持在 13.7% 附近, 且由于 2008-2010 年大量内退员工薪酬补偿, 导致期间费用率激增至最高 16.27%。但是我们预期在 2012 年随着内退员工基本结束, 每期计入当年费用的辞退福利增加额将大幅下降, 这将导致 2012 年开始母店的营运费用率大幅下降, 同时伴随着前 2 年的内外装修结束以及商品结构逐步改善, 该店业绩迅速提升。我们在后文中详细计算了辞退福利的影响。

## 东方商城

南京东方商城成立于 2000 年 2 月 23 日, 南京新百出资 19,600 万元, 占注册资本的 79.67%; 公司下属新百房地产开发有限公司出资 5,000 万元, 占注册资本的 20.33%。为上市公司的全资子公司。

东方商城建筑面积约 2.62 万平方米, 定位中高端百货。总投资约 2.9 亿元人民币。08 年该门店实现销售收入约 3 亿元, 净利润-794.57 万元, 亏损的主要原因是发生了增值税案件, 使公司补交了 8,800 余万的税款, 并对 2005 及 2006 年净利润进行追溯调整, 其中 2005 年净利润减少约 2,300 万, 2006 年减少约 4,700 万, 2008 年减少约 1,800 万。如果剔除这一非经常性因素, 东方商厦的经营在金鹰入驻后已经出现大的改观。



公司将东方商城委托给金鹰国际商贸集团（中国）有限公司经营管理，并签订委托管理服务协议，协议中约定 2009 年度为净利润超过 732 万元的部分的 50%，由东方商城支付；2010 年至 2012 年为税前利润超过 2,000 万元的部分的 40%，由东方商城支付。如果未达到应完成的利润指标，不足部分由金鹰商贸集团有限公司承担。根据委托管理协议，公司将对子公司东方商城的经营权和财务管理权转移给了金鹰商贸，且金鹰商贸能够决定东方商城的财务和经营决策，所以东方商城自 2009 年 1 月 1 日起不再纳入合并报表范围。

**图表 2. 南京东方商城经营概况 (2006-2010)**

(人民币, 百万)	2006	2007	2008	2009	2010
营业收入	269.35	287.90	300.16	378.18	471.63
同比增长(%)	25.58	6.89	4.26	25.99	24.71
坪效 (元/平米)	10,360	11,073	11,545	14,545	18,140
毛利率(%)	21.42	22.43	18.98		
毛利额	57.69	64.59	56.98		
支付给金鹰商贸托管费				7.01	10.17
剔除支付的托管费影响后的利息				28.44	45.41
剔除支付的托管费影响后的净利润		7.32	11.46	21.33	34.06
同比增长(%)			57	86	60
净利率(%)		2.5	3.8	5.6	7.2
归属于新百的净利润			-7.94	16.08	26.35

资料来源：公司数据，中银国际研究

我们可以看到，在金鹰接手后的 2009 年开始东方商城的销售收入和净利率均出现了明显的改善，当然这也是和金鹰购物卡与东方商城共享以及东方商城较为高端的品牌结构与金鹰形成了良好的互动和错位有关。东方商城托管期限将在今年年末到期，我们预计续约应无悬念。

因为目前东方商城并未并入南京新百的报表，而只是以分红形式出现在合并报表中，而由于 08 年南京地税局以及南京海关对公司追缴增值税、关税及罚款案件导致其未分配利润为负。公司一直无法从东方商城进行分红。直至 2011 年 1 月份经过多年净利润弥补东方商城未分配利润终于转正。我们预期 2011 年东方商城分红 2,000 余万元。

值得关注的是，在 2007 年 9 月至 08 年，东方商城进行了全方位的硬件设施改造，对门店进行了装修以及品牌专柜装修，07-08 年装修费长期待摊分别增加了 1,558.7 万元和 1,442.46 万元。按照 5 年摊销期约于 2012-2013 年全部摊销完毕。

## 芜湖新百

芜湖新百门店位于芜湖核心商圈中山路步行街，公司已经在当地运营十余年，由于 2010 年以前主楼一直由于多种原因未投入使用而影响了整体收益，随着主楼改建为新百酒店投入使用，公司经营情况逐步改善。酒店投入使用后，酒店加上商场的面积约 7.2 万平方米，其中商业约 4 万平方米(租赁 1.7 万平米，自有约 2.3 万平方米)。2011 年预期实现销售税前 9 亿元左右，其中家电占比 40%。百货业务基本能够实现微利。

**图表 3. 芜湖新百零售业务 2007-2011 年**

(人民币, 百万)	2007	2008	2009	2010	2011
股权比例(%)	45	45	45	70	70
营业收入	422	520.3	497.5	617.8	769.2
同比增长(%)		23	(4)	24	25
净利润	(3.44)	(2.38)	(10.06)	(24.14)	(2.00)
归属母公司净利润			(12.00)	(1.40)	

资料来源：公司数据，中银国际研究

**注释：**公司原持有芜湖南京新百大厦有限公司 45% 股权，投资成本 2,700 万元，2008 年南京新百与原股东香港黄山有限公司签订股权转让协议，南京新百以 1,200 万元收购香港黄山公司持有的 25% 股权，并于当年付清全款，2010 年 8 月上述股权转让事宜经芜湖市商务局批准，并进行工商变更登记，公司确认该项股权投资成本，持股比例累计为 70%，截至 2011 年 6 月 30 日，芜湖南京新百大厦公司董事会未完成改组，董事长和总理由南京新百派任，财务总监仍由其他股东派任，南京新百尚未取得控制权。故该店不纳入合并报表。

