



批零贸易业

2010.12.30

## 行业稳健增长趋势未改，调整带来中长期投资机会

## ——商业零售行业 2010 年 12 月月报

|                                                                                   |                       |                         |
|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|-------------------------|
|  | <b>刘冰</b>             | <b>汪睿</b>               |
|  | 021-38676703          | 021-38674657            |
|  | liubing6168@gtjas.com | wangrui008182@gtjas.com |
|  | S0880209110637        | S0880110024644          |

## 本报告导读：

通常来讲随着年报的公布，商业零售行业的高溢价往往会由于业绩的增速消化。我们认为行业增长稳健，近期估值调整带来中长期投资机会，增持。

## 摘要：

- 2010 年 11 月我国社会消费品零售总额实现 1.39 万亿元，同比增长 18.7%，增速较 10 月份后有所回升，扣除物价后，社零销售 11 月同比增长 14%，较前几个月有所回落。同期我国工业增加值同比增长 7.2，增速较 10 月回落 0.9 个百分点。全年社零总额与工业增加值总体呈现出前高后低的形态，但回落幅度远低于年初预期。2010 年 11 月份重点零售企业零售额同比增长 18.6%。
- 商业零售行业近几个月有所调整，连续跑输大盘，我们认为这主要是消费板块今年以来涨幅大幅偏离大盘的一种估值修复行为。行业基本面没有变化，我们预期未来 2-3 年 25% 稳健增长可期，经济结构的转型和国民收入的增加为商业零售行业增长提供有力支持。
- 从估值角度来看，虽然目前商贸零售行业的估值溢价仍然处于历史高位，但总结历史经验，通常来讲随着年报的公布，在行业较高相对溢价会由于业绩的高增速会被消化。增长稳定的商业零售行业估值相对市场的估值已经下调到较安全的投资范围，下跌空间不大，而拉长投资时间段，看明年一年，应该有 30%（常态估值 35 倍/现阶段 27 倍=30%）的投资收益。
- 结合公司基本面，我们重点推荐：
  - ✓ 小商品城（600415）专业批发市场得盈利模式主要以收取租金为主，通胀时期市场租金也会出现上涨趋势，对于专业批发市场提高单位面积租金会有很大的促进作用。
  - ✓ 苏宁电器（002024）但龙头企业随着渠道下沉，可以在市场集中度不断提升中创造高增长。城镇化提高、政府着力提高国民收入的政策引导下，中低收入、二三线城市居民将会是最大的受益者，目前向二三线城市扩张，实施渠道下沉的苏宁将会从中受益。
  - ✓ 王府井（600859）战略投资者进入，使得我们对王府井未来的发展更具信心，原本公司的业绩增长稳健有余，但是弹性不足，但是我们预计由于战略投资者的进入，以及治理结构可能改善的预期，未来无论内生还是外延的业绩增速都有加快趋势。
  - ✓ 百联股份（600631）、友谊股份（600827）以及鄂武商（000501）、东百集团（600693）。

评级：

增持

上次评级：

增持

## 细分行业评级

|          |    |
|----------|----|
| 百货行业     | 增持 |
| 超市行业     | 增持 |
| 家电连锁行业   | 增持 |
| 专业批发市场行业 | 增持 |
| 黄金珠宝连锁   | 增持 |

## 重点覆盖上市公司评级

|                |      |
|----------------|------|
| 小商品城 600415.SH | 增持   |
| 苏宁电器 002024.SZ | 增持   |
| 王府井 600859.SH  | 增持   |
| 重庆百货 600729.SH | 增持   |
| 武汉中百 000759.SZ | 增持   |
| 东百集团 600693.SH | 增持   |
| 新世界 600628.SH  | 增持   |
| 合肥百货 000417.SZ | 增持   |
| 鄂武商 000501.SZ  | 增持   |
| 南京中商 600280.SH | 增持   |
| 老凤祥 600612.SH  | 增持   |
| 新华都 002264.SZ  | 增持   |
| 百联股份 600631.SH | 增持   |
| 友谊股份 600827.SH | 增持   |
| 中兴商业 000715.SZ | 增持   |
| 友好集团 600778.SH | 谨慎增持 |
| 广州友谊 000987.SZ | 谨慎增持 |
| 广百股份 002187.SZ | 谨慎增持 |
| 银座股份 600858.SH | 谨慎增持 |
| 成商集团 600828.SH | 谨慎增持 |
| 潮宏基 002345.SZ  | 中性   |
| 大商股份 600694.SH | 中性   |
| 友阿股份 002277.SZ | 中性   |
| 步步高 002251.SZ  | 中性   |
| 人人乐 002336.SZ  | 中性   |
| 华联综超 600361.SH | 中性   |

