



批零贸易业/可选消费品

新世界 (600628)

资产注入较为明确，门店扩展清晰可见

——新世界 (600628) 2009 年报点评

刘冰
021-38676703
liubing6168@gtjas.com
S0880209110637

本报告导读：

公司世博受益弹性最大，资产注入较为明确，未来门店扩展清晰可见，增持

投资要点：

- ✓ 2009 年公司实现营业收入 27.30 亿元，同比增长 2.86%；归属于上市公司股东的净利润 18038 万元，同比增长 10.72%；实现每股收益 0.34 元。利润分配预案为每 10 股派 1.10 元。
- ✓ 2009 年增长来自于：收入增长 2.86%；销售费用率、管理费用率控制得当。基本上 2009 年的业绩增长主要来自于百货主业，母公司的净利润占总体净利润比重 96%，酒店业务全年只有 780 万。
- ✓ 受益于世博，公司 2010 年业绩增长弹性较大：百货业务利润保持稳健的 20% 增速；丽笙酒店在四季度的入住率已经提升到 70% 左右，2010 年 3 月份收入同比增长 70% 以上，2010 年 5 月-10 月世博会期间丽笙大酒店的入住率可能达到 90% 以上，全年酒店业务的盈利将创历史新高，我们预计可达到 4000 万-6000 万。整体预期 2010 年每股收益 0.50 元，净利润增速在 48% 左右，弹性较大。
- ✓ 资产注入方向明确，时间可能在世博会后。黄浦区政府提出“做优做强上市公司，逐步提高国有资产证券化比例，充分利用上市公司平台，通过定向增发、并购重组、股权增持等方式发展壮大区属国资控股上市公司”的明确目标。
- ✓ 163 地块项目将在世博会后 2010 年底开始建设，按建设周期 1 年，预期 2011 年建成投入营业。此商业项目将定位高端百货。
- ✓ 不考虑资产注入，预计 2010、2011 年归属于母公司的净利润增速为 48%、17%，EPS 为 0.50、0.58 元。按 4 月 12 日收盘价 18.19 元计算 PE 为 36、31 倍，虽然略高于行业平均水平。考虑到公司资产注入较为明确，世博受益弹性最大，未来门店扩展清晰可见，建议“增持”，给予目标价 20 元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,655	2,730	3,161	3,608	3,935
(+/-)%	38%	3%	16%	14%	9%
经营利润 (EBIT)	333	333	459	548	598
(+/-)%	9%	0%	38%	19%	9%
净利润	163	180	266	311	329
(+/-)%	6%	11%	48%	17%	6%
每股净收益 (元)	0.31	0.34	0.50	0.58	0.62
每股股利 (元)	0.10	0.11	0.16	0.19	0.20

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	12.5%	12.2%	14.5%	15.2%	15.2%
净资产收益率 (%)	9.9%	10.2%	13.6%	14.3%	13.8%
投入资本回报率 (%)	9.2%	8.9%	10.4%	10.7%	10.6%
EV/EBITDA	24.4	24.2	17.8	14.9	13.7
市盈率	59.4	53.6	36.3	31.1	29.4
股息率 (%)	0.5%	0.6%	0.9%	1.0%	1.1%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**

上次评级：增持

目标价格：**20.00**

上次预测：20.00

当前价格：17.56

2010.04.14

交易数据

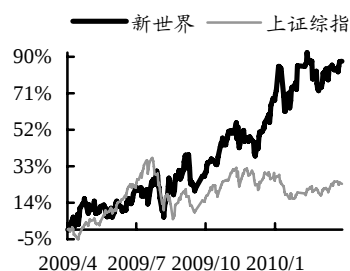
52 周内股价区间 (元)	9.29-18.87
总市值 (百万元)	9,673
总股本/流通 A 股 (百万股)	532/452
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	85%
日均成交量 (百万股)	14
日均成交值 (百万元)	240

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,776
每股净资产	3.34
市净率	5.4
净负债率	86%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.09	0.13
Q2	0.11	0.16
Q3	0.05	0.07
Q4	0.09	0.13
全年	0.34	0.50

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	9%	12%	88%
相对指数	5%	16%	63%

相关报告

- 《拍得 163 地块有助突破单店经营模式》
2010.02.09
- 《世博受益弹性较大，资产注入预期明确》
2010.01.14
- 《百货业务收入利润略有提升，酒店业务...》
2009.10.28
- 《费用控制提升业绩 未来亮点较多》
2009.08.12
- 《节流度 09 世博伴 10 重组增亮点》
2009.04.28

模型更新时间: 2010.04.14

股票研究

可选消费品
批零贸易业

新世界 (600628)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 20.00

上次预测: 20.00

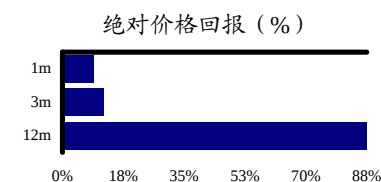
当前价格: 17.56

公司网址

www.newworld-china.com

公司简介

公司是率先在中华商业第一街试行股份制的商业企业,是目前上海南京路上面积最大、功能最全、环境最佳的集购物、娱乐、宾馆、餐饮、商务、休闲为一体的都市生活中心。公司拥有 21 万平方米的新世界综合消费圈,由新世界购物广场、新世界丽笙大酒店、新世界文化游艺广场、新世界美食休闲广场、新世界立体停车库五部分构成。公司还引入世界知名酒店品牌成立新世界丽笙大酒店(丽笙中国旗舰店),并独创性的在购物中心高层中引入日本世嘉游艺和英国杜莎夫人蜡像馆。新世界已



52 周价格范围

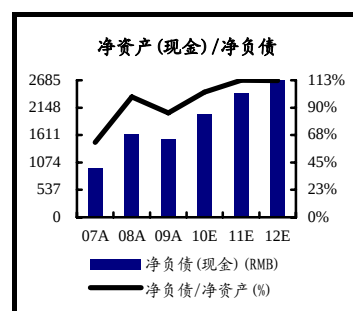
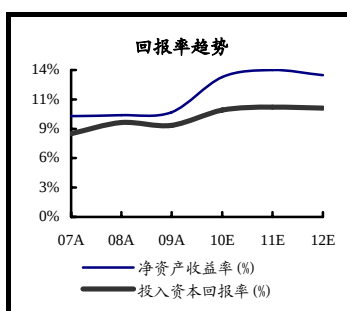
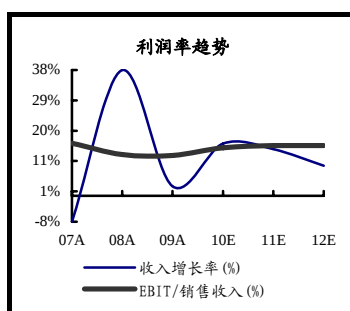
9.29-18.87

市值 (百万)

