

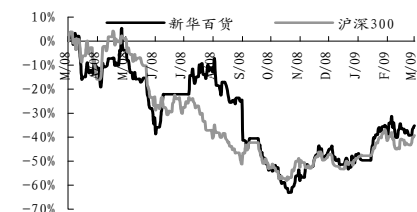
零售业
Retailing

2009 年 3 月 19 日

市场数据	2009 年 3 月 18 日
当前价格 (元)	14.08
52 周价格区间 (元)	8
总市值 (百万)	2434
流通市值 (百万)	1966
总股本 (万股)	17285.94
流通股 (万股)	13960.534
日均成交额 (百万)	2778
近一月换手 (%)	37.7
第一大股东	物美控股集团
公司网址	www.xhbh.com.cn

盈利能力波动	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4
毛利率	16.15%	18.46%	18.58%	16.53%
净利率	4.94%	5.31%	4.38%	2.71%

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
新华百货	-0.4	17.7	-35.2
沪深 300	-4.1	15.1	-39.3

吕丽华

+86 755 83199599ext8202

lvlh@csc.com.cn

分析师申明:

本人, 吕丽华, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

子公司贡献良绩

—新华百货 (600785) 2008 年报分析

评级: 增持

预测指标	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入 (百万元)	2519.39	2824.59	3107.05	3417.75
净利润 (百万元)	76.59	108.05	126.19	145.20
每股收益 (元)	0.44	0.63	0.73	0.84
净利润增长率%	32.66	41.07	16.79	15.07
每股净资产 (元)	3.82	3.94	4.06	4.18
市盈率	32.00	22.35	19.29	16.76
P/EG	0.98	0.54	1.15	1.11
市净率	3.69	3.57	3.47	3.37

资料来源: 世纪证券研究所

- 08 年公司实现营业收入 28.25 亿元, 同比增长 12.11%; 净利润 1.08 亿元, 同比增长 41.07%; 每股收益 0.63 元。业绩大增的主要原因是公司总部及各子公司的百货和超市门店内生显著增长、期间费用下降 6.27%、实际所得税率下降 7.18 个百分点。
- 08 年总部及子公司均取得良好业绩: 总店因半年多的装修影响了正常经营, 但预计度过培育期后, 将逐步发挥出高端店的经营优势; 东方红店已步入成熟期, 成为公司利润来源的主力店之一; 老大楼、购物中心、连锁超市、东桥电器净利润分别同比增长 63.72%、214.7%、338%、60.96%。
- 08 年公司综合毛利率 17.29%, 同比下降 1.61 个百分点。主要是: 一方面, 公司打折促销次数与力度均超过往年; 另一方面, 银川地区商业零售竞争态势的加剧, 影响了公司客流的上升、增加了营销成本。预计, 09 年随着新百总店经营趋于成熟, 毛利率会企稳回升。
- 08 年公司期间费用同比下降 6.27%, 主要原因是 08 年不再合并夏进乳业和 07 年公司支付国有职工身份经济补偿款 2631.55 万元。
- 公司与物美商业的整合是公司潜在的投资亮点, 是公司做大销售规模和利润规模的良机, 更重要的是能够提升公司未来成长性。目前两者整合尚无实质性进展。
- 不考虑公司与物美商业整合, 预测 09、10 年每股收益分别为 0.73 元、0.84 元, 当前股价对应下的动态 PE 分别为 19.3、16.8 倍, 与同行业比较, 估值并不显优势, 但虑及公司区域垄断地位和良好的内生增长, 以及与物美商业的整合预期。因此, 维持“增持”投资评级。

业绩大增源于内生显著增长

08 年，公司实现营业收入 28.25 亿元，同比增长 12.11%；归属于上市公司股东的净利润 1.08 亿元，同比增长 41.07%；每股收益 0.63 元。利润分配预案拟每 10 股派发现金股利 1 元（含税）。

业绩大增的主要原因是公司总部及各子公司的百货和超市门店内生显著增长、期间费用下降 6.27%、实际所得税率下降 7.18 个百分点。

08 年总部及子公司均取得良好业绩

公司总部百货门店

- ✓ 总店：在 08 年 4-9 月装修，10 月初正式开业，虽然装修影响其正常经营，但四季度仍取得了较满意成绩，同时该店目前已通过了国家商务部推行的“百货业分等定级”审核验收工作，被评定为全国 74 家金鼎百货店之一，在经过必要的培育期后，总店将逐步发挥出高端店的经营优势；
- ✓ 东方红店：通过商品结构调整与加强现场经营管理，经营业绩稳步提高，该店现已步入成熟期，成为公司利润来源的主力店之一。

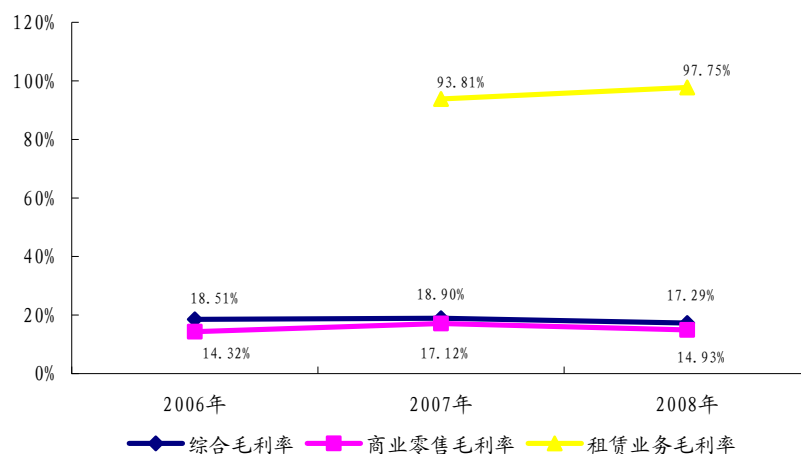
控股子公司百货门店

- ✓ 新百老大楼：坚持以“成本效益”为发展主线，经营业绩逐步上升。08 年实现净利润 2647.06 万元，同比增长 63.72%。
- ✓ 新百购物中心：因地制宜不断改善卖场环境氛围、增加服务功能，提升服务质量。08 年经营业绩有较大改观，实现净利润 1660.42 万元，同比增长 214.7%。
- ✓ 新百连锁超市：坚持以设立中型综合超市与便利店为主的发展思路，稳步推进新开店铺，由于 08 年所属店面多数步入成长期，业绩大幅提升，共计实现净利润 2653.81 万元，同比增长 338%。
- ✓ 新百东桥电器：积极应对宏观经济调整所导致的间接不利因素，紧紧围绕各项预算目标，优化资源配置，创新营销理念，不断完善营销网络的建设。08 年实现净利润 2542.82 万元，同比增长 60.96%。

综合毛利率有所下降

08 年公司综合毛利率 17.29%，同比下降 1.61 个百分点，我们认为毛利率下降主要是：一方面，公司打折促销次数与力度均超过往年，在拉动销售收入增长的同时，成本也大幅上升；另一方面，银川地区商业零售竞争态势的加剧，影响了公司客流的上升、增加了营销成本。预计，09 年随着新百总店经营趋于成熟，毛利率会企稳回升。

Figure 1 综合毛利率及主营业务毛利率

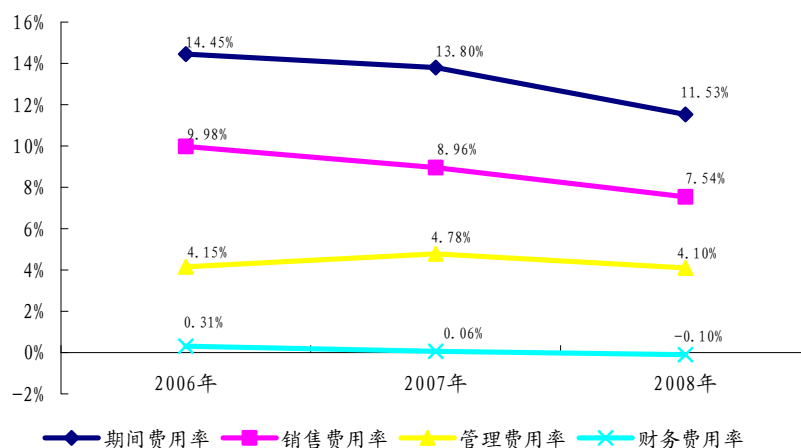


资料来源：公司历年年报、世纪证券研究所

期间费用率下降

08 年公司期间费用同比下降 6.27%，其中销售费用、管理费用、财务费用分别同比下降 5.68%、3.85%、276.15%。我们认为期间费用下降的主要原因是 08 年不再将夏进乳业合并报表，以及 07 年公司支付国有职工身份经济补偿款 2631.55 万元，而 08 年无此费用发生。

Figure 2 期间费用率及构成



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

目前与物美整合仍未有实质进展

公司未来与物美的整合是公司潜在的投资亮点，是公司做大销售规模和利润规模的良机，更重要的是能够提升公司未来成长性。但与物美商业的整合还需要大股东方面的推进，目前尚无实质性进展。

物美商业为香港上市公司，目前主要在北京、天津、浙江等经济发展水平较高的地区从事连锁超市业务，特别是在北京地区占有较高的市场份额。经营业态包括大型超市及便利超市两种形式。自其上市以来，

其主营业务规模及主营业务利润快速增长，资产质量优良，具有较强的盈利能力。

Figure 3 物美商业的零售网点情况（截止 2008 年 9 月 30 日）

业态	店铺类型	店铺数	分布区域
大型超市		85	
其中：	直营店	76	北京、河北、浙江
	托管店	9	河北、天津
便利超市		238	
其中：	直营店	122	北京
	托管店	40	天津
	加盟店	76	北京
合计		323	

资料来源：物美商业 08 年三季报及历年年报、世纪证券研究所

Figure 4 物美商业主要财务指标（单位：万元）

项目	2008 年 9 月 30 日	2007 年 12 月 31 日	2006 年 12 月 31 日
资产合计	497,160	469,777	439,018
负债合计	253,933	246,721	248,964
归属于母公司的股东权益	227,860	211,021	181,820
项目	2008 年 1 月-9 月	2007 年度	2006 年度
营业收入	713,779	794,599	517,017
利润总额	60,074	45,757	28,400
归属于母公司的净利润	40,950	30,008	15,351

资料来源：物美商业 08 年三季报及历年年报、世纪证券研究所

维持“增持”投资评级

不考虑公司与物美商业整合，预测 09、10 年每股收益分别为 0.73 元、0.84 元，当前股价对应下的动态 PE 分别为 19.3、16.8 倍，与同行比较，估值优势并不显，但虑及公司区域垄断地位和良好的内生增长，以及与物美商业的整合预期。因此，维持“增持”投资评级。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.