

联系人: 王赛楠
电话: 010-8832 1590
Email: wangsn@tpyzq.com.cn

商业零售

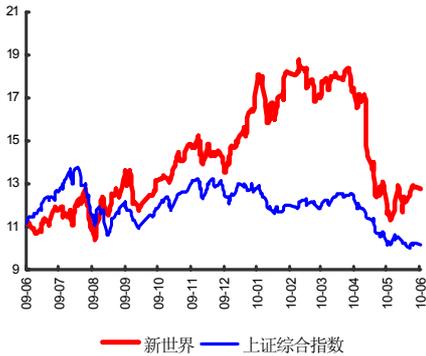
评级: 增持

新世界 (600628)

——新开百货门店向世界高端看齐

2010年6月7日	
收盘价	12.34
目标价	
52周内高	18.87
52周内低	10.23
总市值(百万元)	6562.40
流通市值(百万元)	5578.63
总股本(百万股)	531.80
A股(百万股)	531.80
—已流通(百万股)	452.08
—限售股(百万股)	79.72
B股(百万股)	0.00
H股(百万股)	0.00

一年股价表现



◆百货业务: 不甘居一隅

公司百货业务仅有一家单体店, 目前各项经营指标已经位居上海市百货店前列, 未来进一步提升的空间有限。为此, 公司与新黄浦集团合作竞拍下外滩 163 地块, 欲打造国内最高端百货门店, 来进一步拓展增长空间。同时, 合理的竞拍价格也增加了公司所拥有的商业物业价值。

◆酒店业务: 借世博东风

世博会的召开为公司酒店业务带来了新的增长契机。5 月份以来, 酒店实现了 98% 的入住率, 客房收入 2300 万元左右, 日均可以达到 70 万元, 今年将会是开业以来效益最好的一年, 有望实现净利润 5000-6000 万元。

◆医药业务: 发展缓慢

蔡同德药业经营稳健, 每年均有一定的增长, 08 年实现销售收入 4.9 亿元, 净利润 1500 万元左右; 09 年实现销售收入 5.03 亿元, 净利润 1600 万元左右, 预计未来仍然会保持每年 2%-3% 的增速发展。

◆物业管理业务: 维持稳定

公司物业管理业务主要是向新世界影城、餐饮娱乐项目、写字楼部分楼面收取的租金收入, 2009 年公司取得相关投资收益 1533 万元, 预计这部分收益维持稳定趋势。

◆盈利预测

我们预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.465、0.513、0.574 元, 目前对应 PE 分别为 26.52、24.07、21.5 倍, 维持“增持”评级。

财务和估值数据摘要

单位: 百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2654.61	2730.47	3134.58	3301.97	3466.74
增长率(%)	38.06%	2.86%	14.80%	5.34%	4.99%
归属母公司股东净利润	162.91	180.38	247.50	272.62	305.47
每股收益(EPS)	0.306	0.339	0.465	0.513	0.574
销售毛利率	30.37%	28.60%	29.80%	29.80%	30.30%
市盈率(P/E)	40.28	36.38	26.52	24.07	21.48

一、公司概况

公司业务主要由新世界百货、丽笙大酒店、蔡同德药业三项构成，此外还包括物业管理公司、皇冠旅行社等对利润影响不大的子公司。公司一直以新世界百货店为主要经营主体，经过两次较大规模的扩建改造，现在已成为建筑面积 21 万平方米、集购物、娱乐、宾馆、餐饮、休闲于一体的生活茂。

表 1、公司各业态经营面积构成

业态	占比	建筑面积 (万平方米)	备注
购物	35%	7.35	1-8 层
酒店	28%	5.88	
餐饮	8.5%	1.785	地下室、1-9 层部分区域、12 层
商务办公及辅助设施	13.5%	2.835	13-17 楼
文化和娱乐	15%	3.15	6 层、9-12 层
合计	100%	21	

