

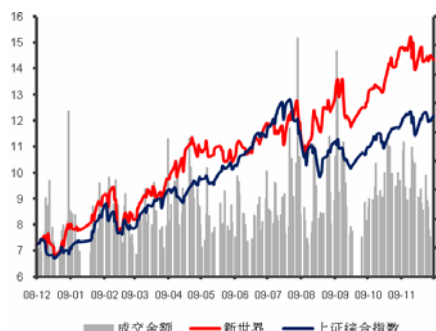
投资评级:

投资评级	增持
上次评级	
当前价格	14.21
目标价格	16.00

基础数据:

总股本(百万股)	531.80
流通股(百万股)	425.49
每股净资产(元)	3.23
净资产收益率(%)	10.16%

股价相对市场表现:



数据来源: WIND

相关研究:

零售业分析师:

李项峰

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

上海市福山路 500 号城建国际中心
26 楼,200122

德邦证券有限责任公司

http://www.tebon.com.cn

“百货+酒店”:业绩增长空间巨大

要点:

► 公司地处上海南京路核心商圈,具有经营百货店的区位优势。南京路和人民广场是目前上海市人气最旺的区域,日均客流量可达 10 万人次。新世界城既是外来游客的聚集地,也是当地居民的主要购物场所。

► 公司的主要业务包括百货、酒店和医药三大块,其中百货是公司的核心业务。09 年上半年,百货、酒店和医药分别占主营业收入的 73.3%、5.6%和 19%。此外,公司还有一部分物业租赁业务,尽管收入总额不大,但经营相对稳定。

► 国内宏观经济环境影响公司的经营业绩:08 年第四季度开始,公司的百货、酒店业务均出现了不同程度的下滑,预计 09 年全年公司百货店收入增长 10%,而酒店经营收入下降 25%;从盈利性来看,频繁的折扣促销活动虽然阻止了百货销售收入的快速下滑,但却导致了毛利率的下降,09 年上半年公司百货店毛利率下降 0.5 个百分点。与此同时,酒店、医药的毛利率则分别减少 0.76 和 0.77 个百分点。

► 盈利预测:预计 09-11 年,公司营业收入将分别达到 28.72 亿元、35.05 亿元和 36.72 亿元,同比增长 8.2%、22.1%和 4.8%;净利润分别为 2.08 亿元、2.66 亿元和 2.95 亿元,同比增长 27.5%、27.9%和 11.0%;基本 EPS 分别为 0.39 元、0.50 元和 0.55 元。

► 投资建议:公司具有长期持续经营的能力,且受世博会的推动,2010 年业绩释放空间巨大,首次给予“增持”评级。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2008	2009	2010	2011
营业收入	2655	2872	3505	3672
收入同比(%)	38%	8%	22%	5%
归母公司净利润	163	208	266	295
净利润同比(%)	6%	27%	28%	11%
毛利率(%)	30.4%	30.0%	30.2%	31.1%
ROE(%)	9.9%	11.6%	13.3%	13.4%
每股收益(元)	0.31	0.39	0.50	0.55
P/E	46.39	36.39	28.44	25.63
P/B	4.61	4.21	3.80	3.44
EV/EBITDA	20.29	18.21	16.15	15.47

一、公司三大主业正步入上升通道

新世界始建于 1914 年,迄今已近百年历史。公司位于上海市南京路西藏路的交汇处,是上海著名商街南京路步行街的起点。公司所在地紧靠人民广场,附近有一号线、二号线和八号线地铁于此通过,交通十分便利。同时优越的区位环境赋予了公司极其旺盛的人气,日均客流可达 10 万人次左右。

