



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

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001
(8621) 2032 8511
du.liu@bocigroup.com

南京新百 2012 年 1 季报点评

南京新百(600682.SS/人民币 8.89, 买入)2012 年 1 季度实现营业收入 7.68 亿元, 同比增长 53.04%。如果我们扣除合并芜湖新百的影响(其 1 季度营业收入 1.90 亿元), 营业收入同比增长 15.17%。

公司新增非统一控制下企业合并产生的子公司芜湖南京新百大厦有限公司, 自 2012 年 1 月 1 日起纳入公司合并报表范围。因新增子公司因素, 对 1 季度主要指标影响如下: (1) 新增资产总额 4.57 亿元, 其中主要是百货营业大楼和酒店房产及设备净值 5.27 亿元; (2) 新增营业收入 1.90 亿元; (3) 新增净利润 8,421 万元, 其中主要是公司取得子公司芜湖南京新百大厦有限公司时的投资成本小于应享有被投资单位可辨认净资产公允价值产生的非经常性收益 8,680 万元, 该公司可辨认净资产公允价值增值主要是百货营业大楼和酒店房产的增值; 剔除非经常性损益, 芜湖新百今年 1 季度实际亏损 200 余万元。我们按照可比口径, 扣除非经常性损益后净利润为 4,100 万元, 同比上升 9.5%, 折合每股收益 0.11 元。

母公司报表收入基本反映母店裙楼零售收入和主楼租赁收入。我们观察未受芜湖新百并表影响的母公司报表, 显示 1 季度实现销售收入 5.37 亿元, 环比上升 4.06%, 同比上升 14.2%。我们估计因为 2011 年上半年主楼总计实现销售收入 330 万元, 故 1 季度主楼租金收入占比不大, 而今年 1 季度主楼租金收入约为 300 余万元, 其实占比虽有所提升, 但是仍然占比较小。我们可以将 1 季度母公司销售收入增速大致看成母店零售增速。2011 年 8 月开始裙楼 2 到 4 层进行了内部装修, 故相对来说 1 季度的零售收入是可比的。而今年 3 月中旬开始公司开始对母店一楼开始装修, 分为 2 期, 预计全部工程在 8 月底前完成。

从综合毛利率来看, 2012 年 1 季度为 20.63%, 较去年同期下降 0.08 个百分点, 主要原因是促销力度加大。而费用层面来看, 销售费用率有所下降, 由 2011 年 1 季度的 1.78% 下降到今年 1 季度的 1.44%; 管理费用率由 2011 年 1 季度的 7.5% 上升到今年 1 季度的 7.72%。我们认为 600 余万元的管理费用的上升主要是和 2011 年母店裙楼改造工程 1.17 亿元转入固定资产, 相应增加了本期的折旧费用, 同时店面公共部分的亮化面积增加导致电费上升。总体来看, 公司营运费用率下降带来了母公司息税前利润同比增加了 8.75%。这里值得提醒的是, 无论东方商城的投资收益还是辞退福利骤减导致的费用下降均在当年 4 季度发生。故本季度和未来 2 个季度业绩的变化最重要的源于母公司裙楼零售业务的同店改善以及主楼租赁业务收入大幅提升。

图表 1.母公司模拟损益表

(人民币, 百万)	11年 1季度	11年 4季度	12年 1季度	同比变化 (%)	环比变化 (%)
营业收入	470.62	516.54	537.49	14.21	4.06
营业税金及附加	(4.54)	(12.85)	(8.12)	78.63	(36.86)
净营业收入	466.08	503.68	529.37	13.58	5.10
营业成本	(373.18)	(409.61)	(426.62)	14.32	4.15
销售费用	(8.40)	(66.63)	(7.73)	(7.93)	(88.40)
占销售收入(%)	1.78	12.90	1.44	(19.38)	(88.85)
管理费用	(35.29)	(15.80)	(41.51)	17.62	162.74
占销售收入(%)	7.50	3.06	7.72	2.99	152.49
期间费用率	9.28	15.96	9.16	(1.31)	(42.59)
息税前利润	49.21	11.64	53.52	8.75	359.73
净财务费用	(7.55)	(16.83)	(12.90)	70.78	(23.37)
模拟利润总额	41.66	(5.19)	40.62	(2.50)	
盈利能力 (%)					
综合毛利率	20.71	20.70	20.63		
息税前利润率	10.46	2.25	9.96		
综合毛利率	20.71	20.70	20.63		
息税前利润率	10.46	2.25	9.96		

