

新华百货（600785） 百货商店

—资产注入提升估值水平

投资评级 谨慎推荐 公司评级 A 收盘价 16.24 元

投资要点:

- 新华百货是宁夏地区零售行业龙头，公司营业收入（上市公司口径，不含税）占宁夏地区社会消费品零售总额比重在10%左右，占银川市社会消费总额比重在20%左右，在宁夏地区和银川市拥有较强市场垄断能力。
- 新华百货业务覆盖百货、家电和超市。自物美入主公司以来，期间费用率逐步下降，公司营业周期缩短，存货周转次数不断提高，对零售企业来说这反应公司管理效率的提高。
- 2008年物美控股（新华百货大股东）宣布通过定向增发将其持有的物美商业40.8%的股权转让至上市公司名下。物美的门店分布主要是在经济比较发达的环渤海区域和华东地区，与A股优秀超市上市公司相比，物美商业经营管理毫不逊色。
- 分业务对新华百货2009—2011年收入进行预测(不考虑物美注入的情况下)，公司2009—2011年业务收入分别增长6.99%、5.93%和5.02%。基于明后年经济逐步好转公司毛利率提升，预计2009—2011年分别为18.2%、18.4%和18.6%，每年提升0.2个百分点。预计公司2009年—2011年归属于母公司股东净利润分别为1.24亿、1.34亿和1.45亿，对应每股收益为0.716元、0.780元和0.844元。
- 新华百货是一家稳健区域垄断零售企业，目前股价基本反应了公司内生性成长价值，但公司亮点在于定向增发物美商业股权注入。假设物美商业的注入不增厚不摊薄公司2009年EPS，按新华百货原有业务2009年22X估值水平，物美商业超市业务30X估值水平，那么资产注入后的新华百货估值水平比现在将提升20%以上，基于稳健的内生性成长和资产注入带来的估值水平提升，我们给予新华百货“谨慎推荐”的评级，12个月目标价20元。

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2824.59	3022.03	3201.24	3361.94
增长率(%)	12.11%	6.99%	5.93%	5.02%
归属母公司股东净利润	108.05	123.76	134.87	145.84
增长率(%)	41.07%	14.54%	8.98%	8.14%
每股收益(EPS)	0.625	0.716	0.780	0.844
销售毛利率	17.29%	18.20%	18.40%	18.60%
销售净利率	4.27%	4.57%	4.70%	4.84%
净资产收益率(ROE)	15.86%	17.52%	18.40%	19.13%
市盈率(P/E)	25.58	22.33	20.49	18.95

2009 年 5 月 1 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	22.89/8.00
上证指数/深圳成指	2477.57/9502.52
50 日均成交额(百万元)	36.23
市净率(倍)	4.12
股息率	1.85%

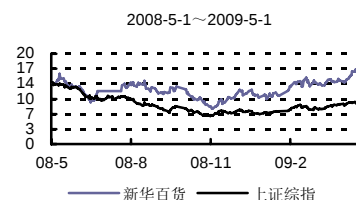
基础数据

流通股(百万股)	139.61
总股本(百万股)	172.86
流通市值(百万元)	2267.19
总市值(百万元)	2807.24
每股净资产(元)	3.94
净资产负债率	110.69%

股东信息

大股东名称	物美控股集团有限公司
持股比例	29.27%

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员:	郑建伟
电 话:	021-51097188-1861
电 邮:	
联系人:	朱厚中
电 话:	(86-21) 51097188-1853
电 邮:	zhuhouzhong@gyzq.com.cn
地 址:	中国上海市浦东新区南路379号金穗大厦15F(200120)

目 录

第 1 部分 公司概况	3
1.1 公司是宁夏地区零售行业龙头	3
1.2 公司门店情况	3
第 2 部分 注入物美商业变身零售巨头	5
2.1 物美商业门店情况	5
2.2 物美商业与国内上市公司比较	6
第 3 部分 盈利预测	7
第 4 部分 估值与投资建议	8

