

南京新百 (600682.SH)**百货零售行业****评级：买入 首次评级****公司研究**

市价(人民币)：15.38元
 目标(人民币)：25.00-33.58元

长期竞争力评级：高于行业均值**市场数据(人民币)**

已上市流通A股(百万股)	357.83
总市值(百万元)	5,510.99
年内股价最高最低(元)	15.42/9.95
沪深300指数	2437.19
上证指数	2339.14

**公司基本情况(人民币)**

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.266	0.366	0.450	0.795	1.503
每股净资产(元)	3.54	3.88	4.33	5.03	6.40
每股经营性现金流(元)	0.80	0.94	1.13	1.69	2.48
市盈率(倍)	30.53	31.03	34.14	19.34	10.23
行业优化市盈率(倍)	14.36	15.78	17.07	17.07	17.07
净利润增长率(%)	86.47%	37.47%	23.04%	76.52%	89.08%
净资产收益率(%)	7.52%	9.43%	10.40%	15.81%	23.48%
总股本(百万股)	358.32	358.32	358.32	358.32	358.32

来源：公司年报、国金证券研究所（注：净利增速过高是15年后河西土地贡献利润，零售增速预计20%）

投资逻辑

- **传统零售主业：并购HoF、新街口4店重构，将迎来里程碑式质的飞跃。**
 - **HoF将使公司零售核心竞争力有质的提升：**(1)先进经验：英国第三大百货连锁/164年历史/年营收120亿人民币；(2)**品牌能力：**自有/买手品牌占比14%/33%，未来25%/34%；自有/买手/联营的毛利率：54%/40%/24%；(3)**在线强劲：**13/14财年，在线增速41%(同业居首)，总营收占比21%。
 - **新百/国贸/东方/IFC将重构新街口零售格局：**(1)主业渐强，13/14E营收/扣非净利33.56/38、1.33/1.65亿元，增速17%/13%、26%/22% (2)新并国贸，新百+国贸6万→8万平-新街口最大单体百货；东方商厦，1.87万平，14年预计净利4500万，定位“轻奢”；(3)较大概率将注入IFC(三胞集团近25亿购得)，2.75万平-南京地标；四店成片，将构新街口新格局。
 - **并购协同效应巨大：**(1)HoF品牌定位年轻时尚/价格可行；38%采购来自中国，将促进新百国内买手制成长；(2)HoF募资：1替换其高息债(公司并购款半自有半低息贷款，注入后将部分替换原HoF的2.5亿英镑8.875%年息高息债)，15年HoF将扭亏为盈，2门店装修，3在线平台建设。
- **全渠道：资源优势初现，跨境电商，成就未来空间。**
 - HoF全渠道推进成功、跨境电商已达120个国家；(1)HoF获资金后，在线更强；(2)南京新百在线及跨境电商经验与平台得兼。
 - 自有品牌构建跨境电商突破潜力(三要素皆具：产品/平台/物流-门店落地点)
- **其他：安全边际高。**地产巨利(河西项目4年30亿净利)、药业(2-3千万年净利)、集团参股商圈网(本地化O2O、麦考林-美股资源)以及布局健康产业等。
- **盈利预测：**预计未来三年，收入/利润增速分别14%/20% (不考虑HoF和地产)

投资建议

- 我们认为，南京新百并购HoF，是里程碑式的跨境并购第一步，传统零售核心竞争力质的领先改善、跨境电商巨大潜力、以及未来真正品牌战略的开始，将是A股零售企业中具备市值翻倍以上潜力的稀缺标的；强烈推荐“买入”。

估值

- 我们给予公司未来6-12个月25~33.58元目标价位，对应90-120亿市值；新百40亿(15E零售净利2亿x20)/HoF50-80亿(12亿£营收2~3.5%→2.4~4亿元x20)

风险

- 中英文化冲突导致整合营效低于预期的风险；英国政治动荡风险。

赵海春 联系人
 (8621)60870938
 zhaohc@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC执业编号：S1130511030028
 (8621)60230220
 huangting@gjzq.com.cn

内容目录

零售主业：将迎来里程碑式质的飞跃	4
新百、东方、国贸、IFC 将重构新街口新格局	4
完成并购 HoF，自有品牌、在线平台——主业将有质的跃升	6
全渠道：优势初现，跨境电商，成就未来空间	12
HoF 全渠道推进成功、跨境电商已达 120 个国家	12
差异化商品，奠定跨境电商突破潜力	13
其他资源：地产巨利、药业稳增、集团参股商圈网	14
物业资产丰厚，河西地产项目未来四年将贡献净利 25~30 亿元.....	14
新百药业贡献公司近二成净利，年均增速 30%以上.....	15
集团参股商圈网、并购麦考林，潜在 O2O 及美股资源	15
集团布局健康产业链多家公司	15
盈利预测：14~16 年零售主业增速，营收 14%、净利 20%	15
百货、租赁与酒店、药业：	15
地产：预计 4 年净利 25~30 亿元	15
估值与投资建议.....	16
估值：	16
投资建议：	16
附录：三张报表预测摘要	17

图表目录

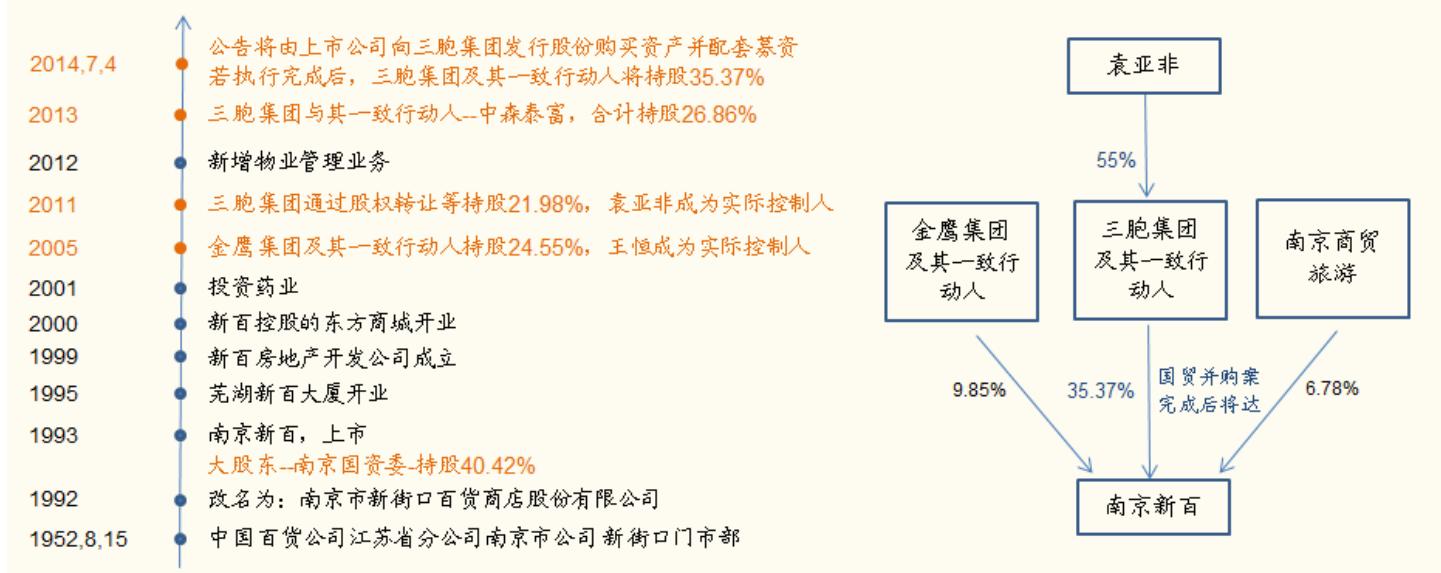
图表 1: 南京新百业务发展史、股权变更史、最新股权结构	4
图表 2: 公司现有 4 大百货门店皆处市中心核心商圈	4
图表 3: 南京新百现有主业营收、盈利能力双增长	5
图表 4: 南京新百 14H1 各季度净利润额与净利润率皆增	5
图表 5: IFC、东方商场、新百商场、国贸中心将重构新街口零售格局	5
图表 6: 以高端办公、餐饮、娱乐为主的南京 IFC 为南京地标性建筑	6
图表 7: A 股零售 71 家扣非增速---13H1 较多分布在 10-20% (19 家) vs 14H1 较多在-10%(14 家)	7
图表 8: 14H1 vs 13H1 行业龙头增速渐缓	7
图表 9: 差异化、多业态中端定位、先进业态异军突起	7
图表 10: HoF 近 5 年来营收增速提升显著	8
图表 11: HoF 近 3 年经营性净利率、毛利率、同店增速皆稳步上升	8
图表 12: HoF 营收规模与经营性利润均处龙头方阵后位	9
图表 13: 13A-HoF 经营性利润增长率处于中上水平	9
图表 14: HoF 受高息债拖累净利率较低，但仍处上升中	9
图表 15: 自有品牌优势-HoF 毛利率稳居最高 50%以上	9
图表 16: HoF 自有、采购及联营（特约）品牌	10
图表 17: HoF 差异化品牌占比 13 财年已近四成，未来料将达六成	10
图表 18: HoF 在线增速高达 41%，总营收占比 21%	11
图表 19: HoF 在线增速稳居三大百货之首	11
图表 20: 中国零售史上第一次跨境收购完成交割时间表	11
图表 21: HoF 跨境电商经验：差异化商品、在线平台、物流-可达 120 个国家	12
图表 22: HoF 定位高端时尚而非顶级，略低于 Selfridges 而高于 John Lewis	13
图表 23: HoF 自有品牌近 3 年 CAGR 均在 20%以上-右侧图为自有品牌销售额-百万英镑	13
图表 24: 公司河西地块位于市内优越位置	14