9,673

财务预测 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
损益表						
主营业务收入	1,923	2,655	2,730	3,161	3,608	3,935
主营业务成本	1,232	1,848	1,950	2,223	2,560	2,823
税金及附加	29	37	33	38	44	48
主营业务利润	662	770	748	900	1,004	1,064
其他业务利润	0	0	0	0	0	0
营业费用	89	129	121	131	139	152
管理费用	276	309	295	310	318	315
EBIT	305	333	333	459	548	598
财务费用	96	104	85	89	115	139
营业利润	212	230	252	370	433	459
所得税	62	59	64	94	109	116
少数股东损益	0	6	7	9	11	12
净利润	153	163	180	266	311	329
资产负债表						
货币资金、短期投资	251	289	220	413	472	515
其他流动资产	465	499	552	715	815	890
长期投资	72	68	62	62	62	62
固定资产合计	3,293	3,245	3,166	3,794	4,447	4,925
无形及其他资产	133	129	136	133	130	127
资产合计	4,008	3,962	3,943	4,734	5,483	6,035
流动负债	2,380	2,283	2,123	2,724	3,253	3,570
长期负债	30	8	5	5	5	5
股东权益	1,561	1,638	1,776	1,956	2,167	2,389
投入资本(IC)	3,011	2,966	3,034	3,520	4,109	4,547
现金流量表						
NOPLAT	244	274	269	365	438	482
折旧与摊销	97	3	3	3	3	3
流动资金增量	(119)	(6)	(139)	139	61	37
资本支出	(87)	49	69	(628)	(653)	(478)
自由现金流	136	319	202	(121)	(150)	44
经营现金流	217	268	131	506	501	521
投资现金流	(48)	31	89	(628)	(653)	(478)
融资现金流	(149)	(271)	(285)	315	210	1
现金流净增加额	20	28	(65)	193	58	43
财务指标						
成长性						
收入增长率	-7.9%	38.1%	2.9%	15.8%	14.1%	9.1%
EBIT 增长率	28.6%	8.9%	0.1%	37.9%	19.3%	9.1%
净利润增长率	14.4%	6.4%	10.8%	47.6%	16.7%	5.9%
利润率						
毛利率	35.9%	30.4%	28.6%	29.7%	29.1%	28.3%
EBIT 率	15.9%	12.5%	12.2%	14.5%	15.2%	15.2%
净利润率	8.0%	6.1%	6.6%	8.4%	8.6%	8.4%
收益率						
净资产收益率(ROE)	9.8%	9.9%	10.2%	13.6%	14.3%	13.8%
总资产收益率(ROA)	3.8%	4.1%	4.6%	5.6%	5.7%	5.5%
投入资本回报率(ROIC)	8.1%	9.2%	8.9%	10.4%	10.7%	10.6%
运营能力						
存货周转天数	22.09	18.82	19.18	19.66	19.45	19.63
应收账款周转天数	12.62	11.32	14.51	13.87	11.84	12.10
总资产周转天数	752.37	547.88	528.38	501.03	516.83	534.13
净利润现金含量	1.42	1.64	0.72	1.90	1.61	1.58
资本支出/收入	-5%	2%	3%	-20%	-18%	-12%
偿债能力						
资产负债率	60.3%	57.9%	54.1%	57.8%	59.5%	59.3%
净负债率	61.6%	99.0%	85.8%	102.9%	112.6%	112.4%
估值比率						
PE	63.2	59.4	53.6	36.3	31.1	29.4
PB	6.2	5.9	5.4	4.9	4.5	4.0
EV/EBITDA	20.3	24.4	24.2	17.8	14.9	13.7
P/S	5.03	3.64	3.54	3.06	2.68	2.46
股息率	45.2%	32.6%	32.4%	32.4%	32.4%	32.4%



● 2009 年业绩概览

2009 年公司实现营业收入 27.30 亿元, 同比增长 2.86%; 利润总额 25070 万元, 同比增长 10.01%; 归属于上市公司股东的净利润 18038 万元, 同比增长 10.72%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 17821 万元, 同比增长 9.78%; 实现每股收益 0.34 元。

● 利润分配预案: 每 10 股派 1.10 元

以 2009 年末总股本为基数每 10 股派送红利 1.10 元(含税), 本次不进行公积金转增股本, 10 派 1.10 元后, 剩余的可分配利润结转以后乃年度分配。

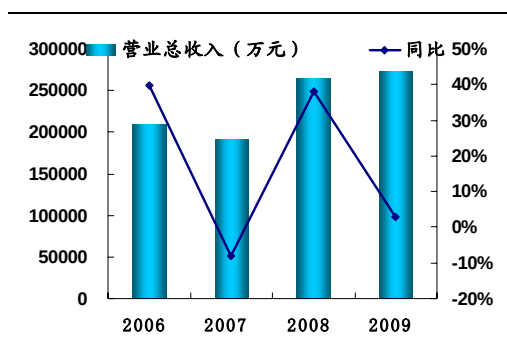
● 增长分析

2009 年增长来自于:

- ✓ 收入增长: 2009 年全年收入 27.30 亿元, 增长 2.86%, 虽然增速相比之前两年已经明显放慢, 但总额增加 7586 万元;
- ✓ 费用控制得当: 2009 年销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 4.44%、10.08%、3.12%, 分别比 2008 年下降 0.43、0.82、0.79 个百分点。而且从绝对额来看, 销售费用 12117 万元, 相比 2008 年下降 818 万元; 管理费用 29492 万元, 下降 1369 万元; 财务费用 8523 万元, 同比下降 1852 万元。

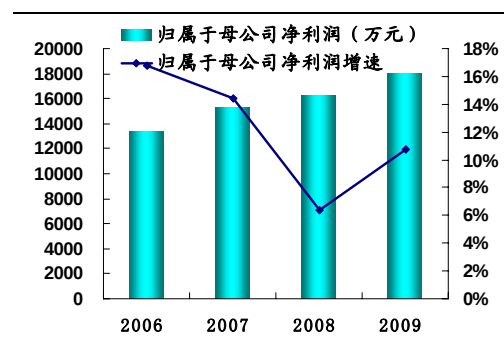
基本上 2009 年的业绩增长主要来自于百货主业, 母公司的净利润占总体净利润比重 96%, 酒店业务全年只有 780 万净利润下降较多。