图表目录

图表 1 新华百货占宁夏和银川社销比重（%）	3
图表 2 新华百货业态分布	3
图表 3 新华百货门店位置	4
图表 4 新华百货综合毛利率、期间费用率 营业周期和存货周期情况	5
图表 5 物美商业股权结构	6
图表 6 物美商业门店分布	6
图表 7 物美商业收入、净利润和可比门店增长情况	7
图表 8 物美商业与 A 股超市类公司运营比较	7

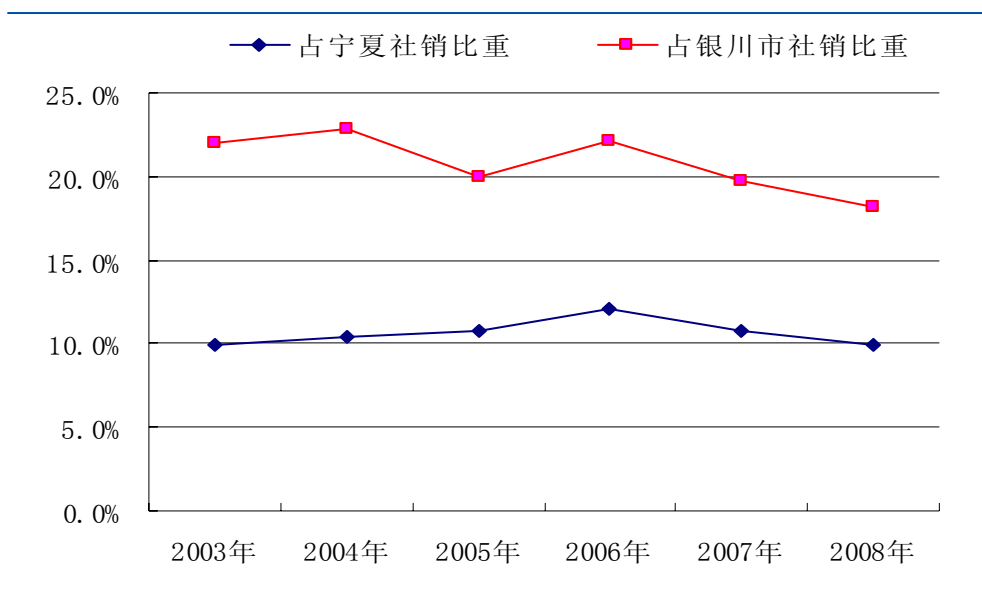
第 1 部分 公司概况

1.1 公司是宁夏地区零售行业龙头

新华百货公司是国有控股零售企业，1997年在上海证券交易所上市，2006年4月银川市新华百货商店将其持有的2,850万国家股转让给北京物美商业集团股份有限公司，该转让事项于2006年6月获国务院国有资产监督管理委员会国资产权[2006]572号文批准，股权分置改革之后，北京物美商业集团股份持股36140302股，占29.27%。2008年1月北京物美商业集团股份有限公司与物美控股集团有限公司签署了关于转让其所持有的本公司股权转让协议，该事项已经北京物美商业集团股份有限公司股东大会审议通过并于2008年4月底完成股权过户，公司控股变更为物美控股集团有限公司。

新华百货是宁夏地区零售行业龙头，公司营业收入（上市公司口径）占宁夏地区社会消费品零售总额比重在10%左右，占银川市社会消费总额比重在20%左右，在宁夏地区和银川市拥有较强市场垄断能力。

图表 1 新华百货占宁夏和银川社销比重（%）



资料来源：公司定期报告、国元证券投资研究中心

1.2 公司门店情况

新华百货业务覆盖百货、家电和超市，这与其他区域零售龙头企业并无差别。百货门店主要有四家，总店、东方红广场和购物中心相距不到100米，地理位置较好皆位于银川市唯一商圈。