零售主业：将迎来里程碑式的飞跃

新百、东方、国贸、IFC 将重构新街口新格局

- 公司本身主业渐强，13/14E 营收/扣非净利 33.56/38、1.33/1.65 亿元，增速 17%/13%、26%/22%。 ·
- 南京新百历史沿革：
 - **主业变迁：**公司前身为成立于 1952 年的中国百货公司江苏省分公司南京市新街口门市部，1995 年，芜湖新百大厦开业；2000 年，新百公司控股的东方商场开业；2001 年，公司投资制药行业，新增新百药业，2014 年 4 月新百淮南购物中心开业；
 - **控股权变迁：**1993 年上市 - 大股东为南京国资委（持股 40.42%）；2005 年王恒的金鹰集团成为实际控制人，2011 年袁亚非的三胞集团获得金鹰转让的股权成为实际控制人。
- 控股股东三胞集团旗下资源丰富，未来与上市公司进行资源优化与协同的空间较大。三胞旗下除新百外，还有 A 股上市公司宏图高科、新三板上市的金鹏源康、集团参股的商圈网拥有美股上市的麦考林，拥有非上市医院养老等资源：以色列最大养老服务公司 Natalia、上海最大养老公司“安康通”、徐州市第三人民医院等。

图表1：南京新百业务发展史、股权变更史、最新股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

- 目前，公司有南京新百中心店、南京东方商城、芜湖南京新百大厦及南京新百淮南购物中心四家门店 **4 家零售门店**，位置优越、经营持续改善中。

图表2：公司现有 4 大百货门店皆处市中心核心商圈

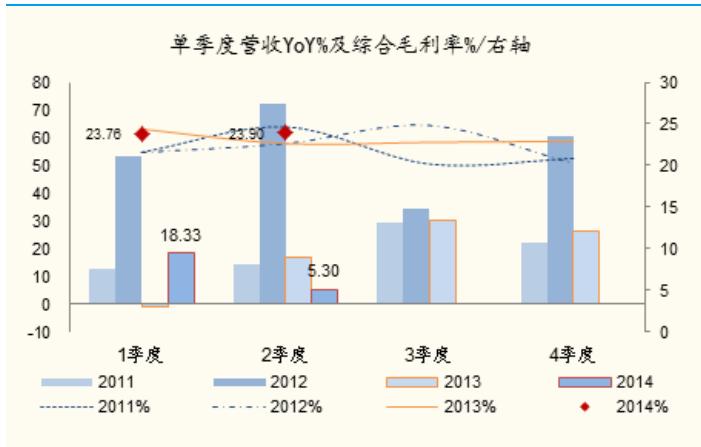
名称	开业时间	市中心核心商业地段	营业面积-万平米	定位	持股比例	14E-营收贡献
南京中心店	1952年	南京-新街口	6	中端	100%	19~21亿
东方商城	2000年	南京-新街口	1.87	中高端	100%	3~4亿
芜湖南京新百大厦	1993年	芜湖-中山路	3.07	中端	70%	7~8亿
淮南新百购物中心	2014年	淮南-田家庵	3.05	中端	100%	5~8千万

来源：公司公告及估算，国金证券研究所

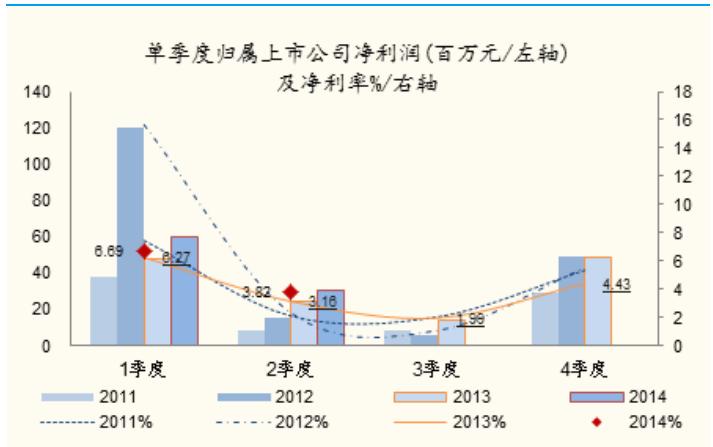
■ 公司在南京的 2 家门店，新百中心店与东方商厦，都在市中心最核心地段，新街口（见下图表 5）；而外地的芜湖与淮南店也都是在市中心核心地段-中山路以及田家庵。

■ 在 2012 年东方商厦并表的基础上，2013 年公司营业收入仍有同比增长约 18% 至 33.56 亿元；其中新百中心店 13 年营业收入与 12 年持平，仍约为 19 亿元，我们预计 14 年将同比增加 8% 以上过 20 亿元。

图表3：南京新百现有主业营收、盈利能力双增长



图表4：南京新百 14H1 各季度净利润额与净利润率皆增



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 公司 2014 年 7 月 4 日公告，将向大股东三胞集团发行股份并配套募资 2.27 亿，收购兴宁实业和瑞和商贸 100% 股权以获得其持有的国贸中心；预计实施完成后，新百商场+国贸中心，将使得公司中心店体量由 6 万→8 万平，成为新街口最大单体百货；

