

增持 维持

新华百货 (600785)

2010 年 8 月 12 日

外延扩张和门店装修费用压制二季度单季业绩，但是公司未来业绩增长的重要看点

2010 年 8 月 11 日收盘于 34.00 元
6 个月目标价：32.10 元以上

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
SAC 执业证书编号：S0850210040007
panh@htsec.com
021-23219423

公司 2010 年 8 月 12 日发布 2010 年半年报。2010 年上半年实现营业总收入 19.61 亿元，同比增长 27.21%；实现利润总额 1.76 亿元，同比增长 31.31%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.18 亿元，同比增长 25.82%，基本每股收益 0.569 元。基本符合预期。

简评和投资建议。在 2010 上半年的第一个季度内，公司实现了 25.79% 的收入增长和 60.35% 的利润增长，表现超出当时市场预期。二季度内，公司虽仍实现了 28.99% 的较快收入增长，但由于公司新门店的费用支出以及老门店装修费用增加，导致单季度净利润同比下滑 9.01%。但受益于一季度的优异表现，公司整体上半年实现 27.21% 的收入增长和 25.82% 的利润增长。

我们对公司的基本判断。

(A) 外延扩张是公司未来业绩的主要看点。凭借原有管理团队和物美控股后的管理效率改善和严格费用控制，以及公司管理团队的有效执行力，公司业绩出现了自 2006 年开始的内生高增长。而当前，公司开始进入新一轮外延扩张：2010-2011 年，百货业务将在原有的 4 家门店、13.88 万平米的体量基础上，新增 3 家门店、7.15 万平米的规模，而公司超市业务也将继续维持较快的扩张速度（并会通过新的全资子公司——物美新华进行经营，更加全方位的引入物美管理体系），这可能会拉低公司 2010 年下半年和 2011 年的净利率和利润增速（实际上在 2010 年 2 季度已经有所体现），但我们预计这可能构成公司外延业绩增长的重要内容，我们认为 2011 年上半年是考察公司外延扩张效果的时间窗口，而内容主要在于费用控制力度和新门店培育会否符合预期。

(B) “物美新华”可以期待。物美控股 2006 年入主新华百货之后，通过管理支持和费用控制手段，依赖公司管理层实现了过去几年的业绩高增长，成为民营企业控股经营区域商业龙头的典范。而我们认为物美后续会重启借新华百货回归 A 股之路，届时“物美新华”将成为年销售额超过 180 亿，净利率在 4.5% 以上的全国性商业企业，将更加成为 A 股的优秀投资标的。这也是我们觉得公司在当前估值水平下，可以享受一定溢价，给予“增持”评级的主要原因。

我们略调整了对公司 2010-2012 年的盈利预测，主要是调增了收入和费用。预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.07 元、1.26 元和 1.46 元，同比增长为 15.76%、17.79% 和 15.98%。对应于公司当前 34 元的价格，PE 分别为 31.78 倍、26.98 倍和 23.26 倍，考虑到公司外延扩张及此后的业绩持续增长潜力，以及物美回归 A 股的预期，维持对公司的“增持”评级，6 个月目标价为 32.10 元以上（对应 2010 年 30 倍以上 PE）。

以下是我们对公司 2010 年中报的点评。

(1) 上半年收入为 19.61 亿元，同比增长 27.21%，各业务增速良好，其中超市收入增速最高，为 40.41%。公司一、二季度收入增速分别为 25.79% 和 28.99%，百货、超市及电器等业务均有较高增速。

百货业务: 上半年收入 9.67 亿元, 同比增长 24.61%。新华百货总店由于装修后持续进行品牌引入和调整, 提升了门店档次定位, 收入增速较高; 购物中心店于 7 月 21 日开始闭店装修 (将于 10 月初开业), 该店为了清货, 在 2 季度促销力度较大, 上半年销售收入增速较高, 东方红广场店和老大楼也有不错的内生增长 (4 家门店合计约 20.74% 的增速), 于 2010 年 2 月底开业的西夏店 (即宁阳店) 也有约 3000 万元的增量收入。

超市业务: 上半年实现营业收入 51942.53 万元, 同比增长 40.41%, 在各业务中增速最高。公司报告期内主要以提升门店经营质量为目标, 不断挖掘各店增长潜力, 达成了较好的增长效果。另外, 公司上半年也新开了 3 家便利店, 提升了市场占有率。超市是公司过去两年利润增长最快的业务, 从 2007 年的 606 万元增长到 2009 年的 3985 万元, 复合增长 156.46%。2010 上半年净利润为 3481.74 万元, 同比增长 53.02%。

电器业务: 上半年新百电器连锁实现营业收入 47371.65 万元, 同比增长 22.55%。公司上半年继续推进连锁网络体系的建设, 抢占市场份额, 上半年新开了金泰店 (4 月开业, 约 9000 平米)、美佳铭城店和惠农新明珠店等三家门店, 门店扩张为家电业务实现较快收入和利润增长奠定了基础。家电业务近两年也有良好的利润表现, 由 2007 年的 1580 万元利润, 增长到 2009 年的 4122 万元, 两年复合增长率为 61.52%。2010 上半年净利润为 3018.26 万元, 同比增长 25.80%。

表 1 新华百货 2010 年上半年各业务的收入及净利润分拆对比

业务	收入 (万元)			净利润 (万元)		
	1H09	1H10	同比增长 (%)	1H09	1H10	同比增长 (%)
百货	77632	96737	24.61	5415	6557	21.08
超市	36993	51943	40.41	2275	3482	53.02
电器 (51%控股)	38655	47372	22.55	2399	3018	25.80
合计	153280	196051	27.90	10090	13057	29.41

注: 百货业务利润为根据报表和公告数据测算

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所,

(2) 综合毛利率仍有持续提升, 2010 上半年为 19.86%, 同比增加 0.8 个百分点。其中一二季度各为 19.35% 和 20.48%, 分别同比增长 1.09 和 0.43 个百分点。我们此前曾分析, 由于公司在银川地区拥有较高的垄断竞争力, 表现为不需过多打折即可实现优异的销售表现, 公司既可以通过垄断规模向上游供应商要毛利, 也可以经由品牌优势向下游消费者争取毛利, 处于渠道链条的核心地位。除 2008 年由于应对国芳百盛进入银川市场带来的短暂毛利率下滑外, 公司 2009 及 2010 年上半年毛利率均呈现较好的提升趋势。

表 2 新华百货 2010 年上半年综合毛利率持续提升

	2006	2007	2008	2009	1Q09	2Q09	1H09	1Q10	2Q10	1H10
综合毛利率 (%)	18.51	18.90	17.29	18.72	18.26	20.05	19.05	19.35	20.48	19.86
同比增减 (百分点)	0.42	0.39	-1.61	1.43	2.11	1.59	1.93	1.09	0.43	0.80

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

(3) 上半年期间费用率为 10.29%, 同比上升 0.32 个百分点, 主要受二季度新增费用所致。公司一季度销售费用率和管理费用率分别为 6.33% 和 2.55%, 分别同比下降 0.18 和 0.83 个百分点, 但二季度两项费用分别为 7.78% 和 4.45%, 分别同比增加 0.32 和 0.79 个百分点, 两项费用额合计为 10748 万元, 同比增加 3674 万元。其中主要来自于新开门店的租赁、广告及水电等费用, 包括西夏店、新百电器连锁金泰店等, 另一方面, 我们估计公司在二季度预提了购物中心店装修费用约 1000 万元。二季度费用的增加是公司季度内利润负增长的主要原因。

