

新世界 (600628)

金琼 王唏

联系电话: (021) 38565951

2009 年 02 月 18 日

## 安全有边际 世博添精彩

百货零售

估值区间:12.00 ± 0.50

推荐

(首次)

公司地理位置得天独厚,业务兼具百货与酒店,是能从业最广泛的行业范围内分享世博商机的上海零售企业。2010 年公司业绩将受益于世博而出现大幅提升。

### 投资要点:

- **受益世博最为突出的零售型企业之一。**公司是唯一一家主营构成中含有酒店业务的上海零售类上市公司。因此,公司能在更大的行业范围内分享世博会带来的商机。预计 2010 年,公司旗下的丽笙酒店收入将增长 35% 左右。
- **股东资源丰富,未来整合空间巨大。**公司发展一直得到大股东的支持,08 年 10 月大股东对公司进行了增持。股东旗下资源丰富,公司未来整合空间大。
- **高负债阶段恰逢降息周期。**公司年度财务费用达到了近 1 亿元的历史性高位。降息周期下,公司 09 年财务费用将降低显著;此外,公司 08 年底开始已经进入还贷期,财务费用有望呈持续下降态势。
- **百货业务定位提升基本完成。**公司百货业务定位已经从原来的“大众、中低端”转为“时尚精品、中高端”。考虑到 09 年零售市场促销力度可能较大,预计公司 09 年毛利水平将比 08 年略有下滑,10 年后公司的毛利率有望进入上升通道。
- **物业价值突出,安全边际高。**公司位于南京路核心商圈,自有物业资产面积 21 万平方,物业市场价值约 58.8 亿元。物业重估后,公司净资产为 43.85 亿元,已经接近公司当前的总市值。
- **盈利预测及估值:**预计公司 08-11 年的 EPS 分别为 0.32 元,0.35 元,0.50 元,0.52 元。按照市盈率法,以 2010 年业绩为估值基础,公司 2010 年股价的合理区间为 12.00 ± 0.5 元。按照重估价值法,公司重估价值为 8.26 元/股。
- **投资建议:**长期来看,公司是较好的防御性品种,8.26 元/股是公司的安全边际。短期来看,2010 年世博会将给公司带来业绩大幅增长的机会,具有较好的投资价值,首次给予“推荐”评级。
- **风险提示:**由于政治、经济等各种因素,世博会人流量大大低于预计水平。

### 市场数据

2009 年 02 月 17 日

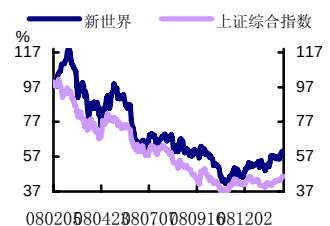
|             |            |
|-------------|------------|
| 收盘价(元)      | 9.02       |
| 一年内最低/最高(元) | 5.72/17.26 |
| 上证综指        | 2,319.44   |
| 市盈率         | 27.93      |
| 市净率         | 2.99       |

### 基础数据

2008Q3

|             |               |
|-------------|---------------|
| 每股净资产(元)    | 3.04          |
| 净资产收益率(%)   | 7.37          |
| 资产负债率(%)    | 58.02         |
| 总股本/A 股(万股) | 53,180/39,890 |

### 股价走势



### 相关报告

### 主要财务指标

| 会计年度      | 2007  | 2008E | 2009E | 2010E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,923 | 2,642 | 2,850 | 3,313 |
| 同比增长率(%)  | -7.9  | 37.38 | 7.90  | 16.23 |
| 营业利润(百万元) | 212   | 225   | 249   | 351   |
| 同比增长率(%)  | 49.41 | 5.90  | 11.06 | 40.81 |
| 净利润(百万元)  | 153   | 168   | 188   | 267   |
| 同比增长率(%)  | 14.31 | 13.91 | 11.54 | 40.81 |
| 营业利润率(%)  | 11.03 | 8.50  | 8.75  | 10.60 |
| 净利润率(%)   | 7.96  | 6.60  | 6.82  | 8.27  |

| 会计年度         | 2007  | 2008E | 2009E | 2010E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 每股收益(元)      | 0.29  | 0.32  | 0.35  | 0.50  |
| 每股经营性净现金流(元) | 0.83  | 0.39  | 0.69  | 0.81  |
| 每股净资产(元)     | 2.94  | 3.12  | 3.33  | 3.66  |
| 净资产收益率(%)    | 9.81  | 10.12 | 10.63 | 13.70 |
| 股息收益率(%)     | 0.00  | 0.00  | 0.00% | 0.00  |
| 负债率(%)       | 60.35 | 56.40 | 52.32 | 46.12 |
| P/E(倍)       | 30.99 | 28.24 | 25.24 | 17.78 |
| P/B(倍)       | 3.04  | 2.86  | 2.68  | 2.44  |

## 目录

|                                    |        |
|------------------------------------|--------|
| 一、世博给新世界发展带来新的契机 .....             | - 3 -  |
| 1. 世博给举办城市带来巨大商机 .....             | - 3 -  |
| 2. 公司百货业务直接受益于世博商机 .....           | - 4 -  |
| 3. 世博期间公司酒店业务有望爆发性增长 .....         | - 5 -  |
| 二、股东资源丰富，未来整合空间巨大 .....            | - 5 -  |
| 1. 新世界的发展一直得到股东的大力支持 .....         | - 5 -  |
| 3. 股东资源丰富，未来整合空间巨大 .....           | - 6 -  |
| 三、现阶段财务特性：走出资本扩张期，财务负担不断减轻 .....   | - 8 -  |
| 1. 近几年资本扩张期产生的大额财务费用吞噬了公司利润 .....  | - 8 -  |
| 2. 降息周期，财务负担降低显著 .....             | - 9 -  |
| 3. 进入还贷期，财务压力将持续减轻 .....           | - 9 -  |
| 四、公司具体业务分析 .....                   | - 9 -  |
| 1. 百货业务 .....                      | - 10 - |
| 2. 酒店业务 .....                      | - 10 - |
| 3. 蔡同德业务 .....                     | - 11 - |
| 4. 出租业务 .....                      | - 12 - |
| 五、盈利预测 .....                       | - 12 - |
| 六、估值与投资建议 .....                    | - 14 - |
| 附件：公司基本情况 .....                    | - 15 - |
| 图 1：日本百货业 2001 - 2007 年销售增长率 ..... | - 3 -  |
| 图 2：公司能满足游客多重需求 .....              | - 4 -  |
| 图 3：新世界股权及业务结构简图 .....             | - 6 -  |
| 图 4：杏花楼集团主要资产 .....                | - 6 -  |
| 图 5：新世界集团 .....                    | - 7 -  |
| 图 6：折旧及财务费用的增加吞噬了利润 .....          | - 8 -  |
| 图 7：公司收入及毛利构成图（2008 年中期） .....     | - 9 -  |
| 图 8：新世界百货业务调整情况 .....              | - 10 - |
| 图 8：1992-2007 历年收入、营业利润变动情况 .....  | - 15 - |
| 图 9：中国主要城市社会零售总额增长矩阵 .....         | - 16 - |
| 图 10：上海的主要市级商圈及销售能力比较 .....        | - 17 - |
| 图 11：人民广场南京路商圈简图 .....             | - 18 - |
| 表 1：上海世博会将带来大规模的旅客 .....           | - 3 -  |
| 表 2：2008 年上海单体店排名情况 .....          | - 4 -  |
| 表 3：目前上海零售上市公司基本情况（单位：万元） .....    | - 5 -  |
| 表 4：10 年酒店收入增长的可能情况 .....          | - 5 -  |
| 表 5：A 股零售企业指标排名（最高前 10） .....      | - 8 -  |
| 表 6：百货业务部分盈利预测 .....               | - 10 - |
| 表 7：酒店部分盈利预测 .....                 | - 11 - |
| 表 8：药业部分盈利预测 .....                 | - 11 - |
| 表 9：主要租赁项目的租金情况 .....              | - 12 - |
| 表 10：出租业务部分盈利预测 .....              | - 12 - |
| 表 11：盈利预测结果表 .....                 | - 13 - |
| 表 12：估值预测表 .....                   | - 14 - |
| 表 13：重估资产价值预测 .....                | - 14 - |
| 表 14：新世界建设发展中的主要收购一览 .....         | - 16 - |
| 表 15：新世界综合消费圈功能构成图 .....           | - 16 - |
| 表 16：圈内竞争力评价 .....                 | - 18 - |