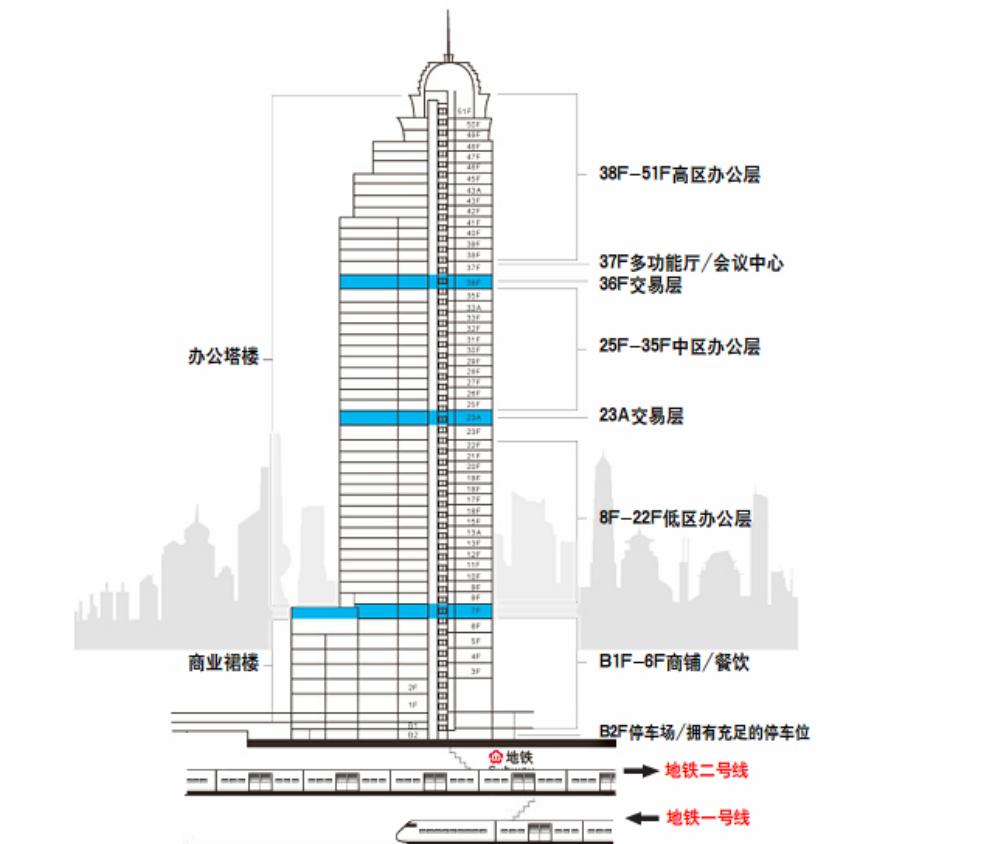
图表5：IFC、东方商场、新百商场、国贸中心将重构新街口零售格局



来源：公司公告，百度地图，国金证券研究所

- 东方商厦，经营面积 1.87 万平米，定位“轻奢”，未来将大概率改建为东方福莱泽，成为 House of Fraser 在中国的第一家 Fraser 门店；我们预计 14 年将贡献净利四五千万；
- 三胞集团在 2013 年以 24.8 亿元收购了南京 IFC；IFC 是南京定位最高端的商场与办公楼，地下一层到地上 6 层均为商铺和餐饮，经营面积达 275 万平米；而三胞集团旗下仅南京新百与宏图高科两家 A 股上市平台，作为主业与位置更契合的南京新百，未来获得 IFC 资产的注入是较大概率的事件。而一旦注入发生，新街口就将有 4 家南京新百的中、中高、高端百货、娱乐餐饮与写字楼所联合，四店协同将构建公司在新街口崭新强劲竞争力。

图表6：以高端办公、餐饮、娱乐为主的南京 IFC 为南京地标性建筑

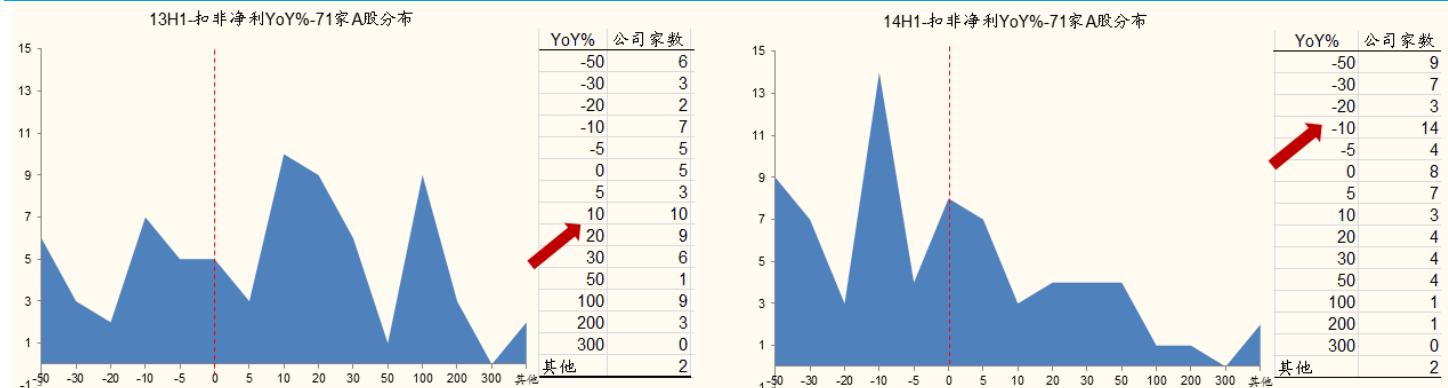


来源：公司网站，国金证券研究所

完成并购 HoF，自有品牌、在线平台——主业将有质的跃升

- **南京新百与中国传统百货的困境在于：**内部，主业核心零售能力的缺乏→电商冲击、外部，经济转型所致 GDP 降速、反腐打击三公消费→总体消费不振。
- 南京新百，历经国资→台资→国内民资控股的三次变迁，正处于门店品类与经营的调整突破期；之前没有疯狂外扩，恰赶上中国零售业的跑马圈地时代终结，外扩门店过多者，反受其培育期延长、门店网络过大至转型困难之拖累；若能把握时机，聚焦零售主业核心能力的提升，集中火力猛攻南京市中心核心地段新街口零售，或可顺势弯道超车。
- 中国传统零售，3 面楚歌（电商冲击过长供应链带来的线下商品价格高水分、同质化竞争白热化带来的促销过度-无利可图、国内转型带来的总体经济增速下滑及其将导致的收入预期回落），从下图传统行业老大们增速的下滑可见一斑；

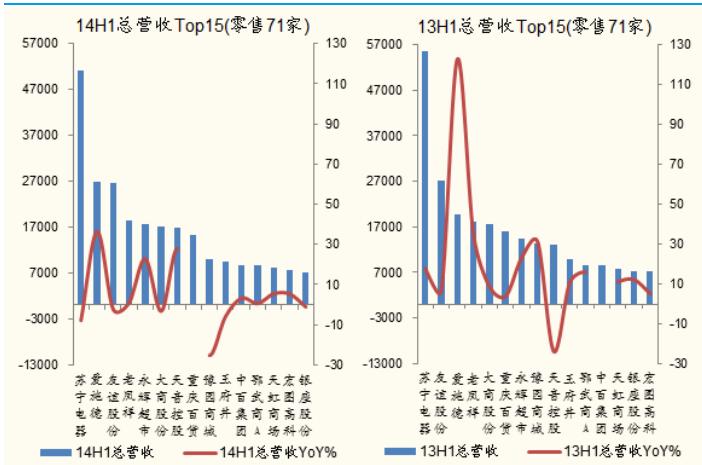
图表7: A股零售 71 家扣非增速---13H1 较多分布在 10-20% (19 家) vs 14H1 较多在 -10% (14 家)



来源: 71家A股零售企业13、14年中报, 国金证券研究所

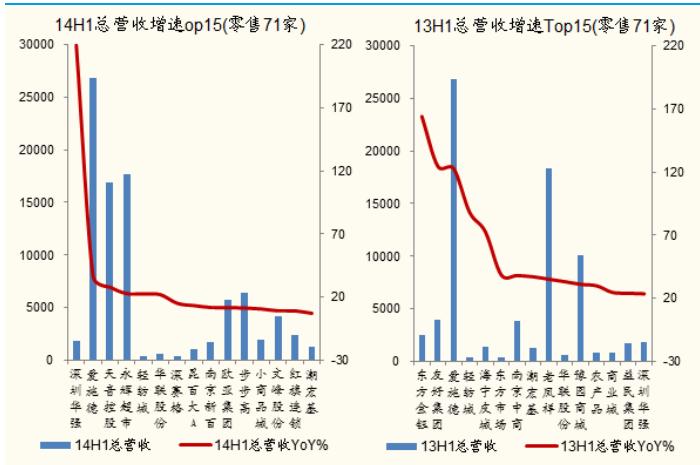
- 中国零售的阿喀琉斯之踵是什么呢? 没有自有品牌经营的意识与能力; 因为之前, 商品供不应求、人口红利与城市高密度、做简单的二房东就可以活得很好; 所以, 当电商来说汹涌冲击服装之类价格高水分商品时, 同质化严重、缺乏商品自主编辑、联营扣点的百货商首当其冲遭遇重创。而**差异化**(永辉的生鲜特色、步步高的多渠道全业态)以及**先进业态**(小型化密集布点的便利店业态--红旗连锁)的企业仍表现出来较强的规模成长性。