芜湖新百委托金鹰国际酒店管理公司全权经营管理芜湖新百酒店。经营管理期为 2009 年 9 月 8 日至 2014 年 9 月 8 日。装修一新的酒店（芜湖南京新百大厦有限公司金鹰国际酒店）已于 2010 年 1 月 8 日开业。定位为 5 星级，拥有主楼共 33 层，客房 399 间。

为改变芜湖大厦的现状，母公司按银行同期贷款利率借款给芜湖南京新百公司资金用于装修改造。

芜湖新百酒店试营业期亏损较大，2010 年亏损 2,400 万元，造成公司对联营企业芜湖南京新百大厦长期股权投资确认损失 1,200 万元。

我们预期在未来 2-3 年内虽受到酒店业务拖累，芜湖新百逐步转为盈亏平衡并改善。

## 新百主楼南京中心租赁业务

三期扩建之后，新百总店由纯粹的百货转变为“百货+商业物业租赁”的经营模式。07年投资5亿扩建249米，60层的写字楼，建筑面积82,000平方米，预计可出租建筑面积7.8万平方米，公司主楼南京中心招租于2010年7月启动，2010年有7家企业进驻，完成租赁面积1万多平米，全年实现租金收入103万元，2011年上半年租金收入330万元。

至2011年底，主楼已经出租面积达到2.1万平方米，平均日租金4元/平米，由于并未全年出租，而利息资本化也已结束，较大的折旧摊销和利息费用导致2011年全年主楼亏损4,000万元左右。南京中心写字楼8万、商业6万、办公/配套区域等3万，合计17万平米。

我们预计2012年新增招租面积合计3万平米，全年加权平均的出租面积将达到1.5万平米，日均租金水平约为4.3元/平米。

我们预计若招租率达到100%，日均租金未来3年会逐步上升到约4.37元/平米/天左右，则预计实现年租金收入1.1亿元。

**图表 4. 主楼（南京中心）业绩模拟测算**

(人民币, 百万)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
可租面积 (平米)	70,000	70,000	70,000	70,000	70,000
新增出租面积 (平米)		9,000	29,000	20,000	0
已出租面积 (平米)	12,000	21,000	50,000	70,000	70,000
租金水平 (元/平米/天)		4.00	4.30	4.35	4.37
租金收入	1.0	10.4	42.0	86.4	111.7
税金	(0.2)	(1.8)	(7.5)	(15.3)	(19.8)
租金服务费	(0.1)	(1.3)	(5.2)	(10.7)	0.0
折旧摊销	(28.8)	(10.8)	(10.8)	(10.8)	(10.8)
物业管理费	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
利息费用		(13.0)	(13.0)	(13.0)	(13.0)
其他费用		(22.9)	(20.0)	(24.0)	(28.8)
利总		(40.0)	(15.0)	12.0	38.6
净利润		(30.0)	(11.3)	9.0	29.0

资料来源：公司数据，中银国际研究

注 (1) 公司委托金鹰国际代理租赁“南京中心大厦”的13-58层的物业，委托期限3年。公司按实际成交的租金向金鹰国际支付45天的房屋租金作为服务费。2010年1月8日-2013年1月8日

(2) 折旧摊销只是针对主楼写字楼部分，不包括商场。

(3) 公司主楼物业管理服务，所涉主楼物业面积84,000平方米，按60万元/年的标准支付物业服务酬金。该物业管理服务合同的期限自2009年10月1日起至2012年9月30日止。

(4) 我们按照加权平均出租面积计算当年的租金收入。



## 地产业务开始逐步回笼资金

公司拥有南京河西和盐城内港湖两块土地储备，虽然新百新城项目（南京河西地块）目前尚未正式开发，但由于购置时间较早成本低，已实现较大溢价。

2011 年上半年报中存货项下开发成本期末余额为 6.47 亿元，其对应的开发项目为新百新城项目和盐城内港湖项目，目前处于前期开发阶段，新百新城项目期末借款费用资本化金额为 9,031 万元，盐城内港湖项目期末借款费用资本化金额 2,389 万元。存货期末余额中含有借款费用资本化金额的 1.14 亿元。

### 盐城内港湖龍泊湾项目

2008 年 8 月 12 日，公司与江苏国基投资置业有限公司签订了股权转让协议，约定公司以 2,040 万元收购江苏国基投资置业有限公司持有的盐城新国房地产开发有限公司 51% 股权。同时旗下的盐城内港湖项目支付土地出让金 16,655.5 万元和利息资本化 315.12 万元；盐城内港湖龍泊湾项目用地 127 亩土地，建筑面积 22 万平方米，容积率为 2，我们看到该地块合计总成本约 2.175 亿，楼面地价大约是 988.7 元/平米。其中有约 6,000 平米部分为商业物业，紧邻金鹰国际集团待开发的大型购物中心地块。作为盐城新城纯高档社区，龍泊湾规划以为高层住宅为主，配套商业为辅。（参考 <http://www.0515fc.cn/html/newhouse/201203/10289/detail.html>）

该项目与盐城新政府毗邻而居，处于以聚龙湖为基点，集行政、居住、办公、金融、购物等于一体的盐城新城，周围是建筑面积达 6.4 万平米的金鹰国际购物广场，该区域是当地政府重点打造的 CBD 核心商业区，将开设五星级酒店、金鹰百货、高档写字楼及住宅、集时尚购物、休闲娱乐为一体的滨湖时尚街区，盐城市商业副中心。

图表 5. 盐城内港湖龍泊湾概况

物业类型	住宅，商业，高层	装修状况	毛坯房
总建筑面积	220,786.22 m <sup>2</sup>	占地面积	84,508 m <sup>2</sup>
容积率	2	绿化率	53%
一期开盘日期	2012-5-1	一期交付日期	2013-12-30
房型	140-180 平米	一期可售面积	一期项目可售 3 栋, 合计 6 单元, 18 层/栋, 每层每单元 2 户, 合计 216 套

资料来源：公司数据，中银国际研究

如果按照套均面积 150 平米算，一期 3 栋的可售面积约为 32,400 平米。我们参照龍泊湾项目周边的项目楼盘价格约为 5,800-5,900 元/平米，因为龍泊湾的定位相对略高，估计开盘价约为 6,000 元/平米。以此核算，则一期销售收入约为 1.944 亿元。

按照规划，该区块总计为 12 栋。2011 年 9 月至 2013 年 9 月规划建设完工 7-12 号楼，总建筑面积约为 93,000 平方米。

若我们假设 2012-2015 年分别结算 32,400 平米、100,000 平米、67,600 平米和 20000 平米。以 6,000 元/平米均价计算，由于该项目楼面地价成本较低，根据我们房地产研究员估计，该项目净利润率约为 25%。我们将 3 年利润按照 3 年期基准利率折现得出总值 3.03 亿元，折合每股 0.85 元。

**图表 6. 盐城内港湖龍泊湾项目估值**

盐城龍泊湾项目	2012E	2013E	2014E	2015E	合计
结算面积(平米)	32,400	100,000	67,600	20,000	220,000
结算收入(百万元)	194.4	600	405.6	120	1320
净利润(百万元)	48.6	150	101.4	30	330
折现现值(百万元)	48.6	140.6	89.1	24.7	303.1
净利率	25%	3 年期贷款基准利率	6.65%	销售均价	6000 元/平米
				折合每股价值	0.85 元/股

资料来源：公司数据，中银国际研究

### 新百新城价值估算

南京河西 300 亩土地：位于庐山路，定位于高级公寓区。目前尚余一家业主之外其他已经全部拆迁完毕。2001 年该地块公司支付了购置成本 1.77 亿元，2007 年公司解决了河西土地的权属纠纷，先后支付了 7,200 万元土地动迁款。至今公司合计支付了拆迁补偿费为 2 亿元，预计后续支出不会太多，公司计划控制在 4 亿元之内，实际可销售面积在 26 万平方米左右，建安成本在 2,000 元/平方米，预计每平方米的全部成本在 5,000 元左右，而周边的凤凰和熙楼盘销售价格 18,000 元/平方米左右。

新百新城原为华隆新寓二期项目地块，位于云锦路以东，华隆新寓以南，恒山路两侧，占地面积 20 万 m<sup>2</sup>，总建筑面积 26 万 m<sup>2</sup>。新百新城用地系南京新百 2001 年 11 月出资 1.77 亿元从南京市房地产综合开发总公司（2006 年被中冶集团收购组建中冶置业南京有限责任公司）购得。2003 年 2 月，该地块取得《拆迁许可证》，并由建邺区房管局开展拆迁工作。由于南京市实施拆迁新政，该地块拆迁工作陷于停顿。2006 年 9 月，南京新百与中冶置业签订补充协议，支付中冶置业拆迁领证等工作的服务费 2,300 万元。新百新城最新工程进展是拆迁尚未完成。

2011 年 3 月 3 日南京市国土资源局拍卖位于南京河西南部所处的“海峡城”的 G07 地块被盖世控股有限公司、硕富有限公司、佳铭控股与河西新城区国有资产有限公司联合体以 44.72 亿元拿下，该地块占地面积达到 340,991.9 平方米，为商住地块，综合容积率 2.76，折合楼面价为 4,752 元/平方米。（参考 <http://house.hexun.com/2011-03-06/127743462.html>）

如果我们按占地面积拍卖价格计算，则新百新城 20 万平米地块的市场价值约为 26.23 亿元。而若我们按照折合楼面价 4,752 元/平米，总建筑面积 26 万平米计算，则该地块价值 12.35 亿元。

如果我们假设购置成本加上拆迁成本合计约为 4 亿元，另外截至 2011 年上半年新百新城项目期末借款费用资本化金额为 9,030.9 万元，则年度资本化利息约为 2,200 万元。故预计新百新城 2011 年末利息资本化合计 1.01 亿元。故我们认为 2011 年末该地块公司目前成本约在 5 亿元左右。

假设该地块以 12.35 亿元转让，我们计算土地增值税。以项目增值额来看，已经处于增值额超过扣除项目金额 100%，未超过 200% 区间，则土地增值税=增值额×50%—扣除项目金额×15%=(12.35-5)×50%-5×15%=2.95 亿元。新百实际将从该项土地转让中获得收入约为 12.35-2.925=9.425 亿元，对应每股 2.63 元。

