

动态报告

商业贸易

零售

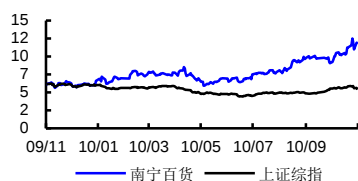
南宁百货(600712)

中性

调研报告

2010 年 11 月 17 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘 (元)	11.56
总股本/流通 A 股(百万股)	260.4/221.0
流通 B 股/H 股(百万股)	0.0/0.0
总市值/流通市值(百万元)	3,010.3/2,554.7
上证综指/深圳成指	2,894.54/12,217.27
12 个月最高/最低 (元)	16.93/8.24

财务数据

净资产值(百万元)	337.79
每股净资产(元)	1.30
市净率	8.91
资产负债率	67.16%

相关研究报告:

分析师: 孙菲菲

电话: 0755-82130722

E-mail: sunff@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209070360

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

更新报告

发展战略出炉 焕然新生

●公司公布“368”战略

公司前期公布了“368”发展方略, 主要意思为: “3”就是公司将着力发展实体百货、电子商务、商业物业三大主业, “6”和“8”则是公司经过 6 年的发展, 在 2015 年实现公司年销售额达到 80 亿, 成为区域性商业龙头企业。公司过去由于战略不明晰导致增长缓慢, 过去三年平均收入增长率仅为 12.8%, 我们认为 368 战略的提出, 意味着公司的自我发展之路已经确定, 这是值得肯定的。

●费用率的下降空间大

公司 09 年综合毛利率 16.8%, 净利率 1.4%。费用率较高是公司的一大问题, 销售费用率与管理费用率均处于二线百货中较高的水平, 未来伴随公司的业务扩张及收入规模扩大, 费用率有较强的下降空间。

●百货、家电各半壁江山, 四家门店仅朝阳店盈利

09 年公司完成销售额 14.7 亿(含税 16.7 亿), 同比增长 8.3%, 净利润 2798 万, 同比增长 13.9%。收入占比分别为百货 51%、家电 47%左右, 超市 1.5%左右。公司收入与盈利最好的朝阳店收入 12 亿元左右, 坪效为 3 万/平方, 公司总体平均坪效为 1.7 万/平方。公司的玉林店明年可实现扭亏, 五象店和贵港店的调整预计仍需时日。南宁的百货目前竞争仍不充分, 大牌缺失, 有较大的成长空间。预计公司 2011 年有望新增 2 家百货门店, 扩张 6~7 万平方米的经营面积。

●风险提示: 门店扩张与改善不达预期; 区域竞争加剧。

●关注公司发展进程, 给予“中性”评级

公司中期转让下属公司贡献了 6600 万净利润。对应 2010~2012 年摊薄的 EPS 为 0.35 元、0.16 元及 0.22 元(对应 2.6 亿元的总股本), 对应 2011~2012 年 PE 分别 73 倍、53 倍, 估值偏高, 我们首次给予“中性”评级。但考虑到公司战略日渐明确及管理提升、未来新增门店可能带来伴随增发预期、东盟会促进影响的当地发展等多种因素, 公司有望产生质的改变和提升, 且目前国资的持股比例仅 23.81%, 未来有增持的可能, 建议投资者关注公司未来变化。

盈利预测和财务指标

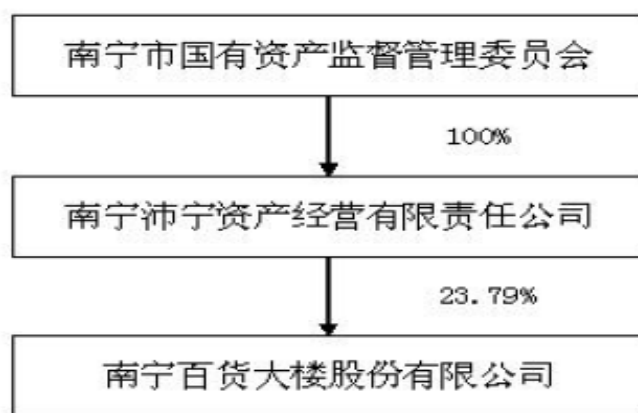
	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,348.79	1,472.72	1,619.5	1,975.8	2,390.7
(+/-%)	18.79%	9.19%	9.97%	22.00%	21.00%
净利润(百万元)	25.18	28.75	91.9	41.1	57.1
(+/-%)	81.12%	14.21%	219.65%	-55.28%	38.93%
每股收益 (元)	0.17	0.17	0.35	0.16	0.22
市盈率 (PE)	66	70	33	72	53
市净率 (PB)	7.0	8.3	2.6	2.3	2.0

公司是广西主要百货企业

南宁百货创建于1956年2月，92年改制为股份制公司，96年上市后成为广西商业企业第一家上市公司。目前下辖9个商场、7个控股子公司，经营面积10万多平方米，连续多年稳居广西区同行业销售收入第一，上缴利税第一。

目前公司的大股东是南宁沛宁资产经营有限责任公司，经过几次增持，目前持有公司23.81%的股权，同时，利时集团及广州东百分别拥有公司14.46%和3.8%的股权。

图 1: 公司与控股股东、实际控制人之间控制关系



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

表 1: 南宁百货主要股东（2010/06）

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
南宁沛宁资产经营有限责任公司	41,327,154	23.81
利时集团股份有限公司	25,111,631	14.46
广州东百企业集团有限公司	6,590,586	3.8
合 计	73,029,371	42.07

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公布 368 计划，公司战略已经转变到自我发展

公司前期公布了“368”发展方略，主要意思是：“3”就是公司将着力发展百货、电子商务、商业物业三大主业，“6”和“8”则是公司经过2010年—2015年共6年的发展，力争在2015年实现公司年销售额达到80亿元，逐步发展成立足南宁，布局广西，辐射东南亚的具有较强竞争力的区域性商业龙头企业。我们认为管理层思想上已抛下包袱，判断公司未来为实现此“368”战略，将布局在以下几方面发展：

1) 实体零售的扩张：相信公司在现在三家门店的基础之上，采取多种方式扩

张。考虑到公司的负债率达 67%，我们认为在不融资的情况下，公司会倾向于采取轻资产、低投入的扩张方式来实现扩张。

例如：与住宅地产相结合的商业地产模式运营，或者与原二三线城市的业主实现合作，利益共享的模式。**同时，我们认为如果公司发现了好的地理位置希望发展自有门店，将不排除会有融资的需求。**

2) 考虑到 2010 年 17~18 亿元（2010E）的收入规模，我们认为 80 亿元是有困难的，因此公司在电子商务方面，公司已筹备和注册了一年，将尽快上线，我们预计将在明、后年为公司贡献业绩，成为公司新的利润增长点。

我们认为，公司的战略由前期的战略不明，出售股权，转变至自我发展，低成本快速扩张之路上，是非常做得肯定的。预计南宁地区2011年有望增加约6-7万方的经营面积，广西全省新开2家百货，预计位置将选在柳州、北海、防城或梧州等广西省经济较为发达的地区。

公司业务简介：目前仅朝阳店盈利

■ 09 年公司平均坪效 1.5 万/平方，朝阳店坪效堪比一线城市

公司现有门店面积为10万平方，包括：南宁百货大楼是4万平方、贵港中环广场1万多平方、万象购物中心3万平方。

2009年公司完成销售额14.7 亿(含税16.7亿)，同比增长8.3%，净利润2798万，同比增长13.9%。其中收入最高的朝阳店收入12亿元左右，坪效达3万/平方，公司总体09年的坪效为1.7万/平方。

09年公司综合毛利率16.8%，净利率1.4%。

图 3：南宁百货门店汇总

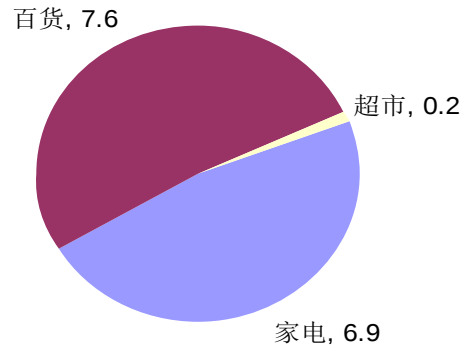
门店名称	开业时间	面积(万平方)	物业性质	09 年收入（亿、估算）	坪效（万/平方、估算）
朝阳店	1956	4	自有	12	3.0
万象购物广场	2005	3	出售后回租	1.5	0.6
贵港店	2007	1.5	租赁	1	0.7
玉林店	2010	2	原加盟店，与原业主分成		
合计		10.5			

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

■ 09 年公司收入占比百货 51%、家电 47%左右，超市 1.5%左右

公司百货、家电及超市三种业态中，百货占比51%左右，家电占比47%，超市占比较低。家电销售主要在朝阳店，万象店和贵港店也有少量销售。

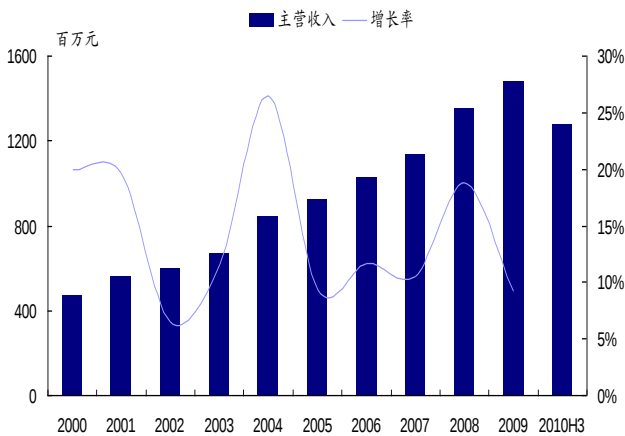
图 3: 南宁百货门店收入结构 (2009Y)



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

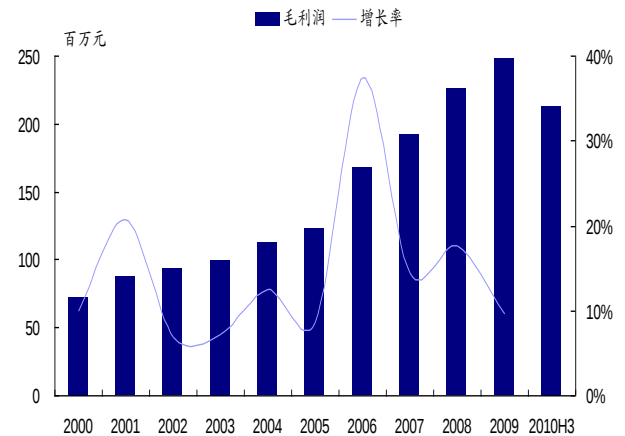
公司过去几年战略不明确导致增长较慢, 历年平均收入及利润增长率较低, 近三年的收入平均增长率仅为 12.8%。我们认为, 公司的战略由前期的战略不明, 出售股权, 转变至自我发展, 低成本快速扩张之路上, 是非常做得肯定的。

图 1: 2000-2010H3 南宁百货主营收入及增长率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所

图 2: 2000-2010H3 南宁百货毛利及增长率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所

■ 目前 4 家门店只有朝阳店盈利

目前公司门店中, 除了朝阳店, 五象购物广场、贵港店及玉林店均出现亏损, 五象店亏损原因主要在于租金成本较高, 而且位置是在广场的负一层, 人流一般; 贵港店也是由于选址的问题, 客流量不理想。玉林店以前是加盟, 2010 年中改为合作经营, 预计明年可实现盈利。

公司 2010 中报表示, 将对公司三家直营店的结构进行大力度调整:

- 1) 把朝阳店打造成公司的主力旗舰店, 使公司整体形象提升;
- 2) 五象购物中心建成适合大众消费的“主题生活馆”;
- 3) 贵港店的调整和投入。

目前朝阳店的品牌与百盛、梦之岛这类高端时尚百货的重合度大约为 30%, 基本算是错位经营。

图 3: 南宁百货总店（朝阳路店）地理及周边商业环境



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

图 4: 南宁百货五象购物中心地理及周边商业环境



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

图 5: 南宁百货贵港中环商业广场地理及周边商业环境



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

图 6: 南宁百货玉林店·美家园商业广场地理及周边商业环境



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

南宁百货业竞争缺乏，大牌缺失，仍有较大成长空间

■ 百货及购物中心主要集中于兴宁区和青秀区，分布不均衡

百货竞争: 南宁目前包括本土的知名百货梦之岛百货、南宁百货在内的大型百货公司已达到了7家，且分布很不均衡，大型的百货商场像梦之岛百货、广州友谊百货、巴黎春天百货、百盛百货、南宁百货等基本上都集中在兴宁区和青秀区两个

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

城区。

购物中心: 两个最大的购物中心——万达广场和航洋国际购物中心也是分布在上述两个城区。

虽然近年来, 江南区、西乡塘区的百货商场和大型超市有所增加, 但良庆区、邕宁区, 还只属于百货业待开发区。相对于国内其他发达城市, 南宁百货业的发展相对滞后, 百货商场数量偏少, 各商场之间基本没形成明显的竞争态势。但参考王府井败走南宁的案例, 我们认为在南宁这类二三线城市, 消费者对当地品牌的依附度很高, 面对其他外来百货, 公司具备一定的地域优势。

■ 百货相对不成熟, 高端品牌缺失

作为广西的首府, 南宁百货业一直缺乏国际大品牌。与其他首府城市相比, 南宁的品牌总量偏少, 竞争还不够激烈, 除了节日的例行打折之外, 促销活动也较少。可以说, 整个百货业的市场还没有被完全开发出来。

南宁万达广场总经理黎彦在接受记者采访时说道。他们引入LV, 是一种探路的行为, 且通过调整, 巴黎春天百货南宁店引进的范思哲服饰 (Versace Collection)、法拉利服饰 (Ferrari)、保时捷手机服饰 (Porsche) 等众多国际大牌的进驻, 南宁百货业这才增加了几个有影响力的国际品牌。

据传将于2012年开业的华润万象城受到了来自业内外的高度关注, 大家纷纷寄望定位高端万象城, 能给南宁带来更多的国际知名品牌。

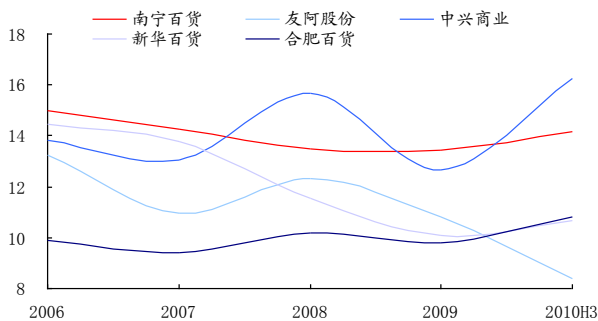
公司的费用率有较大的下降空间

■ 销售费用率和管理费用率属于较高的水平

通过下面的对比可知, 公司的一直维持在15%左右的水平, 属于较高的水平; 管理费用率约11%, 也属于较高的水平。三项费用中仅财务费用伴随公司负债的下降, 处于较低的水平。公司的管理费用近年来略有提升, 主要由于人员负担较重以及外聘高管费用造成。

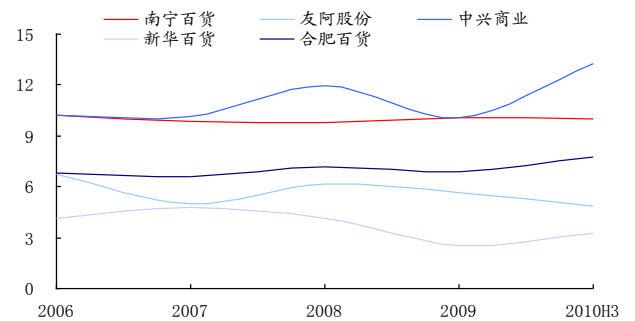
09年公司综合毛利率16.8%, 净利率1.4%。我们认为伴随公司新店的开张和电子商务的扩张, 销售费用率与管理费用率均存在较大的空间。

图 8: 2006-2010H3 销售费用率



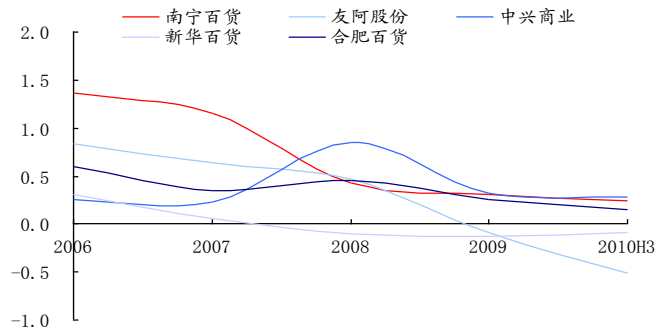
资料来源: wind, 国信证券经济研究所

图 9: 管理费用率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所

图 10: 财务费用率



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

盈利预测及评级

首次给予公司“中性”评级, 估值偏高

我们认为预测此类国资性质百货公司的未来发展, 我们应将政府的意愿纳入考虑范围。据我们了解, 公司的“368”发展方略具体指公司将着力发展的百货、电子商务、商业地产3大主业; 经过2010年—2015年共6年的发展, 力争在2015年实现公司年销售额达到80亿元, 逐步发展成立足南宁, 布局广西, 辐射东南亚的具有较强竞争力的区域性商业龙头企业。

公司今年转让了持有的北海五象房地产开发公司51%股权, 获得约6600 万净利润。对应2010~2012年摊薄的EPS为0.35元、0.16元及0.22元(对应2.6亿元的总股本), 对应2011~2012年PE73倍、53倍, 估值偏高, 我们首次给予“中性”评级。但考虑到公司战略日渐明确及管理提升, 未来可能有增发预期、受东盟会促进影响的当地发展等多种因素, 公司有望产生质的改变和提升, 且目前国资的持股比例仅23.8%, 未来有增持的可能, 建议投资者关注公司未来变化。

表 7: 武汉中商百货门店列表

一、营业总收入	2009Y	2010Y	2011Y	2012Y
营业收入	1,472.72	1,619.5	1,943.4	2,370.9
二、营业总成本	1,435.21	1,512.5	1,930.8	2,329.0
营业成本	1,224.91	1,214.7	1,678.2	2,042.4
营业税金及附加	11.28	9.9	11.8	14.2
销售费用	45.28	63.2	75.8	91.0
管理费用	148.34	140.8	152.0	164.2
财务费用	4.51	3.4	11.0	15.0
三、营业利润	39.05	107.0	45.0	61.6
加: 营业外收入	0.68	7.5	9.0	10.8
四、利润总额	35.87	111.8	50.8	68.6
减: 所得税	7.89	22.4	12.7	15.1
五、净利润	27.98	89.5	38.1	53.5
减: 少数股东损益	-0.77	-2.5	-3.0	-3.6
归属于母公司所有者的净利润	28.75	91.9	41.1	57.1

六、每股收益：

摊薄每股收益（元）	0.11	0.35	0.16	0.22
		319%	-55%	39%

资料来源：国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	闫莉	010-88005316	陈建生	0755- 82133766
崔嵘	021-60933159			岳鑫	0755- 82130432
吴土金	0755-82130833-1332			高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	陈玲	0755-82130646
谈焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	杨森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010- 66025270	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	祝彬	0755-82131528
				田惠蓝	0755-82133263
				吴美玉	010-66026319
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	严蓓娜	021-60933165
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755- 82139908		
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150		
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
黄磊	0755-82151833				
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
陈财茂	021-60933163	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
煤炭		建筑		新兴产业	
		邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025
		李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339
高宇	0755- 82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧娣	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康亢	010-66026337
张旭	010-66026340	阳瑾	0755-82133538	刘洋	0755-82150566
蔺晓熠	021-60933146	周琦	0755-82133568	李腾	0755-82130833-6223
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
		邓岳	0755- 82150533		
数量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	010-88005326				
郑云	021-60875163				
毛甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						严小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	