

南京新百 (600682.SH)**百货零售行业**

评级：买入 维持评级

业绩点评

市价（人民币）：17.06元
 目标（人民币）：30.00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)	6,112.97
年内股价最高最低(元)	17.06/10.54
沪深300指数	2508.32
上证指数	2420.18

**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	19.94	19.94	19.94
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：由于无HoF的营收数据，上述预测不包含将并表的HoF四季度业绩

业绩简评

- 南京新百 2014 年 1-9 月实现营收、归属母公司净利润以及扣非净利润 24 亿元、9838 万以及 9721 万元，同比增长 7.5%、14.25% 和 11.7%；EPS 0.27 元，同比增 12.5%；符合预期。
- 公司在三季报中预告，由于四季度合并英国公司，新公司四季度利润，和上年同期对比累计净利润将大幅上升。

经营分析

- 国内主业强改善：前三季度营收与毛利稳增，3 季度费用大增主因并购 HoF：在国内传统零售整体低迷的大环境下，公司 1~9 月累计营收同比增 7.15%，而单季度毛利率持续同比 23% 以上的增速，显示公司主力门店重装及品类优化取得较好成效；而 3 季度单季扣非净利同比较大降幅，主因并购英国 HoF 带来的管理费用（同比增 22.43%）与财务费用（84.99%）的大增，并不会持续。
- 海外并购英国 HoF 完成：4 季度并表，14 年度公司业绩跃升在即；我们原先的预期是，并入的 HoF 由于其 2.5 亿英镑年息 8.875 高息债的拖累，14 年将无法贡献正盈利；而从公司三季报披露的“四季度合并英国公司，新公司四季度利润，和上年同期对比累计净利润将大幅上升”来判断，可能因为利息费用是全年平均产生，而通常欧美零售企业的圣诞节销售是全年主力（有的高达全年 1/3），HoF 将在 4 季度并入的正净利，将使得我们预判的南京新百的业绩跃升由 15 年提前至 14 年，好于预期。
- 公司主业突破在即，安全边际高、催化因素多：①主业实力巨变（完成并购英国 HoF-自有品牌差异化、在线增速快、跨境销 120 国家、新街口未来 4 店成片格局改变）②高安全边际（市值即将超百亿，河西项目净利 20-30 亿以上）；③未来近、远期催化剂多（跨境电商潜力优势、集团旗下医疗等优质资产整合空间大）。

盈利调整

- 我们维持公司 2014/2015 公司国内主业实现净利润 1.61/2.85 亿的盈利预测，净利润同比增长 23% 和 76%；根据公司三季报披露，我们预计，由于 4 季度 HoF 营收并表，公司 14 年当年将实现大幅超预期的净利润收入。（由于无 HoF 的具体营收数据，上述预测不包含将并表的 HoF 四季度业绩）

投资建议

- 我们维持给予公司未来 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)。

赵海春 分析师 SAC 执业编号：S1130514100001
 (8621)60870938
 zhaohc@gjzq.com.cn

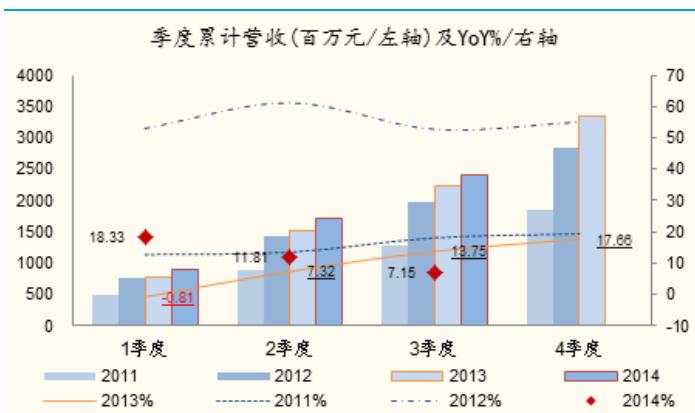
黄挺 分析师 SAC 执业编号：S1130511030028
 (8621)60230220
 huangting@gjzq.com.cn