图表 7. 南京新百新城位置图



资料来源：公司数据，中银国际研究

## 其他投资可圈可点

### 南京新百药业

主导产品包括复方骨肽注射液、骨肽注射液、骨肽片、胰岛素注射液、肝素钠注射液等，具备年产 5,000 万支冻干粉针剂、10,000 万支小容注射剂、50,000 万片（粒）的生产规模。全资控股的新百药业运行稳定，2011 年上半年收入约 5,915 万元，同比增长 42.6%，销售增长幅度较大的产品肝素钠注射液毛利率低于其他品类产品。净利润约 860 万元，同比增长 15.7%。

图表 8. 南京新百药业 2001-2011 上半年经营概况

(人民币, 百万)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	1H11	1H10
销售收入	11.16	12.63	19.09	27.1	30.45	29.85	38.69	48.6	59.53	101.68	59.15	41.47
同比增长(%)		13.2	51.1	42.0	12.4	(2.0)	29.6	25.6	22.5	70.8	42.6	
销售成本	(8.37)	(9.52)	(13.09)	(16.19)	(16.75)	(16.49)	(20.15)	(24.68)	(30.42)	(67.67)	(37.08)	(23.53)
毛利率(%)	25.0	24.6	31.4	40.3	45.0	44.8	47.9	49.2	48.9	33.4	37.3	43.3
净利润	(1.28)	(0.98)	(1.18)	2.07	2.26	2.02	3.85	5.56	9.70	12.00	8.60	7.43
净资产收益率(%)						7.1	9.3	14.0	14.8	9.6	9.7	

资料来源：公司数据，中银国际研究

骨肽系列药品的稳定性较强，而肝素钠的波动性高，所以我们看到虽然 2010 年全年和 11 年上半年销售增速很快，但是总体毛利率下降较大。我们预计新百药业 2011 年全年净利润接近 1,600 万元。

未来新百药业期望通过与高等院校及研究所的合作，加快新品的开发，同时努力扩大公司国家基本药物的市场占有率；深入市场、精细招商，做好公司拳头产品骨肽系列的销售。南京新百药业 2009 年 3 月被认定为高新技术企业，有效期三年。企业所得税率自 2009 年 1 月 1 日起享受优惠税率为 15%。

### 其他权益性投资

公司目前持有南京证券 3,204 万股，占其股权比例 1.81%，平均成本为 10,733.6/3,204=3.35 元/股。

3,000 万元参股上海德汇投资管理公司 14.63%的股权，德汇盈利状况较为稳定，投资标的有一/二级市场和 PE 投资，该部分分红比较稳定。

图表 9. 南京新百 2007-2011 上半年权益性投资分红概况（人民币，百万）

按成本法核算的长期股权投资收益	2007	2008	2009	2010	2011-1H	2011E
南京证券	1.557	9	6.01	3.6	1.8	3.6
上海德汇	3.6	7.5		7.5		

资料来源：公司数据，中银国际研究

值得注意的是，公司从 93 年上市以来，每年都有现金分红，体现了零售公司现金流充沛、经营相对稳定的特点。

## 营运费用将随着辞退福利下降而骤减

公司对于2007年初存在的解除与职工的劳动关系计划（辞退福利），满足《企业会计准则第9号—职工薪酬》。由于年度应付职工薪酬中辞退福利的增加额将直接计入当期费用，所以我们可以通过观察该项总额变化来判断公司人员费用的增减。

图表 10. 公司职工人数变化

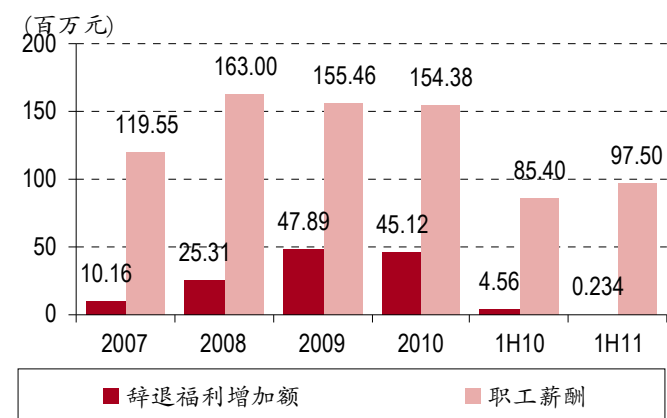
	2006	2007	2008	2009	2010
在册员工人数	2,127	1,527	1,252	1,079	975
增减		(600)	(275)	(173)	(104)
承担费用的离退休职工数				18	18
总离退休职工人数	1,157	501	687		

资料来源：公司数据，中银国际研究

**注释：**辞退福利通常采取解除劳动关系时一次性支付补偿的方式，也有通过提高退休后养老金或其他离职后福利的标准，或者在职工不再为企业带来经济利益后，将职工工资支付到辞退后未来某一期间的方式。在劳动合同尚未到期前，职工没有选择继续在职的权利，应当根据计划条款规定拟解除劳动关系的职工数量和每一位职位的辞退补偿等计提辞退福利，借记“管理费用”科目，贷记“应付职工薪酬—解除职工劳动关系补偿”科目。实质性辞退工作在一年内完成，但补偿款项超过一年支付的辞退福利计划，企业应当选择恰当的折现率，以折现后的金额计量应计入当期管理费用的辞退福利金额，该项金额与实际应支付的辞退福利之间的差额，作为未确认融资费用，在以后各期实际支付辞退福利款项时，计入财务费用。