资料来源：公司数据，中银国际研究

同时公司披露了 2012 年短融券招募说明书，其中对公司未来战略规划，主楼租金预期和现实状况以及地产项目进度均做出了明确的描述。详细内容如下：

公司未来发展战略规划目标与实施步骤

1. 业务发展目标

公司发展目标为：突出百货主业连锁发展，适时推进多元化发展。百货零售主业在目前新百中心店、东方商城、芜湖新百的基础上，加快在南京本土、江苏沿海城市、皖江城市等二、三线城市的布局，加快资源整合，强化品牌优势，提升经营业绩；适时逐步剥离住宅地产，并推进其他产业的多元化发展，提升公司经营业绩和经济效益。

2. 主要发展计划

(1) 百货零售主业发展计划：

到 2015 年，发展大型网点 5-10 个，全力冲刺实现含税销售收入 100 亿（含未来将合并的东方商城、芜湖新百，下同）的经营目标，构建一个充满生机活力、永续经营的大型商贸集团。实施分为两个阶段，

第一阶段：2012 年-2013 年，发展大型网点 2-3 个，2013 年实现含税销售收入 50 亿。具体步骤：

- 实施流程再造，构建集团化平台。
- 完成经营性改造，竖立全新的形象。主要是完成南京新百中心店提档升级，使之成为新一轮发展的标志和旗舰店。一是提升卖场环境，使硬件设施、环境布臵符合市场要求和经营需要；二是提升经营档次，优化商品的布局和结构，提高经营效率；三是丰富经营业态，引进特色餐饮、生活超市等新业态，更好地发挥城市综合体的功能和作用。
- 提升东方商城、芜湖新百的市场地位和经济效益。
- 大力发展新百药业，完成基础更新，加强终端销售。
- 发展大型网点 2-3 个。

第二阶段：以每年布局 2-3 个大型网点的速度全力拓展，冲刺实现销售 100 亿的目标，发挥品牌优势，形成发展合力，构建永续经营的大型商贸集团。具体步骤：

以南京本土、江苏沿海城市、皖江城市等区域市场为主，以连锁经营为主要经营方式，采取租赁、投资、并购为主的方式，开设综合百货、主题百货、社区百货、城市综合体等多种业态。

(2) 适时多元化发展，提升利润空间：

1、“南京中心”招租定位于总部经济，力争 2013 年入驻率达到 80% 以上；芜湖酒店力争 2013 年实现全面盈利。

2、新百药业力争 2013 年实现销售 2 个亿，同时加快新百药业产品研发和销售终端的拓展，推动新百药业的改制上市。

“南京中心”主楼租金状况

2006 年 5 月，公司对南京新百主楼进行改扩建，设计高度 249 米，层高 60 层，其中地下 4 层，为新街口地区第一高楼，由具有世界一流水准的法国荷斐德建筑设计公司设计，功能为纯高档写字楼，总建筑面积 8.28 万平米，可出租实际面积 7.34 万平方米。项目主体结构工程于 2008 年 7 月 26 日顺利封顶，2010 年末全部完工。公司现正在对主楼续建写字楼进行招租，截至 2011 年末出租率约为 42.30%，含税合同金额 4,670.68 万元；未来如果全部出租的话，将获得年租金收入约 13,280 万元，利润 10,600 万元。写字楼目前已有 49 家客户正式入住，日平均租金为 4.2 元/平方米/天，物业费为 22 元/平方米/月。

