

业绩增长来源于费用的下滑

——09 年中报点评

报告关键点：

- 2010年公司酒店、百货业务将受益于世博会，蔡同德堂业绩也有望大幅增长。
- 目前股价已经基本反映了重组和世博会的利好因素，给予中性-A的投资评级。

报告摘要：

- 上半年，新世界分别实现收入和净利润13.27亿元和1.04亿元，在收入仅增长3.3%的情况下，净利润增长11%，每股收益0.20元。
- 一季度收入基本持平，净利润下滑7.4%，二季度收入增长6.6%，净利润增长32%。二季度单季度的净利润率达到了9.88%，单季度净利润率为06年以来的最高，要高于百货业行业最景气的07年下半年和08年上半年。
- 二季度净利润率的高企主要来源于费用率的大幅下滑，经营费用率（管理费用+销售费用）下滑4.87个百分点。费用率的大幅下滑来源于利润的正常释放、还是严峻经济形势下费用的控制、抑或其他原因，是否具有可持续性有待观察。
- 从业务细项看，上半年酒店业务收入和利润分别下滑34%和87%，净利润从1995万下滑到252万。联营企业世嘉游艺减亏100万，大部分来自于租金费用的下滑。控股60%的蔡同德堂3月份以来停业装修。因此，净利润增长主要来源于百货业务和物业出租业务。
- 我们微调09年的盈利预测至0.36元，2010年公司的酒店和百货业务将明显受益于世博会，预计每股收益0.43元，09和10年 PE分别达到35倍和30倍。近期上海的商业整合有加快迹象，股价上已有体现，我们给与中性-A的投资评级。

评级：
中性-A

上次评级： 增持-B

目标价格：
12.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 11.00 元

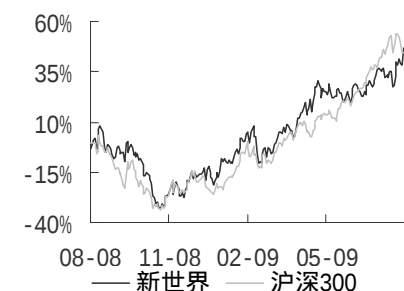
现价： 12.77 元

报告日期：
2009-08-11

市场数据

总市值(百万元)	6,791.08
流通市值(百万元)	5,433.47
总股本(百万股)	531.80
流通股本(百万股)	425.49
12 个月最高/最低	5.72/13.11 元
十大流通股东(%)	23.80%
股东户数	68,698

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.79	(9.81)	2.24
绝对收益	10.09	20.25	46.51

研究员

吴美萍
高级行业分析师

021-68765936

wump@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,922.8	2,654.6	2,840.4	3,124.5	3,343.2
Growth(%)	-7.9%	38.1%	7.0%	10.0%	7.0%
净利润	153.1	162.9	191.2	235.8	252.1
Growth(%)	14.4%	6.4%	17.4%	23.3%	6.9%
毛利率(%)	35.9%	30.4%	26.9%	30.0%	29.0%
净利润率(%)	8.0%	6.1%	6.7%	7.5%	7.5%
每股收益(元)	0.29	0.31	0.36	0.44	0.47
每股净资产(元)	2.99	3.14	3.42	3.78	4.06
市盈率	44.4	41.7	35.5	28.8	26.9
市净率	4.3	4.1	3.7	3.4	3.1
净资产收益率(%)	9.6%	10.1%	10.5%	11.7%	11.7%
ROIC(%)	8.5%	8.9%	8.4%	8.9%	9.4%
EV/EBITDA	20.6	18.9	18.6	16.0	15.1
股息收益率	1.0%	1.0%	0.6%	0.7%	1.5%