## 一、世博给新世界发展带来新的契机

### 1. 世博给举办城市带来巨大商机

一直以来，上海是国内商业最发达的城市。无论是商业设施还是消费环境均处于国内领先地位。2010 年上海世博会预计游客将超过 7000 万人，庞大的人流量和相应的各类消费将给上海零售业带来巨大的商机。上海的商业尤其是毗邻世博会场地的商圈将是最大的受益者。

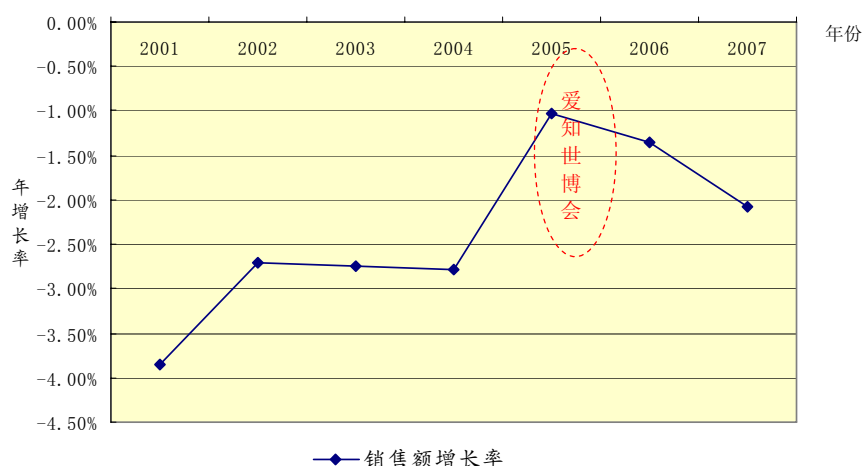
根据经验，世博召开之时对旅游、零售等消费类行业的拉动最为明显。以日本为例：1970 年大阪世博会期间参观人数达到有史以来最高的 6422 万人次，会场内外的个人消费、协会及展览馆的运营费总计约 4400 亿日元，其中个人消费达到 3300 亿日元，占 75%，个人消费领域主要为住宿、零售、餐饮、娱乐和其他服务业。2001 年 - 2007 年，日本在整体经济疲软的环境下，百货业一直处于负增长，但在爱知世博会期间百货业销售情况明显提振，销售增长情况明显好于其他年份。

**表 1：上海世博会将带来大规模的旅客**

|      |                                          |
|------|------------------------------------------|
| 目的   | 人类政治、经济成就展示                              |
| 主题   | 城市，让生活更美好                                |
| 规模   | 目前已确认有 214 个国家或组织参加世博会；预计国内游客将超过 7000 万。 |
| 持续时间 | 2010.5.1-10.31，历时 184 天                  |

资料来源：兴业研发中心

**图 1：日本百货业 2001 - 2007 年销售增长率**



资料来源：日本统计局，兴业研发中心

## 2. 公司百货业务直接受益于世博商机

### 2.1 主流百货零售商

多年以来，新世界一直是上海乃至全国百货业的重要零售商。近几年公司的百货零售业务规模也呈不断上升趋势。单店销售额一直稳定在全国排名第五，上海排名第二的水平。

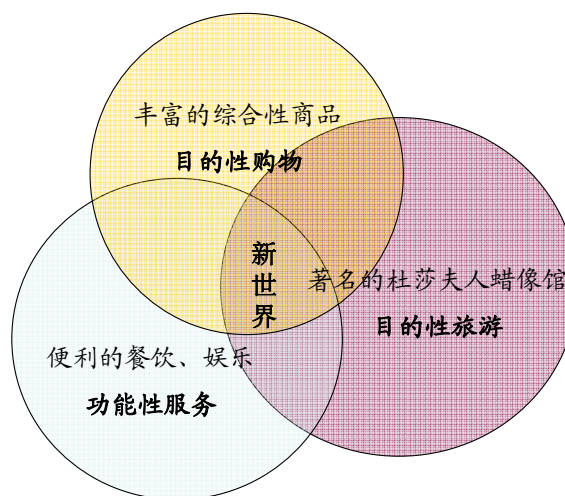
| 表 2： 2008 年上海单店排名情况 |                     |               |
|---------------------|---------------------|---------------|
| 排名                  | 公司名称                | 2008 年零售额(亿元) |
| 1                   | 上海第一八佰伴有限公司         | 32.03         |
| 2                   | <b>上海新世界城</b>       | <b>23.54</b>  |
| 3                   | 上海久光百货有限公司          | 16.26         |
| 4                   | 东方商厦有限公司            | 15.05         |
| 5                   | 上海置地广场商厦有限公司        | 9.76          |
| 6                   | 上海汇金百货有限公司          | 9.61          |
| 7                   | 上海市第一百货商店           | 8.87          |
| 8                   | 上海太平洋百货有限公司徐汇分公司    | 7.64          |
| 9                   | 上海太平洋百货有限公司淮海分公司    | 7.21          |
| 10                  | 上海百联集团股份有限公司东方商厦南东店 | 6.99          |

### 2.2 对游客最具吸引力的购物场所

南京路作为“中华第一街”，是中外来沪游客的必游目的地之一。南京路商圈是上海八大市级商圈当中外地人、外国人在人流量中占比最高的的商圈。据有关部门统计，上海南京路人流量中，外地人占40%，外国人占20%，上海本地人占40%。

座落于南京路商圈核心地带的新世界是对游客最具吸引力的消费场所。原因在于，新世界能满足游客的多重旅游诉求：（1）交通便利：南京路商圈距离世博会会址很近，同时公司毗邻人民广场交通核心枢纽；（2）怀旧情怀：原址为解放前上海四大名店之一的“大新公司”；（3）猎奇心理：公司拥有世界第六中国唯一的蜡像馆；（4）购物需求：公司商品和服务的综合性最强，能很好的满足各类游客的实际购物需求。

图 2： 公司能满足游客多重需求



资料来源：兴业研发中心

### 3. 世博期间公司酒店业务有望爆发性增长

#### 1. 公司是唯一拥有酒店主营业务的上海零售上市公司

上海零售类上市公司共有 6 家，这些上市公司的业务特点各不相同。多年来由于发展战略的不同，导致目前各公司的利润贡献来源行业也有较大差异。其中新世界是唯一在主营业务领域拥有酒店业务的上市零售公司。

**表 3: 目前上海零售上市公司基本情况 (单位: 万元)**

| 名称   | 营业收入      | 主要利润贡献业务或行业   | 大股东             |
|------|-----------|---------------|-----------------|
| 豫园商城 | 563,618   | 黄金零售, 餐饮, 百货等 | 复星产业投资          |
| 百联股份 | 842,853   | 百货、购物中心       | 百联集团            |
| 友谊股份 | 2,293,568 | 连锁超市、专业连锁、百货  | 上海友谊复星(控股)有限公司  |
| 益民商业 | 80,775    | 内衣连锁、商业物业     | 上海市卢湾区国资委       |
| 上海九百 | 24,630    | 洗涤服务、百货、商业地产  | 上海市静安区土地开发控股总公司 |
| 新世界  | 192,284   | 百货、酒店、        | 上海市黄浦区国资委       |

资料来源: 兴业研发中心

#### 2. 公司酒店业务有望在世博期间大幅增长

据预测, 2010 年上海世博会期间, 上海需要接待中外游客 7000 万人次, 平均每天接待 38 万人次, 高峰期每天将接待 70 万人次。截至 08 年 6 月末, 上海仅拥有酒店床位 27 万张。尽管未来 1 年内上海还将新增不少酒店, 但在世博会期间, 房价和入住率仍不可避免地达到高峰。因此公司 10 年的酒店收入会出现较大幅度的提升, 保守预计增长率将达 35% 左右。酒店行业具有成本较为固定的特点, 利润对收入的变动非常敏感。以 35% 的收入增幅测算, 公司酒店业务净利将增长一倍左右。