图表8: 14H1 vs 13H1 行业龙头增速渐缓



来源: 71家A股零售企业13、14年中报, 国金证券研究所

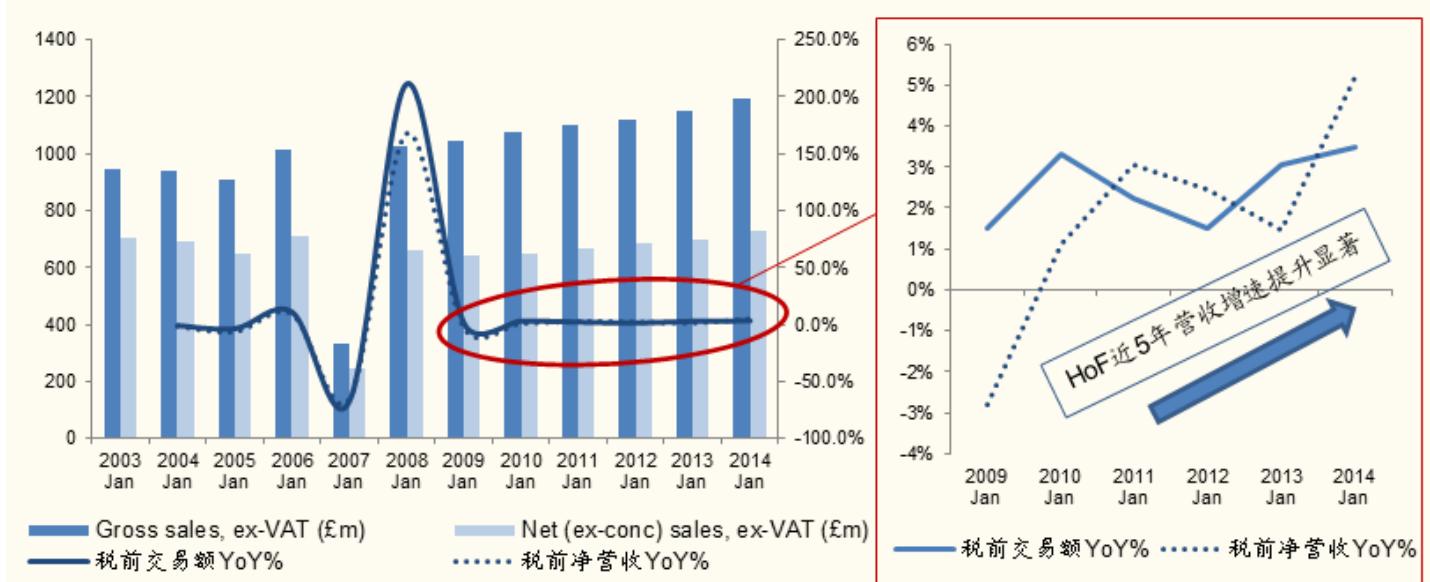
图表9: 差异化、多业态中端定位、先进业态异军突破



- HoF 并入后, 将使公司零售核心竞争力得到质的提升。

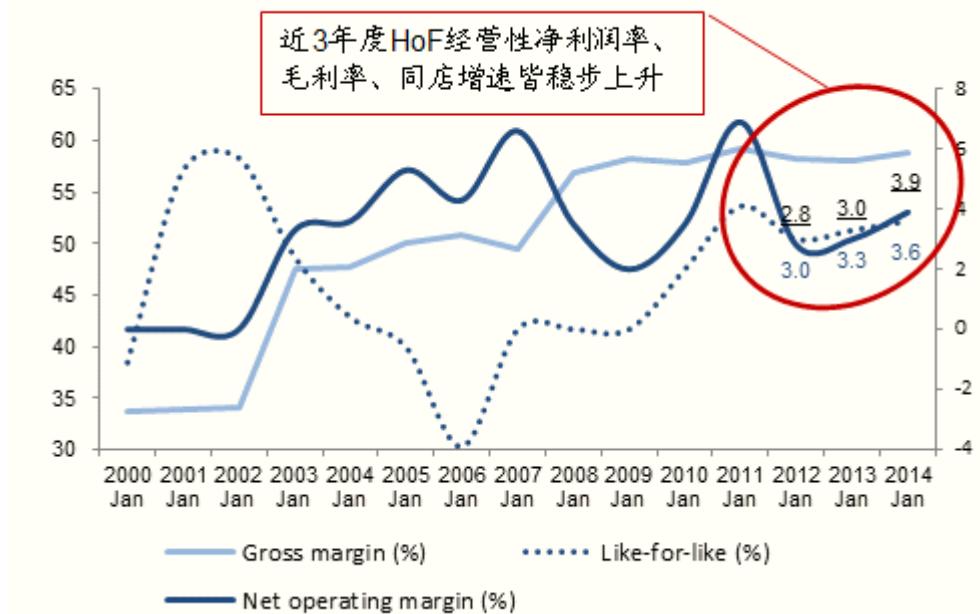
- 先进零售主业经验: HoF 是经营优秀的英国第三大百货连锁, 164 年历史, 年营收 120 亿人民币; **单品管理、客群管理以及 O2O 全方位出击**, 使得公司近年来稳居同业毛利率(50%以上)以及在线增速(41%)最高 (之所以 HoF 净利率微亏, 是由于 2.25 亿英镑的年息 8.875% 的高息债拖累) 而这些正是南京新百以及国内百货业所普遍欠缺的。

图表10: HoF 近5年来营收增速提升显著



来源：公司及行业网站，国金证券研究所

图表11: HoF近3年经营性净利润率、毛利率、同店增速皆稳步上升



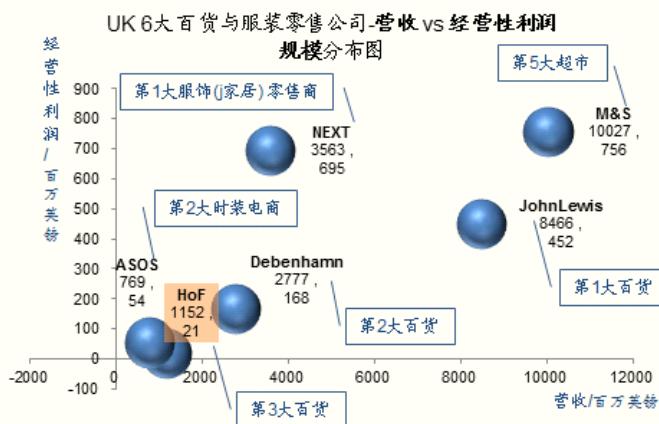
来源：公司及行业网站，国金证券研究所

公司起源于 18 世纪苏格兰的 1 个布料商，1849 年第一家 Frasers 由 Hugh Fraser 和 James Arthur 在 Glasgow 设立。之后，到 20 世纪，逐步演变百货公司；1950-1970 年代，公司通过不断并购来扩张，甚至 1959 年公司获得了伦敦的哈罗德（英国王室成员去的最多的最高端百货）；在 1980 年代初期，集团有不少于 115 家英国百货门店，再加上哥本哈根的 Illum 店，后来实现聚焦战略而相继剥离；目前，HoF 是英国第三大连锁百货，仅次于 Debenhams 和 John Lewis，英国境内有 59 家门店（包括都柏林的旗舰店和 2014 年在 Aberdeen 新开的 dot.com 概念店），

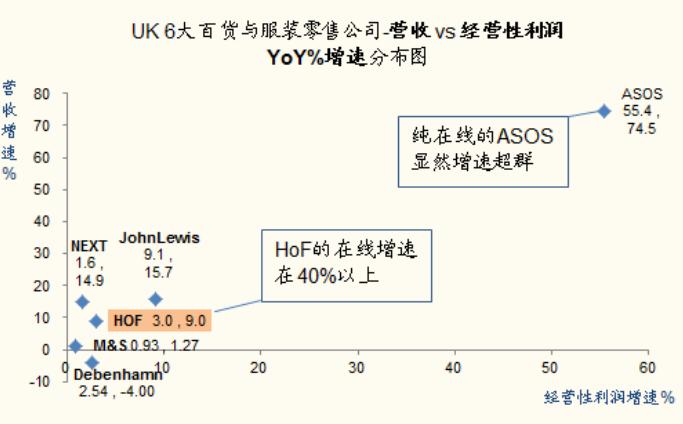
全球首家海外特许经营的门店于 2013 年在阿布扎比开设。2014 财年（2013 年 1 月到 2014 年 1 月）自营收入 7.32 亿，含联营收入共 12 亿英镑。公司发展过程中，并入了不少知名品牌，例如 **Jenners, Beatties** 等。公司在 2000 年代中期重新定位为时尚、高端百货集团，并大力投资在线运营。2006 年被 **Highland Group Holdings** 私有化。

