



上市公司季报点评

研究报告
批发和零售贸易-百货

增 持 维 持

新华百货 (600785)

2010 年 4 月 21 日

收入、毛利率大幅提升促业绩增长 60%以上，关注物美回归 A 股之路

批发和零售贸易行业首席分析师：路 颖
SAC 执业证书编号：S0850203100078
luying@htsec.com
021-23219403

汪立亭
联系人

wanglt@htsec.com
021-23219399

潘 鹤
联系人

panh@htsec.com
021-23219423

2010 年 4 月 19 日收盘于 31.96 元
6 个月目标价：32.17 元以上

公司今日 (2010 年 4 月 21 日) 发布 2010 年一季度报。2010 年一季度公司实现营业总收入 10.82 亿元，同比增长 25.79%；实现利润总额 1.06 亿元，同比增长 58.88%；实现归属于上市公司股东的净利润 7559 万元，同比增长 60.35%；实现摊薄每股收益 0.44 元；实现每股经营性现金流为 0.52 元，同比增长 5100%。

简评和投资建议。公司 2010 年一季度 60% 以上的净利润增幅再次超出我们预期，其净利润的大幅增长主要来源于以下几个方面的综合作用：(1) 报告期内，收入大幅增长 25.79%，比去年同期的 6.33% 提升 19.46 个百分点；(2) 报告期内综合毛利率为 19.35%，同比提升了 1.09 个百分点；(3) 期间费用率为 8.81%，同比下降了 0.95 个百分点。

(1) 收入角度：从增长上看，除超市、家电维修较高增速外，百货大楼总店经过 2009 年一至三季度的装修、品牌引入和调整，2010 年一季度内开始有较大的恢复性增长，我们预计一季度增速在 30% 以上 (09 年一季度基本持续)，我们观察到一季度母公司报表 (百货大楼总店+东方红广场) 收入增长为 32.31%，这符合我们此前预期，应是公司一季度收入大幅增长的主要原因；但基于基数效应的逐季减弱，我们也判断公司收入增速将在一季度的高点基础上，成略下降趋势。

(2) 毛利率角度：毛利率同比提升 1.09 个百分点也和公司收入增长结构有关，主要是高毛利的百货业务增速更高，带动了毛利率的同比提升，但毛利率提升幅度超出我们预期，这也从另一侧面再次证实了公司依赖较大的区域竞争优势，使其具备较强的毛利率控制能力。我们假设公司全年毛利率水平应比去年同期略有增长。

(3) 费用率角度：公司费用率同比下降了 0.95 个百分点，其中销售费用率和管理费用率各为 6.33% 和 2.55%，分别同比下降了 0.18 和 0.83 个百分点，这也是公司一季度业绩大幅增长的另因素。从全年角度看，由于将于 10 月左右将新建发现代城购物中心店 (建筑面积 4.33 万平米，1-5 年的租金为 3477.56 万元/年) 以及其他可能的新店，将新增租赁费、开办费和装修费摊销，全年费用率应高于一季度。因此，我们判断一季度是公司全年业绩高点。

维持对公司的盈利预测。2010-2012 年 EPS 分别为 1.29 元、1.51 元和 1.73 元，对应目前 31.96 元的价格的动态 PE 分别为 24.83 倍和 21.21 倍和 18.47 倍，提高公司目标价至 32.17 元以上 (对应 2010 年 25 倍以上 PE)，维持“增持”的投资评级。

我们对公司的观点。公司业绩连续超出预期，市场似乎也开始寻求这种超预期背后的原因。我们认为：(1) 从业绩角度，新华百货首先具备较强的区域竞争优势、较好的经营基础和较高水平的管理团队，在民营资本控股后，也进一步引入了行之有效的经营管理工具和激励机制，无论是此前 (2006-2009 年) 的费用率下降的业绩驱动逻辑，还是当前的毛利率提升和收入增长的业绩驱动逻辑，都是合理的和可预期的。但也应同时看到，经过持续的业绩释放，公司净利率已经达到 2009 年的 6.55% 和 2010 年一季度的 7.64%，大幅超越行业平均水平。在外延扩张难有较大空间的前提下，继续维持超过 30% 的业绩增长似乎难度较大。(2) 我们认为市场对公司的投资逻辑应更多的着眼于后续物美商业借助新华百货回归 A 股的重组上。对此，我们维持此前的三个判断：(A) 物美商业是国内连锁超市经营典范；(B) 物美商业回归 A 股是大概率事件，时间应在 2010 年四季度或其后；(C) 新华百货仍是物美回归 A 股的最优选择。重组预期的逐步实现可能会带来公司第二阶段的投资机会。我们也将从该角度持续跟踪公司动态。

更多的分析, 敬请参阅我们此前的 2009 年报点评 (业绩增长具备持续性, 重组仍可期, 维持增持, 20100318)。

表 1 是我们对公司 2010 年一季报合并损益表基本指标的分析; 表 2 是我们对公司 2010-2012 年合并损益表预测。

表 1 新华百货单季度合并损益表分析

	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010
营业总收入(万元)	80858	58469	64220	78912	85980	68139	77403	92035	108157
同比增长 (%)	2.71	2.21	27.82	19.98	6.33	16.54	20.53	16.63	25.79
营业总成本(万元)	75943	54884	61059	76406	79449	61891	71924	84954	97635
营业成本(万元)	67799	47675	52291	65864	70280	54477	63401	74838	87232
营业成本/营业收入 (%)	83.85	81.54	81.42	83.47	81.74	79.95	81.91	81.32	80.65
营业税金及附加(万元)	603	479	409	595	780	452	630	677	874
营业税金及附加/营业收入 (%)	0.75	0.82	0.64	0.75	0.91	0.66	0.81	0.74	0.81
销售费用(万元)	4914	4725	5952	5695	5597	4582	6807	7847	6843
销售费用/营业收入 (%)	6.08	8.08	9.27	7.22	6.51	6.72	8.79	8.53	6.33
管理费用(万元)	2719	2044	2457	4352	2911	2492	1135	1672	2763
管理费用/营业收入 (%)	3.36	3.50	3.83	5.52	3.39	3.66	1.47	1.82	2.55
财务费用(万元)	-14	-120	-47	-96	-118	-108	-49	-156	-78
资产减值损失(万元)	-77	81	-3	-4	0	-4	0	76	0
非经营性净收益(万元)	318	139	477	443	172	450	473	354	192
营业利润(万元)	5233	3724	3638	2949	6703	6697	5952	7435	10714
同比增长 (%)	2.02	-7.22	26.45	801.34	28.10	79.84	63.59	152.16	59.84
营业外收入(万元)	196	134	55	22	63	12	76	91	41
营业外支出(万元)	55	163	62	127	70	29	56	141	117
利润总额(万元)	5374	3695	3632	2844	6696	6680	5973	7385	10639
同比增长 (%)	6.73	-8.87	26.94	--	24.60	80.77	64.45	159.67	58.88
所得税费用(万元)	1378	593	822	702	1537	1277	1138	1589	2377
有效所得税率 (%)	25.65	16.03	22.64	24.70	22.96	19.11	19.05	21.52	22.34
净利润(万元)	3996	3103	2810	2142	5159	5403	4835	5796	8262
同比增长 (%)	15.43	16.75	44.46	581.06	29.10	74.14	72.08	170.63	60.15
净利润率 (%)	4.94	5.31	4.38	2.71	6.00	7.93	6.25	6.30	7.64
归属于母公司所有者的净利润(万元)	3569	2750	2515	1971	4714	4672	4472	5314	7559
同比增长 (%)	9.25	13.85	47.62	620.88	32.08	69.91	77.80	169.70	60.35
少数股东损益(万元)	427	353	295	171	445	731	363	482	703
摊薄每股收益(元)	0.206	0.159	0.145	0.114	0.273	0.270	0.259	0.307	0.437

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

表 2 新华百货损益表盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(万元)	282459	323556	378451	439125	491860
同比增长 (%)	12.11	14.55	16.97	16.03	12.01
营业总成本(万元)	268292	298217	347211	401726	448973
营业成本(万元)	233629	262996	306933	355822	398310
营业成本/营业收入 (%)	82.71	81.28	81.10	81.03	80.98
营业税金及附加(万元)	2085	2539	2781	3227	3614
营业税金及附加/营业收入 (%)	0.74	0.78	0.73	0.73	0.73
销售费用(万元)	21286	24832	32168	37106	41316
销售费用/营业收入 (%)	7.54	7.67	8.50	8.45	8.40
管理费用(万元)	11573	8210	5866	6499	7181
管理费用/营业收入 (%)	4.10	2.54	1.55	1.48	1.46
财务费用(万元)	-277	-432	-537	-928	-1448
资产减值损失(万元)	-3	72	0	0	0
非经营性净收益(万元)	1376	1449	900	1000	1200
营业利润(万元)	15544	26788	32140	38398	44087
同比增长 (%)	25.89	72.34	19.98	19.47	14.81
营业外收入(万元)	408	242	0	0	0
营业外支出(万元)	406	295	0	0	0
利润总额(万元)	15546	26735	32140	38398	44087
同比增长 (%)	30.48	71.97	20.22	19.47	14.81
所得税费用(万元)	3496	5542	7553	9600	11022
有效所得税率 (%)	22.49	20.73	23.50	25.00	25.00
净利润(万元)	12050	21193	24587	28799	33065
同比增长 (%)	43.81	75.87	16.02	17.13	14.81
净利润率 (%)	4.27	6.55	6.50	6.56	6.72
归属于母公司所有者的净利润(万元)	10805	19172	22243	26053	29913
同比增长 (%)	41.07	77.45	16.02	17.13	14.81
少数股东损益(万元)	1246	2021	2344	2746	3153
摊薄每股收益(元)	0.625	1.109	1.287	1.507	1.730

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相关报告：

新华百货 09 年报点评：业绩增长具备持续性，重组仍可期（维持，增持）20100318

新华百货 2009 年业绩预增公告点评：09 年全年业绩预增 50%以上（维持，增持）20100114

新华百货 2009 三季报点评：三季度净利润增 70%以上，调高全年预期（维持，增持）20091029

新华百货 2009 半年报点评：上半年净利润增长近 50%，业绩超预期（维持，增持）20090826

新华百货一季报点评：一季毛利率提升推动净利润增幅超过 30%（增持，维持）20090421

新华百货 2008 年报：净利润增幅超 40%，安全边际+潜在溢价（增持，维持）20090319

新华百货调研简报：财务稳健的区域龙头，与物美的整合或可改变其估值水平（增持，首次）20090223

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路 颖：批发和零售贸易行业首席分析师

潘 鹤：批发与零售贸易研究团队

汪立亭：批发与零售贸易研究团队

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、新华百货、开元控股、家润多、人人乐、海宁皮城。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。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授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。