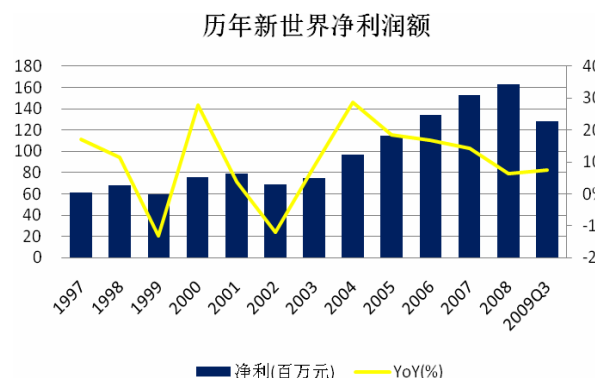
公司是国内最早的零售类上市公司之一,在上海地区具有较高的品牌影响力。尽管在经营规模上难以与百联相比,但公司在当地的市场地位确是众所周知的,也被视为黄埔区国资委旗下最优质的资产之一。

目前公司的主要业务包括百货、酒店和医药三大块,其中百货是公司的核心业务。09 年上半年,百货、酒店和医药分别占主营业收入的 73.3%、5.6%和 19%。此外,公司还有一部分物业租赁业务,尽管收入总额不大,但经营相对稳定。

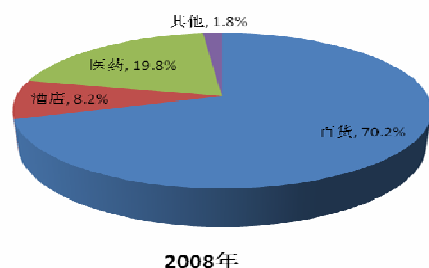
新世界公司收入额之变化



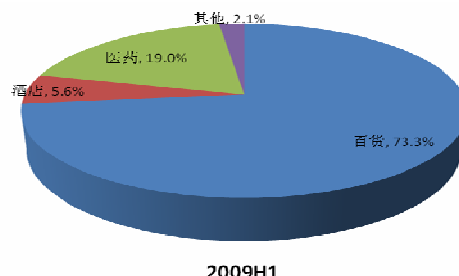
新世界公司净利润之变化



公司主营业务收入结构(2008)



公司主营业务收入结构(2009H1)



1、百货店

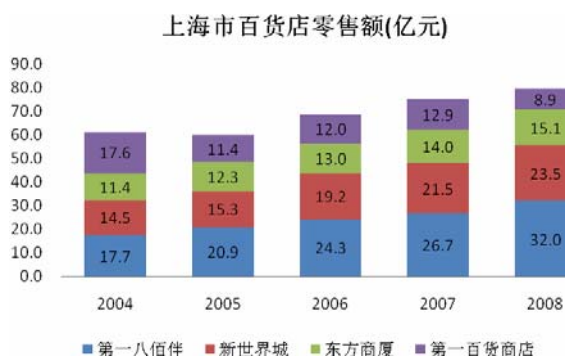
公司百货经营主体新世界城是上海地区比较著名的购物场所。04-08 年间,新世界城的零售额在上海主要单体百货店中始终列于第二位,仅次于上海第一八佰伴商场,显示了该商店

在上海地区百货市场中的重要地位。从区位来看,新世界城的主要竞争对手是上海第一百货商场,然而近几年的经营数据表明,公司相对于第一百货商场的竞争优势正在逐步加强。

公司主体门店新世界城占地 6547 平方米,建筑面积 7.4 万平方米(含地下一层),共有 13 层,其中 1-8 层用于百货经营,地下一层为餐饮服务,9 层是世嘉游艺竞技场,10-12 层主要用于出租经营,分别为杜莎夫人蜡像馆、上海歌城和上影华威影城。05 年远东娱乐广场的改建完成使得新世界城单体经营面积大大增加,零售额首次超过了上海第一百货商场。

从盈利能力来看,当前公司三大主业百货、医药和酒店的毛利率分别为 18.5%、17.5%和 93.1%。为了应对金融危机,公司曾大力采取了多种商品促销策略,使得百货业务的毛利率从 07 年以来一直处于下降状态。然而,自今年下半年开始国内消费市场已经出现明显回暖,因此,我们判断未来公司百货店的毛利率将逐步实现由下向上的转变。