国内主业强改善：营收、毛利稳增；3季度费用增主因并购 HoF

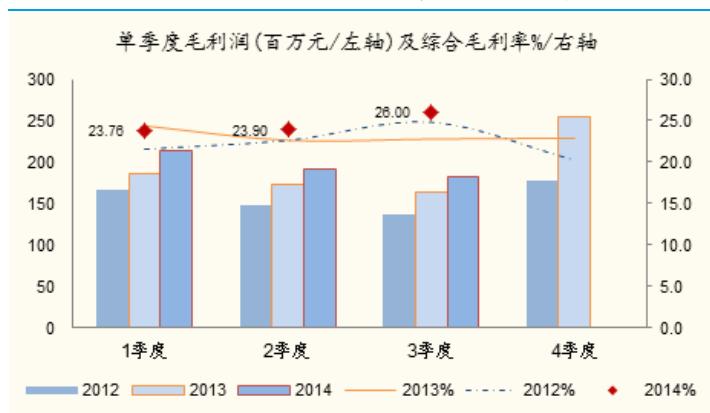
前三季度营收与毛利稳增

- 公司前三季度营收与毛利稳增。在国内传统零售整体低迷的大环境下，公司1~9月累计营收同比增7.15%，而单季度毛利率持续同比23%以上的增速，显示公司主力门店重装及品类优化取得较好成效；

图表1：南京新百14年前三季度营收累计同比7.15%



图表2：南京新百14年前三季度单季度毛利皆稳增

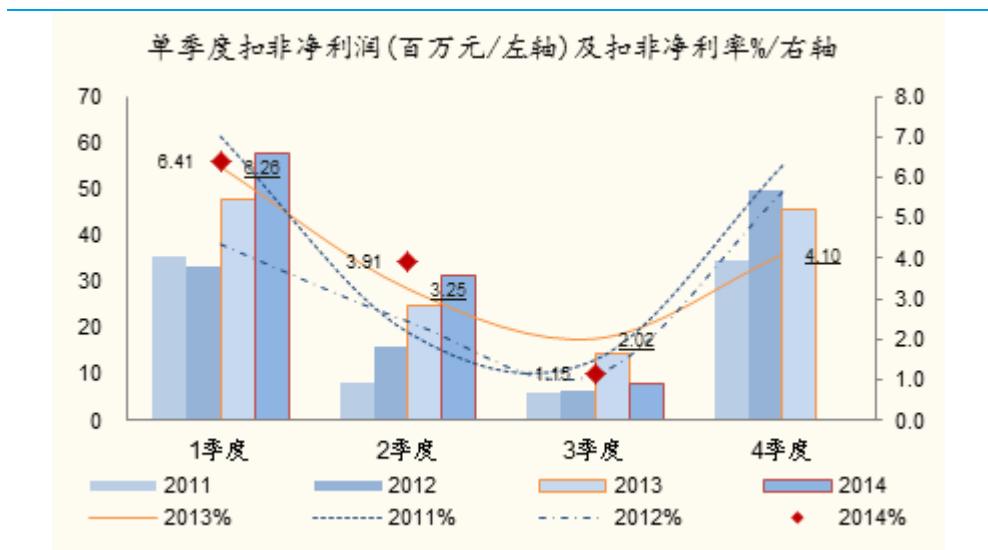


来源：公司公告，国金证券研究所

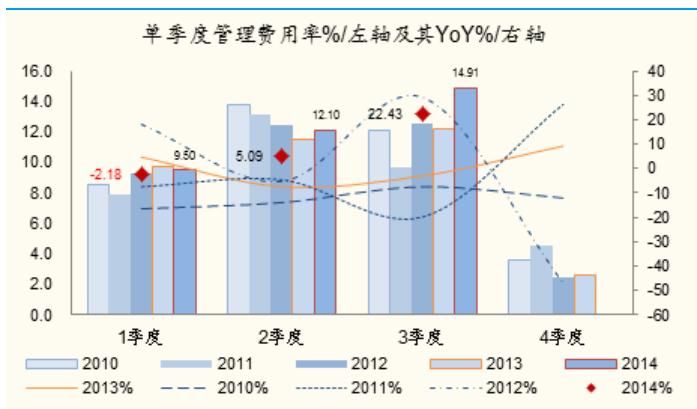
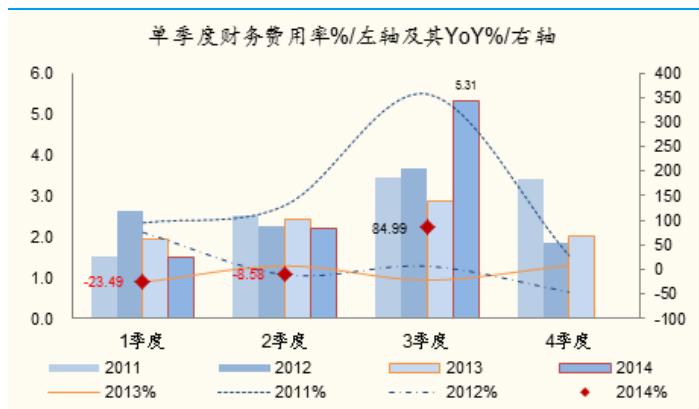
3季度费用增主因并购 HoF 级目录（例如成本预测）