图表 2 新华百货业态分布

业务		股权	营业面积（平米）	物业性质	市场定位
百货	百货大楼总店	分公司	24000	自有	中高端
	老大楼	100%	22000	自有	中低端
	购物中心	100%	18000	自有	中低端
	东方红广场	分公司	32000	租赁	时尚百货
超市	连锁	88.7%			
家电	东桥电器	51%			
其他	夏进乳业	45%			

资料来源：国元证券投资研究中心

图表 3 新华百货门店位置



资料来源:国元证券投资研究中心

百货大楼总店:百货大楼总店于1997年开业,定位中高端,2008年4月份开始陆续进行装修改造,10月初正式重装开业,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家金鼎百货店之一,2008年装修费用约为2000万左右,已经全部进入当期费用。百货大楼总店一楼是珠宝化妆品,二楼是少女装,三楼是淑女装,四楼是男士装,五楼是运动家电,商场内品牌和布局跟沿海发达城市百货门店并无二致,是目前宁夏地区最为高端的百货门店,2008年百货大楼总店净利润接近2000万,2009年中高端零售市场不可避免的受经济危机影响,预计2009年百货大楼总店业绩能持平或者小幅增长。

东方红广场:东方红广场于2006年开业,为租赁物业(2005年6月签约,10年总租金3.1亿,年平均租金为3100万),主要是定位于时尚百货业态。东方红广场地下一层是新百连锁超市,一楼是珠宝化妆品,二楼是少女装,三楼是男士和儿童装,五楼是家电,六七楼为餐饮,八楼是电影院,因为东方红广场餐饮和娱乐更多,因此人气更足,对百货大楼总店的部分品牌有一定分流,2007和2008年东方红广场净利润分别为1400万和2500万元。

老大楼:该门店距离百货大楼总店距离约1公里左右,2001年底被新华百货收购,目前业态是百货加超市,定位中端。因为周边地区居民收入水平相对较高,因此老大楼的新百超市业务非常出色,老大楼2007—2008年的净利润为1662万元和2647万元。

购物中心:于2000年被新华百货收购,位于百货大楼总店对面,业态为百货加超市,定位于中低端,中卫红太阳门店也归属于购物中心旗下,购物中心2007—2008年的净利润为528万元和1660万元。

东桥电器:东桥电器公司控股51%,共有门店32家(含4家百货门店里面的东桥电器),门店分布位置都比较好,享受西部开发15%的优惠税率,2006—2008年东桥电器净利润为1285万元、1580万元和2542万元,三年CAGR为40.6%,东桥电器电器为公司提供稳定盈利贡献,当地的竞争对手主要是北京大中店加盟店,并不构成实质性威胁。

连锁超市:公司目前连锁超市20多家,以自营店为主,享受西部开发15%的优惠税率,在银川市超过5000平米的超市有4家,今年一季度超市增长理想,保持了15%以上的增长,未来超市的发展方向是在银川市发展便利店,在宁夏其他城市开设2000平米左右的综合性超市。2006—2008年连锁超市净利润分别为471万、606万和2653万。

夏进乳业：公司目前间接持有31.5%股权，2005年夏进大幅亏损3488万，2006年扭亏为盈实现盈利54万，2007年实现利润319万，2008年夏进乳业净利润2077万。

1.2 经营分析

在经历了 2007 年零售行业的景气高点之后，公司收入增速放缓，2008 年收入增长 12%，作为一家区域零售企业公司未来主要依靠内生性增长。

2008 年公司综合毛利率 17.3%，同比下降 1.6 个百分点，主要原因是百货大楼总店近半年的装修改造，导致费用增长，从最近三年情况看综合毛利率维持在 18—19%之间。在零售行业景气下行阶段，促销折扣力度加大也会降低公司综合毛利率。