百货店零售额之比较



新世界百货业务收入之变化



2、酒店业务

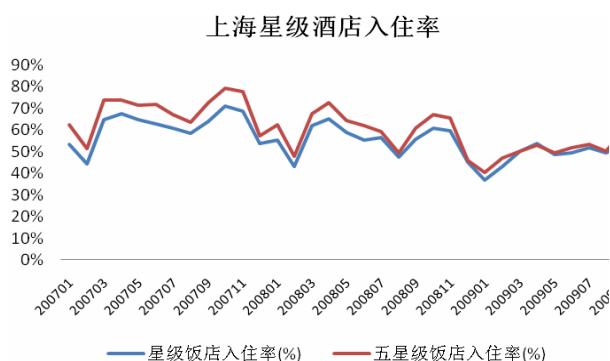
公司的酒店业务主要为紧靠新世界城的丽笙大酒店,其持有 100%的股权。丽笙大酒店是上海黄浦区第一家五星级酒店,共 47 层,拥有 520 间客房,建筑面积达到 5.76 万平方米。自 2005 年开业起,该酒店已委托给卡尔森环球酒店集团亚太公司管理经营。

丽笙大酒店在开业当年发生亏损额 1471 万元,但进入次年就马上进入了盈利期:06 年净利润为 3355 万元,07 年 3226 万元,08 年达到 3320 万元。08 年下半年全球经济环境发生了显著变化,来沪参加商务会议和旅游的人数明显下降,高星级酒店的经营状况有所恶化。

从上海地区来看,06-08 年星级酒店的平均入住率分别为 63.89%、61.48%和 55.44%,其中五星级酒店分别为 72.59%、68.23%和 59.89%,回落幅度非常明显。进入 09 年以来,随着国内外经济形势逐渐好转,高星级酒店的经营情况开始改善,五星级酒店的入住率也由 1 月份的 40.5% (行业低谷) 上升至 9 月份的 59.82%。新世界丽笙大酒店上半年的入住率约为 53%(同期上海五星级酒店平均入住率为 48.8%),我们预计年底有望恢复至 70%以上的水平。

此外,从盈利能力来看,公司酒店业务的毛利率达到 90%以上,远远高于 A 股同类上市公司的平均水平。

上海星级酒店入住率



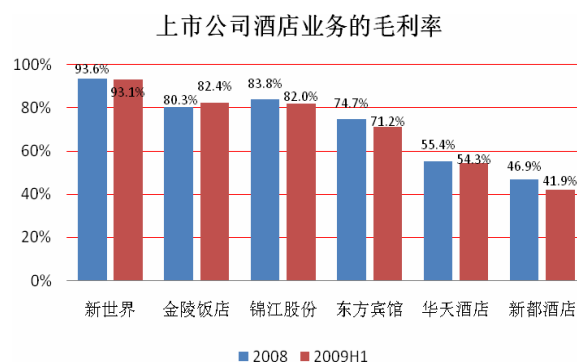
上海五星级酒店平均房价



历年丽笙大酒店的盈利情况

	2005	2006	2007	2008
酒店收入(万元)		20,510	20,313	20,254
占主业收入比(%)		10.7%	11.3%	8.2%
酒店毛利率(%)		94.1%	94.0%	93.6%
所持丽笙股比(%)	100%	100%	100%	100%
丽笙净利润(万元)	-1,471	3,355	3,226	3,320

上市公司酒店服务的毛利率比较



3、医药业务

公司持有上海蔡同德药业有限公司 60%的股权比例。蔡同德是上海市著名的药材经营企业，具有百年历史，旗下拥有全国独一无二的“蔡同德堂”和具有自主知识产权的“群力”两大品牌。目前，上海蔡同德药业共计拥有 13 家连锁店。

蔡同德在 07 年之前其净利润一直维持 100-200 万元之间，07 年实现了跨越式增长，达到 1146 万元，同比增长 5.4 倍；08 年在此基础上实现营业收入 4.9 亿元，净利润 1481 万元。09 年 3-8 月，公司对南京东路旗舰店进行了扩建改造(改建后的门店经营面积达到 3000 平方米),从而影响了全年医药业务的收入贡献。

年份	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
持股比例(%)	53%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	60%	60%
净利润(万元)			157	210	135	178	178	1146	1481

4、物业出租

除了百货经营之外，公司新世界城部分商场面积还用于出租经营，包括第 10 层的杜莎夫人蜡像馆、第 11 层的上海歌城和第 12 层的上影华威影城，这些物业统一由新世界城物业管理公司管理，新世界目前持有物业公司 100% 的股权。公司物业出租业务一直比较稳定，07、08 年分别实现净利润 3300 万元和 3683 万元。

位于第 9 层的世嘉游艺由公司和日本 SEGA 于 2005 年 8 月合资成立，公司持有 50% 的股权。引入世嘉游艺的目的在于提升新世界城时尚、前卫、先进的主题式娱乐功能，但其经营状况一直不甚理想，06-08 年分别亏损 1033 万元、430 万元和 394 万元。

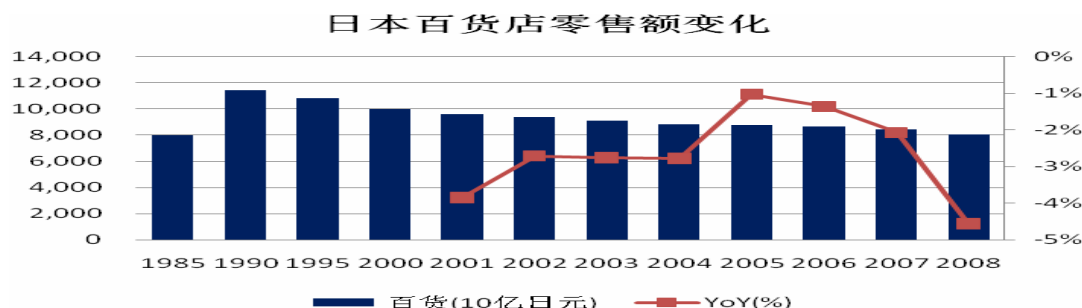
二、世博会将推动公司业绩大幅提升

作为上海地区为数不多的零售类上市公司,新世界将是 2010 年世博会的主要受益者之一。历次经验数据表明,世博会召开对于城市乃至国家的旅游、餐饮和零售等行业具有极大的刺激作用。如 2005 年日本爱知世博会吸引游客达到 2200 万人次,除了带来可观的游览门票收入之外,爱知县一跃成为全球举世瞩目的旅游胜地,每年入境游客不计其数。世博会对日本日渐萧条的百货业也具有明显的提振作用（如图所示），与会期间位于名古屋市的著名百货店松坂屋,其股价当年大涨 50% 以上。

年份	1990	1992	1992	1993	1998	1999	2000	2005
国家城市	日本大阪	西班牙塞维利亚	意大利热那亚	韩国大田	葡萄牙里斯本	中国昆明	德国汉诺威	日本爱知
会期(天数)	182	176	92	93	132	184	153	185
参观人数(万人次)	2760	4100	800	1400	1000	990	1850	2200

日本爱知世博会	2005.3	2005.4	2005.5	2005.6	2005.7	2005.8	2005.9
参观人数(万人次)	42.6	229.2	330.2	357.3	328.6	403.4	512.6

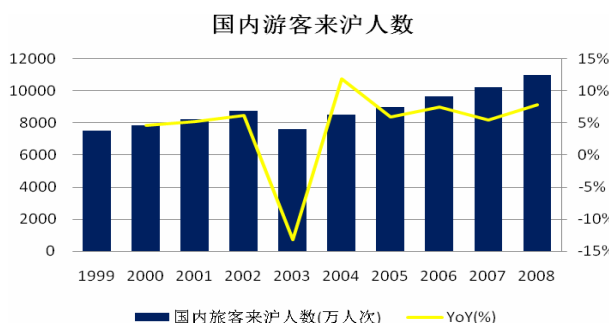
日本爱知世博会对百货业的影响



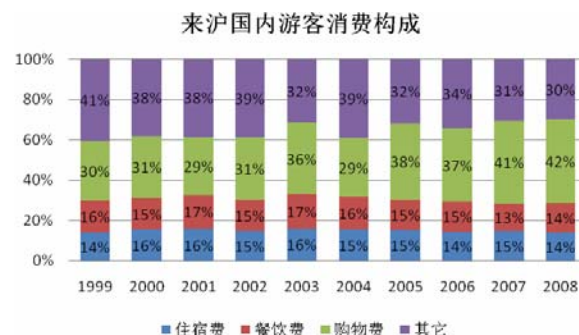
根据世博会官方网站统计,截至 2009 年 9 月 23 日,已有 242 个国家和国际组织确认参加上海世博会。预计 2010 年上海世博会参观人数有望达到 7000 万人次,日均客流量在 40 万人次左右,高峰日可达 60 万人次甚至 80 万人次,实现门票收入 60 亿元。上海世博会将超过以往任何一次世博会的规模。

上海市常年旅游人数约在 1 亿人次左右,08 年为 1.1 亿人次,其中外省市占 67.3%、上海本地占 27.2%、境外游客为 5.5%。08 年境内游客人均消费支出为 1465 元,其中购物花费为第一大支出,约占 42%,餐饮、住宿消费各占 14%。假设参加 2010 年世博会的境内游客人数为 6650 万人次,以人均消费 1550 元计算,预计可增加约 430 亿元购物需求和 150 亿元住宿需求。08 年境外游客人均消费支出为 785 美元。假设参观的境外游客可达 350 万人次,那么预计将增加约 30 亿美元的旅游外汇收入。

历年上海国内游客人数统计



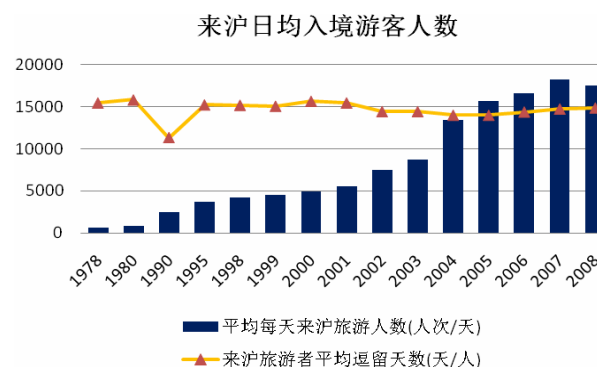
来沪游客消费支出基本构成



历年上海国际游客人数统计



来沪日均入境游客人数及逗留天数



三、盈利预测及投资评级

2010 年世博会将会对公司业绩产生积极的推动作用。预计 09-11 年,公司营业收入将分别达到 28.72 亿元、35.05 亿元和 36.72 亿元,同比增长 8.2%、22.1%和 4.8%;净利润分别为 2.08 亿元、2.66 亿元和 2.95 亿元,同比增长 27.5%、27.9%和 11.0%;基本每股收益分别为 0.39 元、0.50 元和 0.55 元。

若以当前股价计算,公司 09-11 年的动态市盈率分别为 36.39 倍、28.44 倍和 25.63 倍。从行业来看,目前国内零售行业 09 年、10 年动态 PE 分别为 38 倍和 29 倍,较 A 股市场整体大约存在 50%左右的溢价,而新世界的估值在行业内处于中等水平。考虑到公司稳健持续的经营战略和经营业绩,加上世博会对上海零售类上市公司业绩的推动预期,我们首次给予其“增持”评级。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	502	384	468	471	营业收入	2,655	2,872	3,505	3,672
现金	289	144	175	184	营业成本	1,848	2,011	2,446	2,531
应收账款	86	105	128	116	营业税金及附加	37	40	53	55
其他应收款	27	29	35	37	营业费用	129	132	163	173
预付款项	6	6	7	8	管理费用	309	333	431	477
存货	94	101	122	127	财务费用	104	68	47	31
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	3,460	3,310	3,194	3,081	公允价值变动净收益	0	0	0	0
长期股权投资	68	71	70	70	投资净收益	1	-3	0	0
固定资产	3,150	3,078	2,968	2,857	汇兑净收益	0	0	0	0
无形资产	118	115	111	108	营业利润	230	284	365	405
其他非流动资产	123	46	45	46	营业外净收支	-2	0	0	0
资产总计	3,962	3,694	3,662	3,552	利润总额	228	284	365	405
流动负债	2,283	1,853	1,617	1,289	所得税	59	71	91	101
短期借款	1,642	1,134	794	448	未确认的投资损失	0	0	0	0
应付账款	388	473	505	507	净利润	169	213	274	304
其他流动负债	253	247	318	335	少数股东损益	6	6	8	9
非流动负债	11	13	11	11	归属母公司净利润	163	208	266	295
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	437	487	550	574
其他非流动负债	11	13	11	11	EPS (元)	0.31	0.39	0.50	0.55
负债合计	2,294	1,866	1,628	1,300	主要财务比率				
少数股东权益	30	35	43	52	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	532	532	532	532	成长能力				
资本公积	467	467	467	467	营业收入	38.1%	8.2%	22.1%	4.8%
留存收益	639	794	992	1,200	营业利润	8.4%	23.7%	28.5%	11.0%
归属母公司股东权益	1,638	1,793	1,991	2,199	归属于母公司净利润	6.4%	27.5%	27.9%	11.0%
负债和股东权益	3,962	3,694	3,662	3,552	盈利能力				
现金流量表					毛利率(%)	30.4%	30.0%	30.2%	31.1%
单位:百万元					净利率(%)	6.1%	7.2%	7.6%	8.0%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE(%)	9.9%	11.6%	13.3%	13.4%
经营活动现金流	371	494	507	497	ROIC(%)	8.4%	9.7%	12.2%	13.6%
净利润	169	213	274	304	偿债能力				
折旧摊销	104	135	137	138	资产负债率(%)	57.9%	50.5%	44.5%	36.6%
财务费用	104	68	47	31	流动比率	0.22	0.21	0.29	0.37
投资损失	-1	3	0	0	速动比率	0.18	0.15	0.21	0.27
营运资金变动	-3	72	51	25	营运能力				
其他经营现金流	-1	3	-2	0	总资产周转率	0.67	0.75	0.95	1.02
投资活动现金流	-49	11	-21	-25	净资产周转率	1.66	1.67	1.85	1.75
资本支出	-48	-25	25	25	每股指标 (元)				
长期投资	-28	11	-4	0	EPS	0.31	0.39	0.50	0.55
其他投资现金流	-124	-3	0	0	每股净资产	3.08	3.37	3.74	4.13
筹资活动现金流	-285	-650	-455	-464	每股经营现金流	0.70	0.93	0.95	0.93
短期借款	294	-508	-340	-347	估值比率				
长期借款	-20	0	0	0	P/E	46.39	36.39	28.44	25.63
普通股增加	0	0	0	0	P/B	4.61	4.21	3.80	3.44
资本公积增加	-16	0	0	0	P/S	2.85	2.63	2.16	2.06
其他筹资现金流	-542	-142	-115	-117	EV/EBITDA	20.29	18.21	16.15	15.47
现金净增加额	38	-146	32	8					

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 – Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。