(4) 2010 下半年及 2011 年经营展望: 外延扩张是重要看点

我们认为, 公司于 2010 年开始进入新一轮外延扩张, 2010-2011 年, 百货业务将在原有的 4 家门店、13.88 万平米的体量基础上, 新增 3 家门店、7.15 万平米的规模, 而公司超市业务也将继续维持较快的扩张速度 (并会通过新的全资子公司——物美新华进行经营, 更加全方位的引入物美管理体系), 这可能会拉低公司 2010 年 4 季度和 2011 年的净利率和利润增速 (实际上在 2010 年 2 季度已经有所体现), 但我们预计这能够构成公司外延业绩增长的重要内容, 我们认为 2011 年上半年是考察公司外延扩张效果的时间窗口, 而内容主要在于费用控制力度和新门店培育会否符合预期。

百货: 外延扩张主要是 2010 年 2 月底开业的西夏店 (即原称宁阳店)、以及将于 2010 年 9 月开业的建发现代城店和 2010 年春节前 (最迟五一前) 开业的老大楼扩建店, 三个门店合计为公司新增约 5.64 万平米百货经营面积 (建筑面积约 7.14 万平米), 占公司当前 10.02 万平米经营面积的 56.25%, 体现公司再次进入百货业务扩张期。而我们预计上述 3 家门店之后, 公司以合计 7 家门店共 15.66 万平米经营体量, 约占银川可供百货经营面积的 80% 左右, 将使银川的百货经营达到饱和状态, 也需要公司消化至少 2-3 年的时间。

表3 新华百货现有及未来两年新开门店

	门店	开业时间	营业面积 (平米)	建筑面积 (平米)	物业	年租金 (万元)
已有	新华百货总店	1997 年	24000	34200	自有	
	东方红广场店	2006 年 1 月	36000	46800	租赁	约 3000
	新百购物中心	1999 年	22000	36800	自有	
	老大楼	2003 年 9 月	18200	21000	自有	
	西夏店	2010 年 2 月	13920	17400	租赁	709.92
新开 (2010-2011)	建发现代城店	2010 年 9 月	32439	43252	租赁	3477.54
	老大楼扩建店 (名都)	2011 年 3 月	10000	10700	租赁+自有	887

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

超市: 2010 年上半年, 公司主要新开 3 家小型便利店 (100-200 平米), 预计十一前将在拉普斯广场新开一家 1 万平米的大卖场, 开办和装修费用等预计在 1000 万左右, 该卖场将以新成立的全资子公司物美新华运营, 全面复制物美先进的经营管理手段和 WINBOX 系统。另外, 下半年还将新开一个 5000 多平米的大卖场、2 个左右 2000 平米的中型综超。公司超市也在准备进行跨区域扩张, 明年会在内蒙的左旗开设超市, 并会考虑在宁夏周边区域寻找合适的项目进行储备和拓展。

家电: 公司 2010 年 4 月份开的金泰店, 面积约 9000 平米, 属于公司的家电旗舰店, 预计正常经营每年可贡献 1 个亿的收入。另外, 公司还拥有 30 家东桥电器品牌的小家电连锁, 整体居于优势地位。由于银川家电销售市场较大, 公司也将继续推进家电连锁体系建设。

表4是我们对公司的单季度合并损益表分析。表5是我们更新后的合并损益表预测。

表4 新华百货单季度合并损益表分析 (2009-1H2010)

	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	1H2009	1H2010
营业总收入(万元)	85980	68139	77403	92035	108157	87894	154119	196051
同比增长 (%)	6.33	16.54	20.53	16.63	25.79	28.99	10.62	27.21
营业总成本(万元)	79449	61891	71924	84954	97635	81158	141340	178793
营业成本(万元)	70280	54477	63401	74838	87232	69892	124757	157123
营业成本/营业收入 (%)	81.74	79.95	81.91	81.32	80.65	79.52	80.95	80.14
营业税金及附加(万元)	780	452	630	677	874	630	1232	1504
营业税金及附加/营业收入 (%)	0.91	0.66	0.81	0.74	0.81	0.72	0.80	0.77
销售费用(万元)	5597	4582	6807	7847	6843	6834	10178	13678
销售费用/营业收入(%)	6.51	6.72	8.79	8.53	6.33	7.78	6.60	6.98
管理费用(万元)	2911	2492	1135	1672	2763	3913	5403	6677
管理费用/营业收入(%)	3.39	3.66	1.47	1.82	2.55	4.45	3.51	3.41
财务费用(万元)	-118	-108	-49	-156	-78	-111	-226	-188
资产减值损失(万元)	0	-4	0	76	0	0	-4	0
非经营性净收益(万元)	172	450	473	354	192	32	622	224
营业利润(万元)	6703	6697	5952	7435	10714	6767	13400	17481
同比增长 (%)	28.10	79.84	63.59	152.16	59.84	1.05	49.61	30.46
营业外收入(万元)	63	12	76	91	41	200	75	241
营业外支出(万元)	70	29	56	141	117	42	99	159
利润总额(万元)	6696	6680	5973	7385	10639	6926	13376	17564
同比增长 (%)	24.60	80.77	64.45	159.67	58.88	3.68	47.48	31.31
所得税费用(万元)	1537	1277	1138	1589	2377	1898	2814	4275
有效所得税率 (%)	22.96	19.11	19.05	21.52	22.34	27.41	21.04	24.34
净利润(万元)	5159	5403	4835	5796	8262	5027	10562	13289
同比增长 (%)	29.10	74.14	72.08	170.63	60.15	-6.96	48.79	25.82
净利润率 (%)	6.00	7.93	6.25	6.30	7.64	5.72	6.85	6.78
归属于母公司所有者的净利润(万元)	4714	4672	4472	5314	7559	4251	9386	11810
同比增长 (%)	32.08	69.91	77.80	169.70	60.35	-9.01	48.54	25.82
少数股东损益(万元)	445	731	363	482	703	776	1176	1479
摊薄每股收益(元)	0.227	0.225	0.216	0.256	0.364	0.205	0.453	0.569

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

表 5 新华百货损益表盈利预测（2010 年 8 月 11 日更新）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(万元)	282459	323556	401922	498131	572778
同比增长 (%)	12.11	14.55	24.22	23.94	14.99
营业总成本(万元)	268292	298217	370030	460435	529097
营业成本(万元)	233629	262996	326620	405510	466532
营业成本/营业收入 (%)	82.71	81.28	81.26	81.41	81.45
营业税金及附加(万元)	2085	2539	3048	3777	4343
营业税金及附加/营业收入 (%)	0.74	0.78	0.76	0.76	0.76
销售费用(万元)	21286	24832	28583	36364	41813
销售费用/营业收入 (%)	7.54	7.67	7.11	7.30	7.30
管理费用(万元)	11573	8210	12235	15442	17642
管理费用/营业收入 (%)	4.10	2.54	3.04	3.10	3.08
财务费用(万元)	-277	-432	-456	-657	-1233
资产减值损失(万元)	-3	72	0	0	0
非经营性净收益(万元)	1376	1449	1224	1000	1200
营业利润(万元)	15544	26788	33116	38696	44881
同比增长 (%)	25.89	72.34	23.62	16.85	15.98
营业外收入(万元)	408	242	241	0	0
营业外支出(万元)	406	295	159	0	0
利润总额(万元)	15546	26735	33199	38696	44881
同比增长 (%)	30.48	71.97	24.18	16.56	15.98
所得税费用(万元)	3496	5542	8560	9674	11220
有效所得税率 (%)	22.49	20.73	25.79	25.00	25.00
净利润(万元)	12050	21193	24639	29022	33661
同比增长 (%)	43.81	75.87	16.26	17.79	15.98
净利率 (%)	4.27	6.55	6.13	5.83	5.88
归属于母公司所有者的净利润(万元)	10805	19172	22195	26143	30322
同比增长 (%)	41.07	77.45	15.76	17.79	15.98
少数股东损益(万元)	1246	2021	2444	2878	3339
摊薄每股收益(元)	0.521	0.924	1.070	1.260	1.462

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相关报告：

新华百货 2010 一季报点评：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 20100421

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、天虹商场、华联综超、友好集团、西安民生。

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。