资料来源：公司网站、太平洋证券研究院

丽笙大酒店为五星级度假酒店，公司持有 100% 的股权，2005 年 6 月投入运营，同时从 2006 年开始并表。酒店由卡尔森环球酒店集团亚太公司（Carlson Hotels Asia Pacific）管理，是其在中國管理的最大规模的“丽笙”品牌酒店。酒店楼高 47 层，客房总数 520 间（套）。

蔡同德药业有限公司集生产、供应、销售、医疗“四位”于一体，经营各类中药材、中成药、西药、参茸滋补品、营养保健品、医疗器械等 5000 余种。公司旗下有蔡同德堂药号、群力草药店、蔡同德药品连锁有限公司、蔡同德药业有限公司批发部、蔡同德保健品经营部、蔡同德堂中药制药厂和吴江上海蔡同德堂中药饮片有限公司等企业。2003 年公司自新世界集团收购了蔡同德 50% 的股权，08 年初公司又受让了 10% 的蔡同德股权，持股比例增至 60%。同年开始并表。

表 2、公司其余下属子公司

被投资单位名称	业务性质	持股比例	表决权比例	08 年净利润（元）
上海新世界汽车服务公司	服务业	100%	100%	71,653.91
上海新世界大酒店	服务业	100%	100%	-
上海新世界皇冠旅行社	服务业	100%	100%	-
上海新世界投资咨询有限公司	服务业	90%	100%	-
上海新世界飞驰服饰有限公司	制造	100%	100%	-
上海新世界飞宇广告有限公司	服务业	100%	100%	837,378.50
上海新世界企业发展有限公司	贸易	50%	100%	-
上海新世界城物业管理有限公司	服务业	95%	100%	36,827,133.66
上海新世界房地产公司	房地产	100%	100%	

资料来源：公司年报

酒店业务和医药业务的并入拓宽了公司的成长空间，减缓了单一业务带来的业绩波动。此外，公司大股东黄浦区国资委一直有做大做强上市公司的计划，旗下还有多家经营良好，可以注入的企业，逻辑上值得期待。

表 3、公司收入构成

	2005	2006	2007	2008	2009
营业收入（亿元）					
商业	14.94	16.61	15.45	17.41	18.45
医药行业				4.90	5.03
酒店服务业		2.05	2.03	2.03	1.43
其他行业				0.45	0.47
毛利（亿元）					
商业	3.50	3.01	3.27	3.23	3.17
医药行业				0.78	0.94
酒店服务业		1.93	1.91	1.90	1.33
其他行业				0.43	0.45
毛利率（%）					
商业	23.41	18.12	21.14	18.54	17.2
医药行业				15.82	18.76
酒店服务业		94.11	93.96	93.63	93.04
其他行业				97.26	94.72
收入构成（%）					
商业	100	86.42	80.34	65.58	67.56
医药行业				18.48	18.42
酒店服务业		10.67	10.56	7.63	5.25
其他行业				1.68	1.74

资料来源：wind 资讯

二、抓住机遇，扩大百货业务范围

1、单店增长空间有限

新世界百货地理位置优越，2006-2008 年经过品牌调整后，始终保持在上海单体百货店零售第二强的位置，仅次于浦东新区的第一八佰伴。但在坪效方面为上海市最高，2009 年达到了 3.57 万/平米，高于第一八佰伴的 3.2 万/平米。通过实地调研我们也发现，公司经营面积的利用率很高，凡是不利于安排百货类商品的位置，都被有效的安插了餐饮或娱乐项目，有效的提升了坪效水平。

表 4、上海百货单体店零售额前 10 名

排名	企业名称	2009 零售额（亿元）	2008 零售额（亿元）
1	上海第一八佰伴有限公司	34.51	32.03
2	上海新世界城	26.53	23.54
3	上海久光百货有限公司	18.22	16.26
4	上海市第一百货商店	15.35	8.87

5	东方商厦有限公司徐汇店	9.89	15.05
6	上海汇金百货有限公司	9.39	9.61
7	上海置地广场商厦有限公司	8.93	9.76
8	上海太平洋百货徐汇分公司	7.04	7.64
9	永安百货有限公司	6.85	6.83
10	东方商厦南东店	6.52	6.99