- 在英国六大百货与服装零售公司中，HoF 销售规模处于第五位；第一位玛莎公司是英国第 5 大超市（虽然其在中国以服装为主），第二位 John Lewis 同时拥有百货、超市与便利，第三位的 Next 是中端定位的服装零售商，毛利率都与 HoF 相去甚远。

图表 12：HoF 营收规模与经营性利润均处龙头方阵后位

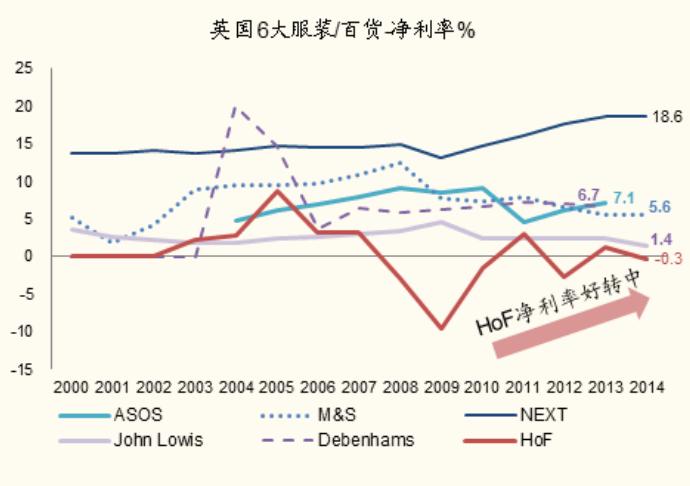


图表 13：13A-HoF 经营性利润增长率处于中上水平

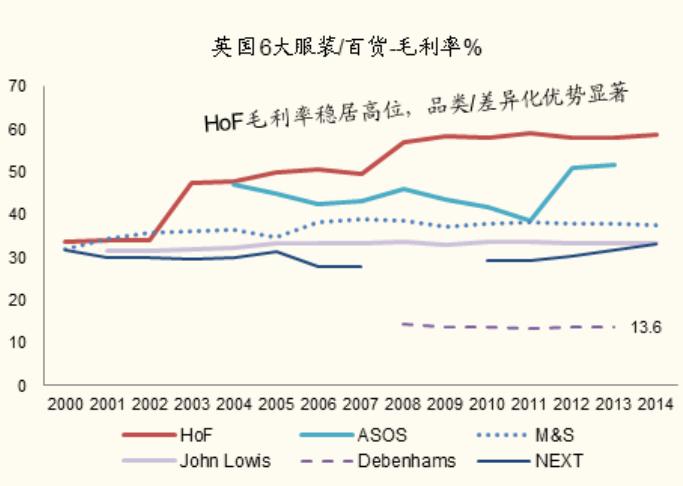


来源：各大公司及行业网站，国金证券研究所整理（注：之所以选择玛莎，因为其在中国是以服装为主打、而食品为辅的）

图表 14：HoF 受高息债拖累净利率较低，但仍处上升中



图表 15：自有品牌优势-HoF 毛利率稳居最高 50%以上



来源：各大公司及行业网站，国金证券研究所

- 品牌能力：** HoF 自 1990 年代开始建设的自有品牌，是公司高毛利的最大贡献者，也是公司的核心战略。管理层正在计划将 House Brands 销售额提高 13%，总销售占比从 14 财年（13-14 年 1 月）的

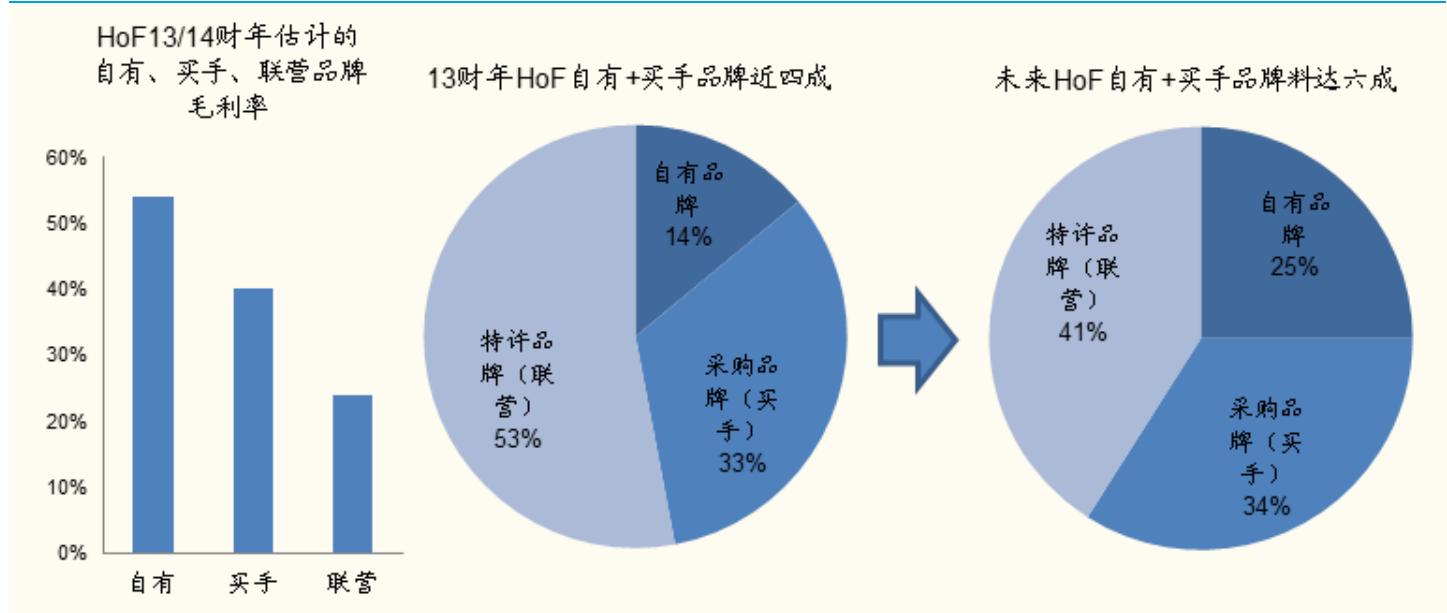
15%提高到25%。目前，公司自有/买手品牌占比14%/33%，未来25%/34%；自有/买手/联营的毛利率：54%/40%/24%；

