



商业主业轻装上阵 拐点弹性较大

——南京新百（600682）调研快报

2012年4月23日

推荐/维持

南京新百

调研快报

高坤	零售行业分析师	执业证书编号: S1480511110001
	010-66554016	gaokun@dxzq.net.cn

事件:

近日，我们对公司进行了实地调研，并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

1. 三大百货门店轻装上阵构筑拐点基石。

去年公司大股东易主为三胞集团，解决了长期制衡公司主业发展的同业竞争问题，从而为商业主业巩固南京、辐射江苏沿海、安徽皖江两带的战略奠定了基础。虽然金鹰和中商在江苏各地级市及周边均已开始全面布局，但县级百货和综合体内主力店两大增长极仍存在较大的发展空间，短时间公司将以稳固三家已有百货的内涵杠杆为主，通过多元化手段首先考虑县级百货的外延，综合体则主要依托于大股东战略顺势而动。

公司的主力门店南京新百商场的收入及利润占据了公司全年 90%以上的份额，11 年的外立面装修将拉低了去年全年业绩，目前整体改造和品牌调整已经基本完成，实际营业面积由 5.5 万平扩大到 6 万平，仅有新增的八层（办公区改造为餐饮区）及一层装修尚在进行，两者将在八月的 60 年店庆前全部完毕。从提升的效果看，目前的客单价在 600 元以上，去年四季度在零售行业整体环比下滑的背景下，新百大厦的销售同比仍然实现了 20%的增长，环比涨幅更是超过了该水平，凸显了大众百货定位在弱势商业环境背景下的“准刚性特质”——没有高端定位的较大向下弹性，也没有中低定位品类间的取舍式消费升级，新百大厦在今年一季度依然实现了接近 20%的增长，而由于调整后的黄金珠宝及饰品占比比较大（10%），去年黄金珠宝旺销影响毛利率的负面因素在今年一季度也有所减弱，毛利率稳定在 19-20%之间。整体毛利水平的企稳、人员费用计提的下行、品类品牌组合因时而动的调整将全面助力新百大厦进入业绩释放期，预计 12 年该门店收入增长在 30%左右。

东方店 11 年收入 6 个多亿，利润总额 6000 万，首次实现了 2500 万的分红。与金鹰的托管合同将于今年年底到期，无收回与否都有可能并表，并表后将增厚 EPS0.14 元左右，但也同时收回之后不利因素，该门店在 09 年金鹰接管后无论在毛利还是在销售上均有明显的好转态势，基于新街口商圈的地段优势和已有的高端品牌定位，目前 2.4 万的坪效水平和 800-900 的客单价水平均有较大的提升空间，基于较低的费用压力，未来的利润杠杆也有望突破 1 个亿的水平（对应 10 亿的销售）。然而如若收回，与金鹰的后台信息系统、购物卡共享优势不再，或将一定程度上延缓该门店的潜力发挥。但从长远来看，东方店还是要靠自己的内部打造形成与新百大厦的良性互动。该门店今年一季度实现个位数增长，相对于区域内的其他高端百货处于较高区间，东方的费用水平低。

芜湖新百门店去年实现含税销售 9 亿（其中酒店收入 4000-500 万），12 年目标 10 亿，有望实现盈亏平衡并全年并表：一方面来源于酒店的继续减亏，入住率从去年的 30%提升到今年的 40%；另一方面则来源于家电占比的持续下降，已经将该品类占比从 40%下调到 30%。

2. 南京中心、两大储备物业弹性与安全边际共存。

南京中心可租面积共 7 万平米，11 年共出租了 3 万，租金水平在 4 元左右，实现租金收入 1000 多万，亏损 3700 万。目前的出租率是 50% 以上，今年计划新增出租面积 2 万平米，租金水平在 4.3-4.5 之间，租约一般在三年左右，已出租 3 万平米物业今年实现的租金收入就基本能够覆盖主要的折旧摊销（1700 万）和利息支出（3000 多万）两大主要费用，今年南京中心项目至少能够实现盈亏平衡，相对于去年千万级别的亏损，形成了较大的向上弹性空间；同时基于中心后续可租面积的楼层越来越好，租金水平也水涨船高，租赁收入的可持续性和盈利能力的稳定性提供了商业之外的现金牛，从而提供了平稳的安全边际。

公司拥有的河西约 50 万平米（容积率为 2）、盐城约 18.6 万平米两大地产项目。其中河西项目的总成本约 3 亿元，在适当时机通过合作开发的模式运作可能性较大，减缓前期投入成本压力的同时实现了综合体的外延扩张；而盐城湖项目位于市政府旁边的开发区今年 5 月份开盘，一期 5 万平米，按照周边 5000-6000 的均价，预计一期能够形成 2.75 亿元的预收款，但今年难以确认收入，一期预收款将于明年结算，剩余 11 万平米可售面积的出售时间和价格则要根据政策和市场环境动态调整。

表 1：公司自有物业资产重估明细

门店	建筑面积（万）	资产重估单价	权益比例	重估价值（亿元）
新百总店	6	35000	母公司	21
新百写字楼	7	30000	母公司	21
东方商城	3	40000	100%	12
河西 300 亩地	22	8000	100%	16
盐城土地	8	4000	100%	1.6
合计				62.2
银行存款				3.76
银行负债				12.7
每股 NAV				15.15
目前股价				9.08
NAV 高出市值				66.83%

资料来源：东兴证券研究所

3. 费用、毛利双轨助推弹性空间。

2011 年公司计提辞退员工福利费 5976 万元，过去五年共计提该项费用 1.9 亿元，其中 09、10 年分别计提 4789 万元、4532 万元，预计 12 年该项费用控制在 2000 万以内，13、14 年的影响微乎其微。同时基于商业主业内涵巩固的战略主基调，管理费率和销售费率也将呈现稳步下降的态势。而就综合毛利率的趋势来看，房地产销售对于整体毛利率的拉升主要集中在 13 年，商业主业则将在 12 年后黄金消费时代来临和弱势环境下的促销战两股相反的力量中保持稳定，并有望重拾上升态势，结束 09 年以来的下行趋势。

结论：

新百主力店杠杆拐点、东方芜湖新百两大门店并表预期、商务租赁量价齐升背景下的全面扭亏、房地产项目的初步预售四大积极因素为公司 12 年的业绩反转提供了较大空间，同时公司拥有的 5 项自有物业为公司提供了较为安全的投资边际。我们预计公司 12-13 的 EPS 分别为 0.46、0.68，对应的 PE 分别为 20、13 倍，综合考虑到公司经营及非经营双重拐点超预期的可能，给予 12 年 24 倍的估值水平，对应 6 个月目标价 11.04 元，距当前价格仍有 20%的涨幅，维持“推荐”的投资评级。

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；
- 看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。