资料来源：联商网

由于我国零售企业大多采用以联营为主的经营模式，这也就导致了单靠调整品牌结构带来的内生增长幅度有限，外延扩张是实现业绩增长的必经之路。从公司商业百货业务近 5 年的收入增速变化及毛利率情况我们也可以发现，2006-2008 年的转型仅在 08 年一年带来收入的大幅提高，随后即恢复 5%-10% 的增速水平，当然这其中也有宏观经济下滑的影响，而为吸引高端品牌入驻更是引起毛利率持续降低。

图 1、公司百货业务收入增速变化



资料来源：wind 资讯

图 2、公司百货业务毛利率变化



资料来源：wind 资讯

2、寻求外部扩张

公司在完成了购物中心模式的转型之后，积极寻求合适的资源向外拓展，163 地块的开发就是一次开创性的尝试。

163 地块由新黄浦集团与公司联合投标竞拍获得，获取该地块的价格为人民币 34.1 亿元，公司与新黄浦集团将共同设立项目公司进行后续开发。其中新黄浦集团持有项目公司 51% 股份，公司持有剩余的 49% 股份。截至 5 月 25 日，公司已按照比例付清全部出资额。

该地块处于南京路步行街的开端，地上建筑面积 6.58 万平米，地下为 4 万平米，项目总投资高于 45 亿元，预计最快于世博会结束后开始动工，2012 年投入运营。目前已经聘请国内的设计公司做设计，同时与多家国外高端百货公司（如英国哈罗德百货等）接洽合作事宜，力争成为国内最高档的百货商场，与外滩未来的定位相匹配。

相比较之前苏宁环球竞拍的价格 44 亿元，公司此次拍得的价格下降了 22.5%，商业物业价值优势突出，重估升值空间较大。

公司预计待新规划的百货门店开发成熟后可以通过收购股权等方式成为第一大股东，实现收入并表，为公司进一步发展打开空间。

3、有望开创国内顶端百货店先河

我们以英国的哈罗德百货为例，介绍一下奢侈品店的模式。

哈罗德百货经营已有上百年的历史，如今已经不单单是一家百货公司，也是游客去伦敦必逛的景点之一，更是一种标志——也许不是最贵、最时尚，却有沉稳大气的奢华，显示着购买者的身份和财富。

哈罗德的食品大厅 [Food Hall] 装潢典雅，洋溢着新艺术主义风格的瓷砖和马赛克给不同的食品区域带来浓浓的情调；在白金汉宫内看到的女王使用的器具在哈罗德都可以买到类似的，各类奢华用品让人大开眼界；哈罗德的洗手间高贵典雅，有专人为顾客服务，甚至连摆放着的洗手液和香氛等都是名牌产品。

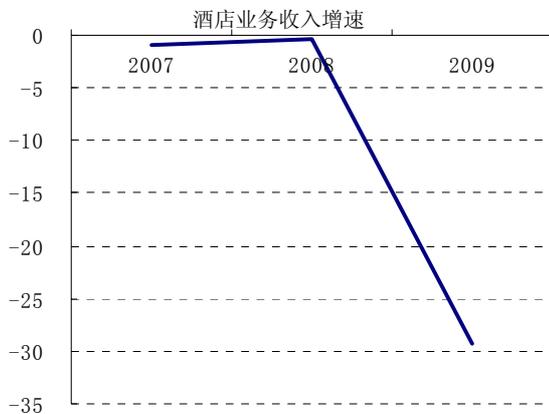
哈罗德的奢华和考究不仅在于里面所有的货品都精选自全球各地，而且重点是它的任何产品和服务都可以个性化。它的服务理念是：make it easier for you by putting our entire store at your disposal。顾客购买的哪怕是些小东西，如笔记本——也完全可以按顾客喜好进行改装设计；在哈罗德广阔的食品大厅会有私人导购来和顾客一起进行愉快的选购；专门的咨询师会陪同客人选出自己喜欢的风格、衣物的材质，甚至细致到一粒纽扣的抉择，通过和英国最顶级的设计师合作，制作出顾客喜欢的服装。

目前国内尚没有可以为顾客提供个性化服务的奢侈百货店，新世界此次有望打破这一格局。上海作为我国对外开放的窗口，无论是经济发达程度，还是居民消费水平，均正向国际接轨，外滩独一无二的地理位置也为此类奢侈店的开办提供了良好的环境，对于后续进展我们拭目以待。

三、丽笙酒店受经济波动影响较大

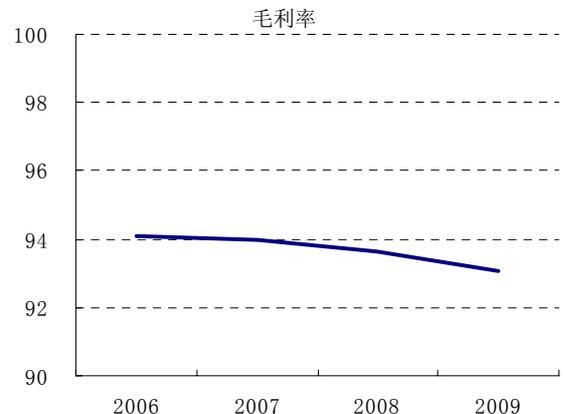
开业之初，良好的地理位置和准确的市场定位，使得酒店业务很快步入稳定期，07 年入住率即达到了 70% 左右。但从 08 年下半年开始，经济环境的恶化导致上海入境旅游人数及商务会议明显减少，入住率明显下降，这一趋势延续到了 09 年。09 年上海星级以上酒店均出现了不同程度的下滑，丽笙也未能幸免，销售收入 1.43 亿元，同比下降了 29.26%，净利润仅有 780 万元，同比下降了 70% 以上。

图 3、公司酒店业务收入增速变化



资料来源: wind 资讯

图 4、公司酒店业务毛利率变化



资料来源: wind 资讯

世博会的召开为公司酒店业务带来了新的增长契机。5 月份以来, 酒店实现了 98% 的入住率, 客房收入 2300 万元左右, 日均可以达到 70 万元, 今年将会是开业以来效益最好的一年。5 月份是世博参观人数较低的一个月, 后续随着暑假的到来旅游人数会出现持续上升, 7000 万左右的参观人数有望实现。照此推算, 预计公司酒店业务 2010 年净利润可以达到 5000-6000 万元, 比 2009 年 780 万的净利润水平出现大幅增长。但 2011 年酒店业务将会恢复至 2300 万左右的正常水平, 相对如此高的基数出现负增长在所难免。

四、医药、物业管理业务维持稳定

蔡同德药业是上海市百年老字号中药企业, 其中蔡同德堂药号座落在南京路步行街上, 是上海蔡同德药业有限公司标志性“旗舰店”, 主营名贵参茸、冬虫夏草、中西成药和医疗器械以及各类保健品化妆品; 群力草药店经销各种中草药、中成药; 蔡同德药品连锁公司共 12 家药品零售商店, 其中包括童涵春堂国药号(北号)、胡庆余堂国药号等百年老店; 此外, 还有中药制药厂和中药饮片公司, 为公司提供相应的产品。

蔡同德药业经营稳健, 每年均有一定的增长, 08 年实现销售收入 4.9 亿元, 净利润 1500 万元左右; 09 年实现销售收入 5.03 亿元, 净利润 1600 万元左右, 预计未来仍然会保持每年 2%-3% 的增速发展。

公司物业管理业务主要是向新世界影城、餐饮娱乐项目、写字楼部分楼面收取的租金收入, 2009 年公司取得相关投资收益 1533 万元, 预计这部分收益维持稳定趋势。

表 5、公司主要出租项目

项目	进驻时间	建筑面积（平米）	盈利方式
上影华威影城	2005.10	8000	租金
世嘉游艺	2005.12	8500	租金+收入分成
杜沙夫人蜡像馆	2006	9200	租金+其他
写字楼（出租部分）	2005	5000	租金
餐饮与其他	2005	5000	租金
溜冰场	2005.5	400	租金
合计		约 40000	

资料来源：公司网站，太平洋研究院

五、盈利预测

我们对公司可能取得的收入采用分部预测法进行测算，考虑到不同业务之间存在关联交易等行为，参照历史数据并结合公司目前的经营水平，对各项费用进行整体测算，具体假设如下：

- 1、百货业务 2010-2012 年销售收入增长率分别为 14.8%、8%、6%；
- 2、酒店业务 2010 年受益于世博会收入出现大幅增长，世博期间按照日均 70 万元总计实现收入 1.3 亿元左右，其余时间按照正常年份 2.03 亿元减半处理，由此 2010 年酒店收入可以达到 2.29 亿元左右，同比增长 60.1%，2011-2012 年恢复到 2.03 亿元左右水平；
- 3、蔡同德药业 2010-2012 年保持稳定的增速，均假定为 2.5%；
- 4、租赁业务收入维持稳定；
- 5、其余业务维持稳定。

经过测算，我们预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.465、0.513、0.574 元，目前对应 PE 分别为 26.52、24.07、21.5 倍，维持“增持”评级。

报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1922.84	2654.61	2730.47	3134.58	3301.97	3466.74
减: 营业成本	1231.72	1848.38	1949.66	2200.48	2317.98	2416.32
营业税金及附加	29.40	36.69	33.15	37.93	39.95	41.95
营业费用	88.62	129.35	121.17	144.19	151.89	156.00
管理费用	275.93	308.61	294.92	344.80	383.03	416.01
财务费用	95.87	103.75	85.34	61.98	31.60	15.95
资产减值损失	-8.28	-1.01	-1.43	-1.43	-1.43	-1.43
加: 投资收益	2.44	1.01	4.10	-3.00	-1.50	-1.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	212.03	229.86	251.76	343.63	377.44	420.94
加: 其他非经营损益	2.65	-1.96	-1.06	-0.36	-0.36	-0.36
利润总额	214.68	227.90	250.70	343.27	377.08	420.58
减: 所得税	61.59	58.97	63.61	86.57	94.64	105.39
净利润	153.08	168.93	187.09	256.70	282.43	315.18
减: 少数股东损益	0.00	6.01	6.71	9.20	10.13	11.30
归属母公司股东净利润	153.08	162.91	180.38	247.50	272.31	303.88
财务分析和估值指标汇总						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
收益率						
毛利率	35.94%	30.37%	28.60%	29.80%	29.80%	30.30%
三费/销售收入	23.94%	20.41%	18.36%	17.58%	17.16%	16.96%
EBIT/销售收入	15.81%	12.32%	9.18%	12.73%	12.18%	12.39%
EBITDA/销售收入	20.88%	16.23%	13.08%	26.08%	24.85%	24.27%
销售净利率	7.96%	6.36%	6.85%	8.19%	8.55%	9.09%
增长率						
销售收入增长率	-7.95%	38.06%	2.86%	14.80%	5.34%	4.99%
EBIT 增长率	17.89%	7.61%	-23.36%	59.15%	0.78%	6.84%
EBITDA 增长率	22.83%	17.46%	48.63%	20.83%	8.69%	11.34%
净利润增长率	14.31%	10.35%	10.75%	37.21%	10.15%	12.05%
业绩和估值指标						
EPS	0.288	0.306	0.339	0.465	0.513	0.574
PE	42.87	40.28	36.38	26.52	24.07	21.48
PB	4.20	4.01	3.69	3.36	3.06	2.78
PS	3.41	2.47	2.40	2.09	1.99	1.89

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

太平洋证券研究院

中国 北京 100044
北京市西城区北展北街九号
华远·企业号 D 座

电话： (8610) 8832-1818

传真： (8610) 8832-1566

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。