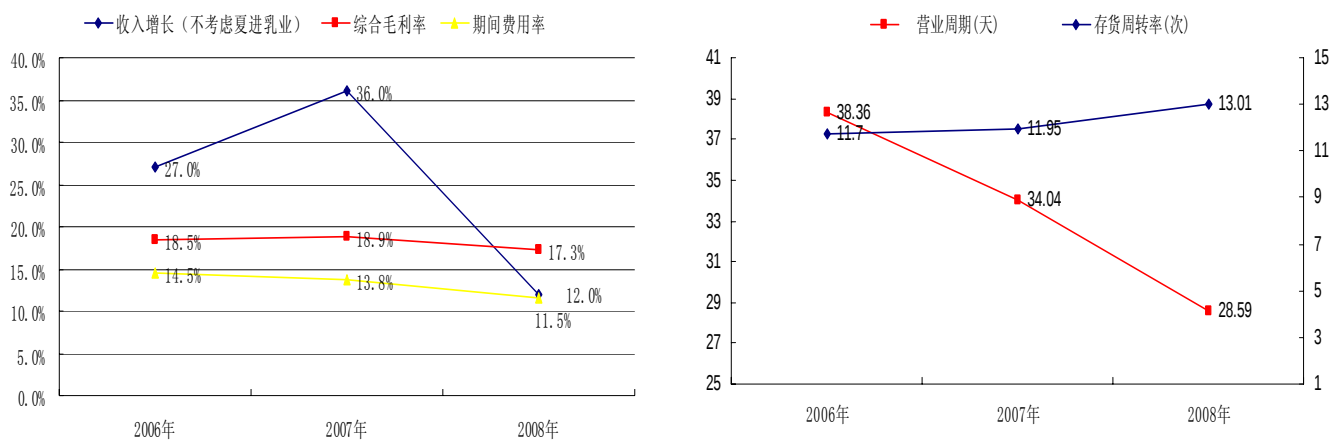
从物美入主公司以来，期间费用率逐步下降，从 2006 年的 14.45% 下降到 2007 年的 13.8%，2008 年三项费用率已经下降到 11.45%。

从营业周期和总资产周转情况看，公司营业周期从 2006 年的 38 天下降到 2008 年的 28 天，存货周转次数不断提高，对零售企业来说这反应公司管理效率的提高。

从公司财务情况来看，公司现金流充足，账面现金接近 6 个亿，现金比率为 0.77，没有短期借款和长期借款，财务状况健康，是一家稳健的区域零售龙头企业。

从最新的经营情况看，公司一季度综合毛利率 18.16%，比去年同期提升近两个点，主要因为去年同期应对竞争对手国芳百盛的开业打折促销力度比较大，今年一季度恢复原有经营常态，综合毛利率属于恢复性上升，从实地考察看，银川零售市场促销力度要弱于上海零售市场。

图表 4 新华百货综合毛利率、期间费用率 营业周期和存货周期情况



资料来源：国元证券投资研究中心

第 2 部分 拟注入物美商业变身零售巨头

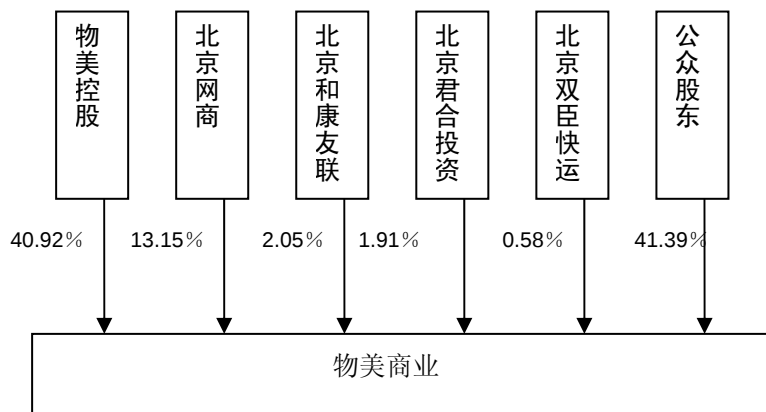
2008 年新华百货大股东北京物美商业将其持有的公司 29.27% 的股权转让给其控股股东北京物美控股，以获得杭州物美 100% 的股权；物美控股又宣布通过定向增发将其持有的物美商业 40.8% 的股权转让至上市公司名下，上市公司从物美商业的控股子公司变成了物美商业的母公司。

2.1 物美商业门店情况

北京物美商业集团股份有限公司是国内最早以连锁方式经营超市的专业集团公司之一，目前物美业务形态包括满足消费者一次购足需求的大卖场，在大社区范围全面服务消费

者的综合超市和广泛深入社区为居民提供商品和各式服务的便利超市，以及设在地铁站、公交站的快速流动便利店等各类店铺，是北京市及中国北方的大型消费品流通企业。截至 2008 年 12 月 31 日止，物美及其联营公司、合营企业直接拥有及通过订立若干特许经营协议或委托经营和管理协议经营与管理的零售网络共 434 间，其中大型超市 104 间，便利超市 330 间。总销售面积达 451524 平方米（除联营公司及加盟店外）。

图表 5 物美商业股权结构



资料来源: 国元证券投资研究中心

物美的门店分布情况看，主要是在经济比较发达的环渤海区域和华东地区，一方面经济相对发达能够支撑公司较高综合毛利率，一方面市场竞争也很激烈，主要是来自外资超市的挤压。

图表 6 物美商业门店分布

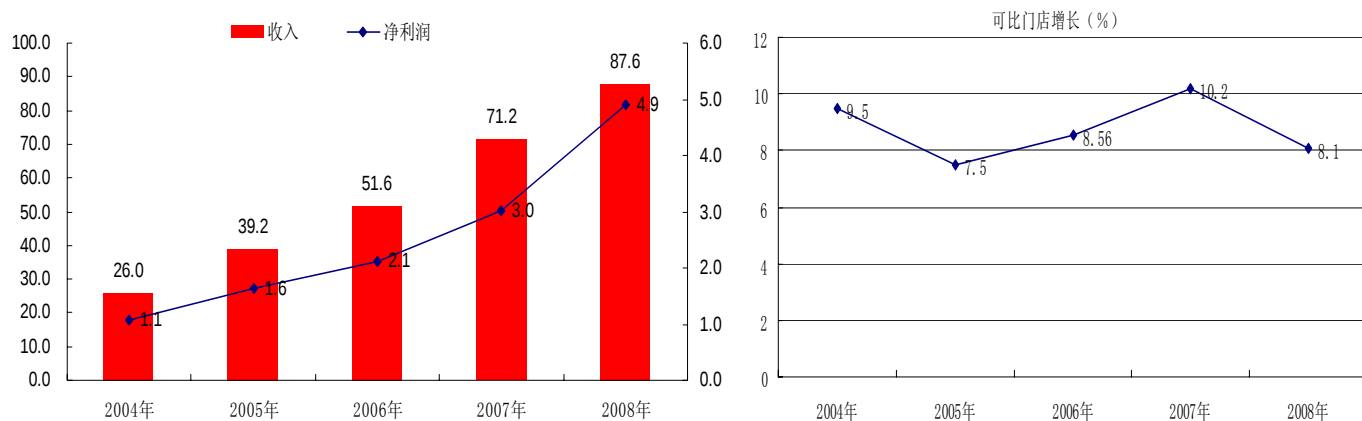
		数量
直营和加盟店		
大型超市	96	北京、浙江、天津
便利店		
其中直营店	194	北京、浙江
其中加盟店	96	北京、浙江
托管店铺		
大型超市	8	河北、天津
便利店	40	天津
合计		

资料来源: 公司定期报告、国元证券投资研究中心

2.2 物美商业与国内上市公司比较

物美商业2004年以来，公司收入和利润保持了快速增长，营业收入从26亿增长到87.6亿，五年CAGR为27.5%，净利润从1.1亿增长到4.9亿（含处置联营公司收益），五年CAGR为35.3%；从可比门店增长情况看，物美商业可比门店增长稳定在8—10%这一区间。与A股优秀超市上市公司相比，物美商业经营管理毫不逊色，以武汉中百和步步高为例，2008年武汉中百和步步高存货周转率分别为8.35、8.57，物美商业是13.16，远高于武汉中百和步步高；从综合毛利率看，物美商业2008年综合毛利率为19.4%，低于步步高综合毛利率19.73%，但高于武汉中百18.23%的综合毛利率。

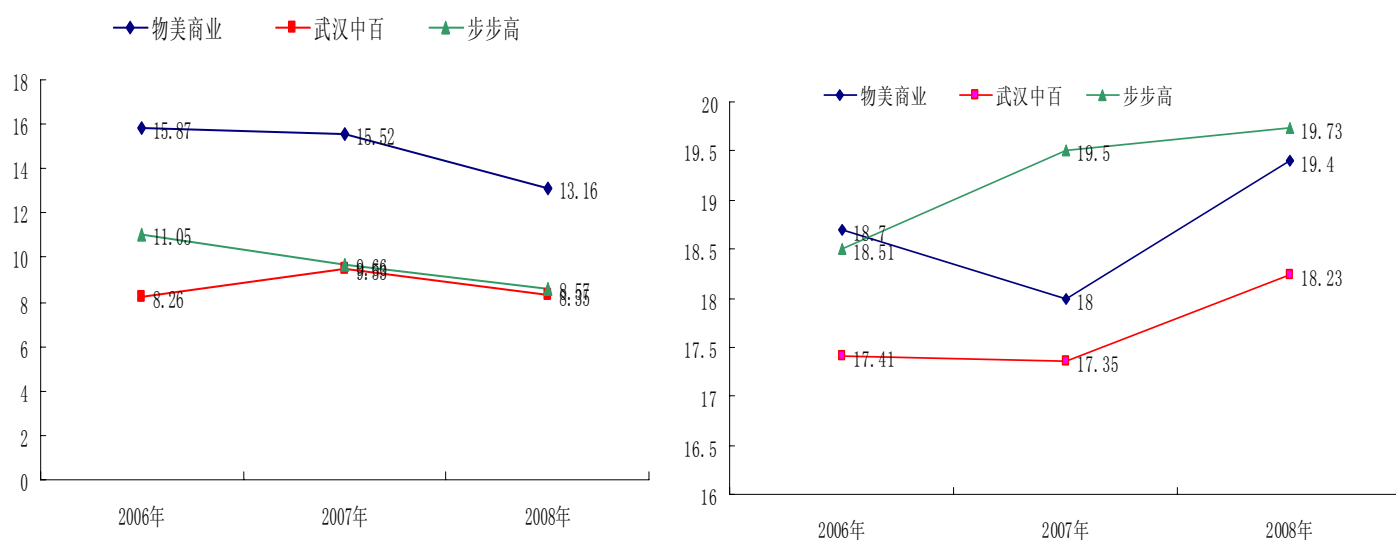
图表 7 物美商业收入、净利润和可比门店增长情况



资料来源:公司定期报告、国元证券投资研究中心

物美商业我们认为是一家增长明确、运营管理能力强的零售企业，一旦物美商业40.8%的股权能注入新华百货，那么新华百货将彻底的变身一家大市值的全国性零售企业。

图表 8 物美商业与 A 股超市类公司运营比较



资料来源:国元证券投资研究中心

第3部分 盈利预测

我们分业务对新华百货 2009—2011 年收入进行预测(不考虑物美注入的情况下)，盈利预测基于：2009—2011 年百货业务分别增长 6%、5%和 4%，超市业务 2009—2011 年分别增长 15%、12%和 10%，家电业务 2009—2011 年分别增长 1%、1%和 1%，公司 2009—2011 年业务收入分别增长 6.99%、5.93%和 5.02%。