**表 4: 10 年酒店收入增长的可能情况**

| 平均年房价提升率 | 年平均入住率提升率 |     |            |            |     |
|----------|-----------|-----|------------|------------|-----|
|          | 5%        | 10% | 15%        | 20%        | 25% |
| 5%       | 10%       | 16% | 21%        | 26%        | 31% |
| 10%      | 16%       | 21% | <b>27%</b> | <b>32%</b> | 38% |
| 15%      | 21%       | 27% | <b>32%</b> | <b>38%</b> | 44% |
| 20%      | 26%       | 32% | 38%        | 44%        | 50% |
| 25%      | 31%       | 38% | 44%        | 50%        | 56% |

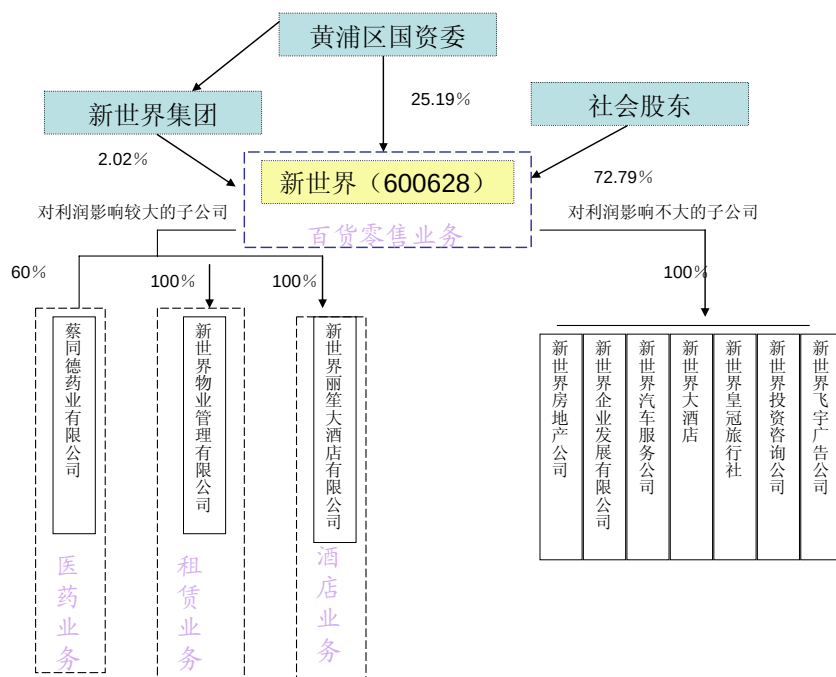
资料来源: 兴业研发中心

## 二、股东资源丰富, 未来整合空间巨大

#### 1. 新世界的发展一直得到股东的大力支持

多年来, “钻石地块, 就地扩张” 是新世界的发展战略。公司战略实施中的多次收购都得到了黄浦区政府的大力支持。2008 年 10 月 8 日为支持新世界做大做强现代商业品牌, 进一步增强对上市公司的控制力, 黄浦区国资委已通过上海证券交易所交易系统买入方式增持新世界股票 1,062,432 股。持股比例由之前的 24.99% 上升至 25.19%。大股东的增持表明了其对新世界支持的决心和信心。

图 3:新世界股权及业务结构简图



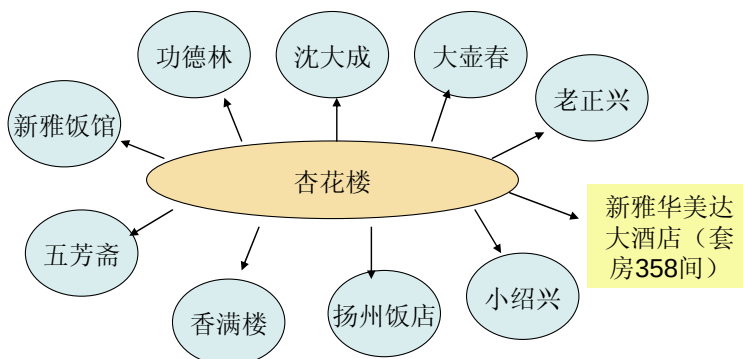
资料来源：公司公告；此处股权比例为直接及间接持股合计数

## 2. 股东资源丰富，未来整合空间巨大

上海新世界(集团)有限公司是由国有资产管理部門授权的国有独资企业，按现代企业制度对其所属三十个全资及控股子公司进行经营管理。集团以商业为主，以经营范围广、实力强而拥有一批上海市名特企业、“中华老字号”商店和上海著名商标，资源十分丰富。

以其下属企业杏花楼集团为例：杏花楼集团是以餐饮、酒店、食品加工为一体的大型企业，旗下有众多特色饭店和老字号酒楼；杏花楼集团拥有自己投资建造的四星级酒店南新雅华美达大酒店，拥有房间358套。

图 4:杏花楼集团主要资产



资料来源：网站信息，此处股权比例为直接及间接持股合计数



又如：宝大祥公司原经营百货服饰，建筑面积1.8万平方，1999年随着南京路步行街商业结构调整的全面启动，“宝大祥”这一老字号重新定位、开业，“宝大祥青少年儿童购物中心”以其前所未有的青春活力和童真烂漫的新形象、新经营展现在人们面前。近几年宝大祥正积极尝试连锁化经营，2006年宝大祥奥莱店正式开业，以1至18岁青少年儿童为主要服务对象，营业面积四千余平方米，引进了四十多家青少年儿童消费领域的国际一线品牌。2007年宝大祥五角场旗舰店正式对外开张营业。宝大祥五角场旗舰店拥有1万多平方米的营业面积，以主力店身份入驻33万平方米巨型体量的万达商业广场。

图 5：新世界集团构成



资料来源：新世界集团网站、兴业证券研发中心

根据08年出台的《关于进一步推进上海国资国企改革发展的若干意见》中的规划，“十一五”期间上海要逐步收缩国资委出资监管的企业户数，做优做强国有控股上市公司。按照城市产业发展和国资布局结构调整的要求，优化国有控股上市公司资源，优化上市公司国有股权结构。鼓励企业（集团）走上市发展的道路。符合条件的经营性国资整合注入上市公司，创造条件实现企业（集团）整体上市或核心业务资产上市。

上海的商业资产也一直在不断重组之中，有关上市公司的资产注入预期强烈。当然，资产整合本身涉及因素众多，具体整合重组完全取决于政府、当事人的意志。对股东进一步整合上市公司的预期，只是我们基于逻辑上以及资源条件上的判断。

### 三、现阶段财务特性：走出资本扩张期，财务负担不断减轻

#### 1. 近几年资本扩张期产生的大额财务费用吞噬了公司利润

在A股上市公司中，新世界是典型的“重资产”型公司。在收入达10亿元以上的A股零售企业中，新世界固定资产/总资产占比高达80.03%，远远高于一般的零售企业。作为经营中对物业、商圈依赖程度最高的行业，零售物业高自有比例有利于百货公司的长期稳定经营，但是高比例固定资产带来的高额折旧及财务费用在中、短期内会大量吞噬公司的利润。

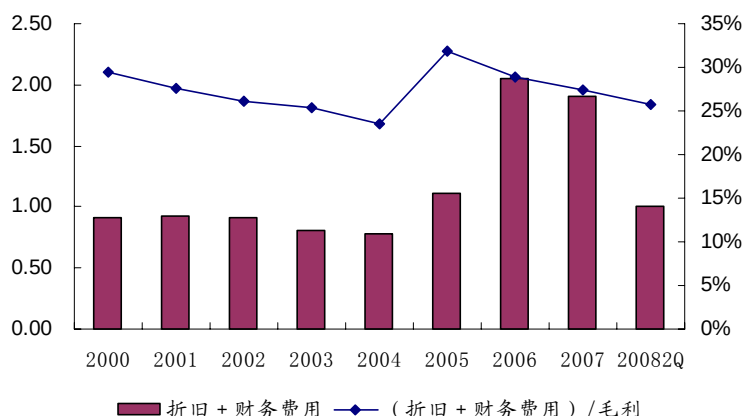
表 5：A 股零售企业指标排名（最高前 10）

| 公司   | 固定资产/总资产<br>(2007 年底) | 公司   | 财务费用/利润总额<br>(2007 年底) |
|------|-----------------------|------|------------------------|
| 新世界  | 80.03%                | 三联商社 | 367.01%                |
| 欧亚集团 | 57.05%                | 武汉中商 | 120.11%                |
| 百联股份 | 55.49%                | 商业城  | 115.05%                |
| 南宁百货 | 52.97%                | 宏图高科 | 102.04%                |
| 南京新百 | 50.73%                | 南京中商 | 67.18%                 |
| 通程控股 | 50.24%                | 南宁百货 | 57.05%                 |
| 重庆百货 | 49.52%                | 新世界  | 44.66%                 |
| 中兴商业 | 46.21%                | 友好集团 | 42.82%                 |
| 大商股份 | 44.47%                | 东百集团 | 39.13%                 |
| 武汉中百 | 43.41%                | 天音控股 | 36.69%                 |

数据来源：wind，兴业研发中心

在2005年新世界购物中心建成后，06，07年因竣工结转计提的折旧费用增加显著。而06，07年由于工程竣工结算的款项支付，银行债务也大量增加。总体来看05-07年是公司历史上财务费用/利润总额占比较高的年份。第二次转型中，由于多年发展利润水平基数的提升，大额的财务费用对利润的影响程度有所降低，但公司财务费用/利润总额仍保持在较高水平上。二次转型的资本开支带来的折旧及财务费用的增量大大吞噬了公司近几年的利润增量。

图 6：折旧及财务费用的增加吞噬了利润



资料来源：兴业证券研发中心



## 2. 降息周期，财务负担降低显著

在08年经济形势发生较大转变后，08年底央行已经给市场以宽松的信贷环境，开始下调贷款利率。可以预见09年仍将处于利率下行通道，10、11年利率预计保持稳定。一般而言，零售企业现金流好，负债率低，受利率波动的影响较小。而公司持续扩张带来了高负债，这使得公司成为在降息周期受益最为显著的零售上市企业之一。保守预计，09年全年利率水平平均比07年下调1个百分点。以公司08年3季度负债18.12亿元的水平计算，则09年财务费用将比08年降低约1800万，折合净利贡献为1350万。

## 3. 进入还贷期，财务压力将持续减轻

2008年公司已经跨过了资本扩张期，我们注意到公司3季度负债水平降低了1个亿。公司目前经营情况良好，经营性现金净流入情况稳定。在没有明确的资本扩张项目的情况下，积极进行还贷是符合股东利益的。以公司07年1.53亿元的利润，0.94亿元的折旧费用，估算可用于还贷的资金约2.5亿元。考虑约5000元用于补充流动资，预计自09年开始每年用于还款的金额可达2亿元。按照5%的短期贷款利率估算，则每年财务费用可降低1000万，折净利贡献为增加750万。

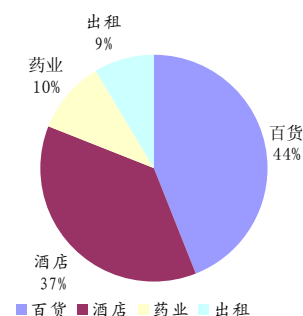
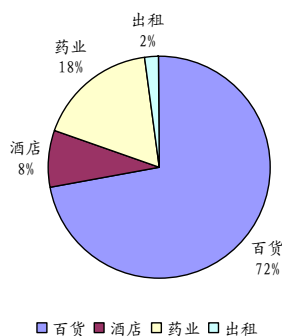
综上，09-11年财务费用降低给公司贡献的净利润分别为2100万，750万，750万。以08年预测的约1.74亿元的净利基础计算，在静态情况下09年仅财务费用的减少就会带来12%左右的净利增长率。

## 四、公司具体业务分析

### （一）百货、酒店是公司的主要利润来源

公司的主营业务由商业（百货及药业）、酒店、物业出租构成，截至2008年中期具体的收入和毛利构成如下。2008年蔡同德药堂新并表，该子公司收入较大但毛利率低。因此，与07年相比，公司综合毛利率出现明显下降。

图 7: 公司收入及毛利构成图（2008 年中期）



资料来源: 兴业研发中心

## (二) 具体业务分析

### 1. 百货业务：转型初步完成

(1) **二次转型初步完成**。2006 - 2008是公司的品牌调整期。公司在业态布局与经营模式上实现了购物中心转型后，在百货业务方面着力提升定位和档次，以实现二次转型下的内涵增长。近三年由于高端品牌资源竞争激烈，公司为引进高端品牌，在联营佣金的折扣率上给予了优惠，这直接导致了毛利率的下降。我们预计09年整体经济环境难以快速出现明显好转，公司促销活动应当较多。预计全年毛利水平在08年基础上略有下滑。10 - 11年，随着宏观经济向好，在促销活动减少和对品牌掌控与谈判能力增强的双重作用下，公司的毛利率将进入一个稳步的上升通道。

图 8：新世界百货业务调整情况

|         | 调整前      | 调整后             |
|---------|----------|-----------------|
| 经营面积    | 4.95 万   | 7.44 万          |
| 目标客户    | 一般大众，游客  | 商务白领、时尚青年，游客    |
| 定位      | 大众，中低档百货 | 精品、时尚，中高档百货     |
| 陈设      | 开放式，简单   | 门厅式，雅致          |
| 服务与体验组合 | 购物单一体验   | 购物 + 娱乐 + 餐饮多元化 |

资料来源：兴业研发中心

(2) **受益于10年的世博会，百货业务业绩有望明显提升**。公司作为南京路上的主流零售商直接受益于世博会。目前公司已经申请了世博商品的特许经营点。预计公司百货主营业务的09 - 11年收入增速约为10%，18%，5%。

表 6：百货业务部分盈利预测

|        | 2006 年  | 2007 年  | 2008E   | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入   | 147,198 | 154,482 | 173,020 | 190,322 | 224,580 | 235,809 |
| 增长率    | 19%     | 5%      | 12%     | 10%     | 18%     | 5%      |
| 毛利率    | 18.00%  | 21.14%  | 20.50%  | 20.00%  | 21.90%  | 22.00%  |
| 主营成本   | 120,709 | 121,827 | 137,551 | 152,257 | 175,397 | 183,931 |
| 其他业务收入 | 16,326  | 12,707  | 14,451  | 14,845  | 15,721  | 16,507  |
| 其他业务成本 | 850     | 97      | 90      | 90      | 90      | 90      |
| 综合毛利率  | 25.66%  | 27.07%  | 26.58%  | 25.74%  | 26.97%  | 27.07%  |
| 税金     | 1,847   | 1,796   | 2,006   | 2,149   | 2,437   | 2,559   |
| 期间费用   | 32,087  | 28,793  | 32,119  | 32,151  | 37,938  | 38,697  |
| 利润总额   | 8,128   | 14,546  | 15,705  | 18,520  | 24,439  | 27,039  |
| 净利润贡献  | 6,985   | 10,416  | 11,779  | 13,890  | 18,329  | 20,279  |
| 股数     | 53,180  | 53,180  | 53,180  | 53,180  | 53,180  | 53,180  |
| eps 贡献 | 0.13    | 0.20    | 0.22    | 0.26    | 0.34    | 0.38    |

资料来源：兴业证券研发中心

### 2. 酒店业务：2010 年业绩有望大幅增长

#### (1) 酒店基本情况

新世界目前持有丽笙酒店100%股权。丽笙酒店为五星级旅游饭店，建筑面积6万平方米，2005年6月投入运营。2005年丽笙酒店由卡尔森环球酒店集团亚太管理，卡尔森从收入中提取一定的管理费。卡尔森是美国最大的私营酒店管理集团，在中国有七家酒店，新世界丽笙是其在中国的旗舰店。

从丽笙酒店的运营情况来看，由于酒店位置好，开业后很快进入稳定经营期。

07年入住率约为70%。08年上半年酒店经营情况较好,实现同比增长约10%,08年下半年受奥运签证受限影响及经济环境的变化,上海入境游客和商务会议减少,入住率明显减少。预计08、09年丽笙酒店全年收入增长率为-2%, -5%。

## (2) 10年酒店业务有望业绩大幅增长

世博会的开园将给上海在长时间内带来大量人流,公司10年的酒店收入有望出现大幅度的提升,增长率预计达到35%左右。据此测算,2010年公司酒店年业绩将增长91%。2011年由于房价回落及客流的同比减少预计收入同比回落16%,但与09年相比,收入增长率为13%左右。

**表 7: 酒店部分盈利预测**

|            | 2006 年 | 2007 年 | 2008E  | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入 (万元)    | 20,509 | 20,313 | 19,907 | 18,911 | 25,530 | 21,445 |
| 增长率        | 0.00%  | 0.00%  | -2.00% | -5.00% | 35.00% | -16%   |
| 毛利率        | 93.95% | 93.95% | 93.95% | 94.00% | 94.00% | 94%    |
| 成本(万元)     | 1,207  | 1,228  | 1,203  | 1,143  | 1,532  | 1,287  |
| 税金 (万元)    | 1,025  | 1,016  | 995    | 946    | 1,277  | 1,072  |
| 总运营费用 (万元) | 13,269 | 13,254 | 13,254 | 13,254 | 15,905 | 13,454 |
| 利润率        | 24.4%  | 23.7%  | 22.4%  | 18.9%  | 26.7%  | 26.3%  |
| 利润总额 (万元)  | 5,007  | 4,815  | 4,454  | 3,568  | 6,817  | 5,632  |
| 净利润贡献 (万元) | 3,355  | 3,226  | 3,340  | 2,676  | 5,113  | 4,224  |
| 总股本 (万股)   | 53,180 | 53,180 | 53,180 | 53,180 | 53,180 | 53,180 |
| eps 贡献 (元) | 0.06   | 0.06   | 0.06   | 0.05   | 0.10   | 0.08   |

资料来源: 兴业研发中心

## 3. 蔡同德堂业务: 平稳发展

上海蔡同德药业有限公司是上海药材行业著名的百年老企业。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%。蔡同得剩余的40%股权为新世界集团所持有。

自新世界股份控股以来,蔡同德收入利润都有所提升。08年蔡同德实现营业收入5亿元左右,净利润约1600万元。预计09-11年蔡同德的收入能保持每年8%的增长,09-11年蔡同德堂的净利润预计为1670万元,1740万元,1810万元。

**表 8: 药业部分盈利预测**

|            | 2006 年 | 2007 年 | 2008E  | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入 (万元)    | 37,758 | NA     | 51,000 | 56,160 | 60,653 | 65,505 |
| 增长率        | NA     | NA     | NA     | 8%     | 8%     | 8%     |
| 毛利率        | 12.00% | NA     | 12.00% | 12.00% | 12.00% | 12.00% |
| 成本(万元)     | 30,538 | NA     | 45,760 | 49,421 | 53,374 | 57,644 |
| 税金 (万元)    | 189    | NA     | 260    | 281    | 303    | 328    |
| 总运营费用 (万元) | 3000   | NA     | 3847   | 4231   | 4654   | 5120   |
| 利润率        | 1.4%   | NA     | 4.1%   | 4.0%   | 3.8%   | 3.7%   |
| 利润总额 (万元)  | 531    | NA     | 2,133  | 2,227  | 2,321  | 2,413  |
| 净利润贡献 (万元) | 356    | NA     | 1,600  | 1,670  | 1,740  | 1,810  |
| 总股本 (万股)   | 53,180 | NA     | 53,182 | 53,183 | 53,184 | 53,185 |
| eps 贡献 (元) | 0.00   | NA     | 0.03   | 0.03   | 0.03   | 0.03   |

资料来源: 兴业证券研发中心

说明: 2007年蔡同德未并表,公司未披露相关数据。

#### 4. 出租业务：保持稳定

##### (1) 主要出租项目

新世界主要租金来源包括新世界影城、新世界冰上乐园、餐饮服务项目、15-18层的部分写字楼，地下车库等。总体上这些项目的租金收入都较为稳定。

**表 9：主要租赁项目的租金情况**

| 项目        | 进驻时间        | 建筑面积（平方米） | 盈利方式      | 标准（万/年）  |
|-----------|-------------|-----------|-----------|----------|
| 上影华威影城    | 2005 年 10 月 | 8000      | 租金        | 420 万/年  |
| SEGA 电玩   | 2005 年 12 月 | 8500      | 租金 + 收入分成 | 400 万    |
| 杜沙夫人蜡像馆   | 2006 年      | 9200      | 租金 + 其他   | 前 10 年免租 |
| 溜冰场       | 2005 年 5 月  | 400       | 租金        | NA       |
| 停车场       | 2005 年      | 5000      | 租金        | 10/小时    |
| 写字楼（出租部分） | 2005 年      | 5000      | 租金        | NA       |
| 餐饮与其他     | 2005 年      | 5000      | 租金        | NA       |
| 合计        |             | 约 40000 平 |           |          |

资料来源：兴业研发中心

(2) 未来出租业务收入仍将维持稳定。目前公司年租金收入约在4700万元左右，总的租赁物业面积约4万左右。由于下属物业公司在05-08年享受税收减免，物业公司一度成为公司避税平台。我们以租赁物业面积为依据，考虑其承担的物业折旧及相关财务费用后，测算了公司租赁业务的实际盈利情况。总体来看，由于以优惠价格引进长期大型娱乐项目的面积占比较大，公司出租物业的盈利水平欠佳。中期内租金仍将维持在较为稳定的水平。

**表 10：出租业务部分盈利预测**

|           | 2006 年 | 2007 年 | 2008E  | 2009E  | 2010E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入（万元）    | 5,978  | 4,782  | 4,782  | 4,782  | 4,782  |
| 增长率       | -      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 毛利率       | 99.67% | 99.58% | 99.58% | 99.58% | 99.58% |
| 成本（万元）    | 20     | 20     | 20     | 20     | 20     |
| 税金（万元）    | 0      | 0      | 239    | 239    | 239    |
| 总运营费用（万元） | 4,226  | 3,991  | 3,977  | 3,536  | 3,379  |
| 利润率       | 29.0%  | 16.1%  | 11.4%  | 20.6%  | 23.9%  |
| 利润总额（万元）  | 1,732  | 771    | 546    | 987    | 1,144  |
| 净利润贡献（万元） | 1,732  | 771    | 409    | 740    | 858    |
| eps 贡献（元） | 0.03   | 0.01   | 0.01   | 0.01   | 0.02   |

资料来源：兴业研发中心

#### 五、盈利预测

##### 盈利预测：

采取分部预测法。公司物业全部在上市公司，折旧的帐务处理及财务费用全部由上市公司承担。在酒店与物业经营中，物业成本是重要组成部分。据了解上市公司以管理费等形式向丽笙酒店收取物业的使用租金，具体金额不详。我们认为仅从现有子公司净利来看并不一定能准确反映业务的实际盈利能力和业务投资回报情况。

我们以现金流特性为基础，对百货、租赁、酒店三类业务的经营面积占比为

分摊依据(50%, 21%, 29%), 在分摊折旧费用和财务费用的基础上对三类业务进行了分拆盈利预测。其中酒店业务与上市公司的内部租金, 暂按照内部租金恰好等同于其承担的折旧及财务费用假定。

#### 主要假设:

1. 百货主营业务2008-2011年的销售增长率分别为: 12%, 10%, 18%, 5%。百货其他业务收入预计保持在主营收入7%左右的比例。
3. 蔡同德药堂2008-2011保持较为稳定的增长8%。
4. 09年酒店业务略有下滑, 世博会期间爆发性增长, 世博会后出现恢复性同比下降。2008-2011年销售增长分别为-2%, -5%, 35%, -16%。
5. 租赁业务收入保持稳定。
6. 2009-2011年每年偿还贷款约2亿元。2009年利率处于下行通道, 10年-11年利率水平保持稳定, 公司总体财务费用呈下降趋势。

具体各部分盈利预测见前, 盈利预测结果如下:

表 11: 盈利预测结果表

|         | 2006    | 2007    | 2008E   | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 公司收入    | 208,890 | 192,284 | 264,159 | 285,020 | 331,266 | 344,048 |
| 公司收入增长  | 25.55%  | -7.95%  | 37.38%  | 7.90%   | 16.23%  | 3.86%   |
| 公司综合毛利率 | 33.91%  | 35.94%  | 30.11%  | 28.80%  | 30.44%  | 29.38%  |
| 公司eps   | 0.25    | 0.29    | 0.32    | 0.36    | 0.50    | 0.52    |
| eps增长率  | 16.75%  | 14.39%  | 9.87%   | 13.37%  | 38.38%  | 4.82%   |
| 业务分拆预测  |         |         |         |         |         |         |
| 百货业务    |         |         |         |         |         |         |
| 收入      | 163,524 | 167,189 | 187,471 | 205,167 | 240,300 | 252,315 |
| 收入增长    | 76.93%  | 2.24%   | 12.13%  | 9.44%   | 17.12%  | 5.00%   |
| 综合毛利率   | 25.66%  | 27.07%  | 26.58%  | 25.74%  | 26.97%  | 27.07%  |
| eps     | 0.13    | 0.20    | 0.22    | 0.26    | 0.34    | 0.38    |
| 酒店业务    |         |         |         |         |         |         |
| 收入      | 20,509  | 20,313  | 19,907  | 18,911  | 25,530  | 21,446  |
| 收入增长    | 0.00%   | 0.00%   | -2.00%  | -5.00%  | 35.00%  | -16.00% |
| 毛利率     | 93.95%  | 93.95%  | 93.95%  | 94.00%  | 94.00%  | 94.00%  |
| eps     | 0.06    | 0.06    | 0.06    | 0.05    | 0.10    | 0.08    |
| 药业业务    |         |         |         |         |         |         |
| 收入      | 37,758  | -       | 52,000  | 56,160  | 60,653  | 65,505  |
| 收入增长    | 0.00%   | -       | -       | 8.00%   | 8.00%   | 8.00%   |
| 毛利率     | 12.00%  | -       | 12.00%  | 12.00%  | 12.00%  | 12.00%  |
| eps     | 0.00    | -       | 0.03    | 0.03    | 0.03    | 0.03    |
| 出租业务    |         |         |         |         |         |         |
| 收入      | 5,978   | 4,782   | 4,782   | 4,782   | 4,782   | 4,782   |
| 收入增长    | 0.00%   | -20.01% | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%   |
| 毛利率     | 99.00%  | 99.00%  | 99.00%  | 99.00%  | 99.00%  | 99.00%  |
| eps     | 0.03    | 0.01    | 0.01    | 0.01    | 0.02    | 0.02    |

来源: 兴业证券研发中心

## 六.估值与投资建议

### 1. 市盈率估值法

参考相关行业的现有市盈率水平，我们对各项业务分别进行了估值，具体见下表。估值结果：09-11年分别为8.69元、12.00元、12.57元。

**表 12: 估值预测表**

|     | EPS   |       |       |       | PE        | 估值    |       |       |
|-----|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|
|     | 2008E | 2009E | 2010E | 2011E |           | 2009E | 2010E | 2011E |
| 百货  | 0.22  | 0.26  | 0.34  | 0.38  | <b>25</b> | 6.53  | 8.62  | 9.53  |
| 酒店  | 0.06  | 0.05  | 0.10  | 0.08  | <b>25</b> | 1.26  | 2.40  | 1.99  |
| 蔡同德 | 0.03  | 0.03  | 0.03  | 0.03  | <b>20</b> | 0.63  | 0.65  | 0.68  |
| 出租  | 0.01  | 0.01  | 0.02  | 0.02  | <b>20</b> | 0.28  | 0.32  | 0.37  |
| 合计  | 0.32  | 0.36  | 0.50  | 0.52  |           | 8.69  | 12.00 | 12.57 |

资料来源：兴业研发中心

### 2. 重估资产净值法

新世界物业总面积为21万平米，按每平米2.8万元计算，物业价值为58.8亿元，重估增值27.49亿元。重估后每股净资产为8.26元。按1倍的市净率，折股价8.26元。

**表 13: 重估资产价值预测**

|            |       |
|------------|-------|
| 物业市值（亿元）   | 58.8  |
| 物业账面价值（亿元） | 31.31 |
| 物业重估增值（亿元） | 27.49 |
| 账面净资产（亿元）  | 16.44 |
| 重估后净资产(亿元) | 43.93 |
| 总股本（亿股）    | 5.32  |
| 重估后每股净资产   | 8.26  |

资料来源：兴业研发中心

综上，预计公司08-11年的EPS分别为0.32元，0.35元，0.50元，0.52元。以10年业绩为估值基础，参考目前估值水平，我们认为公司2010年股价的合理区间为12.00±0.5元。公司所在商圈经济价值突出，成熟度较高。从长期来看，公司是一个较好的防御性品种，8.26元/股是公司的安全边际。短期来看，10年世博会将给公司带来业绩大幅增长的机会，具有较好的投资价值，首次给予“推荐”评级。

风险提示：由于政治、经济等各种因素，世博会人流量大大低于预期水平，致使公司2010年大幅增长无法实现。



## 附件：公司基本情况

### 一、发展历程：两次转型，发展成如今的新世界综合消费圈

上海新世界原址为解放前上海四大名店之一的“大新公司”，1988年创建为上海新世界股份有限公司，其核心业务为商品零售和批发。2007年底，公司净资产达到16.44亿元，净利润达到1.53亿元。无论资产规模还是盈利能力，均有数十倍的增长。

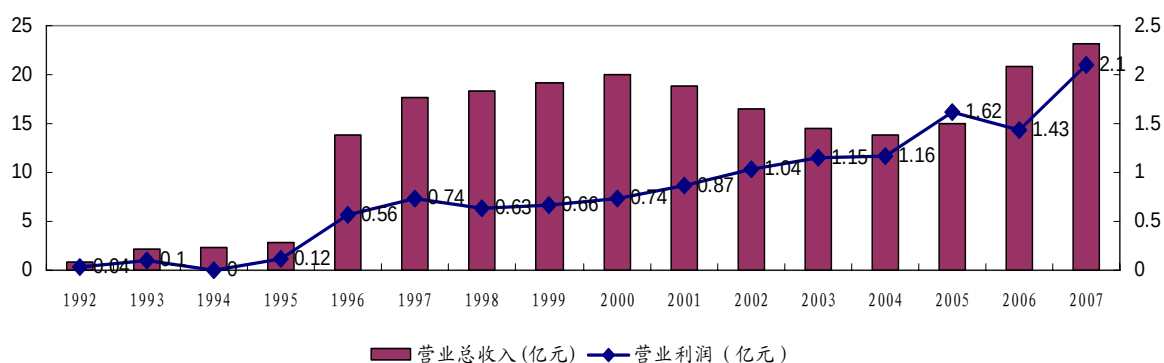
**1995年从传统百货向现代百货的转型。**1992年公司就认识到购物环境和商场规模对现代百货零售企业的重要性。1993年公司进行了本部停业爆破重建，并于1995年底建成了面积为75000平方米新世界城。公司成为上海百货业的翘楚，“十里南京路，一个新世界”响彻上海。

公司经营面积扩大及购物环境的改善直接带来95年后公司营业收入与净利润出现大幅度暴增，这主要是由于公司地处黄金地段且为原有地点重建，因此基本上没有培育期。

2000年后随着商圈内竞争的日益激烈，以及其他商家在购物环境及服务的相继转型，公司的优势不再存在。同时由于公司批发业务的退出，在01年至04年期间公司收入不断出现下滑。

**2005年从百货向购物中心模式转型。**2000年，公司意识到新世界城的营业功能仅定于商业零售，已跟不上跨世纪经营发展的需求。为适应南京路步行街开通及国际大都市商务中心发展的需要，公司积极引进购物中心的开发理念，在2000-2004年中，不断的建设投入和进行了一系列的收购。2005年面积21万平方的新世界消费圈顺利建设完成并投入使用。新世界成为南京路第一座集购物、娱乐、餐饮、休闲为一体的大型多功能“购物中心”。新世界的服务内容，也从原来单一的购物，扩大综合消费服务，给消费者全新的消费体验。2005年后公司百货业务经营面积扩大了2.8万平方米，公司收入、净利润出现明显上升。购物中心模式为公司打开了新的增长空间，近几年公司一直致力于不断调整购物中心的百货定位，努力提升百货档次，增强后续内涵增长力。

图 8:1992-2007 历年收入、营业利润变动情况



注：考虑到收入的可比性，07 年收入中纳入了蔡同德堂的收入。

| 年份     | 收购标的           | 用途         | 面积        | 出让方                    |
|--------|----------------|------------|-----------|------------------------|
| 2002.9 | 远东娱乐城          | 扩建新世界城     | 55000 (平) | 大光明集团                  |
| 2003.4 | 扬州饭店           | 改造修建丽笙酒店大堂 | 3858 (平)  | 华育置业(90%),<br>国诚房产 10% |
| 2004.4 | 新世界项目公司股权 42 % | 修建丽笙酒店主体部分 | 60000 (平) | 爱建集团                   |
| 2005.4 | 新世界项目公司股权 50 % |            |           | 汇通公司 (48%),<br>黄房实业    |

| 功能部分   | 位置                           | 内容                                                                                                           |
|--------|------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 购物广场   | 商场 1-8 楼                     | 位于新世界城一至八楼，一楼精品百货楼，二楼职业女装楼，三楼淑女服饰楼，四楼绅士服饰楼，五楼休闲服饰楼，六楼名店运动楼，七楼现代居家楼，八楼儿童用品楼。                                  |
| 文化游艺广场 | 商场 6、9-12 楼                  | 新世界城六楼真冰溜冰场，九楼新世界世嘉游艺竞技场，十楼上海杜莎夫人蜡像馆，十一楼上海歌城，十二楼上影华威电影城。                                                     |
| 美食休闲广场 | 地下室、12 楼，1-9 层新世界城“L”型区域（部分） | 地下室美食休闲楼的肯德基、永和大王、屈臣氏超市等，二楼味千拉面、麻布十番茶坊，三楼一茶一座、中岛咖啡、星巴克咖啡，四楼新概念火锅料理，五楼西堤牛排，六楼荣福记茶餐厅，九楼巴贝拉意式休闲餐厅，十二楼新世界紫澜门大酒店。 |
| 丽笙大酒店  | 酒店                           | 五星级旅游饭店                                                                                                      |
| 写字楼    | 13-17 楼                      | 设备、自用、出租                                                                                                     |

城市社会消费品零售总额规模-增长矩阵

社会总额(亿元)

19

18

17

16

15

14

13

12

11

10

500

1000

1500

2000

2500

3000

3500

合肥

长沙

济南

无锡

苏州

深圳

乌鲁木齐

西安

南昌

昆明

郑州

宁波

青岛

南京

重庆

成都

武汉

天津

杭州

沈阳

大连

哈尔滨

太原

兰州

长春

银川

海口

贵阳

西宁

石家庄

广州

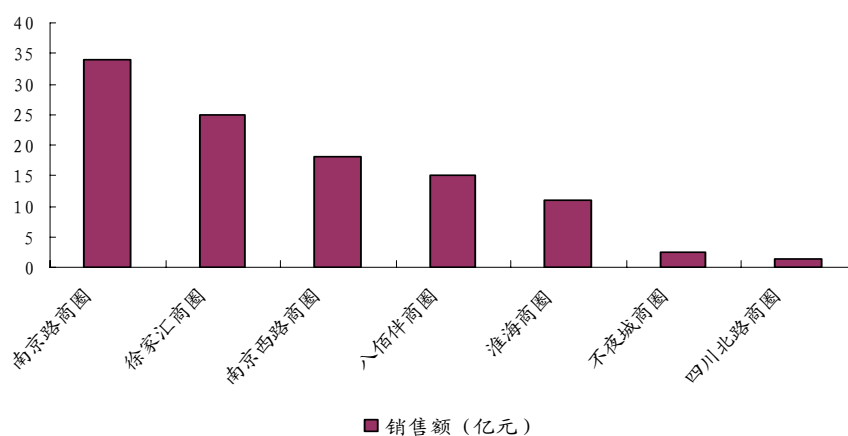
上海

北京

- 16 -

**上海商圈首属南京路。**南京路商圈是上海最为繁华的市级商圈。近几年来，随着上海城市商业副中心的商圈经过一系列的改造，一些大型的商圈逐渐形成。如五角场商圈、中山公园商圈、百联中环广场商圈等，其中：五角场商圈商业面积达到了30多万平方米，中环广场商业面积为20多万平方米，中山公园商圈仅龙之梦购物中心的商业面积就达到了24万平方米左右。这些新崛起的商圈成为上海商业的新亮点，也分流了部分传统商圈的客流。但是南京路“中华第一街”的地位仍是难以撼动的，传统的积淀、现代的发展不断为这一传统商圈增加了新的魅力与活力。根据上海消费市场信息快速反应系统监测样本显示，南京路商圈仍然是上海销售额最大的商圈。由于数据所限这里显示的为2007年1-5月上海各市级商圈的销售额，虽然不能直接反映各商圈的全年销售能力，但是各商圈的销售能力相对水平差异是明显的。

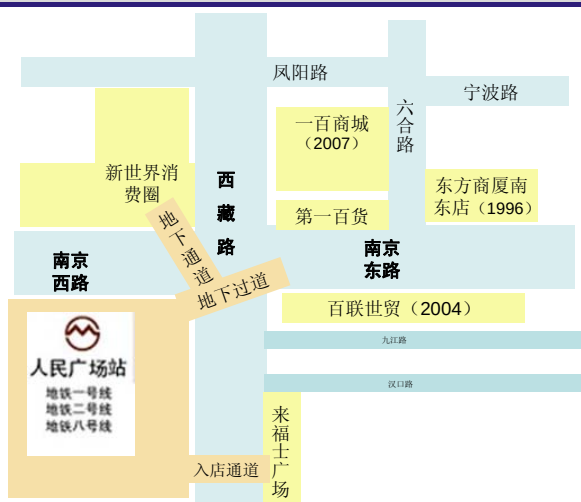
图 10:上海的主要市级商圈及销售能力比较



资料来源：上海消费市场信息快速反应系统

**公司所处的南京路人民广场小商圈是南京路商圈核心所在。**南京路人民广场小商圈是指南京东路近西藏路口处。地理位置极为优越，仅轨道交通方式全日集散的客流总量约为 28.9 万人次，占人民广场地区公交客流集散总量 56.4%，其中人民广场站的集散客流量为 18.1 万人次/日，约占地铁一号线全线集散客流量的 17.6%，人民公园站集散客流量为 10.9 万人次/日，约占地铁二号线全线集散客流量的 24.8%。地铁一、二号线之间换乘客流量分别为 3.3 万人次/日和 3.9 万人次/日；2007 年 12 月 M8 线已经开通，人民广场成为三条地铁的汇集处，人流量极大。这里沪上知名商厦林立，能排进沪上单体商厦规模排名前十的就有三家。新世界（第二）、第一百货（第七）、东方商厦南东店（第十）。

图 11:人民广场南京路商圈简图



资料来源：兴业证券研发中心

## 2.圈内具有领先优势

商圈内新世界面临着日益激烈的竞争。目前在公司周边分布着第一百货、一百商城、东方商厦南东店，来福士广场、百联世贸广场等店面。来福士广场，定位较为年轻、时尚，销售规模较小。百联世贸，定位较为高档、前卫，目前尚处于培育期。第一百货08年刚完成重新装修，一百商城是07年新建完成并与第一百货连通，两者实际上形成了一个大体量的百货及购物中心综合体。第一百货装修后品牌也有所调整，增加了不少年轻化品牌，但是在品牌的档次上仍与新世界有所差距。新一百商城虽然以购物中心模式经营，但目前还处于培育期，且地理位置也在该商圈中不占优势。与竞争对手相比，新世界的优势主要在三个方面（1）高知名度。一方面历史品牌积淀，“十里南京路一个新世界”已经深入人心，另一方面由于引进了杜沙夫人蜡像馆这类国内唯一的娱乐项目，因此知名度要大大高于商圈内其他百货或购物中心。（2）位置优势。新世界距离地铁枢纽最近，且有地下通道能直通入店。（3）综合性最强。经过多年的经营，新世界无论是从零售商品品类的齐备性（如名品运动城、儿童城等），还是购物中心的娱乐性（如蜡像馆、电玩城，影院）上都要远胜于周边的店面，因此最能满足现在综合性消费需求。

表 16: 圈内竞争力评价

| 竞争力评价     | 业态先进性   | 位置优越性 | 规模      | 定位准确性 | 综合评价 |
|-----------|---------|-------|---------|-------|------|
| 新世界       | 5（购物中心） | 5     | 5（21万）  | 4     | 19   |
| 第一百货      | 5（百货）   | 5     | 3（2.5万） | 4     | 17   |
| 东方商厦（南东店） | 4（百货）   | 4     | 3（3万）   | 4     | 15   |
| 一百商城      | 5（购物中心） | 3     | 4（5万）   | 4     | 16   |
| 百联世贸      | 4（购物中心） | 4     | 5（10万）  | 4     | 17   |

资料来源：兴业证券研发中心

附表：资产负债表、利润表和现金流量表预测

| 资产负债表          |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位: 百万元        | 2007A | 2008E | 2009E | 2010E |
| <b>流动资产</b>    | 468   | 471   | 487   | 503   |
| 货币资金           | 251   | 245   | 248   | 251   |
| 交易性金融资产        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款           | 78    | 115   | 125   | 135   |
| 其他应收款          | 40    | 20    | 20    | 20    |
| 存货             | 97    | 78    | 80    | 82    |
| <b>非流动资产</b>   | 3540  | 3414  | 3308  | 3201  |
| 可供出售金融资产       | 38    | 18    | 18    | 18    |
| 长期股权投资         | 72    | 69    | 66    | 63    |
| 投资性房地产         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 3207  | 3191  | 3087  | 2984  |
| 在建工程           | 86    | 0     | 0     | 0     |
| 油气资产           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 121   | 121   | 121   | 121   |
| <b>资产总计</b>    | 4008  | 3886  | 3795  | 3704  |
| <b>流动负债</b>    | 2380  | 2177  | 1972  | 1694  |
| 短期借款           | 1348  | 1526  | 1495  | 1215  |
| 应付票据           | 24    | 4     | 4     | 4     |
| 应付账款           | 314   | 267   | 277   | 280   |
| 其他             | 694   | 380   | 196   | 195   |
| <b>非流动负债</b>   | 38    | 14    | 14    | 14    |
| 长期借款           | 20    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 18    | 14    | 14    | 14    |
| <b>负债合计</b>    | 2418  | 2191  | 1986  | 1708  |
| 股本             | 532   | 532   | 532   | 532   |
| 资本公积           | 483   | 483   | 483   | 483   |
| 未分配利润          | 400   | 499   | 607   | 787   |
| 少数股东权益         | 28    | 34    | 41    | 48    |
| <b>股东权益合计</b>  | 1589  | 1694  | 1809  | 1996  |
| <b>负债及权益合计</b> | 4008  | 3886  | 3795  | 3704  |

| 现金流量表             |       |       |       |       |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位: 百万元           | 2007A | 2008E | 2009E | 2010E |
| 净利润               | 153   | 168   | 188   | 267   |
| 折旧和摊销             | 94    | 98    | 98    | 98    |
| 资产减值准备            | -3    | -11   | 0     | 0     |
| 无形资产摊销            | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动损失          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 财务费用              | 96    | 95    | 78    | 63    |
| 投资损失              | -2    | 4     | 0     | 0     |
| 少数股东损益            | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金的变动           | -110  | -158  | -8    | -9    |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 232   | 206   | 368   | 431   |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -19   | 19    | 3     | 3     |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | -135  | -232  | -368  | -431  |
| 现金净变动             | 8     | -6    | 3     | 3     |
| 现金的期初余额           | 243   | 251   | 245   | 248   |
| 现金的期末余额           | 251   | 245   | 248   | 251   |

| 利润表             |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位: 百万元         | 2007A | 2008E | 2009E | 2010E |
| <b>营业收入</b>     | 1923  | 2850  | 3313  | 3441  |
| 营业成本            | 1232  | 1846  | 2029  | 2304  |
| 营业税金及附加         | 29    | 35    | 36    | 43    |
| 销售费用            | 89    | 107   | 113   | 118   |
| 管理费用            | 276   | 329   | 345   | 434   |
| 财务费用            | 96    | 95    | 78    | 63    |
| 资产减值损失          | -8    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益            | 2     | -4    | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 212   | 225   | 249   | 351   |
| 营业外收入           | 3     | 1     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 0     | 2     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 215   | 224   | 249   | 351   |
| 所得税             | 62    | 49    | 55    | 77    |
| <b>净利润</b>      | 153   | 174   | 195   | 274   |
| 少数股东损益          | 0     | 6     | 7     | 7     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 153   | 168   | 188   | 267   |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.29  | 0.32  | 0.35  | 0.50  |

| 主要财务比率         |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
|                | 2007A | 2008E | 2009E | 2010E |
| <b>成长性(%)</b>  |       |       |       |       |
| 营业收入增长率        | -7.9% | 37.4% | 7.9%  | 16.2% |
| 营业利润增长率        | 49.4% | 5.9%  | 11.1% | 40.8% |
| 净利润增长率         | 14.3% | 13.9% | 11.5% | 40.8% |
| <b>盈利能力(%)</b> |       |       |       |       |
| 毛利率            | 35.9% | 30.1% | 28.8% | 30.4% |
| 净利率            | 8.0%  | 6.4%  | 6.6%  | 8.1%  |
| ROE            | 9.8%  | 10.1% | 10.6% | 13.7% |

|                 |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>偿债能力(%)</b>  |       |       |       |       |
| 资产负债率           | 60%   | 56%   | 52%   | 46%   |
| 流动比率            | 0.20  | 0.22  | 0.25  | 0.30  |
| 速动比率            | 0.16  | 0.18  | 0.21  | 0.25  |
| <b>营运能力(次)</b>  |       |       |       |       |
| 资产周转率           | 0.48  | 0.68  | 0.75  | 0.89  |
| 应收帐款周转率         | 27.41 | 26.56 | 23.68 | 25.41 |
| <b>每股资料 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 0.29  | 0.32  | 0.35  | 0.50  |
| 每股经营现金          | 0.83  | 0.39  | 0.69  | 0.81  |
| 每股净资产           | 2.94  | 3.12  | 3.33  | 3.66  |
| <b>估值比率 (倍)</b> |       |       |       |       |
| PE              | 30.99 | 28.24 | 25.24 | 17.78 |
| PB              | 3.04  | 2.86  | 2.68  | 2.44  |

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%  
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间  
观 望: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间  
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

## 机构销售部

### 机构销售负责人

郭 锐 电话: 021-68419393-1026 Email: guor@xyzq.com.cn

### 上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-68419393-1034 Email: dengyp@xyzq.com.cn

朱元戩 电话: 021-68419393-1028 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

### 北京地区销售经理

严长胜 电话: 021-68419393-1030 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-68419393-1029 Email: hanyh@xyzq.com.cn

### 广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-68419393-1030 Email: yancs@xyzq.com.cn

雒雅梅 电话: 021-68419393-1207 Email: luoyym@xyzq.com.cn

### 研究报告发布

杨 忱 电话: 021-68419393-1049 Email: yangc@xyzq.com.cn

## 重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。