盐城龙泊湾项目和南京河西新城项目进展

盐城项目的经营实体为盐城新国房地产开发有限公司（南京新百全资控股）。整个项目土地面积 84,508 平方米，位于盐城新区内港湖地段，距盐城市政府驻地距离为 800 米左右，该项目规划建设 12 栋住宅，基本均为 18 层以上住宅，共计建筑面积 22 万平米，其中地上建筑面积 17 万元平米，地下面积 5 万平米。该块土地取得时间 2009 年 5 月，取得土地总价为 1.67 亿元，2010 年底盐城同地段住宅（毛坯房）平均销售单价为 6,000 元/平米。整个项目计划于 2012 年 5 月开始对外销售，2013 年 5 月全部竣工，项目总投资额 8.60 亿元，截至 2011 年 9 月末已投入 2.2 亿元，项目总包招标工作已结束，项目 12 栋楼中已有三栋楼已实现开工，施工进度正常，预计 2012 年 5 月份开始进行第一期的住宅预售。盐城项目的收入有望在 2012-2013 年内得到确认。

河西“新百新城”项目的经营实体为南京新百房地产开发有限公司（南京新百全资控股）。该项目位于南京建邺区南苑街道所街村，华隆新寓一期南侧，总用地面积约 19.5 万平方米，规划用地面积约 13.7 万平方米，于 2001 年 11 月 8 日从南京市房地产综合开发总公司（现为“中冶置业南京有限责任公司”）处受让而来，受让价格 1.77 亿，后又增加拆迁安置等费用约 1.2 亿，2009 年 10 月 26 日完成国土局的转让备案手续。根据规划部门批准，拟建总建筑面积 329,355 平方米，其中地上面积 252,149 平方米，地下面积 77,206 平方米。由于现规划方案较出让时建设面积增加，需补缴土地出让金。其中超面积部分补缴 5.85 亿元，补足出让年限部分的补缴金额待定，正在等待南京市国土资源局地价会讨论确定，之后还需通过局长办公会和市长办公会的同意，最终确定出让金数额，并签订出让合同。目前公司尚未有明确的开发计划。

图表 2. 公司 2012 年 1 季度损益表

(人民币, 百万)	11年 1季度	11年 4季度	12年 1季度	同比变化 (%)	环比变化 (%)
营业收入	502	547	768	53	41
营业税金及附加	(5)	(13)	(12)	143	(10)
净营业收入	497	533	756	52	42
营业成本	(393)	(433)	(602)	53	39
销售费用	(10)	(64)	(18)	92	(72)
管理费用	(39)	(25)	(71)	81	188
息税前利润	55	12	64	18	448
非经常项目	0	(12)	87	116,013	(849)
投资收益	0	46	0		(100)
净财务费用	(8)	(19)	(20)	169	9
利润总额	47	28	131	178	368
所得税	(10)	1	(12)	19	(948)
净利润	38	29	119	219	307
少数股东损益	0	0	(1)		
归属于母公司股东的净利润	38	29	120	221	310
扣除非经常性损益的净利润	37	41	41	9	(1)
扣除非后全面摊薄每股收益	0.10	0.12	0.11		
盈利能力(%)					
综合毛利率	21.60	20.85	21.58		
息税前利润率	10.88	2.15	8.38		
净利润率	7.47	5.37	15.56		
扣非后净利润率	7.46	7.59	5.34		

资料来源：公司数据，中银国际研究

我们依然坚持 3 月 19 日深度报告以及 4 月 6 日年报点评中观点，随着公司新百主楼“南京中心”的租售稳步有序进行，新百药业的盈利贡献能力继续提高，新百裙楼改造后历史品牌的重新提升以及子盐城新国房地产业项目进入销售回笼，公司的长期经营能力在不断改善，并将得到进一步提升。

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，我们维持 2012-2014 年盈利预测，全部业务加总的盈利预测为 0.44、0.56 和 0.67 元/股，其中零售主业分别贡献 0.39、0.50 和 0.60 元/股。我们仍然按照深度报告中的分部估值方法（分部估值加总 13.67 元/股的 90%），维持买入评级以及 12.30 元的目标价格。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv)他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請，亦並未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司 (BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisers Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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 15 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