



东兴证券
DONGXING SECURITIES

全方位提升的世博之星

——新世界（600628）调研快报

2010 年 1 月 25 日

推荐/首次

零售行业

调研快报

高坤 零售行业分析师
010-66507320

事件：

近期，我们对公司进行了实地调研，并针对公司的业务结构及最新动态与公司进行了交流。

问题 1：公司酒店业务规模受到行业背景影响有所下滑，世博对该业务的提升预期如何？

从公司集南京路 1、2、8 号地铁线的巨大的人流量；临近豫园、外滩等旅游景点的客流量，入住率预期有望创新高。酒店业务的盈利能力来看，单体丽笙酒店的年均毛利率高达 93.7%，高出上海当地唯一的一家酒店类上市公司锦江股份 23.8 个百分点，为行业平均水平的 1.5 倍之多。丽笙大酒店 09 年入住率 50%在盈亏平衡点之上。之所以获得如此高的盈利能力并保持了较为稳定的发展，与其南京路段的地理位置不无关系，优越的地段优势凸显了公司对上游设施供应商的议价优势以及对下游终端消费服务的定价优势。

问题 2：公司一直注重百货主业的内涵发展，在盈利模式和品牌、业态结构方面的战略方向？

公司目前的购物销售收入占总收入的 85%。百货主业的内涵发展提升首先体系在经营模式方面，随着差异化竞争的加剧和个性化需求的兴起，自营模式将成为百货业发展的主流趋势，公司购物销售中的自营比例为 10%左右，这一比例将在化妆品、服装等品类中得到提升以适应行业发展的步伐。

其次在品牌结构方面，公司在餐饮、服装等各品类的品牌引进档次上都会有一定的提升空间，虽然短期内会使得商业的毛利率有所下降，但可以通过引进认知度较高的国际国内名牌，来与周边商务区的消费层次将形成更为有效的对接。公司品牌结构的提升效应已经从客单价得到了明显的印证，从 2005 年的 500-700 元提高到 2009 年的 780 元，在消费旺季客单价更是突破了千元大关（1300 元）。

再次，百货内置旅游的模式也有效提升了公司文化品牌的溢价。2009 年五一三天，杜莎夫人蜡像馆累计接待游客 0.83 万人次，同比增长 168%，门票收入累计 66.40 万元，同比增长 114%。公司最近针对世博会，进行了文化营销的准备工作，希望通过商旅联动的机制将公司打造成南京路上功能齐全的商业旗舰。目前已经和相关旅行社进行了接洽，并利用杜莎夫人蜡像馆的独特商业模式增加集客能力和拓展合作范围；此外，世嘉游艺也基本上完成了日方的磨合期，逐渐进入中国式发展的佳境，而不是照搬东京的游艺主题套路，日方有意以新世界为根据地，向上海其他地区及周边省市进行市场扩张，这为新世界大本营的发展也提供了强有力的支撑。

问题 3：公司的蔡同德老字号与童涵春、雷允上等其他上海本地老字号相比的优劣式是什么？

作为南京路上唯一一家百年国药号，上海蔡同德堂算是个异类：当平价、连锁、加盟等新概念在药业风生水起之时，蔡同德一直专注于南京路单体店的发展。大股东新世界股份在 2009 年投资近 4000 万元重新装修老店，店堂经营面积从原来的 1500 平方米增加到 3000 平方米，凭借南京路的地段优势，蔡同德“大”而“全”的经营方式相对于上海的另两家公司国药号——雷允上和童涵春“小而多”连锁模式，具备较高的投入产出效率。蔡同德的子公司群力草药技术壁垒较高，治疗癌症、肝病的中药专家成为门店品牌溢价的最大来

源，利润占据了蔡同德三分之一左右。但与豫园商场旗下的童涵春相比，由于缺乏网点广泛的连锁店所带来的规模经济和相应的品牌号召力，从而使得盈利能力与之还有一定差距。

问题 4：就市场一直关注的黄浦区商业资产注入公司预期的看法？

作为黄浦区国资委持股比例最高的商业上市公司，以公司为平台注入国有商业资产预期较为明确，目前黄浦区旗下的老凤祥进程还未具体落定，一旦完成，公司将成为吸纳区级国资委相关资产，其中外滩 18 号和 3 号，已经为外资占有，被注入的可能性不大，房地产资产将成为可能性较大的整合平台。

结论：

1、酒店业务量价齐升爆发式增长。从规模来看，公司酒店业务呈逐年下滑的趋势，在 08 年金融危机的影响下，收入占比降幅达到了 2.93 个百分点。定位一线城市的高端酒店，使得公司不得不面临行业供需失衡的泡沫危机。09 年前 5 个月，上海五星级酒店的日平均房价下降了近 1/4，入住率下降了 14.2 个百分点。世博契机有望缓解酒店业“产能过剩”而致的下滑势头。根据上海市旅委规划报道，世博会星级及经济型酒店的缺口无疑会使上海酒店入住率和价格在短期内达到一个高峰状态。丽笙酒店的住宿价格至少上涨两成，在量与价的并行提升下，公司酒店业务有望得到爆发式增长。

2、百货主业继续深耕细作内涵发展。公司一直致力于单体店内涵价值的挖掘，这在行业内已经较为罕见。自营模式将随着行业多元化、个性化需求的大趋势得以稳步发展；品牌结构引进的逐级提升有利于公司长期盈利能力的培育，也与消费结构的提升形成了更为有效的对接；而游艺、蜡像馆、电影院等各个辅业的全面开展充分挖掘了公司百货主业的范围经济，并将充分分享世博带来的大消费效应。

3、品牌溢价与需求扩容相得益彰的医药业。从量增的角度来看，店堂内，新兴需求的医疗器械、药妆，与传统的中药材并驾齐驱，目标客户较为广泛，为销量奠定了坚实的基础。随着中药国际化趋势的加强，新世界看准了世博会这个契机，巨资改造国药号的同时，也希望充分利用繁华路段超高的人气，建立对整体品牌的认同和信赖。

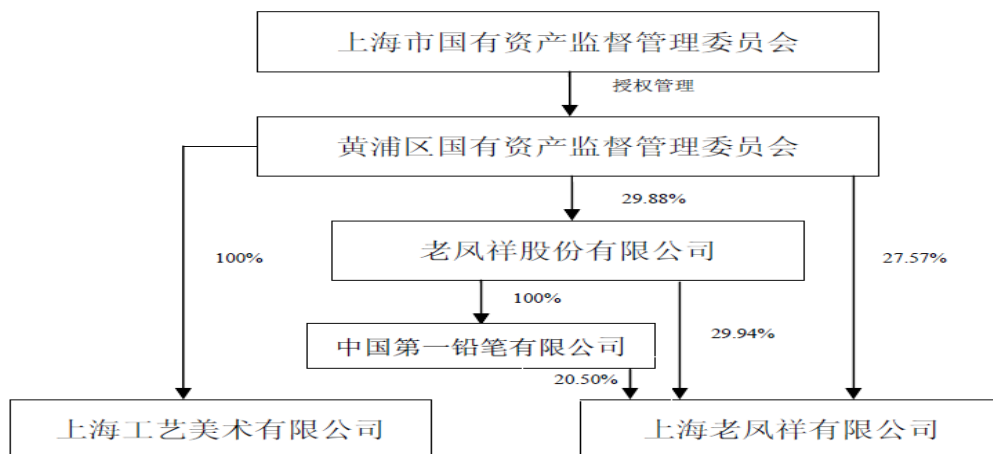
从价涨的角度来看，公司的医药业务已经实现了全产业链覆盖，拥有一定的定价话语权。而南京路的客户群体以游客为主，利润率高的名贵药材销路较好，单体店的产出效益可以最大化。全产业链地位的提升将为蔡同德的品牌溢价添砖加瓦。

4、千钧一发的资产注入预期。根据《上海市十一五国有资产调整和发展专项规划》，2010 年上海国资至少将有 30% 以上的经营性资产集中到上市公司，意味着约有逾 700 亿元资产要在明年年底前实现上市。黄浦区下属的老凤祥的收购运作，充分利用了上市公司平台，推动国有资产证券化进程，并使得国有资产的管理逐步向股权管理过渡。而作为黄浦区国资委持股比例最高的商业上市公司，以公司为平台注入国有商业资产预期较为明确，而与百联集团的重组可能性较小。老凤祥的资产重组方案或许能给公司的注入预期带来一定参考价值。

而公司的另一个法人股东上海新世界（集团）有限公司是由国有资产管理部门授权的国有独资企业，共拥有全资子公司 14 个，控股公司 10 个、参股公司 6 个，是个庞大的家族。据上海市统计局公布的上海商业销售（营业）额排名资料，集团位列上海商业集团销售第 3 名。集团隶属黄浦区国资，旗下众多优质的商业资源为公司今后的发展带来了较大的想象空间。与公司主营业务相关的：杏花楼集团旗下门店、

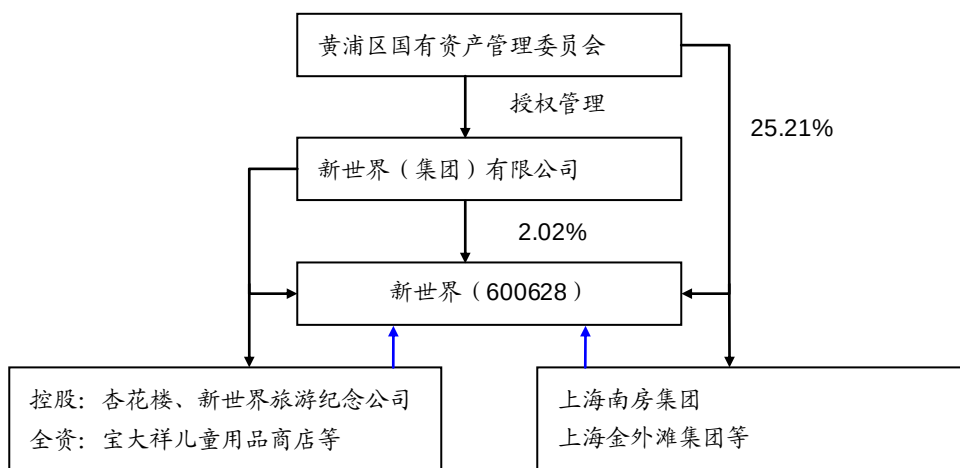
上海新世界旅游纪念品有限公司、宝大祥儿童用品商店等商业资产的注入，将使公司突破性实现低成本的外延扩张。

图 1：黄浦区国资委与老凤祥收购标的资产的股权关系



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：黄浦区国资委与新世界的股权关系及注入猜想



资料来源：东兴证券研究所

4、盈利预测与投资评级。我们预计新世界 2009—2011 年 EPS 分别为 0.36 元、0.47 元、0.52 元，对应的市盈率分别是 48.98、37.86 和 33.72。公司拥有较好的安全边际，丽笙酒店和新世界 210 万平方米的南京路物业全部为自有。同时，考虑到行业的景气周期和世博预期的效应以及公司在治理水平效益的提升，我们首次给予公司“推荐”的投资评级。

风险提示：主要是世博对大消费概念的带动低于预期以及公司资产注入预期面临较大不确定性。

分析师简介

高坤

安徽财经大学产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。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。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。