- 3季度单季扣非净利同比较大降幅，主因并购英国 HoF 带来的管理费用（同比增22.43%）与财务费用（84.99%）的大增，并不会持续。

图表3：南京新百3季度因并购 HoF 费用大增致当季扣非下降



来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：南京新百3季度管理费用同比增22.43%

图表5：南京新百3季度财务费用同比增84.99%


来源：公司公告，国金证券研究所

HoF并购完成，4季度并表，公司业绩将大增

海外并购英国 HoF 完成

- 根据公司 14 年 4~9 月的一系列公告，我们看到公司已经于 9 月完成了对 HoF89% 股权收购的交割。

图表6：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

HoF 将于 4 季度并表，14 年度公司业绩跃升在即

- 我们原先的预期是，并入的 HoF 由于其 2.5 亿英镑年息 8.875 高息债的拖累，14 年将无法贡献正盈利；而从公司三季报披露的“四季度合并英国公司，新公司四季度利润，和上年同期对比累计净利润将大幅上升”来判断，可能因为利息费用是全年平均产生，而通常欧美零售企业的圣诞节销售是全年主力（有的高达全年 1/3），HoF 将在 4 季度并入的正净利，将使得我们预判的南京新百的业绩跃升由 15 年提前至 14 年，好于预期。

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%		货币资金	376	479	882	900	950	1,000
主营业务成本	-1,439	-2,222	-2,577	-2,905	-3,209	-3,468	应收款项	167	35	44	51	59	68
% 销售收入	78.3%	78.0%	76.8%	76.0%	73.0%	68.0%	存货	743	872	891	987	1,090	1,178
毛利	399	628	777	917	1,187	1,632	其他流动资产	10	45	318	17	18	19
% 销售收入	21.7%	22.0%	23.2%	24.0%	27.0%	32.0%	流动资产	1,296	1,431	2,135	1,955	2,117	2,265
营业税金及附加	-28	-48	-77	-88	-101	-117	% 总资产	41.9%	38.2%	48.3%	39.3%	41.6%	39.3%
% 销售收入	1.5%	1.7%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	长期投资	895	886	599	600	599	599
营业费用	-92	-162	-175	-199	-229	-265	固定资产	823	1,355	1,596	2,371	2,322	2,860
% 销售收入	5.0%	5.7%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	% 总资产	26.6%	36.2%	36.1%	47.7%	45.7%	49.6%
管理费用	-154	-243	-279	-313	-360	-418	无形资产	43	44	60	40	43	45
% 销售收入	8.4%	8.5%	8.3%	8.2%	8.2%	8.2%	非流动资产	1,796	2,314	2,284	3,013	2,966	3,506
息税前利润 (EBIT)	125	176	246	317	497	831	% 总资产	58.1%	61.8%	51.7%	60.7%	58.4%	60.7%
% 销售收入	6.8%	6.2%	7.3%	8.3%	11.3%	16.3%	资产总计	3,092	3,745	4,419	4,968	5,083	5,771
财务费用	-50	-71	-76	-100	-111	-101	短期借款	1,273	1,187	1,530	2,182	1,877	1,919
% 销售收入	2.7%	2.5%	2.3%	2.6%	2.5%	2.0%	应付款项	575	883	941	965	1,090	1,226
资产减值损失	-4	22	0	0	0	0	其他流动负债	125	304	328	115	161	179
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	1,973	2,374	2,800	3,262	3,128	3,324
投资收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	132	132	132	133
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他长期负债	4	77	75	0	0	0
营业利润	71	127	170	217	385	730	负债	1,977	2,451	3,007	3,394	3,260	3,457
营业利润率	3.8%	4.5%	5.1%	5.7%	8.8%	14.3%	普通股股东权益	1,116	1,269	1,391	1,553	1,802	2,294
营业外收支	-2	0	2	2	2	2	少数股东权益	0	26	20	20	20	20
税前利润	68	127	171	219	387	732	负债股东权益合计	3,092	3,745	4,419	4,968	5,083	5,771
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							
净利润率	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	139	286	336	406	607	888	每股指标						
资本开支	-92	-132	-100	-888	-107	-708	每股收益	0.143	0.266	0.366	0.450	0.795	1.503
投资	4	109	265	-1	0	0	每股净资产	3.114	3.541	3.883	4.333	5.028	6.402
其他	34	30	3	0	0	0	每股经营现金流	0.389	0.798	0.939	1.134	1.695	2.477
投资活动现金净流	-54	7	168	-889	-107	-708	每股股利	0.100	0.100	0.100	0.000	0.100	0.130
股权筹资	0	0	0	0	0	0							
债权筹资	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							

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	4	5	6
增持	0	0	0	3	9
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.20	1.40

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

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2014-09-17	买入	15.12	25.00 ~ 33.58

来源：国金证券研究所

**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信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