对综合毛利率的预测，我们认为 2009—2011 年分别为 18.2%、18.4%和 18.6%，每年

提升 0.2 个百分点，主要是基于明后年经济逐步好转公司毛利率提升。三项期间费用率假设逐步下降，假设基于销售费用和管理费用率保持不变，公司因现金流充足利息收入增长，2009—2011 年三项期间费用率分别为 11.22% 11.22%和 11.77%。预计公司 2009 年—2011 年归属于母公司股东净利润分别为 1.24 亿、1.34 亿和 1.45 亿，对应每股收益为 0.716 元、0.780 元和 0.844 元。

第 4 部分 估值与投资建议

新华百货是一家稳健的区域垄断零售企业，目前公司股价 16.24 元，2009 年动态 PE 为 22.6X，股价基本反应了公司内生性成长的价值，但公司的亮点在于物美商业股权的注入，目前物美商业在香港市场的估值对应 2009 年 PE 为 16—18X，远低于 A 股市场超市企业的估值（对应 2009 年 30—33X 的 PE）。理论上，如果物美商业 40.8%的股权注入上市公司，超市业务应按当前 A 股超市上市公司估值，势必提升公司的整体估值水平，如果假设物美商业注入不增厚不摊薄 2009 年 EPS，按新华百货原有业务 2009 年 22X 估值水平，物美商业的超市业务 30X 估值水平，那么资产注入后的新华百货的估值水平比现在将提升 20%以上，基于稳健的内生性成长和资产注入带来的估值水平提升，我们给予新华百货“谨慎推荐”的评级，12 个月目标价 20 元。

公司投资风险在于宏观经济的持续下滑和定向增发注入资产失败。

附表：

资产负债表	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	557.09	536.59	630.31	733.51
应收和预付款项	98.13	99.34	104.65	112.64
存货	193.09	187.08	199.92	191.03
其他流动资产	4.86	4.86	4.86	4.86
长期股权投资	223.62	223.62	223.62	223.62
投资性房地产	38.16	38.16	38.16	38.16
固定资产和在建工程	263.99	344.45	329.92	314.88
无形资产和开发支出	49.45	43.20	36.94	30.69
其他非流动资产	10.13	6.75	3.38	0.00
资产总计	1438.52	1484.05	1571.76	1649.40
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	721.49	736.00	789.18	828.82
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	721.49	736.00	789.18	828.82
股本	172.86	172.86	172.86	172.86
资本公积	242.58	242.58	242.58	242.58
留存收益	265.99	290.75	317.73	346.91
归属母公司股东权益	681.43	706.19	733.17	762.35
少数股东权益	35.60	49.87	65.42	82.23
股东权益合计	717.03	756.06	798.59	844.58
负债和股东权益合计	1438.52	1492.05	1587.76	1673.40

利润表	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2824.59	3022.03	3201.24	3361.94
减：营业成本	2336.29	2472.02	2612.21	2736.62
营业税金及附加	20.85	22.31	23.64	24.82
营业费用	212.86	227.74	241.24	253.35
管理费用	115.73	123.81	131.16	137.74
财务费用	-2.77	-1.97	-2.10	-2.45
资产减值损失	-0.03	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	13.76	8.00	8.00	8.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	155.44	186.12	203.10	219.86
加：其他非经营损益	0.02	0.00	0.00	0.00
利润总额	155.46	186.12	203.10	219.86
减：所得税	34.96	48.09	52.68	57.20
净利润	120.50	138.02	150.42	162.66
减：少数股东损益	12.46	14.27	15.55	16.81
归属母公司股东净				
利润	108.05	123.76	134.87	145.84
每股收益	0.625	0.716	0.780	0.844
现金流量表	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	203.23	176.52	209.52	227.41
投资性现金净流量	-47.58	-100.00	-10.00	-10.00
筹资性现金净流量	-131.51	-97.03	-105.79	-114.21
现金流量净额	24.14	-20.51	93.73	103.19

强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn