



**谨慎
买入**

15% ↑

目标价格:人民币 19.00

原目标价格:人民币 20.00

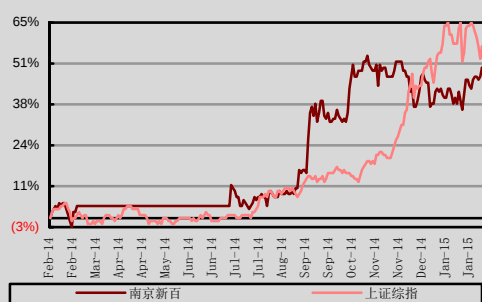
600682.CH

价格:人民币 16.56

目标价格基础:分部估值法

板块评级:中立

股价表现



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	5.9	4.8	(2.0)	46.4
相对上证指数	11.2	6.7	(32.6)	(9.7)

发行股数(百万)	358
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	5,926
3个月日均交易额(人民币 百万)	64
净负债比率(%) (2015E)	23
主要股东(%)	
三胞集团有限公司	22

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以2015年2月4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

商业贸易: 一般零售

唐佳睿, CFA/CAIA

(8621)20328511

jiarui.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513110001

梁江泽

(8621)20328594

jiangze.liang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514010003

南京新百

投资美西百货, 逐步推进O2O跨境电商

公司发布公告, 与控股股东三胞集团共同投资美西控股有限公司, 公司投资100万美元参股, 持股比例为8%, 三胞集团先后投资、增资600万美元, 持股比例为51%。我们将目标价格下调至19.00元, 维持谨慎买入评级。

支撑评级的要点

- **美西时尚为销售二线奢侈品的电商平台:** 美西时尚主要面向国内二三线城市销售高端奢侈品, 使具有一定经济实力的消费人群通过其网络代购满足其对奢侈品消费的需求。其主要采用自采和代销两种商业模式: 一是通过与香港和国内的大型品牌代理商和品牌商之间的合作, 直接采购商品, 目前与Michael Kors、MCM等品牌拥有直接合作关系; 二是采用与传统百货一致的扣点模式, 扣点在15%-25%之间。主要营销策略是通过与线上媒体合作进行推广, 包括门户网站、银行、搜索引擎等。此外, 公司目前定期发布时尚杂志Mzine, 目前每个月已经有超过20万客户阅读该杂志, 该数据超过《时尚芭莎》, 仅次于《VOGUE》和《ELLE》。
- **投资美西时尚, 逐步发力推进O2O跨境电商:** 截至2014年10月31日, 美西时尚账面价值为-286.5万元, 会计评估咨询价值为600万美元, 合3,690万元人民币。按公司实际投资和增资金额计算(公司和三胞集团共出资700万美元, 获得股权比例59%), 目前美西百货估值为1,186万美元。本次交易未披露美西时尚的收入和利润数据, 我们预计尚处于未盈利状态。我们认为本次交易完成后, 公司将进一步利用英国子公司House of Fraser的海外资源优势, 同时利用美西时尚在电商领域的平台, 建立和发展跨境电商, 为消费者提供全方位线上线下相结合的商业服务。这有利于公司业务发展, 增强公司的综合竞争力。

评级面临的主要风险

- 宏观经济下滑抑制居民消费需求, 收购标的公司固定资产折旧费用增加影响公司经营业绩。

估值

- 自2014年10月1日起, 公司取得Highland Group Holding Limited的实际控制, 并纳入公司合并报表范围; HOF虽然2014年全年处于净亏损状态, 但4季度预计有较多盈利, 使得公司并表后净利润较2013年大幅增长, 公司预计2014年净利润增长150%-200%。我们调整公司2014-2016年每股收益预测分别为0.66、0.73、0.80元。由分部估值法, 我们将目标价由20.00元下调至19.00元。公司目前频繁收购兼并, 预计2015年完成增发收购南京国贸中心事项, 未来其它资产注入预期较强, 维持谨慎买入评级, 建议关注公司未来的经营业态转型的交易性机会。

投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	2,850	3,353	3,437	3,526	3,771
变动(%)	n.a.	18	3	3	7
净利润(人民币 百万)	191	135	235	262	285
全面摊薄每股收益(人民币)	0.532	0.377	0.657	0.732	0.797
变动(%)	n.a.	(29.0)	74.1	11.3	8.9
先前预测每股收益(人民币)			0.400	0.460	0.550
调整幅度(%)			64.3	59.1	44.9
全面摊薄市盈率(倍)	31.1	43.9	25.2	22.6	20.8
价格/每股现金流量(倍)	20.8	17.6	(48.3)	12.5	11.4
每股现金流量(人民币)	0.80	0.94	(0.34)	1.32	1.45
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.4	19.2	13.8	12.3	10.9
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.197	0.220	0.239
股息率(%)	0.6	0.6	1.2	1.3	1.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	2,850	3,353	3,437	3,526	3,771
销售成本	(2,222)	(2,577)	(2,620)	(2,688)	(2,877)
经营费用	(246)	(428)	(338)	(308)	(309)
息税折旧前利润	383	348	479	530	585
折旧及摊销	(89)	(98)	(71)	(76)	(83)
经营利润(息税前利润)	294	250	408	454	502
净利息收入/(费用)	(61)	(62)	(88)	(104)	(121)
其他收益/(损失)	(104)	(115)	(112)	(112)	(139)
税前利润	223	175	314	350	381
所得税	(34)	(45)	(78)	(87)	(95)
少数股东权益	2	5	0	0	0
净利润	191	135	235	262	285
核心净利润	190	134	235	262	285
每股收益(人民币)	0.532	0.377	0.657	0.732	0.797
核心每股收益(人民币)	0.531	0.373	0.657	0.732	0.797
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.197	0.220	0.239
收入增长(%)	n.a.	18	3	3	7
息税前利润增长(%)	n.a.	(15)	63	11	11
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(9)	38	11	10
每股收益增长(%)	n.a.	(29)	74	11	9
核心每股收益增长(%)	n.a.	(30)	76	11	9

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	223	175	314	350	381
折旧与摊销	89	98	71	76	83
净利息费用	67	72	94	104	121
运营资本变动	943	665	64	(4)	(95)
税金	34	45	78	87	95
其他经营现金流	(1,070)	(719)	(744)	(139)	(65)
经营活动产生的现金流	286	336	(123)	474	521
购买固定资产净值	0	0	(100)	(200)	(200)
投资减少/增加	447	140	0	0	0
其他投资现金流	(478)	(387)	448	0	0
投资活动产生的现金流	(32)	(247)	348	(200)	(200)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	132	0	0	0
支付股息	(36)	(36)	(36)	(71)	(79)
其他融资现金流	(116)	217	(556)	(190)	(205)
融资活动产生的现金流	(152)	314	(592)	(261)	(284)
现金变动	102	403	(367)	13	37
期初现金	479	882	516	529	566
公司自由现金流	260	99	231	274	321
权益自由现金流	199	164	172	206	255

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	479	882	516	529	566
应收帐款	14	12	13	13	14
库存	872	891	1,306	1,340	1,434
其他流动资产	67	350	574	547	540
流动资产总计	1,431	2,135	2,408	2,429	2,554
固定资产	1,337	1,508	1,549	1,670	1,785
无形资产	40	39	38	37	36
其他长期资产	815	706	247	250	252
长期资产总计	2,221	2,282	1,834	1,957	2,074
总资产	3,652	4,417	4,242	4,386	4,628
应付帐款	207	306	288	296	316
短期债务	1,187	1,496	1,068	982	898
其他流动负债	980	998	1,116	1,148	1,245
流动负债总计	2,374	2,800	2,472	2,425	2,459
长期借款	0	132	132	132	132
其他长期负债	(16)	73	26	26	26
股本	358	358	358	358	358
储备	910	1,033	1,233	1,424	1,631
股东权益	1,269	1,391	1,591	1,782	1,989
少数股东权益	26	20	20	20	20
总负债及权益	3,652	4,417	4,242	4,386	4,628
每股帐面价值(人民币)	3.54	3.88	4.44	4.97	5.55
每股有形资产(人民币)	3.43	3.77	4.33	4.87	5.45
每股净负债/(现金)(人民币)	1.98	2.08	1.91	1.63	1.30

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	13.4	10.4	13.9	15.0	15.5
息税前利润率(%)	10.3	7.4	11.9	12.9	13.3
税前利润率(%)	7.8	5.2	9.1	9.9	10.1
净利率(%)	6.7	4.0	6.9	7.4	7.6
流动性					
流动比率(倍)	0.6	0.8	1.0	1.0	1.0
利息覆盖率(倍)	4.8	3.7	6.9	6.6	7.6
净权益负债率(%)	54.7	52.8	42.5	32.4	23.1
速动比率(倍)	0.2	0.4	0.4	0.4	0.5
估值					
市盈率(倍)	31.1	43.9	25.2	22.6	20.8
核心业务市盈率(倍)	31.2	44.4	25.2	22.6	20.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	35.8	51.0	28.9	26.0	23.8
市净率(倍)	4.7	4.3	3.7	3.3	3.0
价格/现金流(倍)	20.8	17.6	(48.3)	12.5	11.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.4	19.2	13.8	12.3	10.9
周转率					
存货周转天数	143.2	124.8	153.1	179.6	176.0
应收帐款周转天数	1.8	1.3	1.3	1.3	1.3
应付帐款周转天数	26.5	33.3	31.5	30.2	29.6
回报率					
股息支付率(%)	18.8	26.5	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	15.0	9.7	15.8	15.5	15.1
资产收益率(%)	6.8	4.2	7.1	7.9	8.4
已运用资本收益率(%)	12.1	8.5	14.2	15.8	16.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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