

增 持 维持

南京新百 (600682)

2014 年 12 月 31 日

## 百货+医疗服务双主业确立，投资美西时尚 发展跨境电商，定增收购国贸中心，转型 整合加速，估值空间打开

2014 年 12 月 30 日收盘于：16 元  
12 个月目标价：20 元

批发和零售贸易行业高级分析师：李宏科  
SAC 执业证书编号：S0850513060001  
lhk6064@htsec.com  
021-23219671

批发和零售贸易行业首席分析师：汪立亭  
SAC 执业证书编号：S0850511040005  
wanglt@htsec.com  
021-23219399

批发和零售贸易行业：路 颖  
SAC 执业证书编号：S0850511010009  
luying@htsec.com  
021-23219403

公司 12 月 31 日公告 (1) 增加经营范围“医疗行业的投资及资产管理；医疗信息服务；养老服务”等。(2) 拟与三胞集团共同投资美西时尚 (www.meici.com)，预计投资额合计 700 万美元，其中公司投资 100 万美元，该事项仅三方达成口头协议，尚未正式签署合作协议，仍存不确定性。(3) 拟以 11.49 元/股向三胞集团定增 5048 万股，购买兴宁实业和瑞和商贸 100% 股权，对价 5.8 亿元，锁定 36 个月；以不低于 10.35 元/股向不超 10 名投资者定向发行 1868 万股，募集 1.93 亿元配套资金，锁定 12 个月。交易完成后，公司将新增国贸中心物业 1.64 万平米。

### 简评及投资建议。

2014 年，公司从收购 HOF 和国贸中心升级探索百货自营模式，拓展至医疗行业、跨境电商等新领域，经营模式转型积极推进，我们看好公司后续整合和成长空间，主要来自：(A) 公司 9 月 3 日已完成收购英国公司约 88.96% 股权，预计四季度起开始并表，且 HOF 通过债务置换或可从 2015 年一季度开始盈利；(B) 东方商城、国贸中心等优质商业资产陆续并表，规模效应持续增强；(C) 布局医疗行业，有望打开估值和外延空间；(D) 河西项目有望从 2015 年开始确认并显著贡献利润，合计建面 46 万平米，预计合计可贡献 78 亿收入，20 亿利润，分四年确认。

(1) 百货+医疗服务双主业确立，有望打开估值和外延空间：公司经营范围新增“医疗行业的投资及资产管理；医疗信息服务；远程医疗软件研发、生产、销售；健康相关产业产品的技术开发、技术咨询、成果转让、咨询服务；医疗器械的研究、开发及技术咨询；保健食品研发及信息咨询服务；养老服务。”

公司大股东三胞集团 (2011 年入主，目前持股 26.86%) 旗下资产丰富，包括金融投资、商贸流通、信息服务、健康医疗、地产开发五大板块，且 2014 年以来积极开展海外收购。集团近年已加快布局医疗健康产业，先后收购了安康通 (2010 年，国内最大居家养老服务公司)、徐州第三人民医院 (2013 年，淮海经济区唯一的三级肿瘤医院)、Natali (2014 年，以色列最大的养老服务公司)，此外旗下还有北区新医院、徐州肿瘤医院、徐州职业病医院、多家社区卫生服务中心等，已形成上端医药、医疗设备，中端医院服务，末端社区医疗卫生保障的健康医疗服务平台。

公司全资子公司新百制药 2013 年收入和净利润各为 2.08 亿元和 2600 万元，2005-2013 年 CAGR 各为 27% 和 36%，净利率由 7.4% 提升至 12.5%。新百药业目前以制药为主，我们预计若集团未来将其与医疗健康业务统筹发展，或有望推进新百药业的产业链延伸。

(2) 投资美西时尚，布局跨境电商：美西时尚 www.meici.com (图 1) 创立于 2008 年，是国内最早的时尚奢侈品电商网站，创建了时尚在线电子读物——新媒体“Mzine”，为奢侈品电商运营开拓了新渠道。2011 年美西时尚被中国计算机报评选为“中国最有价值的奢侈品电子商务网站”，2012 年被中国电子商务协会评为“2012 中国电子商务最具投资价值企业”。

据新闻资料 (《美西时尚：奢侈品电商的媒体思路》)，“美西时尚的受众 60% 都是处在二三线城市、月收入超过 5000 元且热爱时尚的高级白领和白领”。顾客在美西上买到的不仅仅是奢侈品和时尚的衣服，更有时尚理念的教育和“看到即能买到”的独特体验。除此之外，这样的模式能够影响客户的下一次购物行为，大大提高了网站的回购率，美西时尚 3 个月间的顾客重复购买率达到 40%”。“Mzine 每月两期，由编辑推荐最 in 潮流搭配、品牌文化故事、明星专题和时尚街拍等，

还请来一些时尚达人撰写专栏。在内容架构上，Mzine跟时尚杂志极为相似，但独特之处在于，Mzine中呈现的所有搭配的时尚单品均可直接点击跳转至购买页面进行购买，这就自然而然地将最新一季的时尚潮流趋势与消费者的购买力结合起来，使Mzine成为一个新型的媒体型购买平台。”

公司未来拟发挥美西时尚在时尚电商细分领域6年所累积的经验、品牌及客户，结合英国House of Fraser带来的供应链端优势，建立跨境电商体系，为公司自营及买手制提供验证和经验。我们看好公司2014年以来百货业务的模式升级，即从传统联营向自营和自有品牌拓展（借鉴HOF经验），并将通过投资美西时尚进一步升级O2O和跨境电商业务，符合行业性经营趋势，但预计短期对业绩贡献有限。

**（3）向大股东收购国贸中心事项推进，新增1.64万平米物业：**我们之前在7月4日报告《南京新百：发布〈发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案〉，短期或有交易性机会，中长期关注其零售国际扩张及全渠道变革的趋势，15年及之后地产可能确认较多业绩》中，已对该注入事项进行测算分析。

假定配套募集资金总额不超本次交易总额25%，即1.93亿元，对应10.35元发行底价的发行数量约1868万股。交易完成后，公司总股本将由目前的3.58亿股增至4.27亿股，三胞集团及一致行动人持股数量由9625万股增至1.47亿股，持股比例将由26.86%增至34.32%（其中三胞集团和中森泰富各持股30.23%和4.09%），维持控股地位；配套融资投资者持有1868万股，占比交易后总股本4.37%。

发行后，三胞集团所取得股份锁定36个月，且承诺若重组后6个月内若公司股价连续20个交易日收盘价低于发行价，或6个月期末收盘价低于发行价的，锁定期自动延长6个月。本次向不超10名投资者定增的股份锁定12个月。

南京国际贸易中心位于南京市被誉为“中华第一商圈”的新街口商圈核心地段，建筑面积约8万平米，目前有近180家企业入驻，包括沃尔玛、招商银行、农业银行、拜耳、搜狐、保险协会等知名公司。国贸中心2011-2013年分别实现收入1398万元、1228万元和582万元，仅占比公司2013年收入（33.53亿元）约0.17%；因物业主要承租方为曾经的关联方，租金价格显著低于市场公允水平，且2013年5月因装修而停止对外出租，致其2011-2013年分别亏损539万元、265万元和659万元。

公司未来将把南京中心裙楼与国贸中心打通，增加1.64万平米物业，实现新百中心店、东方商城、国贸中心在零售业态、商业品牌等互补及互动，覆盖中高档以及时尚等百货类型。因国贸中心近年经营业绩受曾经的关联方租赁及装修等非经常因素影响，本次收购的PS和PE难以正确反映交易定价；我们以其股东权益的评估值7.24亿元计，对应5.8亿元交易对价的收购PB约0.8倍。此外，以新街口商圈目前约6万元/平米的商铺价值，大致测算国贸中心重估价值超12亿元，较本次交易对价溢价107%。

**维持盈利预测。**暂不考虑医疗服务业务，以目前股本计，预计公司2014-2016年EPS各为0.47、0.78和1.34元，同比增长24.15%、65.5%和72.23%，其中百货EPS为0.39、0.41和0.43元，地产各为0.03、0.58和1.13元（地产业绩确认具有较大不确定性），工业（主要是制药）各为0.07、0.08和0.11元。公司百货业务在并表HOF及投资美西时尚后有较大的转型和成长空间，以及河西项目将从15年起显著贡献业绩，给以目标价20元（对应百货、地产和制药业务2015年PE各约30、8、35倍），维持“增持”评级。

**风险和不确定性：**HOF扭亏进程不确定；外省门店的培育期尚待观察；地产销售确认的不确定性。

表1 公司本次交易前后股权结构变动（按发行上限计）

股东名称	交易前		发行股数 (万股)	交易后	
	持股数(万股)	持股比例(%)		持股数(万股)	持股比例(%)
三胞集团	7875	21.98	5048	12923	30.23
中森泰富	1750	4.88		1750	4.09
上海金新实业有限公司	2966	8.28	-	2966	6.94
南京商贸旅游发展集团有限责任公司	2428	6.78	-	2428	5.68
南京华美联合营销管理有限公司	2233	6.23	-	2233	5.22
其他股东（股权比例<5%）	18581	51.85	-	18581	43.47
配套融资投资者	-	-	1868	1868	4.37
合计	35832	100.00	6916	42748	100.00

资料来源：公司《收购报告书（摘要）》20141231，海通证券研究所

图 1 美西时尚网站截图



资料来源：美西时尚，海通证券研究所

**相关报告：**

南京新百 2014 半年报点评：并表东方商城驱动上半年收入增 12%，净利增 27%，优于行业；关注资产整合进程及 15 年开始河西项目确认进度，维持增持 20140901

南京新百深度报告：百货推进全渠道转型，地产逐渐步入收获期，维持增持 20140707

南京新百研究报告：发布《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，短期或有交易性机会，中长期关注其零售国际扩张及全渠道变革的趋势，15 年及之后地产可能确认较多业绩，首次增持 20140704

## 信息披露

### 分析师声明

路 颖：批发和零售贸易行业

汪立亭：批发和零售贸易行业

李宏科：批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：苏宁云商（002024.SZ）、永辉超市（601933.SH）、中百集团（000759.SZ）、步步高（002251.SZ）、新华都（002264.SZ）、人人乐（002336.SZ）、华联综超（600361.SH）、友谊股份（600827.SH）、天虹商场（002419.SZ）、大东方（600327.SH）、新世界（600628.SH）、中兴商业（000715.SZ）、中央商场（600280.SH）、合肥百货（000417.SZ）、广州友谊（000987.SZ）、广百股份（002187.SZ）、欧亚集团（600697.SH）、重庆百货（600729.SH）、银座股份（600858.SH）、东百集团（600693.SH）、鄂武商（000501.SZ）、新华百货（600785.SH）、开元投资（000516.SZ）、友阿股份（002277.SZ）、友好集团（600778.SH）、西安民生（000564.SZ）、成商集团（600828.SH）、文峰股份（601010.SH）、农产品（000061.SZ）、小商品城（600415.SH）、海宁皮城（002344.SZ）

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。