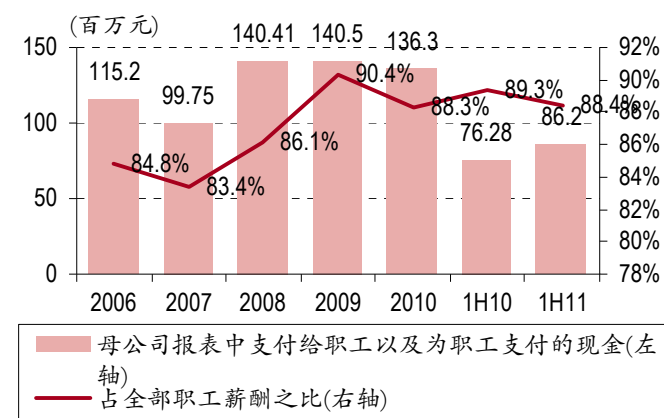
从2009-2010年来看，当年辞退福利增加占员工薪酬的比重为30%左右，而员工薪酬在近几年逐步下降，占销售额11%左右。历年来看，职工辞退福利的提取一般在4季度进行。我们预期，2011年辞退福利基本和2010年持平，但是自2012年起，公司职工辞退福利进入快速下降通道，2012年职工辞退福利预期降至1,000万元左右，这将带来管理费用和销售费用的大幅下降。

图表 11. 2007-2010 年公司辞退福利当年增加额和当年职工薪酬费用



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 12. 母公司职工薪酬占全部之比



资料来源：公司数据，中银国际研究

员工薪酬最主要的部分集中于新百母店，我们看到母公司员工薪酬占比一直保持在90%附近，这主要和母店承担了大量的旧体制下的人员包袱有关。我们预计辞退福利增量的下降也主要和母店内退人员基本消化完毕有关。



**图表 13. 公司 2006-2010 年主要费用状况 (人民币, 百万)**

主要费用合计	2006	2007	2008	2009	2010
职工薪酬	135.9	119.553	163	155.46	154.38
占销售收入(%)	9.1	8.0	10.4	11.9	10.9
人均工资 (元/年)		45,552	99,093	92,299	106,385
涨幅(%)			117.54	(6.86)	15.26
折旧	43.06	41.67	42.90	29.70	24.18
占销售收入(%)	1.6	2.6	2.6	2.1	1.6
摊销	1.77	3.55	8.63	6.16	6.03
占销售收入(%)	0.07	0.22	0.52	0.44	0.39
水电费	22.87	22.82	21.5	16.80	17.74
占销售收入(%)	0.87	1.44	1.30	1.19	1.15
广告费	5.24	14.76	17.55	15.58	15.57
占销售收入(%)	0.20	0.93	1.06	1.11	1.01
物业管理费	2.05	2.796	9.798	6.01	6.79
占销售收入(%)	0.08	0.18	0.59	0.43	0.44

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

### 折旧费用和摊销费用变化

08 年前公司折旧费用一直保持在 43 万元左右, 09 年起出现较大幅度的下降, 主要和东方商城不再并表有关。同理, 摊销费用尤其是长期待摊费用在 09 年也出现较大幅度下降。由于 2010 年末新百主楼续建工程 (主要用于出租) 房屋建筑物 3.76 亿元和相关土地价值 2,387 万元转入投资性房地产, 其余建筑物 9,030 万元转入固定资产核算。再加上今年上半年 1,073 万元转固, 合计约 5 亿元转入投资性房地产和固定资产。我们按照 2.11% 的折旧率计算, 年均增加折旧约为 1,056 万元。

长期待摊费用主要源于营业楼及裙楼百货的装修, 由于东方商城和芜湖新百均未并表, 所以营业楼装修就是指母店装修。南京新百裙楼改造项目委托南京金鹰国际集团有限公司代建, 项目总投资额约为 10,954 万元, 代建管理费按项目结算价款的 3.5% 计算, 合同金额约为 383 万元。目前裙楼装饰尚未完成, 我们通过在建工程项目裙楼 (装饰) 余额变化来跟踪, 2011 年初为 3,500 万元, 3 季度末为 6,500 万元。我们预计今年半年报合计约 1.1 亿元的裙楼装修改造投资将绝大多数转入长期待摊费用。则 2012 年以半年摊销费用计约增加 1,000 万元, 2013 年全年则增加摊销费用 2,000 万元。但是同时我们可以看到 2008 年前年度形成的新百母店装修摊销在 2012-2013 年基本摊销完毕。

**图表 14. 母公司现金流量表中有关费用状况**

(人民币, 百万)	2007	2008	2009	2010	1H10	1H11
折旧	(26.4)	(28.8)	(27.4)	(23.5)	(10.7)	(16.6)
长期待摊	(1.0)	(3.6)	(3.8)	(3.8)	(1.9)	(1.7)
无形资产摊销	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(0.8)	(0.5)
财务费用	(16.1)	(20.0)	(20.6)	(13.8)	(4.1)	(14.1)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

我们可以看到, 2011 年开始随着新百主楼转入投资性房地产以及固定资产, 导致母公司报表中 2011 年上半年折旧费用较去年同期上升 55%。而同样伴随着利息资本化的结束, 该项目利息资本化累计金额 2,972.5 万元, 2010 年当年利息资本化 1,304 万元, 利息资本化率 5.31%。



## 短期借款和财务费用

2011年9月底公司短期贷款12.75亿元，我们根据对应的信息披露，发现依据主楼项目资本化率及资本化利息可以得出，主楼贷款约为2.46亿元；对应几大资本性支出较大的项目贷款合计为10.41亿元。而新百房地产、盐城新国以及芜湖新百获得资金方式主要是母公司以其他应收款方式进行专项融资。

图表 15. 公司对应项目贷款状况

(人民币, 百南京新百房地产 芜湖南新百大厦 盐城新国房地产 主楼项目 合计)					
贷款金额	368.37	205.96	221.26	245.57	1,041.16

资料来源：公司数据，中银国际研究

随着主楼竣工、芜湖新百酒店开业以及盐城龙泊湾项目预售回笼资金，我们可以预测，资金状况会得到一定程度的缓解，如果没有新的大型资本性支出，有可能在未来会出现财务费用的节约。但是不排除其他项目结余资金用于河西地产项目的开发。

图表 16. 公司 2005-2010 年短期贷款及利息费用状况

(人民币, 百万)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
年末短期借款	710	454	596	1,045	1,115	1,225
平均短借		582	525	821	1,080	1,170
利息费用		(34.02)	(31.20)	(25.70)	(21.44)	(23.30)
平均贷款利率(%)		5.85	5.94	3.13	1.98	1.99

资料来源：公司数据，中银国际研究

我们看到，08年以来公司基本维持在10亿元以上的短期借款规模，而利息费用则处于2,000-2,500万元之间，这主要和贷款用于公司主楼建造、芜湖新百改造以及地产项目有关，大多数已经利息资本化。而随着主楼竣工、芜湖新百酒店改造完成，我们预期利息费用将逐步上升到3,700万元左右。

## 盈利预测

### 新百母店

母店盈利预测 2012-2014 年不包括主楼，为纯零售业务预测。2012 年业绩出现大幅提升的最重要因素是由于辞退福利的大幅下降导致营业费用的下降，我们已进行前述。同时随着 2-4 楼内部装修和外立面装修于 2011 年业已完成，2012 年该部分会逐步发挥效益。而 8 楼约 6,000 平米的面积尚处于空置状态，会根据业态组合引进餐饮等特业，此部分也会带来收益。而负一层餐饮经过 2010 年内部精装修逐步发挥效益，2011 年全年已经实现租金收入 1,100 万元左右。随着母店逐步调整商品结构，升级换代，我们预期其毛利率将逐步下降。但是由于费用较为平稳，费用率下降，导致其母店利润率逐步提高。

图表 17. 新街口百货母店模拟盈利预测（人民币，百万）

母公司为新街口百货商场	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,583.22	1,942.59	2,288.63	2,595.11
同比增长(%)	10.3	22.7	17.8	13.4
营业成本	(1,239.08)	(1,528.14)	(1,794.32)	(2,035.35)
主营营业收入	1,556.70	1,914.75	2,259.40	2,564.42
同比增长(%)	10.1	23.0	18.0	13.5
主营营业成本	(1,229.80)	(1,518.39)	(1,784.09)	(2,024.61)
其他业务收入	26.52	27.84	29.23	30.69
同比增长(%)	27.1	5.0	5.0	5.0
其他业务成本	(9.28)	(9.74)	(10.23)	(10.74)
营业税金及附加	(18.41)	(22.63)	(26.89)	(30.30)
占营业收入(%)	1.16	1.17	1.18	1.17
净营业收入	1,564.81	1,919.95	2,261.74	2,564.81
销售费用	(82.33)	(62.16)	(71.86)	(81.23)
占营业收入(%)	5.20	3.20	3.14	3.13
管理费用	(126.66)	(139.87)	(162.49)	(181.66)
占营业收入(%)	8.00	7.20	7.10	7.00
一般及管理费用	(1,448.06)	(1,730.17)	(2,028.68)	(2,298.24)
营业利润	116.75	189.79	233.06	266.57
同比增长(%)	5.0	62.6	22.8	14.4
非经常性损益	(3.70)			
投资收益	3.60			
财务费用	(24.00)	(25.00)	(25.00)	(25.00)
税前利润	92.65	164.79	208.06	241.57
同比增长(%)	9.7	77.9	26.3	16.1
所得税	(23.16)	(41.20)	(52.02)	(60.39)
所得税率(%)	25	25	25	25
税后利润	69.49	123.59	156.05	181.18
经常性净利润	72.26	123.59	156.05	181.18
股本	358.32	358.32	358.32	358.32
全面摊薄每股收益(元)	0.194	0.345	0.435	0.506
扣非后每股收益(元)	0.202	0.345	0.435	0.506
(%)				
综合毛利率	21.74	21.33	21.60	21.57
主营业务毛利率	21.00	20.70	21.04	21.05
息税前利润率	7.37	9.77	10.18	10.27
净利润率	4.39	6.36	6.82	6.98

资料来源：公司数据，中银国际研究

## 东方商城

我们无法预计东方商城和芜湖新百在 2012 年以及何时重新并入公司报表，至少目前来看，东方商城 2012 年仍然处于金鹰的托管，而芜湖新百能否并表取决于对该公司的实质控制权能否取得。所以我们在预期折旧和摊销费用时暂时不考虑东方商城和芜湖新百并表不确定性带来的影响。我们假设未来 3 年仍然处于金鹰托管状态，托管费用条款不变。

东方商城正处于良好的增长状态，由于金鹰的精细化管理以及和金鹰共享 VIP 客层，其客单价和平销逐步提高。

图表 18. 东方商城业绩预测

(人民币, 百万)	2011	2012E	2013E	2014E
股权比例%	100	100	100	100
建筑面积 (平米)	26,000	26,000	26,000	26,000
营业收入	600	708	856.68	1,002.3156
同比增长(%)	27.2	18.0	21.0	17.0
坪效 (元/平米)	23,077	27,231	32,949	38,551
支付管理费	17.05	22.21	29.01	35.30
剔除支付的托管费影响后的利总	62.62	75.52	92.52	108.25
剔除支付的托管费影响后的净利润	46.96	56.64	69.39	81.19
归属于新百的净利润	34.18	39.98	47.63	54.71
同比增长(%)	38	21	23	17
净利率(%)	7.8	8.0	8.1	8.1

资料来源：公司数据，中银国际研究

## 新百药业

新百药业针对新的医药行情，及时调整营销思路，做好各地的药品招标工作，扩大基本药物的销售，加大肝素钠等原料药的生产与销售。但是由于新药虽然能够迅速提升销售额，周期波动加剧，毛利率下降也势所必然。

图表 19. 南京新百药业盈利预测

(人民币, 百万)	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	137.27	167.47	205.98	243.06
同比增长(%)	35.0	22.0	23.0	18.0
销售成本	(86.20)	(108.35)	(137.60)	(167.71)
毛利率(%)	37.2	35.3	33.2	31.0
净利润	16.06	19.40	23.14	26.49
净利润率(%)	11.7	11.6	11.2	10.9

资料来源：公司数据，中银国际研究

## 业绩预测汇总和分部估值

我们看到，公司 2012-2014 年零售主业分别贡献 0.46、0.57 和 0.67 元/股；而医药业务贡献 0.05、0.06 和 0.07 元/股；主楼物业出租业务贡献-0.03、0.03 和 0.08 元/股，金融资产投资分红贡献 0.02、0.02 和 0.03 元/股。

图表 20. 公司盈利预测汇总（百万元，元）

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
母公司零售主业	55.4	68.1	123.6	156.0	181.2
新百药业	12.0	16.1	19.4	23.1	26.5
新百地产	(1.8)	(9.1)	0.0	0.0	0.0
主楼出租	0.0	(30.0)	(11.3)	9.0	29.0
其他	(0.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>投资收益</b>	<b>业务实质为零售，目前无法并表，预期芜湖今年并表</b>				
东方商城	26.3	34.2	40.0	47.6	54.7
芜湖新百	(12.0)	(1.4)	1.4	2.1	3.5
其他金融资产投资收益	8.4	2.7	5.7	6.5	7.2
南京证券	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6
上海德汇	7.5	0.0	4.0	5.0	6.0
合计	87.96	80.54	178.81	244.39	302.06
每股收益(元)	0.245	0.225	0.499	0.680	0.838
其中零售业务:	0.19	0.28	0.46	0.57	0.67
母公司零售主业	0.15	0.19	0.34	0.44	0.51
东方商城	0.07	0.10	0.11	0.13	0.15
芜湖新百	(0.03)	(0.00)	0.00	0.01	0.01
医药业务	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07
物业出租业务		(0.08)	(0.03)	0.03	0.08
金融资产投资收益	0.03	0.01	0.02	0.02	0.03

资料来源：公司数据，中银国际研究

我们按照零售 2012 年市盈率 20 倍、医药市盈率 20 倍、出租和金融资产业务 10 倍估值得出，每股价值 10.19 元。

而我们已经在前部分地产业务中对南京河西地块做了较为保守的估算，折合每股 2.63 元，盐城内港湖龙泊湾项目按照净利润折现估算出折合每股 0.85 元。则两块地产业务折算合计为每股 3.48 元。

以目前新百 9 元/股核算，剔除地产价值后，为每股 5.52 元，对应的零售业务 2012 年市盈率为 12 倍。

按照分部加总后的每股价值应为 13.67 元/股，较目前高出 52%。

## 投资建议

我们认为，股权转让解决了公司目前存在的与金鹰商贸的同业竞争和自身发展战略不清晰等问题，这将对公司长远发展有利。

同时正是因为历史问题逐步得到解决，公司开始走上良性发展的轨道。母店困扰多年的内退职工辞退福利侵蚀大量公司利润局面得到根本改观，东方商城在金鹰管理下表现良好，自 2011 年初也开始多年的盈利终于弥补完未分配利润，并开始在今年实现分红；而新百主楼出租状况改善、芜湖新百主楼装修完工和酒店开业，盐城地块今年开始预售结算等均表现出经营状况的持续改善。

我们对公司未来 3 年表示乐观，虽然零售总体环境仍然较为谨慎但是南京新百业绩具有较强的确定性且改善明显，同时其富裕的资产特性为公司价值赋予了安全垫。

基于上文的分部计算以及考虑内部抵消影响，我们预测 2011-2014 年公司总体盈利为 0.20、0.48、0.65 和 0.79 元，给予公司首次**买入**评级，同时基于分部估值，给予公司 12.30 元/股的目标价（分部估值加总 13.67 元/股的 90%）。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	1,540	1,725	2,115	2,500	2,844
销售成本	(1,180)	(1,327)	(1,638)	(1,934)	(2,205)
经营费用	(200)	(209)	(196)	(225)	(257)
息税折旧前利润	159	190	281	341	381
折旧及摊销	(38)	(45)	(56)	(63)	(64)
经营利润(息税前利润)	121	145	225	278	318
净利息收入/(费用)	(21)	(37)	(38)	(38)	(41)
其他收益/(损失)	(5)	(14)	38	67	97
税前利润	95	93	225	307	373
所得税	(23)	(22)	(54)	(74)	(90)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	73	71	171	233	284
核心净利润	73	71	171	233	284
每股收益(人民币)	0.202	0.198	0.478	0.651	0.792
核心每股收益(人民币)	0.202	0.198	0.478	0.651	0.792
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.100	0.100	0.122
收入增长(%)	9	12	23	18	14
息税前利润增长(%)	(7)	19	56	23	14
息税折旧前利润增长(%)	(6)	19	48	21	12
每股收益增长(%)	(18)	(2)	142	36	22
核心每股收益增长(%)	(18)	(2)	142	36	22

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	95	93	225	307	373
折旧与摊销	38	45	56	63	64
净利息费用	21	37	38	38	41
运营资本变动	89	36	115	79	108
税金	(23)	(22)	(54)	(74)	(90)
其他经营现金流	(19)	(28)	(38)	(38)	(41)
经营活动产生的现金流	202	161	342	376	455
购买固定资产净值	(287)	(72)	(52)	(49)	(33)
投资减少/增加	128	13	1	1	1
其他投资现金流	(31)	(28)	(1)	(1)	(8)
投资活动产生的现金流	(190)	(87)	(52)	(49)	(40)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	110	110	0	0	10
支付股息	(35)	(35)	(35)	(35)	(35)
其他融资现金流	(91)	(15)	(12)	0	0
融资活动产生的现金流	(17)	59	(48)	(35)	(25)
现金变动	(5)	134	242	291	390
期初现金	292	287	421	663	954
公司自由现金流	23	81	301	343	438
权益自由现金流	100	147	252	289	384

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	287	421	663	954	1,344
应收帐款	11	16	18	21	24
库存	638	676	727	762	814
其他流动资产	206	230	233	238	242
流动资产总计	1,141	1,342	1,642	1,975	2,425
固定资产	1,227	1,259	1,164	1,173	1,164
无形资产	40	39	37	36	34
其他长期资产	487	475	570	552	533
长期资产总计	1,753	1,772	1,771	1,760	1,732
总资产	2,895	3,115	3,413	3,735	4,157
应付帐款	132	174	201	232	266
短期债务	1,225	1,335	1,335	1,335	1,345
其他流动负债	459	505	638	729	862
流动负债总计	1,816	2,015	2,174	2,295	2,473
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	5	5	5	5	5
股本	358	358	358	358	358
储备	715	737	875	1,077	1,321
股东权益	1,074	1,095	1,234	1,435	1,679
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	2,895	3,115	3,413	3,735	4,157
每股帐面价值(人民币)	3.00	3.06	3.44	4.00	4.69
每股有形资产(人民币)	2.88	2.95	3.34	3.90	4.59
每股净负债/(现金)(人民币)	2.62	2.55	1.88	1.06	0.00

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	10.3	11.0	13.3	13.6	13.4
息税前利润率(%)	7.9	8.4	10.7	11.1	11.2
税前利润率(%)	6.2	5.4	10.6	12.3	13.1
净利率(%)	4.7	4.1	8.1	9.3	10.0
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
利息覆盖率(倍)	3.8	3.3	4.6	5.2	5.0
净权益负债率(%)	87.4	83.5	54.5	26.5	0.0
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.4	0.5	0.7
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	42.7	43.7	18.1	13.3	10.9
心业务市盈率(倍)	42.7	43.7	18.1	13.3	10.9
目标价对应核心业务市	60.8	62.2	25.8	18.9	15.5
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.9	2.8	2.5	2.2	1.8
价格/现金流(倍)	15.3	19.2	9.1	8.2	6.8
企业价值/息税折旧前利	25.2	21.0	13.3	10.1	8.0
润(倍)					
<b>周转率</b>					
存货周转天数	191.1	180.7	121.1	108.8	101.2
应收帐款周转天数	3.1	2.8	2.9	2.9	2.9
应付帐款周转天数	31.5	32.4	32.4	31.6	32.0
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	49.4	50.6	20.9	15.4	15.4
净资产收益率(%)	6.9	6.5	14.7	17.5	18.2
资产收益率(%)	3.3	3.7	5.3	5.9	6.1
已运用资本收益率(%)	5.9	6.4	9.4	11.0	11.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



## 研究报告中所提及的有关上市公司

金鹰商贸 (3308.HK/港币 21.30, 持有)

以 2012 年 3 月 16 日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话：  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371