



东兴证券
DONGXING SECURITIES

进退两难转型，有望迎来拐点

——南京新百（600682）调研快报

2010 年 10 月 22 日

推荐/首次

零售行业

调研快报

银国宏	S1480207120048
联系人：高坤	零售行业分析师 gaokun@dxzq.net.cn 010-66507320

事件：

近日，我们对公司进行了实地调研，并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

问题 1：公司新百目前三期建设、一二期改造装修的进程以及经营定位调整的方向如何？

新百大厦此次外立面的装修预计到 11 月底结束，由于在地铁 1、2 号线的交汇口，负一楼还涉及部分改造，所以会整体影响到四季度消费旺季的客流。同时内部的品牌结构也会有一定提档，但不会达到金鹰的定位，在成熟后，平效有望提升 40%，目前 14 亿的收入也预计能够提升到 20 亿以上。

写字楼部分没有土地成本，原本计划招租达到 60%，但由于 6 月份才全面完工所以招租率修正为 10%，明年有望达到 30-50% 区间。按照写字楼每年不到 2000 万的折旧摊销，30% 基本上就是略有盈余的盈亏平衡点，大概 3 年可以达到成熟期。此外，对于出租对象，公司设立了面积需求大、租户实力强两方面的门槛，虽然短期内难以提升出租比率，但有望为后续的品牌招租奠定基础。而之所以委托给金鹰进行招租，主要是考虑到其在珠江 1 号的项目经验，该项目平均出租价格在 4 元左右每天。

问题 2：东方商城和芜湖新百两个单体店的经营情况如何？

东方商城和金鹰商贸的新合同保证了公司每年在该门店的保底利润为 2000 万元（税前），超过部分按照南京新百 60%、金鹰商贸 40% 分成。在托管以前，东方商城低不成高不就的定位较为尴尬，托管之后形成了双方共赢的局面：一方面，金鹰在江苏地区是高端百货的龙头，东方商城可以最大程度上共享其储值卡和 VIP 客户的资源，而另一方面金鹰也进一步巩固了自身在新街口商圈的地位。而之所以按照投资收益不并表的原因主要是未对公司整体利润产生重大影响，因为税案的问题尚有 3000 万未分配利润需要弥补，大概需要一年多的时间填补才能够分红。

芜湖新百位于芜湖市的核心商圈，之前 40% 以上为家电销售，虽然经营业绩较好，但难以与苏宁等全国家电连锁相抗衡，也拉低了百货的整体盈利能力，今后的品牌结构调整将是首要任务。预计到今年年底能够实现全部并表，主要体现在第四季度。另外，芜湖南京新百大厦有限公司金鹰国际酒店已于今年年初开业，目前的入住率较为波动，但考虑到其仍处于培育期，所以今年芜湖业务可能整体亏损几百万。从芜湖市消费经济的发展趋势来看，公司还是非常看好新百在明后年业绩的全面提速。

问题 3：河西和盐城湖两块地产的规划进程如何，今后是否会进行进一步的土地物业方面的投资？

盐城湖项目明年年初进行全部规划，有可能在明年 4 季度确认收入。河西项目正在进行方案的调整。由于两者均采用滚动发展，所以未来两年两者的开发建设不会给公司带来较大的资金压力。虽然说“商业地产+百货”是最近风起云涌的商业业态之一，公司也同时拥有两方面的资源，但是由于相关项目前期投入成本较大，建成后的定位也存在和金鹰的同业竞争，所以暂不考虑向此方面发展。

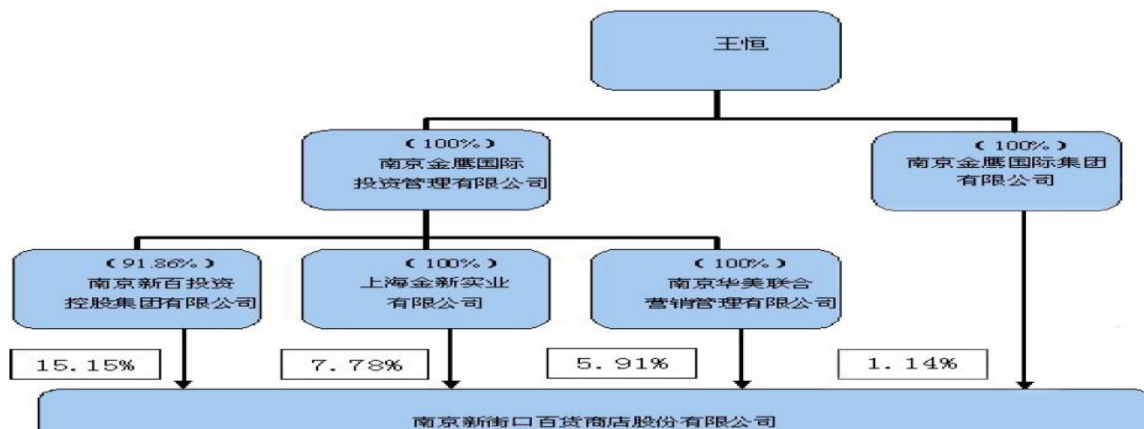
问题 4：如何解决与金鹰的同业竞争关系，公司未来的战略规划如何？

由于金鹰近两年来发展势头良好，已经拥有 18 家自有门店，分布四个省，与公司同业竞争的问题日渐明晰和紧迫。所以百货业务公司今后不会去大力去发展，也没有进一步外延的计划。而金鹰相关商业地产资产的注入短期内也不再可能重新提上议事日程。未来公司的战略取向需要相关政策和经济环境的支持。目前尚没有确定今后的主业。此外，公司还有部分医药业务，主要从事动物内脏提取的生物制药，用于妇科治疗。近两年来进入了全面爆发期，预计今年大概有 1000 多万的利润。

结论：

- 进退两难的百货业态发展。**除了芜湖门店外，公司的新百主楼和东方商城都处于商业竞争激烈的“中华商业第一街”。根据我们的实地调研观察，新百大厦无论从品牌定位、产品结构、布局陈列方面都明显滞后于处于同一商圈的金鹰百货、中商主店。新百大厦每年 12-13 亿的收入和相应的利润份额占据了公司全年 90%以上的份额，今年开始的外立面装修将拉低公司的全年业绩。虽然东方商城托管给金鹰解决了之前商场定位高低两难的尴尬境地，但与金鹰商贸的同业竞争确越发清晰和紧迫。对于公司的百货业务而言，进则面临同业竞争的压力而无法获得外延扩张所需的资金支持，退则面临主力百货增长乏力的瓶颈，如此进退两难的格局有待公司对于未来战略清晰的规划。

图 1：公司与金鹰同业竞争股权关系图



资料来源：东兴证券研究所

- 新百写字楼的厚积薄发值得期待。**目前新百主楼 1-10 层为百货、10-12 层为公司办公区、12 层以上为写字楼出租楼层。就投入成本而言，7 万平米的面积，总投入 5 亿元，平均每年折旧摊销再加上部分营运费用约 3000 万元左右。从收入来看，目前新街口写字楼的租赁价格在 2.5-5 元/平米/天，我们取中间值 3.8，三年的出租率假设为 10%/35%/60%，则三年的收入分别为 10 年 970.9 万元、11 年为 3398.15 万元，12 年为 5825.4 万元，预计明年基本能够略有盈余，也不排除每年盈利超预期的可能。一方面公司存在出售部分办公面积，新街口目前商业地产约为 3.5 万每平米的售价；另一方面，我们按照 3.8 元/平米/天的出租价格较为中性，随着核心商圈物业面积稀缺性的加强和需求的提高，租金价格有可能呈现每年递增的发展态势。

表 1：南京新街口代表写字楼租金对比

项目名称	总楼层	销售价格（元/平米）	租赁价格（元/平米/天）	面积	装修/毛坯
------	-----	------------	--------------	----	-------

SOFTEL	6	14000-15000	—	45-54	装修
新世界中心	44	—	1.9		毛坯
南京国际金融中心	51	—	8-22F: 3.5-4.5 23-35F: 4.5-5.5 38-51F: 5.5-6.5	150-1900	毛坯
金轮国际	26	16000-19000	2.5	62	毛坯
融寓	14	13000	—	54-80	装修

资料来源：东兴证券研究所

- 3、两大地产项目或在 2012 年全面贡献业绩。**公司拥有河西约 50 万平米（容积率为 2）、盐城约 18.6 万平米两大地产项目将于今明两年陆续投入建设。其中河西项目的总成本约 3 亿元，保守按照目前周边 1.5 万的均价计算，2012 年开工后有望带来 15 亿左右的净利润；盐城湖项目预计明年四季度就可以贡献利润，成本 1.67 亿元，按照目前周边 5000 的均价计算，总共有望带来 1.6 个亿的净利润。虽然两个项目开发的年限和时间存在不确定性，但随着其所处的新兴地区房地产价格的水涨船高，将会带来较高的安全边际。
- 4、盈利预测与投资评级。**在主力百货店装修、新百花园房地产贡献消失、芜湖新百尚有亏损、房地产项目均为开发等多重因素的影响下，今年可能成为公司的业绩低点，但这也恰恰为公司明年业绩的反转提供了充分的弹性空间，明年这四项不利因素将全部转为积极条件。公司与金鹰的同业竞争关系清晰且紧迫，随着金鹰发展态势的越发强劲，公司的重组预期也将越加强烈。此外公司拥有的 5 项自有物业为公司提供了较为安全的投资边际。预计 2010-2011 年公司 EPS 分别为 0.23 元和 0.48 元，对应 PE 分别为 43 倍和 21 倍。我们首次给予公司“推荐”的投资评级。

附表 1：公司自有物业资产重估明细

门店	建筑面积（万）	资产重估单价	权益比例	重估价值（亿元）
新百总店	6	35000	母公司	21
新百写字楼	7	30000	母公司	21
东方商城	3	40000	100%	12
河西 300 亩地	20	8000	100%	16
盐城土地	8	2000	100%	1.6
合计				71.6
银行存款				2.92
银行负债				11.15
每股 NAV				17.7
目前股价				9.9
NAV 高出市值				78.78%

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。