



批零贸易业/可选消费品

新世界 (600628)

后世博导致低增速

——新世界 (600628) 2011 年中报点评

刘冰
021-38676703
liubing6168@gtjas.com
编号 S0880511010042

本报告导读:

考虑到公司资产注入预期较为明确, 物业重估价值高, 按照 2011 年业绩给予 25 倍市盈率, 给予目标价 13.3 元, 增持。

投资要点:

- 公司 2011 年上半年收入 16.3 亿元, 同比增长 14.4%; 实现净利润 1.16 亿元, 同比增长 6.4%, 对应 EPS0.22 元。公司 2011 年第二季度收入 6.9 亿元, 同比增长 5.5%, 环比增速下降了 16.4 个百分点; 实现净利润 6484 万元, 同比增长 0.3%, 对应 EPS0.12 元。
- 公司第二季度净利润仅增长 0.3% 主要是由于: 去年世博会于二季度开业, 导致今年二季度收入同比增速下滑明显; 公司上半年医药毛利率下降了 4 个百分点, 同时高毛利酒店业务由于收入降低影响利润, 收入增速及毛利率下降使得公司第二季度净利润同比几乎没有增长。
- 公司收入分行业来看: 上半年商业收入同比增长 29.1%, 作为成熟门店, 这种增长速度令人满意, 同时毛利率 23.1% 与去年相比也有很大改善; 医药行业继续保持稳健增长, 收入同比增长 19%, 但毛利率也下降了 4 个百分点, 我们认为这主要是由于上半年我国中药材涨价明显, 而作为终端的中药店, 受政府调控, 需要自行消化一定涨幅, 影响了毛利率; 酒店行业受世博影响最大, 收入同比减少了 15.5%, 预计第四季度才能恢复正增长。
- 不考虑资产注入预期, 预计公司 2011-13 年收入 35/39/44 亿元, 同比增长 14/14/12%, 净利润 2.3/2.8/3.4 亿元, 同比增长 15%/22%/21%, 对应 EPS0.43/0.53/0.64 元。但考虑到公司注入预期较为明确, 物业重估价值高, 按照 2012 年业绩给予 25 倍市盈率, 给予目标价 13.3 元, 增持。目标价下调主要是由于市场和板块估值水平整体下移。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,730	3,030	3,463	3,930	4,416
(+/-)%	3%	11%	14%	14%	12%
经营利润 (EBIT)	332	380	427	500	580
(+/-)%	0%	15%	12%	17%	16%
净利润	180	199	229	280	339
(+/-)%	11%	10%	15%	22%	21%
每股净收益 (元)	0.34	0.37	0.43	0.53	0.64
每股股利 (元)	0.10	0.11	0.10	0.10	0.10

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	12.1%	12.5%	12.3%	12.7%	13.1%
净资产收益率 (%)	10.2%	10.4%	11.0%	12.1%	13.0%
投入资本回报率 (%)	7.6%	7.4%	8.8%	10.3%	12.0%
EV/EBITDA	14.3	14.2	12.6	10.6	8.9
市盈率	27.4	24.9	21.6	17.7	14.6
股息率 (%)	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%	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: 13.30

上次预测: 15.00

当前价格: 9.30

2011.08.18

交易数据

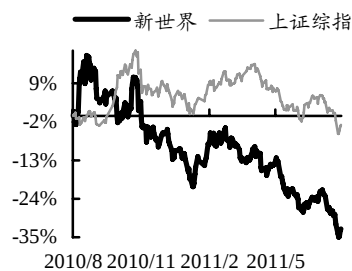
52 周内股价区间 (元)	8.32-15.68
总市值 (百万元)	4,946
总股本/流通 A 股 (百万股)	532/532
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	4
日均成交值 (百万元)	39

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,964
每股净资产	3.69
市净率	2.5
净负债率	130%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.09	0.10
Q2	0.12	0.12
Q3	0.06	0.08
Q4	0.11	0.13
全年	0.37	0.43

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-10%	-18%	-30%
相对指数	-4%	-10%	-28%

相关报告

- 《商业主业稳健增长, 资产注入仍需等待》
2011.04.19
- 《内生增长持续, 安全边际较高, 静待资产注入》
2010.12.15
- 《三季度利润增 35%, 管理费用正常化》
2010.10.25
- 《预期资产注入进度将加快》
2010.08.10
- 《资产注入较为明确, 门店扩展清晰可见》
2010.04.13

模型更新时间: 2011.08.15

股票研

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: 13.30

上次预测: 15.00

当前价格: 9.30

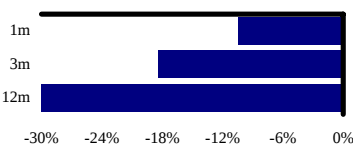
公司网址

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。公司购物广场主要经营中高档品牌百货,如雅格斯丹服饰,欧米茄手表,谢瑞麟珠宝,资生堂化妆品,双立人家具用品等。此外,公司还引入世界知名酒店品牌成立新世界丽笙大酒店(即南京路大酒店)。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

8.32-15.68

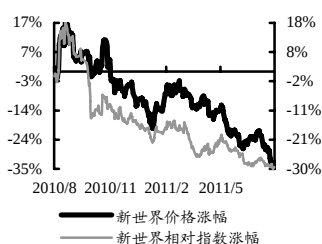
市值 (百万)

4,946

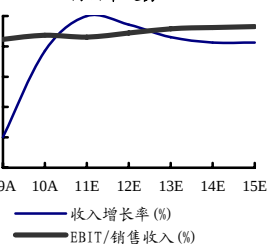
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业总收入	2,730	3,030	3,463	3,930	4,416	4,935	5,519
营业成本	1,950	2,143	2,506	2,878	3,264	3,677	4,143
税金及附加	33	37	43	49	55	62	69
销售费用	121	136	145	153	163	175	188
管理费用	295	333	341	350	353	370	386
EBIT	332	380	427	500	580	651	733
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	-8	-3	-3	-3	-3	-3
财务费用	85	98	104	107	104	81	54
营业利润	252	273	319	390	473	567	676
所得税	64	72	84	102	124	148	177
少数股东损益	7	5	7	9	11	13	16
净利润	180	199	229	280	339	406	485
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	220	389	285	278	280	294	310
其他流动资产	0	17	0	0	0	0	0
长期投资	85	563	563	563	563	563	563
固定资产合计	3,166	3,086	3,083	3,077	3,067	3,054	3,038
无形及其他资产	136	133	130	127	123	120	116
资产合计	3,943	5,044	4,987	5,099	5,207	5,350	5,499
流动负债	2,123	3,087	2,853	2,727	2,535	2,308	2,005
非流动负债	10	7	1	3	6	10	15
股东权益	1,776	1,913	2,089	2,316	2,602	2,955	3,387
投入资本(IC)	3,253	3,784	3,583	3,577	3,578	3,589	3,602
现金流量表							
NOPLAT	247	281	315	369	428	481	541
折旧与摊销	106	109	103	107	110	113	116
流动资金增量	-142	-427	26	-11	-13	-13	-17
资本支出	-32	-27	-96	-96	-96	-96	-96
自由现金流	180	-64	349	369	430	485	545
经营现金流	308	478	530	515	560	609	662
投资现金流	-97	-997	-99	-99	-99	-99	-99
融资现金流	-280	688	-535	-423	-460	-497	-548
现金流净增加额	-69	169	-103	-7	2	13	16
财务指标							
成长性							
收入增长率	2.9%	11.0%	14.3%	13.5%	12.3%	11.8%	11.8%
EBIT 增长率	0.0%	14.6%	12.3%	17.2%	16.0%	12.2%	12.6%
净利润增长率	10.7%	10.1%	15.5%	22.0%	21.3%	19.7%	19.3%
利润率							
毛利率	28.6%	29.3%	27.6%	26.8%	26.1%	25.5%	24.9%
EBIT 率	12.1%	12.5%	12.3%	12.7%	13.1%	13.2%	13.3%
净利润率	6.6%	6.6%	6.6%	7.1%	7.7%	8.2%	8.8%
收益率							
净资产收益率(ROE)	10.2%	10.4%	11.0%	12.1%	13.0%	13.7%	14.3%
总资产收益率(ROA)	4.6%	3.9%	4.6%	5.5%	6.5%	7.6%	8.8%
投入资本回报率(ROIC)	7.6%	7.4%	8.8%	10.3%	12.0%	13.4%	15.0%
运营能力							
存货周转天数	19	22	22	22	22	22	22
应收账款周转天数	15	15	15	15	15	15	15
总资产周转天数	528	541	529	5	4	5	5
净利润现金含量	1.71	2.40	2.31	1.84	1.65	1.50	1.37
资本支出/收入	1%	1%	3%	2%	2%	2%	2%
偿债能力							
资产负债率	54.1%	61.3%	57.2%	53.5%	48.8%	43.3%	36.7%
净负债率	73.4%	104.8%	82.7%	64.5%	45.9%	27.9%	11.1%
估值比率							
PE	27.4	24.9	21.6	17.7	14.6	12.2	10.2
PB	2.8	2.6	2.4	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	14.3	14.2	12.6	10.6	8.9	7.6	6.3
P/S	1.8	1.6	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9
股息率	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%

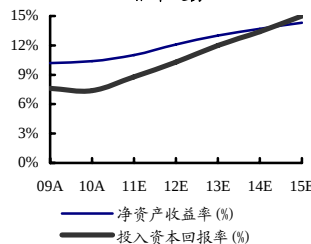
股票绝对涨幅和相对涨幅



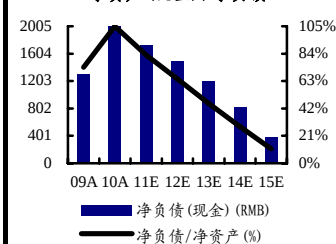
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



● 2011 年中报情况概述:

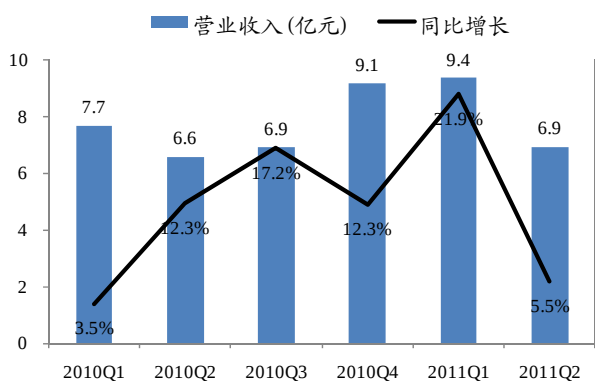
公司 2011 年上半年收入 16.3 亿元, 同比增长 14.4%; 实现净利润 1.16 亿元, 同比增长 6.4%, 对应 EPS0.22 元。

公司 2011 年第二季度收入 6.9 亿元, 同比增长 5.5%, 环比增速下降了 16.4 个百分点; 实现净利润 6484 万元, 同比增长 0.3%, 对应 EPS0.12 元。

公司第二季度净利润仅增长 0.3% 主要是由于:

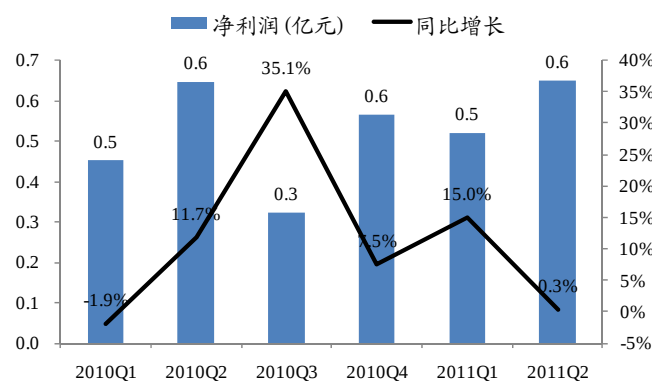
- 去年世博会于二季度开业, 导致今年二季度收入同比增速下滑明显;
- 公司上半年医药毛利率下降了 4 个百分点, 同时高毛利酒店业务由于收入降低影响利润, 收入增速及毛利率下降使得公司第二季度净利润同比几乎没有增长。

图 1: 公司单季度收入情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 2: 公司单季度净利润情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

- 分行业看, 商业、医药继续受世博影响较小, 酒店受影响最大
公司收入分行业来看:

- 上半年商业收入同比增长 29.1%, 作为成熟门店, 这种增长速度令人满意, 同时毛利率 23.1% 与去年相比也有很大改善;
- 医药行业继续保持稳健增长, 收入同比增长 19%, 但毛利率也下降了 4 个百分点, 我们认为这主要是由于上半年我国中药材涨价明显, 而作为终端的中药店, 受政府调控, 需要自行消化一定涨幅, 影响了毛利率;
- 酒店行业受世博影响最大, 收入同比减少了 15.5%, 预计第四季度才能恢复正增长。

表 1: 公司收入分行业情况

	营业收入	营业成本	毛利率	收入 YOY	成本 YOY	毛利率变动
商业	12.0	9.2	23.1	29.4	20.0	增加 5.86 个百分点
医药行业	3.2	2.6	18.2	19.0	20.1	减少 3.95 个百分点
酒店服务业	0.8	0.1	93.1	-15.5	-4.4	减少 0.86 个百分点
其他行业	0.3	0.0	98.2	-9.2	-39.0	增加 0.87 个百分点

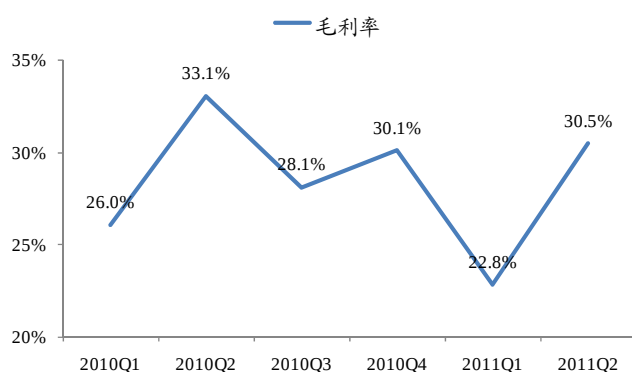
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

● 公司毛利同比下滑明显，费用总额保持稳定

公司第二季度综合毛利率 30.5%，同比下滑了 2.6 个百分点，主要是中药材价格上涨导致医药业毛利率也同比下滑明显，同时高毛利的酒店业务收入下降导致。

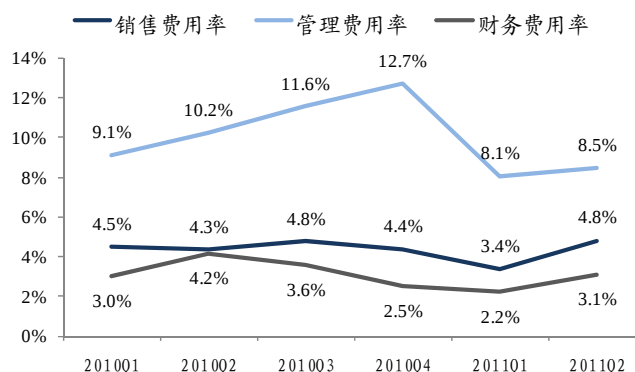
不过公司第二季度三项费用支出 1.14 亿元，较去年同期 1.23 亿元还下降了 900 万元，主要是去年世博期间，公司费用支出较大，同时公司物业自有，折旧费用下滑，人力等其他成本上涨也不明显。三项费用率同比下滑了 2.4 个百分点，抵消了公司毛利率下降导致的负面影响。

图 3：公司单季度毛利率情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 4：公司单季度三项费用率情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

● 公司资产重组预期明确，但是多因素影响仍需等待

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。

持有公司 25.21%股权的第一大股东黄浦区国资委虽然将新世界重组工作列入了政府经济工作的重点之一。但是由于 2011 年政府换届，重组时间进度慢于我们前期预测。另外黄浦区和卢湾区已经合并，政府人事变动较大，黄浦区对于新世界的资产注入以提高持股比例的预期可能还将延后，不过由于并区，国资拥有的商业资产将增加，对于有可能整合的资产规模将有提升。

● 盈利预测和投资评级

我们假设：

- ✓ 公司 2011/12 年商业收入同比增长 18%/15%，毛利率 17%；
- ✓ 医药收入同比增长 20%/18%，毛利率 18%；
- ✓ 酒店收入 11 年同比减少 10%，12 年增 4%，毛利率保持稳定；

不考虑资产注入预期，预计公司 2011-13 年收入 35/39/44 亿元，同比增长 14%/14%/12%，净利润 2.3/2.8/3.4 亿元，同比增长 15%/22%/21%，对应 EPS0.43/0.53/0.64 元。但考虑到公司注入预期较为明确，物业重估价值高，按照 2012 年业绩给予 25 倍市盈率，给予目标价 13.3 元，增持。目标价下调主要是由于市场和板块估值水平整体下移。

作者简介:**刘冰:**

执业资格证书编号: S0880511010042

电话: 021-38676703

邮箱: liubing6168@gtjas.com

汪睿 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110024644

电话: 021-38674657

邮箱: wangrui008182@gtjas.com

汪睿:会计硕士,毕业于美国纽约州立大学 Binghamton 分校。09 年 10 月加入国泰君安销售交易总部,先后从事餐饮旅游,商贸零售行业研究。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

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		