## 相关报告

|                               |            |
|-------------------------------|------------|
| 批零贸易业：《商贸诚可贵，百货价更高》           | 2010.12.02 |
| 批零贸易业：《业绩稳定增长将带来绝对收益》         | 2010.11.08 |
| 批零贸易业：《调整释放估值压力，中长期投资正当时》     | 2010.10.26 |
| 批零贸易业：《上半年业绩增长较好，预期全年 30% 增速》 | 2010.09.06 |
| 批零贸易业：《上半年零售行业增长较好，持续看好中长期发展》 | 2010.07.28 |

## 目 录

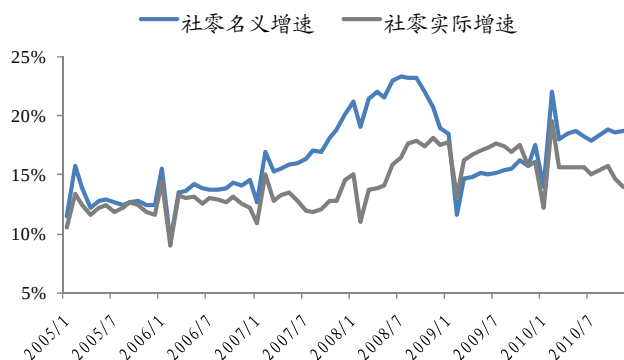
|                                             |   |
|---------------------------------------------|---|
| 1. 11月商业零售行业整体情况.....                       | 3 |
| 1.1. 社零总额、工业增加值增速略有下滑 .....                 | 3 |
| 1.2. 今年11月CPI水平创近28个月来新高 .....              | 3 |
| 1.3. 消费者信心持续下滑，但仍处于乐观区间 .....               | 3 |
| 1.4. 2010年11月全国重点零售企业销售增速有所上升 .....         | 4 |
| 1.5. 全国百家大型零售企业零售额10月增长22.4%.....           | 4 |
| 2. 投资策略及重点推荐公司 .....                        | 5 |
| 3. 重点上市公司动态.....                            | 8 |
| 3.1. 王府井（600859）：引入外资战略投资者有助于公司治理结构改善 ..... | 8 |
| 3.2. 中兴商业（000715）：三期投入营业促未来两年业绩增速加快 .....   | 8 |
| 3.3. 友谊股份（600827）：双引擎驱动上海商业航母起航 .....       | 9 |
| 3.4. 新世界（600628）：内生增长持续，安全边际较高，静待资产注入 ..... | 9 |

## 1. 11月商业零售行业整体情况

### 1.1. 社零总额、工业增加值增速略有下滑

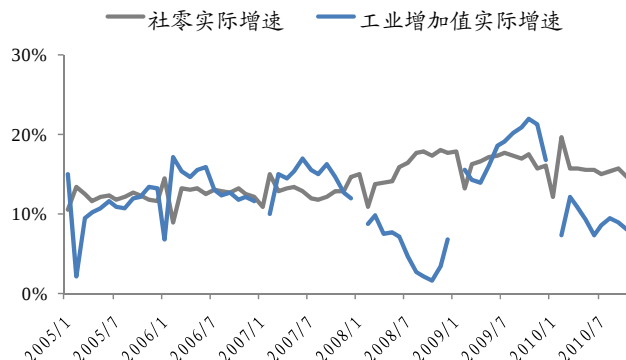
11月我国社会消费品零售总额实现1.39万亿元，同比增长18.7%，增速较10月份后有所回升，扣除物价后，社零销售11月同比增长14%，较前几个月有所回落。同期我国工业增加值同比增长7.2，增速较10月回落0.9个百分点。全年社零总额与工业增加值总体呈现出前高后低的形态，但回落幅度远低于年初预期。

图 1：11 月份社零销售有所回落



数据来源：CEIC、国泰君安证券研究

图 2：社零总额增速与工业增加值增速相关性

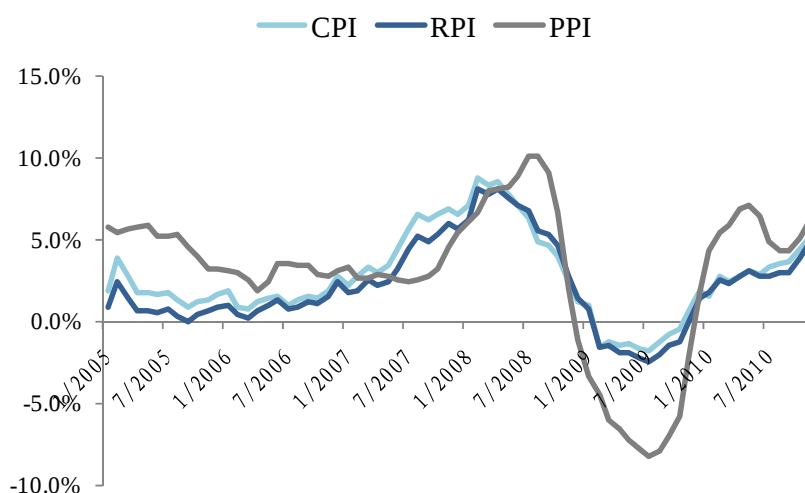


数据来源：CEIC、国泰君安证券研究

### 1.2. 今年 11 月 CPI 水平创近 28 个月来新高

国家统计局发布的 11 月 CPI 5.1% 水平，创了 28 个月以来的新高，较快的通胀水平在一定程度上推动了零售行业销售数据，在社零销售实际增速有所下滑的情况下，名义增速仍保持了今年以来较快的增长。

图 3：我国 11 月 CPI 5.1%，为 28 个月以来的最高水平



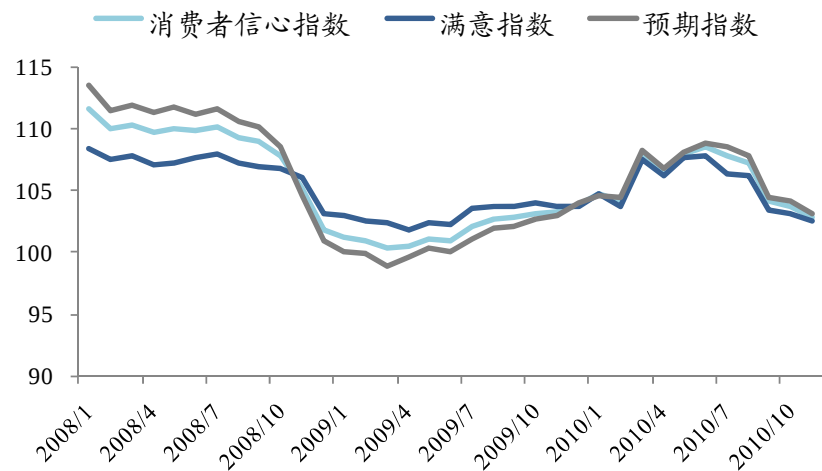
数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

### 1.3. 消费者信心持续下滑，但仍处于乐观区间

2010 年 11 月我国居民消费者信心指数为 102.9，较 6 月 108.5 已经连续 5 个月出现回落，我国居民消费者满意指数和预期指数也连输 5 个月出

现回落，这表明了居民对物价上涨过快的忧虑。但值得注意的是信心指数仍处在乐观区间，且下降趋势已经趋稳。

图 4：我国居民信心指数连续 5 个月回落



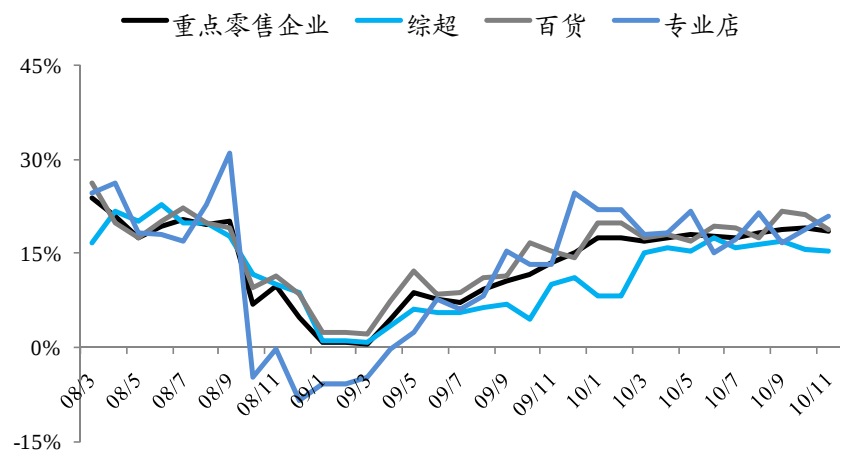
数据来源：CEIC，国泰君安证券研究

#### 1.4. 2010 年 11 月全国重点零售企业销售增速有所上升

据商务部监测，2010 年 11 月份重点零售企业零售额同比增长 18.6%。分商品类别看，金银珠宝、汽车、文化办公用品、食品增幅居前，零售额同比分别增长 52.0%、29.1%、19.2%和 19.0%，服装、烟酒、饮料和中西药品零售额同比分别增长 18.2%、17.8%、17.3%和 17.1%。

分业态来看，百货店、专业店、超市零售额同比分别增长 18.8%、20.8%和 15.5%。可以看出，年末专业店增速开始加快，综超增长最为平稳。

图 5：11 月份全国重点零售企业销售同比增长 18.6%



数据来源：商务部、国泰君安证券研究

#### 1.5. 全国百家大型零售企业零售额 10 月增长 22.4%

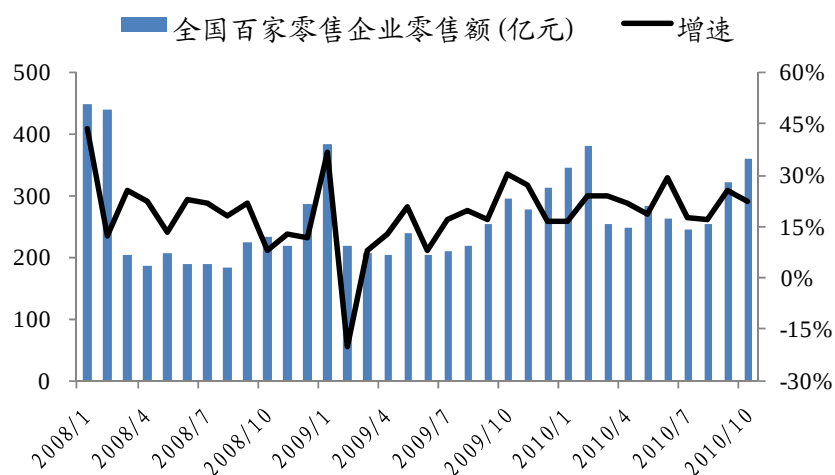
据中华全国商业信息中心监测：10 月份消费品零售市场本应进入季节性销售旺季，但今年 10 月市场相对温和平稳。百家大型零售企业零售额同比增速为 22.4%，比上年减缓了 8.1 个百分点；且这一增速与前 9 个

月累计 22.3% 的增速基本持平。中秋节从去年的 10 月提前到今年的 9 月是影响本月零售额增速平平的重要因素。剔除中秋影响，2010 年 9-10 月零售额累计增速为 23.8%，与 2009 年同期持平，市场运行稳定。

按商品类别来看，

- 服装类和金银珠宝类增速小幅提升，增速分别达到 28.6% 和 35.2%，气温是拉动服装销售的主要原因，而今年黄金价格的强势，带动了一整年黄金首饰的热销。
- 相比之下，家用电器类、日用品类和化妆品类增速出现下滑，其中家用电器类增速 11.7%，增速较去年同期下滑 29.1 个百分点；日用品类和化妆品类增速分别为 12.9% 和 14.2%，较去年同期水平分别下降 20.7、12.7 个百分点。
- 另外食品类增速下滑幅度较小。受食品价格上涨 10.1% 的影响，食品类增速维持在较高水平，达到 29.2%，仅低于 2009 年同期 1.9 个百分点。

图 6：全国百家大型零售企业销售 10 月增长 22.4%



数据来源：中华全国商业信息中心、国泰君安证券研究

## 2. 投资策略及重点推荐公司

商业零售行业近几个月有所调整，连续跑输大盘，我们认为这主要是消费板块今年以来涨幅大幅偏离大盘的一种估值修复行为。从 2009 年三季度开始，一直到 2010 年 9 月，商业零售行业一直上涨，基本没有调整，远远跑赢大盘，在行业的淡季二三季度也有较好的市场表现，体现了对于市场消费行业的看好，截至到 2010 年 9 月，商业零售行业当时高估值也透支了行业增长。

从估值角度来看，虽然目前整个商贸零售行业的估值溢价仍然较高，但是经过一段时间的调整，我们覆盖的重点公司的平均估值已经按照 2011 年业绩 27 倍估值，从绝对数上已经低于历史上平均的 30-35 倍平均估值。

根据历史经验，通常随着年报的公布，在一季度行业相对于市场的较高溢价往往会由于业绩的高增速会被有所消化。所以我们认为在目前市场

震荡的情况下，一季度商贸零售行业的相对估值水平将会恢复到平均水平。

对于整体行业发展我们依然维持乐观预期。2010 年初我们预期，2010 年第四季度由于 2009 年同期高基数效应，增速可能相比前三季度会有所回落，但是从这 10-11 月份行业数据，以及我们实际调研的情况来看，商业企业的收入增速仍然较好。我们预期 2010 年第四季度利润增长情况依然会延续前三季度的增速。而对于未来 2-3 年，每年 25%稳健增长可期，经济结构的转型和国民收入的增加为商业零售行业增长提供有力支持。

对于估值，我们认为增长稳定的商业零售行业估值相对市场的估值已经下调到较安全的投资范围，下跌空间不大，而拉长投资时间段，看明年一年，应该有 30%（35 倍/27 倍=30%）的投资收益。

结合公司的基本面，我们给出以下推荐组合：

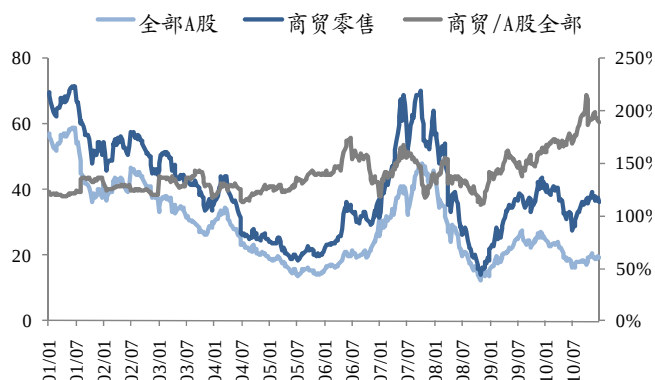
- 小商品城（600415）：专业批发市场得盈利模式主要以收取租金为主，通胀时期，市场租金也会出现上涨趋势，对于专业批发市场提高单位面积租金会有很大的促进作用。
- 苏宁电器（002024）：家电销售未来总体增长平淡，但龙头企业随着渠道下沉，可以在市场集中度不断提升中创造高增长。我们认为在城镇化提高、政府着力提高国民收入的政策引导下，中低收入、二三线城市居民将会是最大的受益者，目前向二三线城市扩张，实施渠道下沉的苏宁将会从中受益。
- 王府井（600859）：战略投资者进入，使得我们对王府井未来的发展更具信心，原本公司的业绩增长稳健有余，但是弹性不足，但是我们预计由于战略投资者的进入，以及治理结构可能改善的预期，未来无论内生还是外延的业绩增速都有加快趋势。
- 百联股份（600631）、友谊股份（600827）——完成重组后的新百联收入规模将达到 400 亿以上，形成涵盖百货店、购物中心、奥特莱斯、连锁超市、建材店等多品牌、多业态的经营结构，是沪上以超市与百货连锁为核心的商业航母。
- 区域型百货中，我们重点推荐鄂武商（000501）和东百集团（600693）。

图 7：商业零售行业指数与市场指数比较



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 8：商业零售行业估值溢价（市盈率 TTM,整体法）



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

表 1: 重点公司盈利预测 (2010 年 12 月 28 日股价)

|      | 代码        | 简称    | 投资评<br>级 | 收盘<br>价 | 总市值 | EPS   |      |      | PE   |     |     |
|------|-----------|-------|----------|---------|-----|-------|------|------|------|-----|-----|
|      |           |       |          |         |     | 09A   | 10E  | 11E  | 09A  | 10E | 11E |
| 百货   | 600859.SH | 王府井   | 增持       | 46.90   | 196 | 0.92  | 1.23 | 1.74 | 51   | 38  | 27  |
|      | 000987.SZ | 广州友谊  | 谨慎增持     | 26.21   | 94  | 0.79  | 0.86 | 1.11 | 33   | 31  | 24  |
|      | 002187.SZ | 广百股份  | 谨慎增持     | 26.46   | 45  | 0.98  | 1.03 | 1.23 | 27   | 26  | 21  |
|      | 600729.SH | 重庆百货  | 增持       | 44.95   | 92  | 0.77  | 1.40 | 1.81 | 59   | 32  | 25  |
|      | 600858.SH | 银座股份  | 谨慎增持     | 24.62   | 71  | 0.41  | 0.94 | 1.25 | 60   | 26  | 20  |
|      | 600785.SH | 新华百货  | 增持       | 28.51   | 59  | 0.92  | 1.16 | 1.43 | 31   | 25  | 20  |
|      | 600631.SH | 百联股份  | 增持       | 14.55   | 160 | 0.37  | 0.52 | 0.55 | 40   | 28  | 26  |
|      | 600827.SH | 友谊股份  | 增持       | 17.26   | 81  | 0.40  | 0.67 | 0.75 | 43   | 26  | 23  |
|      | 600628.SH | 新世界   | 增持       | 11.60   | 62  | 0.34  | 0.46 | 0.55 | 34   | 25  | 21  |
|      | 000417.SZ | 合肥百货  | 增持       | 17.80   | 85  | 0.42  | 0.53 | 0.67 | 43   | 34  | 27  |
|      | 000501.SZ | 鄂武商 A | 增持       | 17.40   | 88  | 0.47  | 0.57 | 0.80 | 37   | 31  | 22  |
|      | 600828.SH | 成商集团  | 谨慎增持     | 17.48   | 64  | 0.35  | 0.39 | 0.68 | 50   | 45  | 26  |
|      | 600694.SH | 大商股份  | 中性       | 45.87   | 135 | -0.40 | 0.50 | 1.00 | -116 | 92  | 46  |
|      | 002277.SZ | 友阿股份  | 中性       | 22.22   | 78  | 0.43  | 0.53 | 0.66 | 52   | 42  | 34  |
|      | 600280.SH | 南京中商  | 增持       | 26.87   | 39  | 0.30  | 0.50 | 1.35 | 90   | 54  | 20  |
|      | 600778.SH | 友好集团  | 增持       | 12.79   | 40  | 0.19  | 0.40 | 0.55 | 66   | 32  | 23  |
|      | 000516.SZ | 开元控股  | 谨慎增持     | 5.41    | 39  | 0.11  | 0.22 | 0.20 | 50   | 25  | 27  |
|      | 600693.SH | 东百集团  | 增持       | 11.27   | 39  | 0.24  | 0.38 | 0.64 | 47   | 30  | 18  |
|      | 002419.SZ | 天虹商场  | 增持       | 46.70   | 187 | 0.89  | 1.23 | 1.67 | 52   | 38  | 28  |
|      | 000715.SZ | 中兴商业  | 增持       | 14.30   | 40  | 0.33  | 0.27 | 0.65 | 43   | 53  | 22  |
|      | 000564.SZ | 西安民生  | 增持       | 7.73    | 24  | 0.16  | 0.21 | 0.26 | 48   | 37  | 30  |
| 超市   | 000759.SZ | 武汉中百  | 增持       | 12.54   | 85  | 0.31  | 0.43 | 0.54 | 40   | 29  | 23  |
|      | 002251.SZ | 步步高   | 中性       | 24.85   | 67  | 0.61  | 0.74 | 0.96 | 41   | 34  | 26  |
|      | 600361.SH | 华联综超  | 中性       | 10.03   | 49  | 0.13  | 0.20 | 0.30 | 80   | 50  | 33  |
|      | 002264.SZ | 新华都   | 增持       | 21.68   | 35  | 0.43  | 0.53 | 0.81 | 51   | 41  | 27  |
|      | 002336.SZ | 人人乐   | 中性       | 23.95   | 96  | 0.57  | 0.59 | 0.77 | 42   | 41  | 31  |
|      | 601933.SH | 永辉超市  | -        | 30.75   | 236 | 0.33  | 0.38 | 0.58 | 93   | 81  | 53  |
| 家电连锁 | 002024.SZ | 苏宁电器  | 增持       | 12.61   | 882 | 0.41  | 0.57 | 0.80 | 31   | 22  | 16  |
|      | 600122.SH | 宏图高科  | 增持       | 13.40   | 76  | 0.35  | 0.47 | 0.61 | 38   | 29  | 22  |
| 黄金珠宝 | 600612.SH | 老凤祥   | 增持       | 28.56   | 96  | 0.39  | 0.83 | 1.18 | 74   | 34  | 24  |
|      | 002345.SZ | 潮宏基   | 中性       | 34.07   | 61  | 0.47  | 0.66 | 0.86 | 73   | 52  | 40  |
|      | 600655.SH | 豫园商城  | 中性       | 13.23   | 190 | 0.33  | 1.00 | 1.05 | 39   | 13  | 13  |
| 批发   | 600415.SH | 小商品城  | 增持       | 32.93   | 448 | 0.67  | 0.85 | 1.47 | 49   | 39  | 22  |
|      | 002344.SZ | 海宁皮城  | 中性       | 53.00   | 148 | 0.35  | 0.54 | 0.72 | 152  | 98  | 74  |

数据来源: WIND、国泰君安证券研究

### 3. 重点上市公司动态

#### 3.1. 王府井(600859): 引入外资战略投资者有助于公司治理结构改善

- **国资对于公司的实际控制力有放松趋势。**北京市国资委决定将北京王府井东安集团有限责任公司划转给国管中心，此次划转标志着国资实质上已经对于王府井的控制权有逐步放开的趋势。国管中心虽然是国资委下属，但是国管中心和国资委不能相提并论，国管中心只是全民所有制企业，作为政府职能的权力相比国资委下降。
- **引入战略投资者意义深远。**此次增资进入王府井国际的除了北京国资下属全民企业国管中心外，还包括中信产业基金和福海国盛两家战略投资者，此次引入战略投资者最重要的意义在于改善治理结构
- **我们分析——引入战略投资者充实公司发展所需资金和资源。**我们预计此前王府井国际参与公司非公开增发的 12.31 亿元主要来自此次的战略投资者，这部分资金解决了公司的发展所需；**提升并购重组运作能力。**王府井在未来五年的发展规划中，除了新开门店外，有可能通过并购重组实行对外扩张。而此次战略投资者进入，未来可以在集团层面并购，再放入上市公司，减少因为上市公司并购程序复杂拉长了收购时间所可能错过的并购机会；**中信基金和福海国盛股东背景深厚，有助于推动公司业绩释放**，此前公司大股东王府井国际认购增发的成本价 41.51 元，预计战略投资者未来为了保证投资收益，将推动王府井业绩稳健较快的增长。**最重要的是此次引入战略投资者进一步推进了大型国有企业集团实现股权多元化改革**，对今后建立多元化的国资监管体制、改善治理结构、探索国企新型激励约束机制等均具有重要示范意义。我们认为，此次引入战略投资者最主要的是有助于解决股权激励，在战略投资者进入前，王府井作为纯国资下属企业实施股权激励较难，但是外资战略投资者进入，有助于帮助争取股权激励，管理层如果股权激励到位，王府井的业绩将有更大的释放潜力。
- **战略投资者进入后业绩更具超预期可能，持续重点推荐。**总体上，此次战略投资者进入，使得我们对王府井未来的发展更具信心，原本公司的业绩增长稳健有余，但是弹性不足，但是我们预计由于战略投资者的进入，以及治理结构可能改善的预期，未来无论内生还是外延的业绩增速都有加快趋势。

#### 3.2. 中兴商业(000715): 三期投入营业促未来两年业绩增速加快

- 公司第一大股东是沈阳中兴商业集团有限公司。原第二大股东华平控股的 Central Prosperity Holdings Limited，原第三大股东中国新纪元有限公司已经在 2009 年-2010 年全部减持。现阶段第一大股东沈阳国资对公司的控制力加强，将主导公司未来发展，将有助于投资项目的决策速度，有利于未来公司的项目发展。
- 主力门店外延式扩张带来收入增速加快：沈阳中兴商业大厦 2009 年占公司总收入的 69%，是公司收入利润主体。中兴商业大厦原 6.4 万百货经营面积，三期建成后增加 6 万平米经营面积，按照 2.45 万的平效预测 2011 年中兴百货店的收入，假设超市和抚顺店稳健增

长，预期 2011 年百货店收入可达 30.38 亿元，整体营业收入 39.07 亿元，增长 47%；假设 2012 年中兴百货店平效达到 3 万/平米，预期中兴主体店收入 37.2 亿元，公司不考虑其他新开门店预期 2012 年公司营业收入 47.06 亿元，增长 20%。

- 公司在沈阳具有显著的龙头地位，辽宁地区高端消费的快速增长对于公司收入及利润将有拉动作用。且中兴商业大厦三期投入运营后，整体面积扩大，且基本没有培育期，公司收入将在 2011 年、2012 年快速增长。预期 2010 年-2012 年每股收益 0.27 元、0.63 元、0.89 元，增速-19%、136%、42%，按照 2011 年 0.63 元 30 倍市盈率，目标价 18.90 元，首次评级给予“增持”评级。
- 中兴商业大厦自有物业经营面积 12.4 万平米，按照每平米 3 万元，自有物业重估价值 37.2 亿元，折合每股 13.33 元，为公司提供了安全投资边际。
- 风险：如果以现有项目来看，2012 年后将主要依靠内生增长，整体增速将有放缓。公司储备项目较少，缺乏对外扩张能力。

### 3.3. 友谊股份（600827）：双引擎驱动上海商业航母起航

- 完成重组后的新百联收入规模将达到 400 亿以上，形成涵盖百货店、购物中心、奥特莱斯、连锁超市、建材店等多品牌、多业态的经营结构，是沪上以超市与百货连锁为核心的商业航母。未来新百联收入及利润将主要来源于友谊股份原有的超市和百联股份原有的百货业务。
- 联华超市坚持集中化发展战略，以长江三角洲经济发达地区为中心稳健扩张，截至上半年，联华超市在全国 22 个省份和直辖市拥有 5040 家门店，其中 86%位于华东地区。经过重组，公司的规模优势得以进一步体现。
- 原百联股份是上海最具规模的百货龙头企业，拥有多家知名门店，其中八佰伴已经连续 5 年蝉联上海单体百货零售额第一，在上海百货前 20 强中，百联独占 8 家。此次合并，另一 20 强原友谊下属的虹桥友谊商城也将纳入新百联麾下，使得新百联旗下百货实力更为雄厚，龙头地位不可动摇。
- 原友谊及原百联持有的股权投资资产主要有部分浦发银行、海通证券、申万证券、东方证券、上海国际信托及其他部分股权投资，如果不考虑申万、东方及上海信托的市值溢价，按照此次收购公告书披露，股权投资备考资产价值 31.8 亿元以及 8 亿银行理财产品。我们对公司旗下的自有商业物业，股权投资等资产进行了谨慎客观估值，得出新百联每股重估价值为 18.03 元，这为公司估价提供了安全边际。
- 不考虑未来的非经常性损益，我们预计新百联 2010-2012 年实现净利润 11.5/12.9/15.5 亿元，对应 EPS0.67/0.75/0.90 元。我们考虑新百联重组后在上海地区的商业龙头地位和规模效应所带来的议价优势，按照 2011 年主业每股收益给予目标价 26.35 元，对应重组后新百联 11 年 35 倍市盈率。

### 3.4. 新世界（600628）：内生增长持续，安全边际较高，静待资产注入

- 公司核心业务是百货，70%左右的收入与 50%左右的毛利来源于新

世界城。公司的百货门店经营未来仍有空间，一方面收入的自然增长，而费用相对固定化，利润增长持续，另外一方面经营模式也在调整，例如租赁面积可能收回自营。

- 2010 年第三季度母公司合并报表投资收益 3836 万元，主要为酒店业务贡献。在世博会后入住率和房价都会略有回落，预计稳定的入住率将在 70% 左右，正常化的利润应该也有 3000 万元左右。
- 公司控股 60% 的上海蔡同德药业有限公司属下有蔡同德堂、群力草药店、蔡同德堂中药制药厂等名优企业。医药业务随着经营方式的转变，毛利率将随着收入规模上升而同步提高，未来几年贡献的利润将逐步增加。
- 公司其他收入主要来源于物业出租，包括电玩城、名店运动城、电影院和停车场等，这些租金收入来源稳定，能为公司提供稳定现金流。
- 163 地块还未开始建设，预期将会在 2011 年开始建设，2012 年建成投入营业。此项目由于处于南京东路地铁口，靠近外滩，地理位置优越，且公司也将与新世界城错位，未来将此门店定位高端，有计划寻找有品牌背景的外资百货管理公司共同发展此项目。
- 公司资产重组预期明确。持有公司 25.21% 股权的第一大股东黄浦区国资委已将新世界重组工作列入了政府经济工作的重点之一，预计 2011 年进行重组的可能性较高。
- 不考虑资产注入，预计 2010、2011 年归属于母公司的净利润为 2.43、2.91 亿元，增速为 35%、20%，EPS 为 0.46 元、0.55 元。按照 12 月 14 日股价 12.54 元，市盈率为 27 倍、23 倍，低于行业平均水平。考虑到公司资产注入较为明确，未来门店扩展清晰可见，建议“增持”，按照 2011 年业绩参考 30 倍市盈率，给予目标价 16.50 元。

## 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: | gt.jaresearch@gt.jas.com     |                              |                               |