前期研究成果

新世界：促销导致毛利率大幅下滑

2009-04-28

新世界：销售好于预期 联动促销显优势

2009-03-10

新世界：促销效应递减 防御性依旧良好

2009-02-23

财务报表预测和估值数据汇总
单位 百万元 模型更新时间 2009-8-10

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,922.8	2,654.6	2,840.4	3,124.5	3,343.2	成长性					
减: 营业成本	1,231.7	1,848.4	2,076.4	2,187.1	2,373.7	营业收入增长率	-7.9%	38.1%	7.0%	10.0%	7.0%
营业税费	29.4	36.7	38.9	43.1	45.8	营业利润增长率	49.4%	8.4%	10.9%	23.3%	6.9%
销售费用	88.6	129.3	125.0	153.1	153.8	净利润增长率	14.4%	6.4%	17.4%	23.3%	6.9%
管理费用	275.9	308.6	262.7	346.8	361.1	EBITDA 增长率	17.2%	7.8%	3.4%	12.7%	2.9%
财务费用	95.9	103.7	85.0	82.5	75.3	EBIT 增长率	30.2%	8.4%	1.9%	16.7%	3.7%
资产减值损失	-8.3	-1.0	-	-	-	NOPLAT 增长率	9.0%	9.5%	-6.5%	16.7%	3.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	5.3%	-1.5%	10.8%	-2.3%	-2.8%
投资和汇兑收益	2.4	1.0	2.5	2.5	2.5	净资产增长率	8.5%	5.0%	9.2%	10.4%	7.5%
营业利润	212.0	229.9	254.9	314.4	336.1	利润率					
加: 营业外净收支	2.6	-2.0	-	-	-	毛利率	35.9%	30.4%	26.9%	30.0%	29.0%
利润总额	214.7	227.9	254.9	314.4	336.1	营业利润率	11.0%	8.7%	9.0%	10.1%	10.1%
减: 所得税	61.6	59.0	63.7	78.6	84.0	净利率	8.0%	6.1%	6.7%	7.5%	7.5%
净利润	153.1	162.9	191.2	235.8	252.1	EBITDA/营业收入	20.9%	16.3%	15.8%	16.2%	15.6%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	16.0%	12.6%	12.0%	12.7%	12.3%
货币资金	251.4	289.2	350.4	387.5	394.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	596	431	394	349	317
应收帐款	118.0	113.6	132.3	145.5	155.7	流动营业资本周转天数	-89	-55	-26	0	0
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	80	66	70	73	73
预付帐款	1.4	5.6	7.6	9.8	12.2	应收帐款周转天数	13	11	11	11	11
存货	96.9	93.7	113.8	119.8	130.1	存货周转天数	14	13	13	13	13
其他流动资产	0.0	-0.0	0.0	-0.0	0.0	总资产周转天数	742	540	502	455	421
可供出售金融资产	37.9	14.3	-	-	-	投资资本周转天数	560	413	403	381	347
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	72.3	68.4	75.0	75.0	75.0	ROE	9.6%	10.1%	10.5%	11.7%	11.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	3.8%	4.3%	4.8%	6.0%	6.5%
固定资产	3,207.4	3,150.1	3,069.8	2,988.7	2,907.1	ROIC	8.5%	8.9%	8.4%	8.9%	9.4%
在建工程	85.6	94.7	99.7	104.7	109.7	费用率					
无形资产	121.3	117.9	110.2	102.9	96.1	销售费用率	4.6%	4.9%	4.4%	4.9%	4.6%
其他非流动资产	15.4	14.3	2.0	2.0	2.0	管理费用率	14.4%	11.6%	9.3%	11.1%	10.8%
资产总额	4,007.5	3,961.9	3,960.8	3,936.0	3,882.5	财务费用率	5.0%	3.9%	3.0%	2.6%	2.3%
短期债务	1,348.3	1,642.0	1,684.9	1,429.1	1,180.0	三费/营业收入	23.9%	20.4%	16.6%	18.6%	17.7%
应付帐款	433.7	469.8	324.3	341.6	370.7	偿债能力					
应付票据	23.9	-	28.4	30.0	32.5	资产负债率	60.3%	57.9%	54.0%	48.9%	44.3%
其他流动负债	165.7	148.1	140.3	152.8	164.5	负债权益比	152.2%	137.5%	117.5%	95.9%	79.7%
长期借款	20.0	-	-	-	-	流动比率	0.20	0.22	0.28	0.35	0.40
其他非流动负债	18.3	10.7	7.9	7.9	7.9	速动比率	0.16	0.18	0.23	0.28	0.33
负债总额	2,418.5	2,294.0	2,139.9	1,926.6	1,721.8	利息保障倍数	3.21	3.22	4.00	4.81	5.46
少数股东权益	28.0	29.5	29.5	29.5	29.5	分红指标					
股本	531.8	531.8	531.8	531.8	531.8	DPS(元)	0.13	0.13	0.07	0.09	0.19
留存收益	1,029.3	1,106.5	1,259.5	1,448.1	1,599.4	分红比率	45.3%	42.4%	20.0%	20.0%	40.0%
股东权益	1,589.1	1,667.9	1,820.8	2,009.5	2,160.7	股息收益率	1.0%	1.0%	0.6%	0.7%	1.5%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	153.1	168.9	191.2	235.8	252.1	EPS(元)	0.29	0.31	0.36	0.44	0.47
加: 折旧和摊销	97.5	103.8	108.3	108.4	108.5	BVPS(元)	2.99	3.14	3.42	3.78	4.06
资产减值准备	-8.3	-1.0	-	-	-	PE(X)	44.4	41.7	35.5	28.8	26.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.3	4.1	3.7	3.4	3.1
财务费用	92.0	91.1	101.8	85.0	82.5	P/FCF	1,010.7	69.4	-74.2	101.1	71.7
投资收益	-2.4	-1.0	-2.5	-2.5	-2.5	P/S	3.5	2.6	2.4	2.2	2.0
少数股东损益	-	6.0	-	-	-	EV/EBITDA	20.6	18.9	18.6	16.0	15.1
营运资金的变动	118.5	-2.9	-160.3	11.0	21.5	CAGR(%)	15.5%	14.3%	14.3%		
经营活动产生现金流量	442.6	371.2	221.6	435.1	454.9	PEG	2.9	2.9	2.5	-0.3	-0.3
投资活动产生现金流量	-252.8	-48.8	-14.9	-17.6	-17.6	ROIC/WACC	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1
融资活动产生现金流量	-181.4	-284.6	-80.3	-375.4	-425.2	REP	2.8	2.7	2.6	2.4	2.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

吴美萍，零售、家电行业高级研究员，CPA，毕业于上海财经大学，经济学硕士。2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。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。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
 B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581689	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581668	mazn@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	张茜萍	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034