

新世界（600628）：优质单体店期待迎来新机遇

当前股价：9.16 元

目标股价：10.8 元

投资评级：推 荐

行 业：商贸行业

研究员：耿焜

电 话：(8625) 84457777×364 E-mail: gengkun@mail.htsc.com.cn

2009 年 2 月 20 日**投资要点：**

1、上海百货行业增幅在进入 2009 年 2 月以来明显下滑，市区百货门店整体销售额同比下滑 50% 左右。我们认为下滑的主要原因有春节因素、上海经济的开放度高使得其受金融危机的影响较大，另外 2008 年 10 月份以后商家折扣战早早打开，使得居民消费能力有所透支。预计整个 2009 年上海市百货行业的增幅将回归个位数增长水平。

2、进入 2009 年公司销售相比上海市同行业而言还算强劲。新世界购物中心 1 月销售额同比增长 27%，2 月份销售额同比下降 20% 左右，预计 1、2 月份销售收入合计同比可能持平。

3、公司作为单体百货店，无法具备外延扩张带来的业绩大幅增长，但是在经济增速和消费增速放缓的情况下，良好的现金流支撑着单体百货店良好的抗风险能力。公司从 2005 年改建以来净利润以年均 15% 左右幅度增长，随着门店的持续培育和品牌调整，公司门店先天优越的地理位置和稳定的经营管理将使得盈利持续增长。

4、我们认为黄浦区国资委有意向做大做强新世界，资产注入较被收购更有可能性。黄浦区国资委持有股权的区内上市公司有中国铅笔、新世界、世贸股份、新黄埔，其中持有新世界的股权比例最大，为 25.19%。此外，以上四家上市公司中新世界是最纯粹的商业股，发展时间长、管理层稳定、商业管理经验丰富。由此，如果实现黄浦区商业资产的整合，新世界作为平台的可能性较大。对于注入的资产，我们推测商业地产的可能性较大。

5、预计公司 2009 年的每股收益为 0.36 元，我们认为公司半年内合理价位在 9-10.8 元区间内，现在股价开始进入合理价格区间。另外，公司因资产注入等概念可能会受二级市场资金热捧，股价仍有可能上行，给予“推荐”投资评级。

一、上海百货行业 2009 年增速明显放缓

上海百货行业具有数量多，集中度高、外资多、业态融合、竞争激烈的特征。根据上海百货行业协会的统计，2008年上海市营业面积在6000平方米以上的大型百货店有100家左右，百联集团旗下的百货店占1/4强。另外，上海是外资百货聚集的地方，巴黎春天、太平洋百货、百盛、伊势丹等外资百货商店有近30家，竞争程度几近灼热。

2008年上海市百货商品零售额达到648亿元，同比增长12.69%，占上海市社会消费品零售总额15%左右，其中大型百货商店销售额约占社零总额7%至8%，这一比例基本与国际水平接轨。从单体百货门店发展来看，2008年前20强的零售规模为177.9亿元，占全市百货店零售比重的61%，其中最大的单体百货店是百联旗下的上海第一八佰伴，2008年全年销售额为32.03亿元，其次是新世界城，2008年全年销售额是23.54亿元。

从坪效水平来看，上海市中心百货门店坪效水平较高，其中东方商厦徐家汇店、新世界城、上海置地广场商厦均在3万元/平方米以上。未来随着消费水平的提高、门店不断提高品牌档次，坪效仍将逐步提升。

上海市百货行业的增速在2008年达到一个高峰，2008年1-11月份市中心百货销售额同比上升了11.54%，由于提前促销的原因10月份和11月份销售额增幅高达17.65%。但是增幅在进入09年以来明显下滑，尤其是2月以来上海百货门店销售额同比下滑50%左右。我们认为下滑的主要原因有春节因素、上海经济的开放度高使得其受金融危机的影响较大，另外2008年10月份以后商家折扣战早早打开，使得居民消费能力有所透支。预计整个2009年上海市百货行业的增幅将回归个位数增长水平。考虑到商业本身的周期，09年上半年销售增速有望见底、下半年反弹，全年销售额增幅可能在5%以下。

表1: 上海主要百货企业的坪效情况

排名	店名	销售额（亿元）	建筑面积(万平方米)	坪效（万元/平方米）
1	上海第一八佰伴有限公司	32.03	10.8	2.97
2	上海新世界城	23.54	7.44	3.16
3	上海久光百货有限公司	16.26	9.16	1.78
4	东方商厦有限公司	15.05	3.2	4.70
5	上海置地广场商厦有限公司	9.76	3.1	3.15
6	上海汇金百货有限公司	9.61	4	2.40
7	上海第一百货商店	8.87	2.99	2.97

资料来源：上海商业网，华泰证券研究所整理

二、新世界稳定盈利凸显抗风险能力

新世界综合消费圈是2005年改建后以新世界购物中心为主体，包括新世界丽笙大酒店、新世界文化游艺广场、立体停车库和美食休闲广场在内的综合购物中心。综合消费圈比改建前的新世界城大了14万平米，固定资产增加了16亿元。公司的核心物业共有21万平方米，其中商业占总面积的35%，酒店占比28%，娱乐占比18%，餐饮占比8%，辅助设施和商务办公占比11%。

公司现在主要的利润来源是新世界购物中心、丽笙大酒店以及新世界物业，新世界购物中心随着2005年的装修和重新开业实现了从传统大众百货向“精品+时尚”百货定位的转变。

表2: 各子公司股权和盈利情况

万元	股权比例	2005	2006	2007	2008H1
上海丽笙大酒店	100%	-1470.94	3355.14	3226.23	2100.98
新世界城物业	100%	2299.76	5787.17	3300.06	1720.84

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

1、新世界购物中心

新世界购物中心位于上海最繁华的南京路步行街起点，所属的人民广场区域是上海轨道交通1号线、2号线、8号线交汇站点，日人流量在80万人次以上，是上海日均人流量最高的区域。由于特殊的地理位置和适当的定位，新世界百货的客源涵盖了上海本地消费者和外地消费者，使得门店客单数较高。随着门店品牌的提升，客单价也不断提升，定位调整后的客单价比调整前提高20%以上。

在南京路步行街上，新世界购物中心销售量具有绝对领先地位，甚至超过百联的四家门店百联世贸、上海市第一百货、永安百货、时装商店的总和。从品牌结构来看，公司国际知名品牌比例为10%，国际一般品牌占比20%，国内知名品牌占比30%，国内一般品牌40%。公司经营非常积极，加大品牌调整力度，不断做大销售规模。2008年，共引进品牌80个，国际高端品牌14个，国际一般品牌39个，国内知名品牌23个，港澳一般品牌4个。预计2009年公司品牌变动幅度小于2008年。公司把品牌调整当作未来百货业务的主要任务，品牌定位将逐渐向2（国际知名品牌）：2（国际一般品牌）：3（国内知名品牌）：3（国内一般品牌）的比例调整。我们也观察到上海第一八佰伴和久光百货从培育期步入成熟期也经历了品牌不断调高的过程。

新世界购物中心2009年1月销售收入同比增长27%，2月份销售收入同比下降20%左右，由于春节刚过，09年2月份促销带动销售的力度有限，预计1、2月份销售收入合计同比可能持平。在上海百货门店销售行情低迷的情况下，行业2月份整体跌幅达到50%左右，新世界的销售水平足以证明其作为单体百货门店在上海较强的竞争能力和盈利能力。根据公司经营计划结合我们对上海消费市场2009年前低后高的判断，预计购物中心2009年全年销售收入增长8%-10%。

2、丽笙大酒店

丽笙大酒店位于新世界综合消费圈的西侧，是南京路商圈著名的五星级旅游饭店，共有客房520间，建筑面积6万平方米左右。

丽笙大酒店采取委托管理方式，现在丽笙大酒店由卡尔森环球酒店集团亚太公司管理，酒店支付营业收入的一定比例作为管理费提成。新世界丽笙大酒店有限公司是一家经营性公司，所有的酒店物业资产以及折旧和摊销全部列入新世界股份公司。因此，丽笙大酒店维持平均94%的高毛利率水平。但是，丽笙大酒店总投资合计11亿元左右，如果考虑到固定资产的折旧和摊销，以及财务费用，假设分35年摊销，每年的摊销额在3100万元。财务报表显示丽笙酒店的净利润每年在3300万元上下，如果单独计算酒店项目盈利的話，该酒店尚处于保本经营的水平，仍然处在培育期。

丽笙酒店的商旅客人占90%以上，2008年酒店出租率为60%，平均房价为1114元/间/天，受到经济危机的影响，酒店在2009年年初至今房间出租率降至40%，预计全年随着世博的临近、经济回暖，按照现有财务核算体系，酒店盈利可以维持2008年的水平，对公司净利润的贡献保持在3000万元左右。

3、新世界城物业

新世界城物业主要经营新世界综合商圈物业租赁业务，由于2005年9月1日-2008年8月31日期间营业税、城建税及附加全额减免，使得三年来物业业务净利润高企，2005-2007年分别为2300万元，5787万元，3300万元。随着税收减免的取消，物业业务的净利润将维持稳定，预计2008年和2009年净利润都保持在3300万元附近。

4、世嘉游艺和杜莎夫人蜡像馆

世嘉游艺位于新世界购物中心九层，从2005年新世界改建开业以来，一直由日方管理，经营

情况不佳，2005-2008年世嘉游艺共亏损2700万元，最近几年呈减亏的态势。世嘉游艺硬件完备、设施先进，但由于管理和位置的缺陷，整个游艺中心缺乏人气。预计短期扭亏为盈并贡献利润的可能性不大。2008年世嘉游艺的亏损将减至700万元，随着管理层向本土化的转变，预计未来亏损逐渐缩小。

杜莎夫人蜡像馆采用租赁经营的方式，签约时间20年，2005年-2025年，前10年免租金，仅收取固定年费、不固定年费和设施使用费三部分。蜡像馆收入年均2000万元，基本可以填补成本和折旧，盈利能力不大，公司主要是希望通过蜡像馆带动购物中心的人流和购物消费。

公司作为单体百货店，无法具备外延扩张带来的业绩大幅增长，但是在经济增速和消费增速放缓的情况下，良好的现金流支撑着单体百货店良好的抗风险能力。公司从2005年新建以来净利润以年均15%左右幅度增长，随着门店的持续培育和品牌调整，公司门店先天优越的地理位置和稳定的经营管理将使得盈利持续增长。

根据我们对公司经营前景的判断，预计公司2008年每股收益在0.33元左右，2009-2010年每股收益分别为0.36元，0.53元。

三、良好的资产整合平台 or 良好的收购标的？

公司一直因为是单体百货而为市场诟病，公司自身也有意愿实现业务上的突破，因此公司资产注入或成为收购标的的概念由来已久。

近期公司二级市场股价坚挺，尤其是在上海商业股中表现出色。除了公司优质单体店的特性使得业绩较其他上海商业股更有保证的原因之外，以上概念也是推动股价的重要因素。

我们认为黄浦区国资委有意向做大做强新世界，资产注入较被收购更有可能性，在新世界股票上市16周年之际，黄浦区国资委曾表示，支持新世界做大做强现代商业品牌，并进一步增强对上市公司的控制力。黄浦区国资委持有股权的区内上市公司有中国铅笔、新世界、世贸股份、新黄埔，其中持有新世界的股权比例最大，为25.19%，此外，以上四家上市公司中新世界是最纯粹的商业股，发展时间长、管理层稳定、商业管理经验丰富。由此，如果实现黄浦区商业资产的整合，新世界作为平台的可能性较大。对于注入的资产，我们推测商业地产的可能性较大。

市场上也曾传言香港新世界有意收购上海新世界、百联可能对新世界进行整合等，使得公司二级市场股价时有波动。

考虑到公司2009年的每股收益为0.36元，我们认为公司半年内合理价位在9-10.8元区间内，现在股价已经进入合理价格区间。另外，公司资产注入概念可能会受二级市场资金热捧，股价仍有可能上行，给予“推荐”投资评级。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	468	469	500	552	营业收入	1923	2226	2511	2977
现金	251	248	248	249	营业成本	1232	1446	1672	1955
应收账款	78	70	85	102	营业税金及附加	29	33	37	45
其它应收款	40	45	50	60	销售费用	89	102	116	137
预付账款	1	5	4	5	管理费用	276	304	352	417
存货	97	101	113	137	财务费用	96	120	96	60
其他	0	1	0	0	资产减值损失	-8	0	0	-3
非流动资产	3540	3589	3385	3209	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	72	61	69	68	投资净收益	2	2	3	3
固定资产	3207	3270	3147	3002	营业利润	212	222	241	369
无形资产	121	119	116	114	营业外收入	3	11	14	9
其他	139	139	52	25	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	4008	4058	3885	3761	利润总额	215	232	254	377
流动负债	2380	2267	1901	1493	所得税	62	58	63	94
短期借款	1348	1258	705	274	净利润	153	174	190	283
应付账款	314	306	367	435	少数股东损益	0	0	0	0
其他	717	704	830	784	归属于母公司净利润	153	174	190	283
非流动负债	38	28	30	32	EBITDA	405	700	745	880
长期借款	20	20	20	20	EPS (元)	0.29	0.33	0.36	0.53
其他	18	8	10	12	主要财务比率				
负债合计	2418	2295	1932	1525	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	28	28	28	28	成长能力				
股本	532	532	532	532	营业收入	-8.0%	15.8%	12.8%	18.6%
资本公积	483	483	483	483	营业利润	49.4%	4.9%	8.3%	53.1%
留存收益	546	720	910	1192	净利润	14.4%	13.5%	9.4%	48.7%
归属母公司股东权益	1561	1735	1925	2208	获利能力				
负债和股东权益	4008	4058	3885	3761	毛利率	35.9%	35.1%	33.4%	34.3%
现金流量表	单位: 百万元				净利率	8.0%	7.8%	7.6%	9.5%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROE	9.8%	10.0%	9.9%	12.8%
经营活动现金流	443	657	769	803	ROIC	10.2%	11.2%	12.2%	16.5%
净利润	153	174	190	283	偿债能力				
折旧摊销	98	358	408	452	资产负债率	60.3%	56.6%	49.7%	40.6%
财务费用	96	120	96	60	净负债比率				
投资损失	-2	-2	-3	-3	流动比率	0.20	0.21	0.26	0.37
营运资金变动	108	11	77	9	速动比率	0.16	0.16	0.20	0.28
其它	-9	-4	0	1	营运能力				
投资活动现金流	443	-407	-199	-273	总资产周转率	0.49	0.55	0.63	0.78
资本支出	256	420	180	283	应收账款周转率	29	30	32	32
长期投资	0	-13	20	-9	应付账款周转率	4.48	4.66	4.97	4.88
其他	698	0	1	1	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	0	-253	-570	-530	每股收益	0.29	0.33	0.36	0.53
短期借款	568	-91	-553	-431	每股经营现金流	0.83	1.24	1.45	1.51
长期借款	-406	0	0	0	每股净资产	2.94	3.26	3.62	4.15
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	14	0	0	0	P/E	31.82	28.03	25.62	17.23
其他	-177	-163	-17	-99	P/B	3.12	2.81	2.53	2.21
现金净增加额	8	-4	0	0					

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

- | | |
|----|-----------------------|
| 买入 | : 相对强于市场表现15%以上; |
| 推荐 | : 相对强于市场表现5% ~ 15%; |
| 观望 | : 市场表现在-5% ~ +5%之间波动; |
| 卖出 | : 相对弱于市场表现5%以下。 |