

2009-08-25

百货商店

新华百货 600785.SH

业绩大幅超预期，维持买入评级

◇ 事件：公司公布半年报

上半年公司实现营业收入 15.4 亿元,同比增长 10.6%,归属于母公司股东的净利润 9386 万元,同比增长 48.5%。ROE 达到 12.4%,增加 2.8 个百分点。每股收益 0.54 元,业绩大幅超预期。

◆ 销售收入增速明显加快，门店改造效果良好：

公司上半年营业收入增长 10.6%，其中一季度增长 6.34%，二季度增长 16.5%。二季度增速环比明显。行业回暖的趋势在内陆城市同样表现得很明显。

公司的百货业务并没有新店开出，门店内生增长可观。公司主力门店新百总店和东方红二季度也实现了 11% 的增长，比一季度的 -6% 有明显增长，我们预计下半年随着调整后效应进一步释放和低基数的原因，增长会更加迅速。

◆ 毛利率实现了明显上升，预示行业回暖和自身品牌调整的成功：

公司零售业务的综合毛利率提升了 1.72 个百分点，达到 16.28%，提升幅度非常大。毛利率大幅提升我们认为一方面是随着行业环境变化，折扣促销力度减小；另一方面得益于去年进行的总店全面升级和东方红店的品牌调整。毛利率提升是公司净利润快速增长的一个重要原因。随着总店的逐步成熟，预计公司的毛利率水平可以稳步提升。

◆ 良好的费用控制一直是公司的突出优势：

公司节俭的企业文化和民营体制下良好的激励是决定公司费用控制的两大要素。上半年公司销售和管理费用率为 10.11%，比去年同期的 10.34% 略有下降。考虑到行业面的销售压力，我们认为费用率下降难能可贵。从同行业比较来看，公司的费用率也是领先的。

因为支付奖励基金和对供应商在应收款和预付款上的支持，公司的经营性现金流为负，随着行业回暖，我们判断下半年可以转正。

◆ 盈利预测和投资评级：

我们相应上调了公司的盈利预测，以反映毛利率上升和行业回暖对公司业绩的积极贡献，预计 09-10 年 EPS 分别为 0.95 元和 1.13 元，给予行业平均 25 倍市盈率，目标价格 25 元，维持买入评级。

公司专注于主业，在经营上突破创新，进一步巩固了当地的龙头位置，并有望通过持续的区域内扩张来实现业绩的增长。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	2,519	2,825	3,206	3,597	4,144
营业收入增长率	5.55%	12.11%	13.50%	12.20%	15.20%
净利润（百万元）	77	108	164	196	224
净利润增长率	32.66%	41.07%	52.07%	19.20%	14.51%
EPS（元）	0.62	0.63	0.95	1.13	1.30
ROE	12.25%	16.81%	19.48%	18.84%	17.77%
P/E	31	31	20	17	15

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。

维持

买入

当前价格	19.45 元
目标价格	25.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

黄志刚

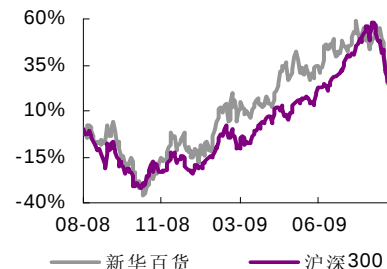
021-22169127

huangzg@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	173
总市值(百万元)	3,362
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低(元)	19.97/7.51
近 3 月日均成交量(百万股)	2.42
主要股东	物美控股集团 团有限公司

股价表现(12 个月)

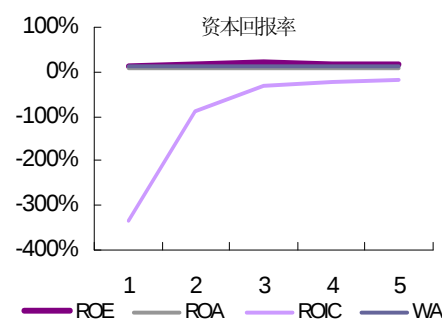
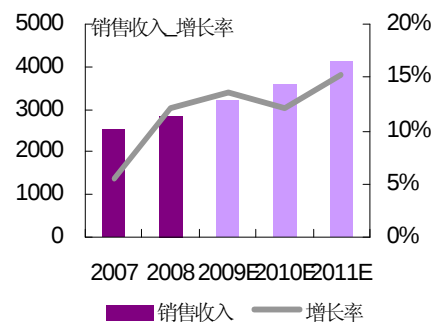
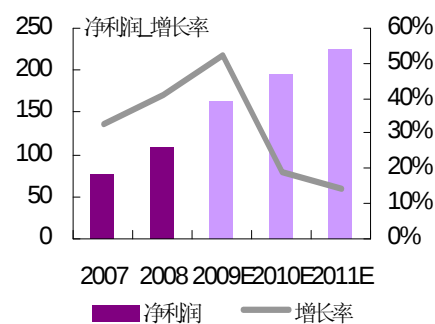
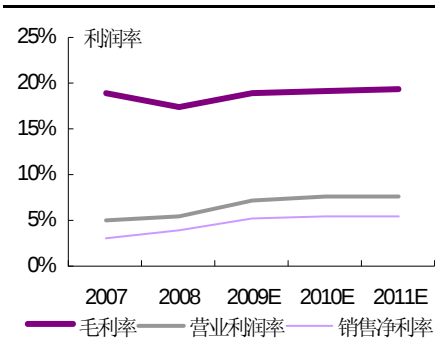


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	21.48	10.20	27.28
绝对收益	6.27	23.67	56.59

相关报告：

业绩再超预期，维持买入评级
..... 2009-04-21
确定性稳健增长，估值仍有优势
..... 2009-02-17
高管增持彰显业绩信心，维持买入评级
..... 2009-02-02

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,519	2,825	3,206	3,597	4,144
营业成本	2,043	2,336	2,600	2,910	3,344
EBITDA	121	153	247	294	337
折旧和摊销	15	17	19	22	24
销售费用	226	213	231	255	302
管理费用	120	116	128	137	157
财务费用	2	-3	1	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	17	14	9	9	9
营业利润	123	155	231	276	316
利润总额	77	108	231	276	316
少数股东损益	7	12	9	11	13
归属母公司净利润	76.59	108.05	164.30	195.85	224.28

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	1,334	1,471	2,005	2,568	3,231
流动资产	737	883	1,380	1,906	2,525
货币资金	458	586	1,058	1,549	2,118
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	7	8	6	7	8
应收票据	3	1	3	4	4
其他应收款	26	14	14	14	14
存货	166	193	213	236	268
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	219	224	227	231	234
固定资产	273	264	291	318	353
无形资产	49	47	45	42	40
总负债	650	754	1,113	1,470	1,895
无息负债	642	754	1,093	1,440	1,860
有息负债	8	0	20	30	35
股东权益	684	717	890	1,097	1,334
股本	123	173	173	173	173
公积金	306	332	363	398	430
未分配利润	237	203	341	506	695
少数股东权益	24	36	45	56	69

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	214	206	499	529	622
净利润	77	108	164	196	224
折旧摊销	15	17	19	22	24
净营运资金增加	102	42	157	180	378
其他	20	39	158	131	-5
投资活动产生现金流	-127	-48	-46	-46	-56
净资本支出	-8	75	64	69	74
长期投资变化	0	224	0	0	0
其他资产变化	-118	-346	-110	-115	-130
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	0	49	0	0	0
债务净变化	-169	-8	20	10	5
其它长期负债变化	717	112	339	346	421
净现金流	88	27	472	491	569

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	5.55%	12.11%	13.50%	12.20%	15.20%
净利润增长率	32.66%	41.07%	52.07%	19.20%	14.51%
EBITDA 增长率	20.62%	26.48%	61.68%	19.04%	14.57%
EBIT 增长率	21.56%	26.48%	51.82%	19.48%	14.71%
EPS 增长率	32.66%	0.76%	52.07%	19.20%	14.51%
估值指标					
PE	31	31	20	17	15
PB	4	5	4	3	3
EV/EBITDA	16	18	9	6	4
EV/EBIT	16	18	10	7	4
EV/NAPLAT	17	19	13	9	5
EV/Sales	1	1	1	1	0
EV/IC	-80	-21	-6	-3	-1
盈利能力 (%)					
毛利率	26.56%	17.29%	18.90%	19.10%	19.30%
EBITDA 率	4.79%	5.41%	7.70%	8.17%	8.13%
EBIT 率	4.79%	5.41%	7.23%	7.70%	7.67%
税前净利润率	4.73%	5.50%	7.21%	7.66%	7.63%
税后净利润率	3.04%	3.83%	5.12%	5.44%	5.41%
ROA	6.28%	8.19%	8.65%	8.05%	7.34%
ROE	12.25%	16.81%	19.48%	18.84%	17.77%
ROIC	-477.13%	-112.11%	-41.99%	-30.02%	-23.31%
偿债能力					
净负债 / 权益	-0.66	-0.82	-1.17	-1.38	-1.56
资产负债率	48.73%	51.27%	55.56%	57.26%	58.69%
流动比率	1.13	1.17	1.26	1.32	1.36
速动比率	0.88	0.92	1.07	1.16	1.21
每股指标					
EPS	0.62	0.63	0.95	1.13	1.30
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-	1.19	2.88	3.06	3.60
每股净资产	5.54	4.15	5.15	6.35	7.72
每股销售收入	20.40	16.34	18.55	20.81	23.97
每股 EBITDA	0.98	0.88	1.43	1.70	1.95

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

黄志刚，北京大学经济学硕士、对外经济贸易大学经济学学士；2004 年 7 月加入宝洁公司客户生意发展部负责重点零售客户管理，2007 年 6 月加盟光大证券研究所负责商业零售行业研究。

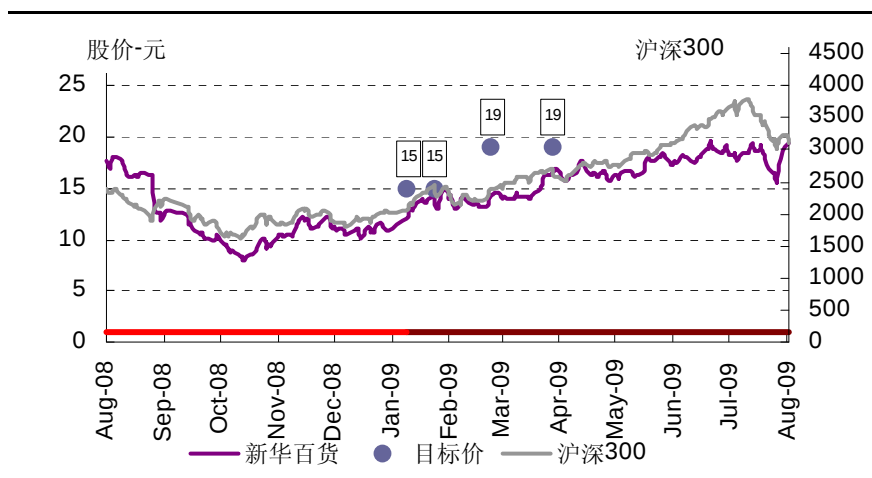
分析师声明

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
2009-02-17	14.13	15.00	买入
2009-03-19	13.89	19.00	买入
2009-04-21	16.33	19.00	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@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.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。