图 1 主营业务收入及增速



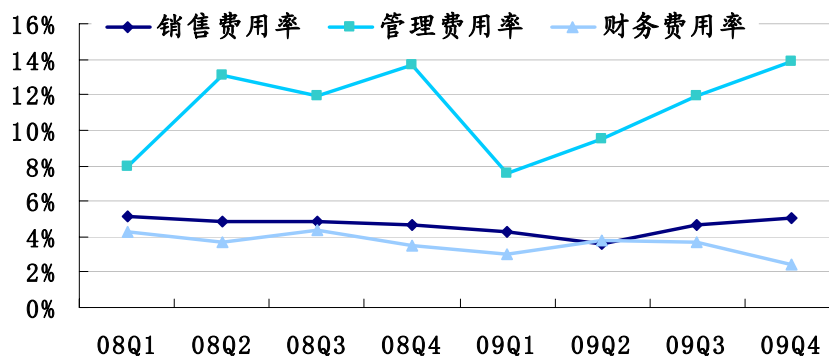
数据来源: 国泰君安证券研究

图 2 归属母公司净利润及增速



数据来源: 国泰君安证券研究

图 3: 单季度三项费用率



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 1：母公司净利润占合并净利润比重

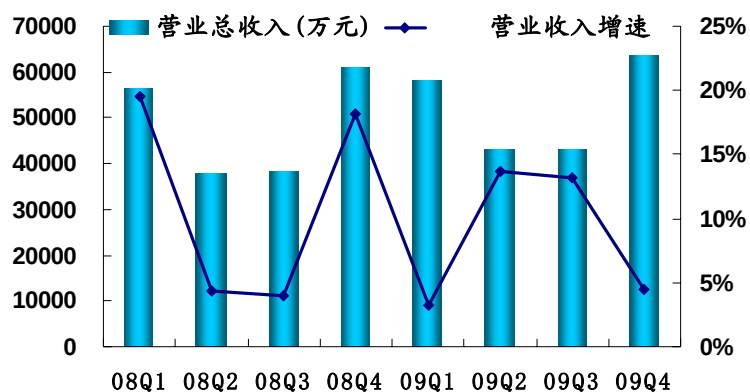
	2007	2008	2009
母公司净利润（万元）	14708	15318	17345
公司合并报表净利润（万元）	15308	16291	18049
占比	96%	94%	96%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

● 收入分析

2009 年全年收入增速放缓，主要由于 2008 年蔡同德并表，带动 2008 年收入增速加快，百货业务正常增长，增速 12.7%；

而 2009 年蔡同德已经全年并表，基数较大，另外百货主业的收入增长也放缓，全年百货业务收入 18.45 亿元，同比增长 6%，一方面，新世界城作为成熟门店收入增速放缓是趋势，另外，整个行业在上半收到金融危机影响，景气度也较低。

图 4：单季度母公司营业总收入及增速


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

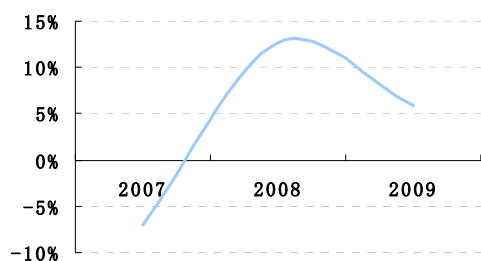
注释：母公司收入基本为新世界城商业业务收入

● 分业务：百货增长稳健，毛利率下降；酒店业务收入毛利下滑

- ✓ 百货业务收入 18.45 亿元，同比增长 6%；毛利率 17.20%，相比 2008 年下降 1.2 个百分点，毛利率下滑主要由于促销活动的次数和规模均较大。百货业务仍在调整品牌，2009 年完成引进核心品牌 56 个，2010 年计划引进品牌确保 40 个，力争 50 个，逐步提升到中高端定位，并且在一楼引入国际一二线品牌；
- ✓ 酒店业务收入 14327 万元，同比下降 29.3%，毛利率 93.04%，下降 0.56 个百分点。丽笙酒店由于 2009 年五星级酒店收到金融危机影响，入住率较低，全年盈利只有 780 万元，同比 2008 年净利润 3320 万元下降较多，但是受益于经济的好转，丽笙酒店在四季度的入住率已经提升到 70-80% 左右，2010 年 3 月份收入同比增长 70% 以上；
- ✓ 医药连锁收入 50308 万元，同比增长 2.6%，毛利率 18.76%，上升 3 个百分点；

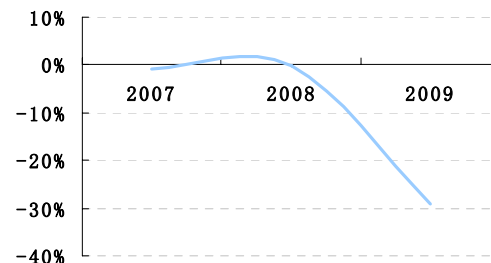
- ✓ 其他业务收入主要是指新世界股份公司旗下子公司销售，如物业管理公司、皇冠旅行社等，2009 年其他业务收入 4742 万元，同比增长 9.1%，但是毛利率 94.7%，下降 3.4 个百分点。

图 5 百货业务收入增速



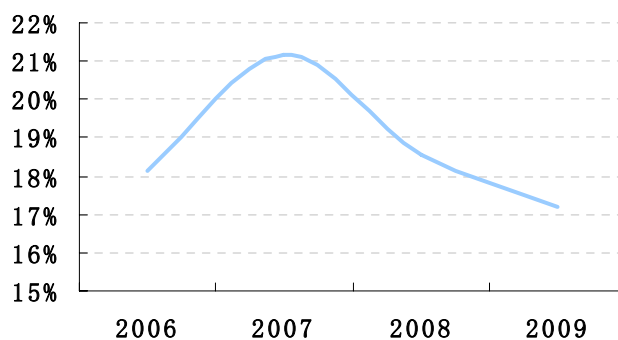
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 6 酒店业务收入增速



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 7: 百货业务毛利率



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

● 2010 年迎来世博商机

公司制定的 2010 年经营目标为——收入 30 亿元，费用 6 亿元，利润有一定幅度的增长。

我们认为受益于世博，公司 2010 年业绩增长弹性较大：

- ✓ 百货应有受益，但是较难测算。世博会的举办将会带来游客人数的增加，处于人民广场黄金地段，而且有杜莎夫人蜡像馆等娱乐项目，会促进公司 2010 年百货客流量的增加。以较为保守的预测，假设百货业务利润保持稳健的 20% 增速；
- ✓ 酒店业务：2009 年受到金融危机影响下降较多仅有微盈，2010 年业绩恢复且会创新高增加较快。现阶段酒店入住率已经回升，四季度入住率已经达到 70-80%。2010 年受益于世博会，2010 年 5 月-10 月期间丽笙大酒店的入住率可能达到 90% 以上，全年酒店业务的盈利将创历史新高，我们预计可达到 4000 万-6000 万。

整体来说，预期 2010 年每股收益 0.50 元，净利润增速在 48% 左右，应该是上海本地商业上市公司中受益最为明显，弹性最大的。

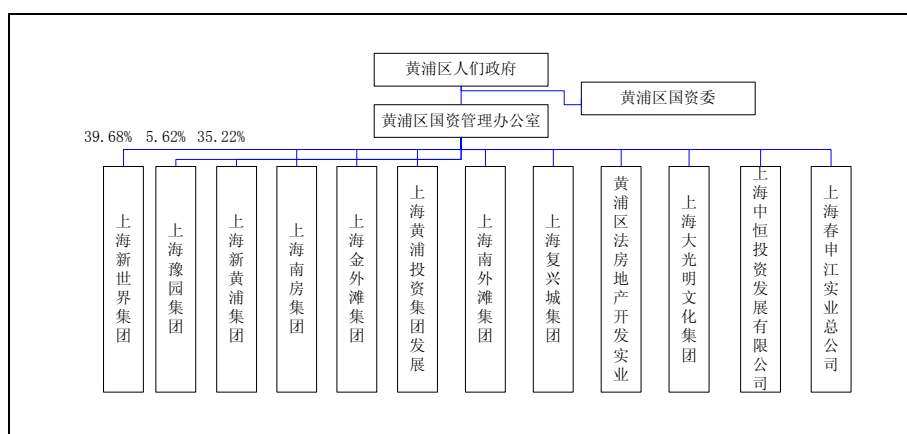
● 资产注入方向明确，时间可能在世博会后：

- ✓ 大股东黄浦国资进行资产注入以提高国资股权比例的重组路径较

为明确：第一大股东黄浦区国资委股权比例 25.12%，从黄浦区国资委增强对重要国有企业控股的角度，大股东有必要注入商业资产、增加持股比例。公司股改时就已着手资产注入工作，因种种原因拖延至今仍未实施。2009 年 1 月上海市人大会议政府工作报告将新世界重组工作列入了政府经济工作的重点之一，黄浦区政府提出“做优做强上市公司，逐步提高国有资产证券化比例，充分利用上市公司平台，通过定向增发、并购重组、股权增持等方式发展壮大区属国资控股上市公司”的明确目标。

- ✓ 扶持力度较大：区内所属盈利能力较强的资产包括新世界、老凤祥以及其他商业资产，区政府非常重视公司的发展；
- ✓ 时间不确定，预计世博会后：老凤祥的重组还在最后阶段，还未彻底完成，区国资委短期内尚无精力开展新世界的重组；而且 2010 年是世博年，一切以保障世博会的安全进行为首要任务，预计 2010 年上半年进行重组的可能性较低。

图 8：黄浦区国资委下属企业



来源：国泰君安证券销售交易总部

可能注入的资产：

目前黄浦区国资委拥有南京东路 1/3 物业、百联集团拥有 1/3 物业、民营企业拥有剩余的 1/3 物业。其中，黄浦区国资委拥有的物业包括外滩 3 号、外滩 18 号、杏花楼集团旗下门店、新雅粤酒店、南京路大酒店、王宝和大酒店、宝大祥儿童用品商店、汇友公司、中央商场 179 地块等，若将其中的部分商业资产注入新世界，新世界将摆脱单店内生增长有限的约束。

● 163 地块建设情况

公司于 2010 年 2 月 8 日参与上海市黄浦区 163 街坊地块(以下简称: 163 地块)的招标拍卖挂牌出让活动。163 地块, 由新黄浦(集团)有限责任公司(以下简称: 新黄浦集团)与本公司联合投标申请竞拍获得, 获取该地块的价格为人民币 34.1 亿元。联合竞得后, 本公司与新黄浦集团将共同设立项目公司进行后续开发。该项目公司, 新黄浦集团占 51% 股份, 本公司持有 49%。

163 地块，位于上海外滩金融集聚带和南京路步行街东端；其四至范围：东至江西中路，南至南京东路，西至河南中路，北至天津路。163 地块用途为商业、办公、金融保险等综合用地。163 地块，出让面积为 1.37093 公顷；容积率 4.8，折合地上建筑面积不超过 65,805m²，地下建筑面积约 40,000 m²；建筑密度小于 50%，集中绿地率不小于 5%。163 地块，土地出让年限：商业金融保险用地 40 年，办公用地 50 年。

我们认为此次取得黄浦区 163 地块，有助于新世界多外扩张，走出单店模式。此项目由新黄浦和新世界合作拍得，新黄浦的主业为地产开发，而新世界为百货经营，预期此项目建成后百货的经营管理由新世界来负责。

此项目将在世博会后 2010 年底开始建设，按建设周期 1 年，预期 2011 年建成投入营业。新世界城本身定位中高端，此商业项目由于靠近外滩，紧靠和平饭店、半岛酒店、外滩高端品牌专卖店，公司将其定位为高端百货经营，也可能利用外资百货高端品牌的关系进行合作经营。

图 9：黄浦区 163 地块地理位置



数据来源：搜房网，国泰君安证券研究

● 盈利预期及投资评级

不考虑资产注入，预计 2010、2011 年归属于母公司的净利润增速为 48%、17%，EPS 为 0.50、0.58 元。按 4 月 12 日收盘价 18.19 元计算 PE 为 36、31 倍，虽然略高于行业平均水平。考虑到公司资产注入较为明确，世博受益弹性最大，未来门店扩展清晰可见，建议“增持”，给予目标价 20 元。

风险：资产注入时间不明确，可能要到 2010 年下半年或者 2011 年。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		