图表16: HoF自有、采购及联营(特约)品牌



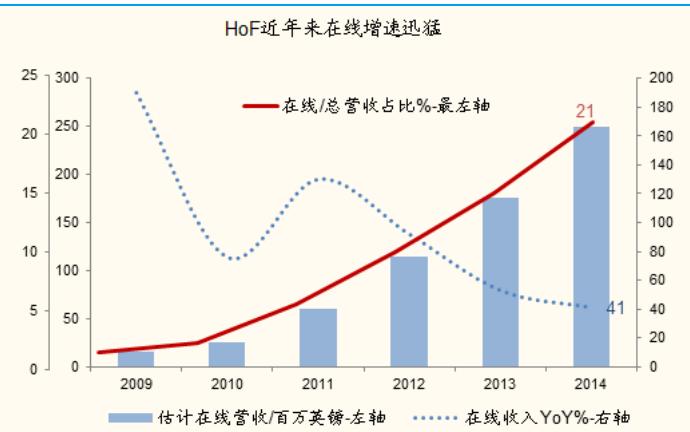
来源：公司及行业网站，国金证券研究所

图表17: HoF差异化品牌占比13财年已近四成，未来料将达六成

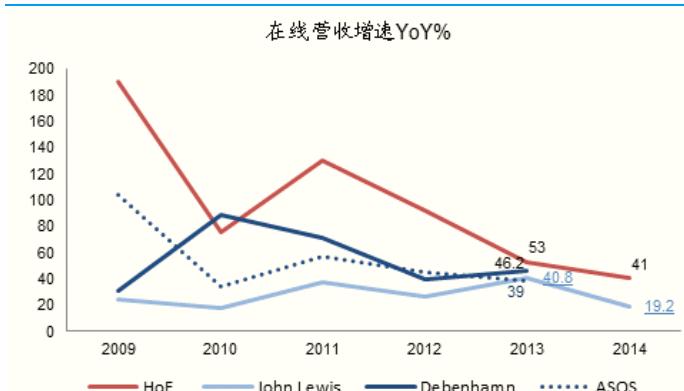


来源：公司及行业网站，国金证券研究所

- 在线强劲：HoF在13/14财年，在线增速41%(同业居首)，总营收占比21%。

图表18: HoF 在线增速高达 41%，总营收占比 21%


来源：公司及行业网站，国金证券研究所（注，财年皆为前一年至当年1月）

图表19: HoF 在线增速稳居三大百货之首


- 各获所缺，南京新百此次并购英国第三大百货公司 House of Fraser，是中英零售史上里程碑式、首次跨境并购，具有巨大协同与腾空空间。

- 近期公司已公告完成了对 HoF 89% 股权收购的交割。

图表20: 中国零售史上第一次跨境收购完成交割时间表


来源：公司公告，国金证券研究所

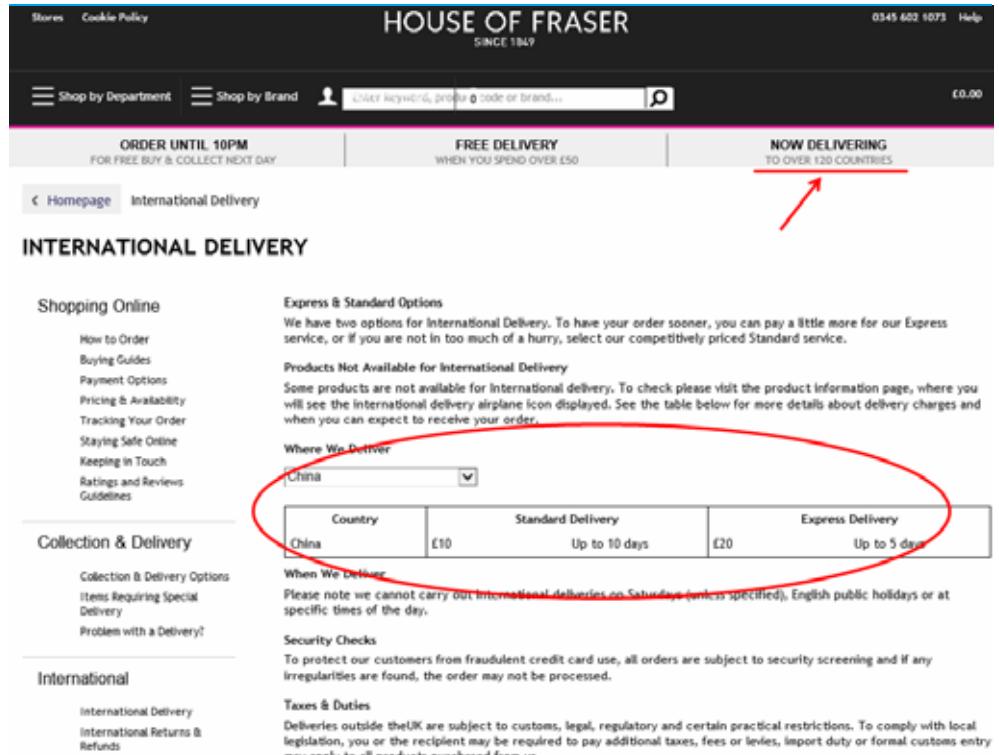
- 并购协同效应巨大：(1) 新百 HoF 品牌定位年轻时尚/价格可行；38% 采购来自中国，将促进新百国内买手制成长；(2) HoF 资本：a) 替换其高息债(公司并购款半自有半低息贷款，注入后将部分替换原 HoF 的 2.5 亿英镑 8.875% 年息高息债)，15 年 HoF 将扭亏为盈，b) 门店装修，c) 在线平台建设，将使得 HoF 以更低财务成本与更多在线投入、更快速成长。

全渠道：优势初现，跨境电商，成就未来空间

HoF 全渠道推进成功、跨境电商已达 120 个国家

- HoF 获资金后，在线更强；IT 可外包中国又可降低成本，将更具竞争力更快发展。

图表21：HoF 跨境电商经验：差异化商品、在线平台、物流-可达 120 个国家



The screenshot shows the House of Fraser website's international delivery section. At the top, there are links for 'Stores' and 'Cookie Policy'. The main navigation bar includes 'HOUSE OF FRASER SINCE 1849', a search bar, and a '£0.00' cart icon. Below the navigation, there are three promotional banners: 'ORDER UNTIL 10PM FOR FREE BUY & COLLECT NEXT DAY', 'FREE DELIVERY WHEN YOU SPEND OVER £50', and 'NOW DELIVERING TO OVER 120 COUNTRIES' (with a red arrow pointing to it). Under the 'INTERNATIONAL DELIVERY' heading, there are sections for 'Shopping Online' (links to How to Order, Buying Guides, Payment Options, Pricing & Availability, Tracking Your Order, Staying Safe Online, Keeping In Touch, Ratings and Reviews Guidelines), 'Collection & Delivery' (links to Collection & Delivery Options, Items Requiring Special Delivery, Problem with a Delivery?), and 'International' (links to International Delivery, International Returns & Refunds). A red circle highlights the 'Where We Deliver' dropdown menu, which is set to 'China'. Below it is a table comparing Standard Delivery and Express Delivery times:

Country	Standard Delivery	Express Delivery
China	£10 Up to 10 days	£20 Up to 5 days

Below the table, there are sections for 'When We Deliver' (note about Saturday delivery restrictions) and 'Security Checks' (note about security screening). At the bottom, there is a note about 'Taxes & Duties'.

来源：公司网站，国金证券研究所

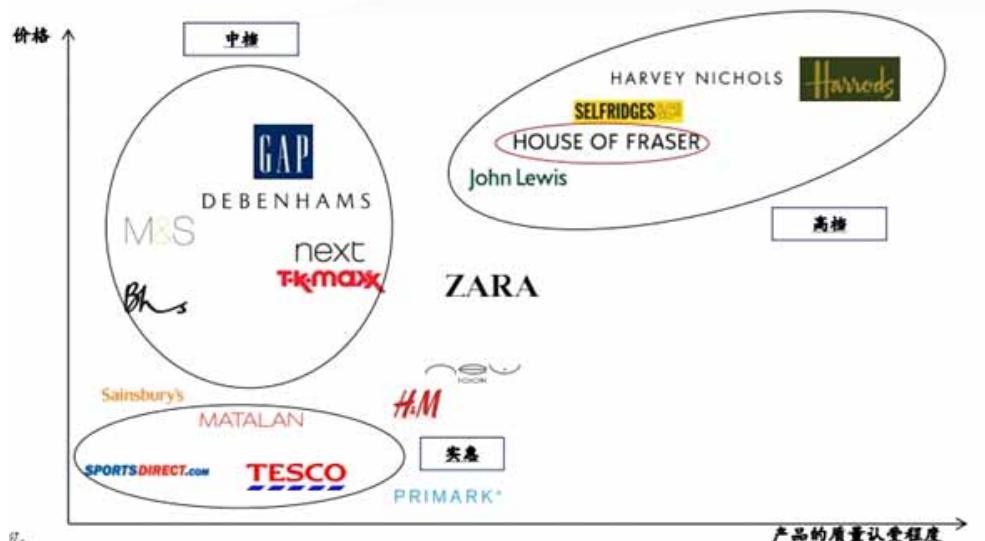
- HoF 在全渠道推进中已经获得充足经验与成功，目前，公司采用多渠道消费的客户是单一渠道消费客户的 3 倍；公司已娴熟于购后提货（客户在网上购买后，在线下自提点提货）、店内订货（即通过店内触屏等电子设备，达成有限门店与无限虚拟货架的延伸）、手机购物（HoF 不但有更新中的 APP 可用于苹果与安卓手机系统，且 NFC、手机钱包等付款方案亦在研制中）。
- 南京新百在线及跨境电商经验与平台得兼。
 - 南京新百作为拥有 89% 股份的控制人并购了 HoF 之后，不但自有品牌学习之路有了捷径；而且在线平台、跨境平台的搭建无需从零建设，可直接搭载于 HoF 现有成熟平台上开建中文网页即可；
 - HoF 以及整个英国零售业对于科技的应用，是较大程度领先于中国的；HoF 是从 2000 年代中期就开始大力投入在线建设，而早在 2000 年之前 Argos 就已经开始通过店内电子屏实现了线下消费行为的数据化与可预测、实现了线下小门店+小仓储+大在线+大物流的飞跃发展（详见我司较早 2 篇 O2O 系列报告）
 - 同时，从 2013 年报中我们也可以看到，南京新百也已经完成了构建在线乃至跨境电商所需的基础建设：集团更新了 ERP 及 CRM 系统，在百货三家门店全部成功切换新系统；上线运行置业租赁和物业管理平台，完成新百集中式数据管理平台的建设。

- 不论是境内还是跨境电商，物流与线下落地点也是未来制高点；而 HoF 与南京新百在中英两国的门店资源与本土物流优势，也将互补对方所缺，有利于推进中英跨境电商的展开。公司中国 4-6 家以及 HoF 英国 60 家线下门店，构成富足 O2O 落地点

差异化商品，奠定跨境电商突破潜力

- 我们认为，跨境电商，将成为下一个行业亮点；以海量 SKU 取胜的平台型公司，仍将是一家独大、赢家通吃，而更多机会将在于拥有恰当而清晰定位、以及与定位匹配的独特而高性价比商品的类垂直类细分品类经营者。
- HoF 的品牌特色是年轻、时尚，高端而不顶级奢侈，是年轻人可以买得起的高端“轻奢”，又能彰显个性品味，较大概率能够迎合当前国内年轻消费者口味。

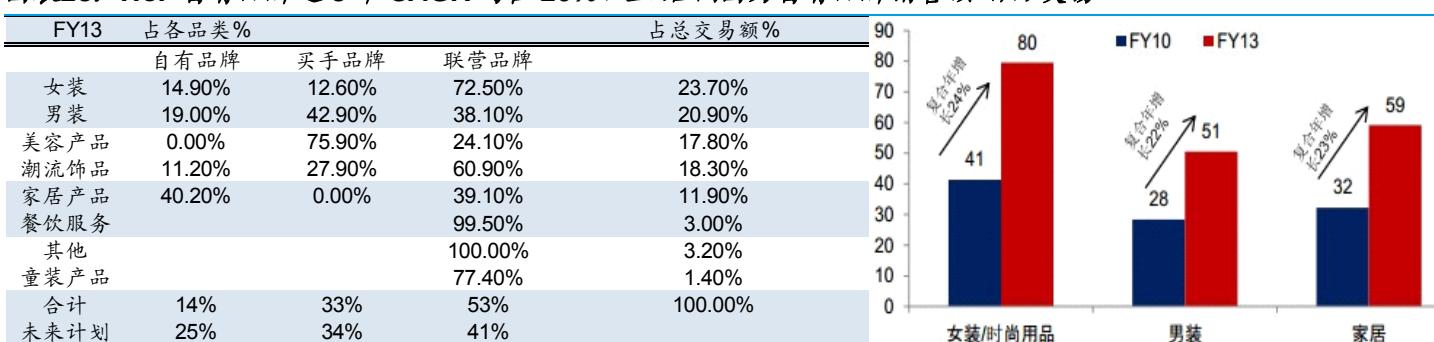
图表22：HoF 定位高端时尚而非顶级，略低于 Selfridges 而高于 John Lewis



来源：公司及行业网站，国金证券研究所

- HoF 的自有品牌中最强项是家居产品，其次是男装、女装，买手品牌最强为美容产品及男装。这些单品管理与编辑的能力，不但将成为产品通过跨境在线平台进入中国核心竞争力，也将使得南京新百在这方面的能力获得快速的提升。

图表23：HoF 自有品牌近3年CAGR均在20%以上-右侧图为自有品牌销售额-百万英镑



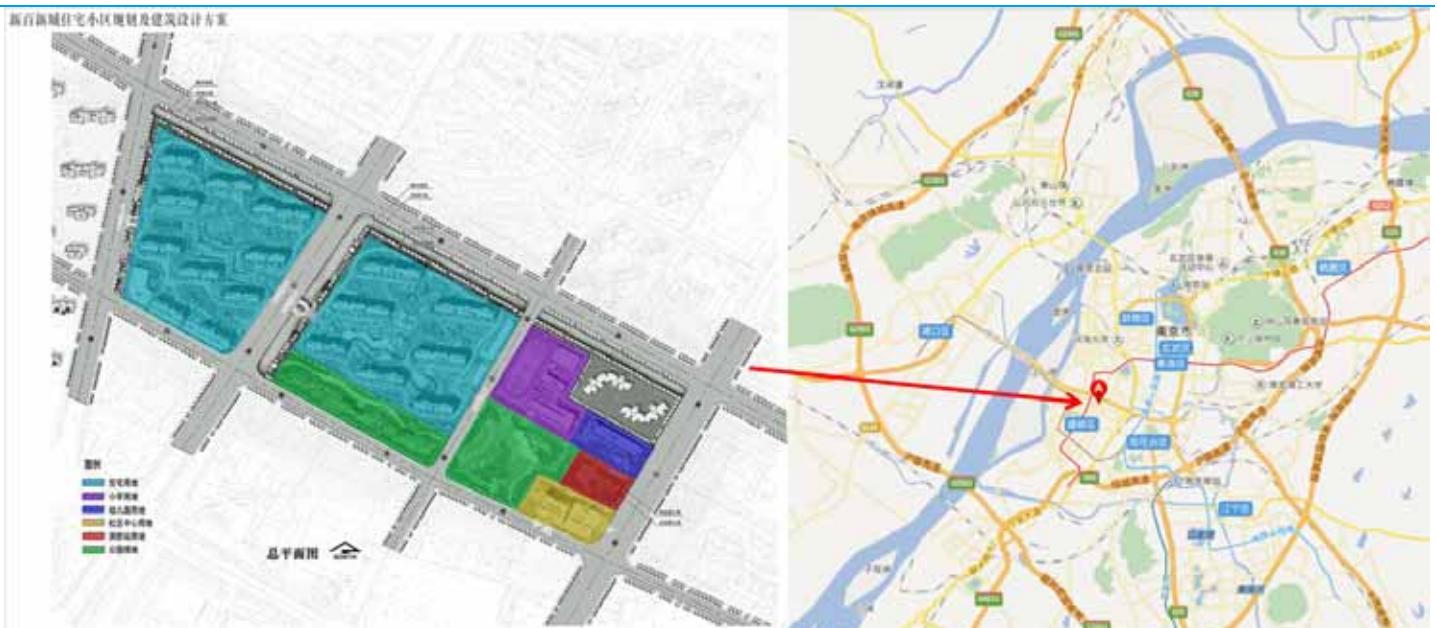
来源：公司及行业网站，国金证券研究所

其他资源：地产巨利、药业稳增、集团参股商圈网

物业资产丰厚，河西地产项目未来四年将贡献净利 25~30 亿元

- 公司全资子公司南京新百房地产开发有限公司已成功开发和在建项目约 30 万平方米，拥有南京地标性建筑物之一—南京中心 60 层的写字楼、南京河西 300 亩土地及盐城内湖港 126.76 亩土地；
- 公司在南京河西的近 300 亩土地已公告委托给更为专业的宏图地产开发，建设房地产住宅项目新百新城小区，定位于高端公寓。总建筑面积近 27 万平方米，小区交通十分便利，河西地区是南京市政府一直大力发展的新城区，并且是 14 年青奥会的主办场地，该地块未来仍有较大升值空间。
- 项目预计 2015 年开始确认收入利润，住宅可售面积 26 万平方米，周边类似楼盘如仁恒江湾城、万科金域传奇售价均在 $2.5/m^2$ 以上，我们预计整个项目自销售收入确认年度开始可连续 4 年分别共计贡献 25~30 亿的净利润。

图表24：公司河西地块位于市内优越位置



来源：公司公告，百度地图，国金证券研究所

- 盐城龙泊湾项目亦进入收入确认期，项目总面积约 120 亩，建筑面积 22 万平米；该项目计划建 12 栋，一期已建 3 栋并销售回款 2.05 亿元，二期 3 栋在售，预计可售 2~2.2 亿元。
- 物业方面：公司建立了大物业管理平台，注册成立了物业管理公司，相继接管了芜湖新百、东方商城和中心店物业，实现了所有项目在管理模式和标准上的统一，物业租赁稳步增长；
- 南京中心共 60 层，8 层以上为 5A 甲级写字楼，可出租面积 7 万平米，2012 年，租赁与物业费收入 9572.56 万元，2013 年南京中心共引进新客户 32 家，新增出租面积 15830.46 平方米，出租率达到 90% 以上，租赁与物业费收入 1.31 亿元；后续有望进一步提升。

新百药业贡献公司近二成净利，年均增速 30%以上

- 公司的全资子公司南京新百药业有限公司，目前最主要产品为复方骨肽注射液，骨肽注射液，胰岛素注射液等。
- 公司所制药品多为小品种药，市场占有率很高，综合毛利率在 40%左右，其中肝素钠通过前几年的研究和探索，市占率比较高。2013 年新百药业实现销售收入 20772 万元，同比大增 67%，利润达到 2600 万元。
- 2013 年，新百药业综合制剂楼项目如期完工，三个注射剂车间于 12 月 4 日顺利通过国家药监局新版 GMP 认证现场检查。之前各医药公司均采用老认证，GMP 新认证的推出将淘汰很大一批医药公司。预计医药业务 2014 全年依然能保持强劲增长，贡献 2500-3000 万元左右净利润；

集团参股商圈网、并购麦考林，潜在 O2O 及美股资源

- 商圈网由三胞集团发起、联合新街口商圈核心区域的雨润集团、金鹰集团、德基集团、南京新百等几大百货商厦股东，协同政府创投共同参与设立的；2012 年 9 月爱在新街口 APP 正式上线，免费 WIFI 覆盖新百；
- 商圈网，开发了社交、生活服务、导购等 APP，例如：微觅 WeMeet、帮拿拿 Bangnana、惠生活·LOHAS 积分、基于 LBS 的惠逛 Go&Buy 等；基于微信的购物信息搜索功能应用；“惠逛”拥有庞大而清晰的数据后台，包括新街口六大商场（新百、德基、中央、金鹰、东方商城、大洋百货）详细的百货信息。
- 2014 年上半年，经过各股东按比例增资，商圈网以约 3900 万美元现金从多家股东手中收购 290,564,842 股麦考林普通股，占麦考林已发行流通股的 63.7%，拥有了美股资源。

集团布局健康产业链多家公司

- 三胞集团，收购了上海最大的居家养老服务公司——安康通（CMO），安康通是一家拥有国际先进养老产业信息技术的专业公司；徐州第三人民医院并已改制为营利性医院，并会同江苏省人民医院在徐州设立一家新医院；后又以近 1 亿美元“闪购”了以色列最大最高端的养老服务和远程/紧急医疗公司 Natali。未来与新百药业的资源协同有较大空间。

盈利预测：14~16 年零售主业增速，营收 14%、净利 20%

百货、租赁与酒店、药业：

- 南京中心店已经历品牌、品类大幅调整，与国贸打通后，至少营收与净利可以稳步增长，年均 14%、20% 以上（国贸增量，需要一个 2-3 年过程）
- 其他芜湖、淮南百货及酒店、南京中心租赁等贡献利润 10-20% 增长，
- 药业 20-30% 增长

地产：预计 4 年净利 25~30 亿元

- 项目预计 2015 年开始确认收入利润，该 300 亩土地储备属于公司核心资产之一。住宅可售面积 26 万平方米，周边类似楼盘如仁恒江湾城、万科金域提香售价均在 2.5/m² 以上，预计整个项目在未来 4 年，将为公司至少贡献净利润 25~30 亿元。

估值与投资建议

估值:

- 我们给予公司未来 6-12 个月 25~33.58 元目标价位，对应 90-120 亿市值；
新百 40 亿(15E 净利 2 亿 x20)/ HoF 50-80 亿(12 亿£营收 2~3.5% → 2.4~4
亿元 x20)

投资建议:

- 我们认为，南京新百并购 HoF，是里程碑式的跨境并购第一步，传统零售核心竞争力质的领先改善、跨境电商巨大潜力、以及未来真正品牌战略的开始，将是 A 股零售企业中具备市值翻倍以上潜力的稀缺标的；强烈推荐“买入”。

风险

- 中英文化冲突导致整合营效低于预期的风险；英国政治动荡风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	1,838	2,850	3,353	3,823	4,396	5,100							
增长率	55.1%	17.7%	14.0%	15.0%	16.0%								
主营业务成本	-1,439	-2,222	-2,577	-2,905	-3,209	-3,468							
% 销售收入	78.3%	78.0%	76.8%	76.0%	73.0%	68.0%							
毛利	399	628	777	917	1,187	1,632							
% 销售收入	21.7%	22.0%	23.2%	24.0%	27.0%	32.0%							
营业税金及附加	-28	-48	-77	-88	-101	-117							
% 销售收入	1.5%	1.7%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%							
营业费用	-92	-162	-175	-199	-229	-265							
% 销售收入	5.0%	5.7%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%							
管理费用	-154	-243	-279	-313	-360	-418							
% 销售收入	8.4%	8.5%	8.3%	8.2%	8.2%	8.2%							
息税前利润 (EBIT)	125	176	246	317	497	831							
% 销售收入	6.8%	6.2%	7.3%	8.3%	11.3%	16.3%							
财务费用	-50	-71	-76	-100	-111	-101							
% 销售收入	2.7%	2.5%	2.3%	2.6%	2.5%	2.0%							
资产减值损失	-4	22	0	0	0	0							
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0							
投资收益	0	0	0	0	0	0							
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%							
营业利润	71	127	170	217	385	730							
营业利润率	3.8%	4.5%	5.1%	5.7%	8.8%	14.3%							
营业外收支	-2	0	2	2	2	2							
税前利润	68	127	171	219	387	732							
利润率	3.7%	4.5%	5.1%	5.7%	8.8%	14.4%							
所得税	-17	-34	-45	-58	-102	-194							
所得税率	25.0%	26.8%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%							
净利润	51	93	126	161	285	539							
少数股东损益	0	-2	-5	0	0	0							
归属于母公司的净利润	51	95	131	161	285	539							
净利率	2.8%	3.3%	3.9%	4.2%	6.5%	10.6%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金净流	83	188	130	161	285	539							
净利润	0	0	0	0	0	0							
非现金支出	49	67	99	133	156	170							
非经营收益	7	-23	67	102	143	134							
营运资金变动	-1	54	41	10	23	45							
经营活动现金净流	139	286	336	406	607	888							
资本开支	-92	-132	-100	-888	-107	-708							
投资	4	109	265	-1	0	0							
其他	34	30	3	0	0	0							
投资活动现金净流	-54	7	168	-889	-107	-708							
股权募资	0	0	0	0	0	0							
债权募资	48	2	476	633	-305	43							
其他	-44	-154	-162	-132	-145	-172							
筹资活动现金净流	4	-152	314	500	-450	-130							
现金净流量	89	141	818	18	50	50							
每股指标							回报率						
每股收益	0.143	0.266	0.366	0.450	0.795	1.503							
每股净资产	3.114	3.541	3.883	4.333	5.028	6.402							
每股经营现金净流	0.389	0.798	0.939	1.134	1.695	2.477							
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.000	0.100	0.130							
增长率							资产管理能力						
主营业务收入增长率	19.36%	55.09%	17.66%	14.00%	15.00%	16.00%							
EBIT增长率	3.09%	40.96%	39.74%	28.99%	56.57%	67.33%							
净利润增长率	-30.89%	86.47%	37.47%	23.04%	76.52%	89.08%							
总资产增长率	6.83%	21.10%	18.00%	12.41%	2.32%	13.55%							
偿债能力							负债率						
净负债/股东权益	80.34%	54.71%	55.27%	89.92%	58.14%	45.45%							
EBIT利息保障倍数	2.5	2.5	3.2	3.2	4.5	8.2							
资产负债率	63.91%	65.44%	68.05%	68.33%	64.15%	59.90%							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	2	3	4
增持	0	3	3	8	13
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.50	1.55	1.64	1.69

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979
传真：010-6621 6793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD