

2009-02-16

百货商店

新华百货 600785·SH

维持

买入

当前价格	14.13 元
目标价格	19.00 元
目标期限	6 个月

分析师:

黄志刚

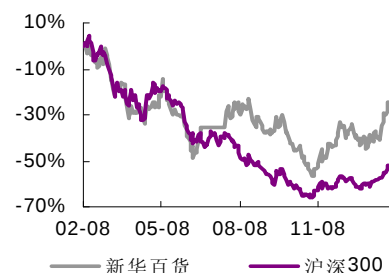
021-22169127

huangzg@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	173
总市值(百万元)	2,443
流通比例(%)	80.76%
12 个月最高/最低(元)	27.28/7.51
近 3 月日均成交量(百万股)	1.99
主要股东	物美控股集团 有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	6.24	21.57	28.55
绝对收益	32.20	48.25	-20.29

相关报告:

高管增持彰显业绩信心, 维持买入评级
..... 2009-02-02
业绩和估值双驱动, 维持买入评级
..... 2008-08-18
收购提升估值, 整合助推业绩
..... 2008-07-30

确定性稳健增长, 估值仍有优势

◇ 调研地点: 银川;

◇ 拜访对象: 公司副总兼董秘, 证代以及门店人员

我们就市场关心的公司整体发展, 竞争格局, 新百总店调整后的经营状况进行了了解。我们认为公司经营稳健, 业绩增长确定, 区域优势非常明显, 未来物美商业注入为公司跨区域发展提供了契机, 维持公司买入评级。

◆ 公司区域百货+超市的混合业态抵御行业下行风险:

1. 二三线城市受经济下滑影响比较小, 对消费和购买力的影响也较小。2. 二三线城市的商圈较少, 竞争比较缓和, 百货+超市的模式对吸引消费者非常有效。3. 二三线城市的消费升级更加明显。从这两年的零售额数据来看, 宁夏的增长一直高于沿海和全国平均水平。从银川春节和元旦期间的消费数据也得到了印证。

◆ 顺应竞争格局变化, 竞争优势进一步巩固:

08 年以后随着国芳百盛进入, 竞争格局变化, 但公司竞争优势进一步巩固。国芳百盛一直无法形成有力竞争。产品结构比较混乱, 缺乏服务配套和物业分割等原因导致了其在于新百总店和新百东方红的竞争中处于劣势。

◆ 新百总店调整初具成效:

08 年新百总店进行了大规模调整。我们认为调整比较成功, 主要体现在以下几个方面: 1. 品牌独特性高, 许多知名品牌第一次引入, 目前销售反映较好, 购物环境明显好于竞争对手。2. 某些品牌的销售量不逊于核心城市。

◆ 百货折扣和促销力度小, 有望维持利润率水平

打折促销力度会很大程度影响毛利额的增长, 从而影响净利润。所以非常值得关注。公司打折促销力度较小, 春节期间诸多品牌并不打折, 折扣控制在 8 折左右, 可以保证利润增长超过销售增速。

◆ 超市业务待管理完善后有望成为业绩增长亮点

我们对超市业务最大的期待在于, 在宁夏这样一个对超市新兴业态有强烈需求的地方, 依靠公司在当地最大的销售网络和物美对超市运营独特优势, 公司的超市业务能有很大的发展。

◆ 盈利预测和投资评级

不考虑公司增发收购物美商业, 维持 08-10 年每股收益 0.58 元、0.75 元和 0.86 元的预测, 我们给予公司 09 年 25 倍的 PE, 对应目标价格为 19 元, 维持买入评级。

定向增发收购物美商业如果完成, 参照目前超市行业平均 30 倍的 PE 水平, 公司估值可以得到大幅提升。

业绩预测和估值指标

指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	2,387	2,519	2,798	3,206	3,628
营业收入增长率	27.02%	5.55%	11.05%	14.58%	13.17%
净利润(百万元)	58	77	101	129	149
净利润增长率	44.82%	32.66%	31.61%	28.46%	15.20%
EPS(元)	0.47	0.62	0.58	0.75	0.86
ROE	9.26%	12.25%	13.85%	15.03%	14.78%
P/E	30	23	24	19	16
EV/EBITDA	15	11	10	6	4

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

上周我们再次调研了新华百货，和公司副总经理兼董秘以及证券事务代表进行了沟通，并考察了几家重点门店和竞争门店。就我们关心的市场整体发展，竞争格局，新百总店调整后的经营状况进行了解。我们认为公司经营稳健，业绩增长确定，区域优势非常明显，未来物美商业注入为公司跨区域发展提供了契机，维持公司买入评级。

公司区域百货+超市的混合业态抵御行业下行风险

我们在零售业景气下行时看好二三线百货+超市的龙头企业，主要基于以下几个原因：

1. 二三线城市受经济下滑影响比较小，对消费和购买力的影响也较小。

东部发达城市的经济和消费受宏观经济的影响较大，在经济增速放缓的大背景下，消费增速的放缓也相对别的城市和地区较为严重。

元旦和春节的节日销售数据也充分体现了这一个趋势：东部发达城市零售额增速以及降幅都低于中西部地区，西部地区表现最好。

表 1：零售增速梯度明显

东中西地区代表城市春节销售同比

东部地区				中部地区			西部地区	
上海	广州	宁波	青岛	河北	合肥	武汉	重庆	银川
8.4%	负增长	持平	8.2%	21%	10%	18%	15%	19%

资料来源：光大证券研究所

2. 二三线城市的商圈较少，竞争比较缓和，百货+超市的模式对吸引消费者非常有效。

在中小城市，城市商圈有限，客流较为集中。百货+超市的业态组合很好地满足了消费者一次性购足的消费需求，所以有很好的发展前景。

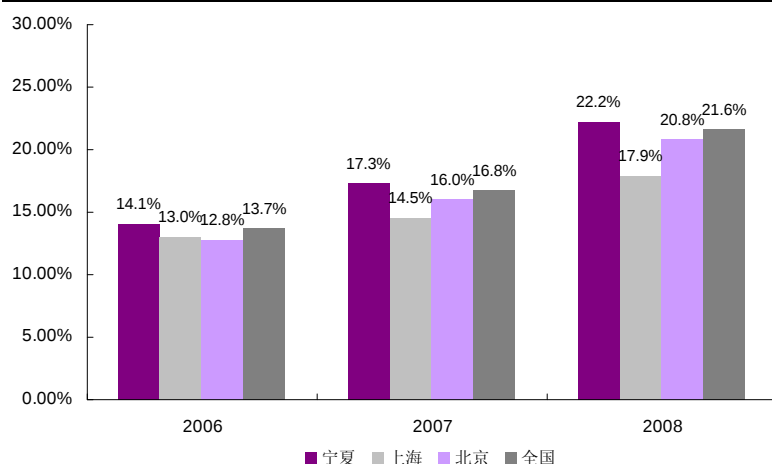
3. 二三线城市的消费升级更加明显，现代百货或者超市业态的市场空间比一线城市大。

消费升级的趋势主要有两方面，一方面是产品的升级换代，另一方面是品牌意识的提升。这两点在一线城市已经比较成熟，而在中小城市则正在兴起。从微观上我们也可以看到，一些品牌产品，特别是穿着类，在中小城市获得了很快的增长。体现在零售商的业绩中是百货类商品的增长更快。

从这两年的零售额数据来看，宁夏的增长一直是高于沿海和全国平均水平。

图 1：宁夏消费增速明显较快

社会消费品零售总额增速比较



资料来源：光大证券研究所

另外我们从银川春节和元旦期间的消费数据也得到了印证。根据银川商务局的统计，新百集团四大店、国芳百盛、宁夏华联商厦等 8 家商场在元旦节日同比销售增长 30%，而春节七天假期同比销售增长 20%，明显好于一线发达城市。

顺应竞争格局变化，竞争优势进一步巩固

08 年后随着国芳百盛进入，竞争格局变化，但公司竞争优势进一步巩固。国芳百盛一直无法形成有力竞争，我们认为主要有以下几个原因：

1. 产品结构定位比较混乱，商品品类搭配不合理。

新百总店侧重高端消费，购物环境和商品结构比较匹配；东方红店定位于青春时尚购物群，产品结构和定位都比较中档，而国芳百盛定位比较模糊，化妆品品类中的品牌和服饰品牌搭配不和谐，购物环境也有差距。

2. 没有服务配套，竞争力受到较大影响。

新百总店有肯德基餐饮配套，东方红广场有万达国际影城配套，地下一层还有新百连超的大型综合超市，总体购物氛围要明显好于国芳。

3. 受制于物业产权分割的影响，商场整体感不强。

国芳所处的物业原来是分割出售和出租的商铺，目前国芳租赁了一大部分，但还是有许多独立商铺在经营，和商店整体的经营定位有差异。

从我们调查的几个主流品牌来看，国芳雅斯兰黛的销售只有新百总店的 10%-20%，杰克琼斯服饰月均销售只有新百东方红店的一半。

图 2 银川新华东街商业圈



注：新华商城物业现为国芳百盛

数据来源：互联网、光大证券研究所

新百总店调整初具成效

公司在 08 年花了 3 个多月，2000 多万元对主力门店新百总店进行了大规模调整。调整分成两部分，一部分是商场硬件和外立面的改造，另外一部分是品牌结构的大规模调整。调整后进一步确立了新百总店在宁夏地区中高端百货的绝对领导地位。

总体上我们认为总店的调整比较成功,主要体现在以下几个方面:

1. 品牌独特性高, 许多知名品牌第一次引入, 目前销售反映较好。

新百店侧重中高端消费，引入了雅思兰黛，迪奥等高端化妆品，周大福和六福珠宝等金银首饰品牌，高端女装 Scofield, Cara 和高端休闲 G-STAR RAW 以及高档男士服装和皮鞋品牌 ST.Dupont。这些服装品牌都是新百独有。品牌调研来看，Cara 和 ST.Dupont 的销售人员对业绩表示出了乐观的预期。

改造后的购物环境更适合中高端人群的购物。新百总店作为宁夏地区中高档品牌的旗舰店，消费辐射范围很广，可以到内蒙古地区。

2. 某些品牌的销售量不逊于核心城市。

从销售量来看，新百总店周大福单柜年销售在 2000 多万，与重庆核心商圈百货店的成绩相比也不逊色，体现出了新百对宁夏甚至周边消费客群的群聚效应。欧莱雅和玉兰油护肤品年销售也可以达到 1200 万，消费能力不俗。

百货折扣和促销力度小，有望维持利润率水平

和东部城市动辄5折的促销力度相比，银川整体的折扣力度要小得多。春节期间很多品牌并不打折，送券力度控制在8折，我们了解杰克琼斯春节在银川的折扣是8.5，而在上海则是5折。目前也只是单柜针对过季冬装会有些折扣，大多数新品没有折扣。

我们认为打折促销力度会很大程度影响到企业毛利额的增长，从而影响净利润。所以非常值得关注。公司打折促销力度较小可以保证利润增长超过销售增速。

超市业务待管理完善后有望成为业绩增长亮点

目前公司有自营超市18家，其中面积在5000平米以上的有6家，加盟超市十几家。公司的超市门店规模在当地首屈一指。

在实地调研中，我们发现一个突出的现象：老大楼和购物中心的内设超市的人气远远超过新百连超单独设立的超市门店，消费聚集效应非常突出。

经营数据证实了我们的判断，购物中心内设超市只有2500平米左右的经营面积，但是2008年销售达到1.5亿元。老大楼以5000平米的超市经营面积也创造了接近2亿元的销售。这两个超市目前仍没有计入超市连锁，而是分别算在老大楼和购物中心，未来超市资源会进一步整合，有利于提升超市的盈利能力。

公司超市业态中大卖场多采取了准购物中心的模式，有利于商业氛围的打造。

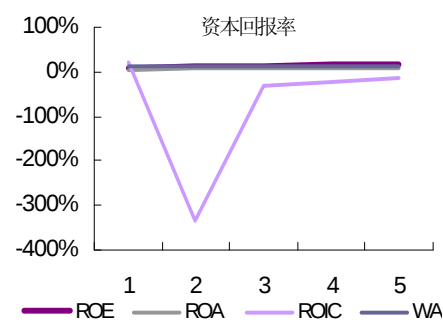
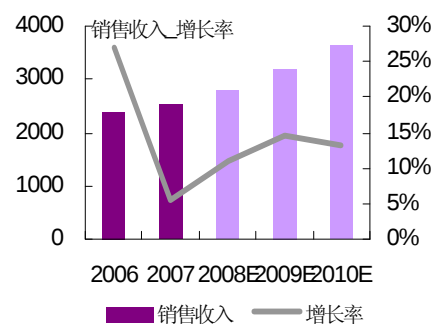
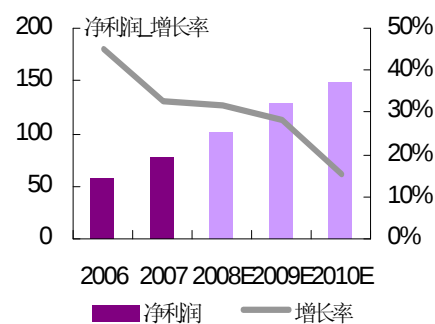
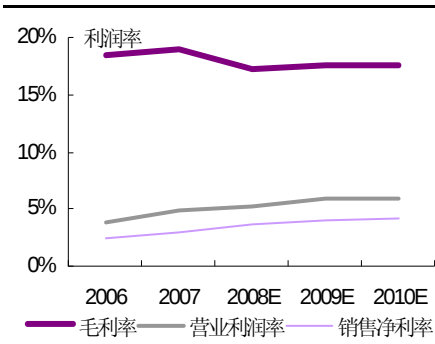
我们对超市业务最大的期待在于，在宁夏这样一个对超市新兴业态有强烈需求的地方，依靠公司在当地最大的销售网络和物美对超市运营独特优势，公司的超市业务会有很大的发展。

盈利预测和投资评级

不考虑公司增发收购物美商业，我们预计08-10年每股收益可以达到0.58元、0.75元和0.86元，09年开始不计提奖励基金也增厚了业绩。我们给予公司09年25倍的PE，对应目标价格为19元，维持买入评级。

公司定向增发收购物美商业如果完成，参照目前超市行业平均30倍的PE水平，公司估值可以得到大幅提升。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	2,387	2,519	2,798	3,206	3,628
营业成本	1,945	2,043	2,314	2,645	2,989
EBITDA	99	121	163	205	237
折旧和摊销	15	17	19	22	25
销售费用	238	226	207	237	272
管理费用	99	120	118	120	131
财务费用	7	2	1	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	8	17	9	9	9
营业利润	91	123	147	187	216
利润总额	58	77	147	187	216
少数股东损益	7	7	9	11	13
归属母公司净利润	57.73	76.59	100.81	129.50	149.19

资产负债表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
总资产	1,496	1,334	1,738	2,208	2,735
流动资产	737	737	1,105	1,538	2,021
货币资金	408	458	805	1,197	1,638
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	48	7	6	6	7
应收票据	1	3	3	3	4
其他应收款	24	26	26	26	26
存货	176	166	190	214	239
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	106	219	223	226	230
固定资产	433	273	301	328	363
无形资产	59	49	46	44	41
总负债	794	650	944	1,273	1,639
无息负债	617	642	924	1,243	1,604
有息负债	177	8	20	30	35
股东权益	702	684	794	934	1,096
股本	123	123	173	173	173
公积金	311	316	288	312	339
未分配利润	199	237	321	429	554
少数股东权益	71	24	33	44	57

现金流量表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	219	214	382	430	494
净利润	58	77	101	129	149
折旧摊销	15	17	19	22	25
净营运资金增加	43	102	94	114	236
其他	103	18	168	165	84
投资活动产生现金流	-62	-127	-46	-46	-56
净资本支出	-185	74	64	69	74
长期投资变化	0	219	0	0	0
其他资产变化	124	-419	-110	-115	-130
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	21	0	49	0	0
债务净变化	-20	-169	12	10	5
其它长期负债变化	702	25	282	320	361
净现金流	143	88	347	392	441

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	27.02%	5.55%	11.05%	14.58%	13.17%
净利润增长率	44.82%	32.66%	31.61%	28.46%	15.20%
EBITDA 增长率	60.58%	21.56%	34.71%	26.36%	15.17%
EBIT 增长率	62.61%	21.56%	22.18%	27.82%	15.43%
EPS 增长率	20.69%	32.66%	-5.99%	28.46%	15.20%
估值指标					
PE	30	23	24	19	16
PB	2	3	3	3	2
EV/EBITDA	15	11	10	6	4
EV/EBIT	15	11	11	7	4
EV/NAPLAT	16	11	15	9	5
EV/Sales	1	1	1	0	0
EV/IC	5	-53	-7	-3	-1
盈利能力 (%)					
毛利率	26.56%	18.90%	17.30%	17.50%	17.60%
EBITDA 率	4.16%	4.79%	5.81%	6.41%	6.52%
EBIT 率	4.16%	4.79%	5.27%	5.88%	6.00%
税前净利润率	3.85%	4.73%	5.24%	5.84%	5.96%
税后净利润率	2.42%	3.04%	3.60%	4.04%	4.11%
ROA	4.35%	6.28%	6.33%	6.36%	5.93%
ROE	9.26%	12.25%	13.85%	15.03%	14.78%
ROIC	30.87%	-477.13%	-43.72%	-28.37%	-21.03%
偿债能力					
净负债 / 权益	-0.34	-0.66	-0.99	-1.25	-1.46
资产负债率	53.05%	48.73%	54.31%	57.68%	59.92%
流动比率	0.98	1.13	1.20	1.24	1.26
速动比率	0.75	0.88	0.99	1.06	1.11
每股指标					
EPS	0.47	0.62	0.58	0.75	0.86
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-	1.73	2.21	2.49	2.86
每股净资产	5.69	5.54	4.59	5.40	6.34
每股销售收入	19.33	20.40	16.19	18.55	20.99
每股 EBITDA	0.80	0.98	0.94	1.19	1.37

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

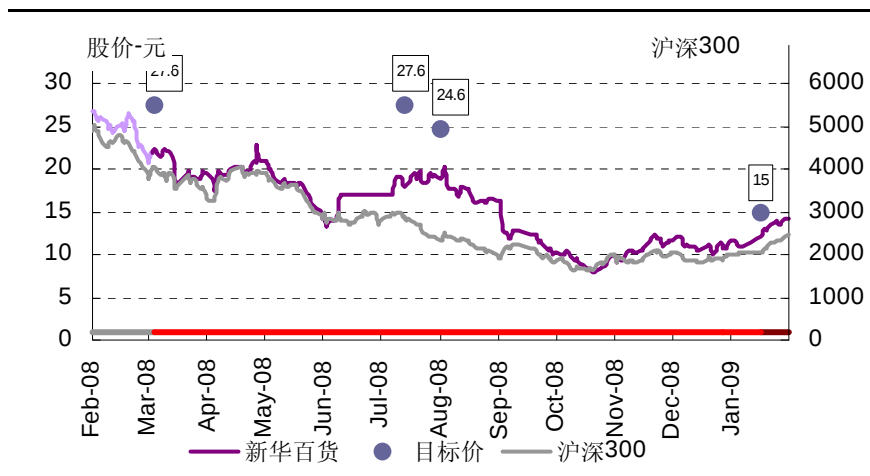
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

新华百货（600785）

分析师：黄志刚



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2008-03-21	21.99	27.60	增持
2008-07-30	18.61	27.60	增持
2008-08-18	19.32	24.60	增持
2009-02-02	10.93	15.00	买入

买入 — 增持 — 中性 —
减持 — 卖出 —

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海				
	李松	021-22169999-9086	15821882803	lisong@ebscn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebscn.com
	高峰	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebscn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebscn.com
专题				
银行/信托				
QFII				
	濮维娜	021-62152393	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。