

新华百货(600785.sh)

塞上江南的一颗明珠

欧亚菲 商业与贸易 研究员

电话: 020-87555888-641 eMail: oyf@gf.com.cn

公司在宁夏市场龙头地位稳固

银川是新亚欧大陆桥沿线的重要商贸城市,位于“呼-包-银-兰-青经济带”的中心地段,目前,银川进入了历史上最好的发展时期,被国家确定为欧亚大陆桥西陇海兰新经济重点开发城市。银川过去五年社会消费品零售总额和人均可支配收入五年复合增长率分别为17.5%和14.5%,复合增长率居于全国省会城市前列。公司在银川具有绝对龙头地位,2009年公司销售收入占宁夏和银川的社会消费品零售总额分别为11%和20%,具有垄断优势。尽管银川市场进入者将越来越多,但从历史上公司应对市场竞争的能力来看,我们认为无需担心,由于公司具有强大的供应商资源掌控能力和对本地消费者需求的适应能力,公司已经成功击败国芳百盛等竞争对手,在竞争中不断提升市场份额。公司认为只要拥有了市场的定价权,公司在本地市场的垄断地位将很难遇到挑战。

进入扩张期,未来将迎来新一轮高增长期

公司百货业务今年扩张速度加快,同时超市和家电业务也加快异地扩张步伐,短期可能对公司盈利造成一定压力,但为未来新一轮高增长奠定了基础。

投资建议

我们维持10-12年的EPS至1.25、1.57和2.08元。我们认为公司在区域市场仍有极大的拓展空间,且公司已加快扩张速度,继续保持区域内垄断地位,公司目前的估值天花板面临突破,2012年前物美将完成在A股上市,也有事件催化,我们维持买入评级,调高目标价至45元,对应11年28倍PE。

风险提示: 当地竞争加剧,销售增速低于预期;新开店培育期拉长

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	2,824.59	3,235.56	3,889.00	4,219.79	5,452.00
EBITDA(百万元)	175.12	286.24	320.00	360.00	0.00
净利润(百万元)	108.05	191.72	259.00	325.00	429.00
净利润增长率	41.07%	77.45%	35.09%	25.48%	32.00%
每股收益(元)	0.625	1.109	1.250	1.570	2.070
市盈率	16.88	25.60	27.23	21.70	16.44
市净率	2.68	5.74	2.30	2.00	0.00
EV/EBITDA	7.27	14.25	8.86	7.56	0.00
每股红利(元)	0.30	0.30	0.29	0.34	0.00
股息率(%)	2.13	1.06	2.06	2.42	0.00

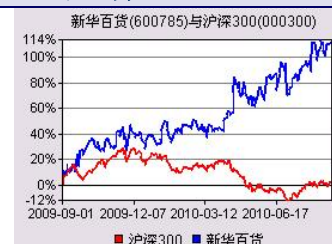
来源:银川新华百货商店股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	34
目标价格(元)	45.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	10.18%	25.77%	108.48%
沪深300	1.20%	4.68%	2.58%

股票数据

总股本(万股) 20,743.13

流通A股(万股) 20,743.13

主要股东:

物美控股集团有限公司

主要股东持股比例 29.27%

流通A股比例 100.00%

财务比率

ROE 22.40%

ROA 16.13%

资产负债率 49.67%

每股净资产(元) 4.95

2009年报数据.

市场小但美，公司龙头地位稳固

市场小但美，增长潜力巨大

银川是新亚欧大陆桥沿线的重要商贸城市，位于“呼-包-银-兰-青经济带”的中心地段，也是宁蒙陕甘周边约500公里范围内的区域性中心城市，区域人口约1000万，区位优势明显。目前，银川进入了历史上最好的发展时期，被国家确定为欧亚大陆桥西陇海兰新经济重点开发城市。

银川过去五年社会消费品零售总额和人均可支配收入五年复合增长率分别为17.5%和14.5%，复合增长率居于全国省会城市前列。

图1：2004-2009社会消费品零售总额及增速

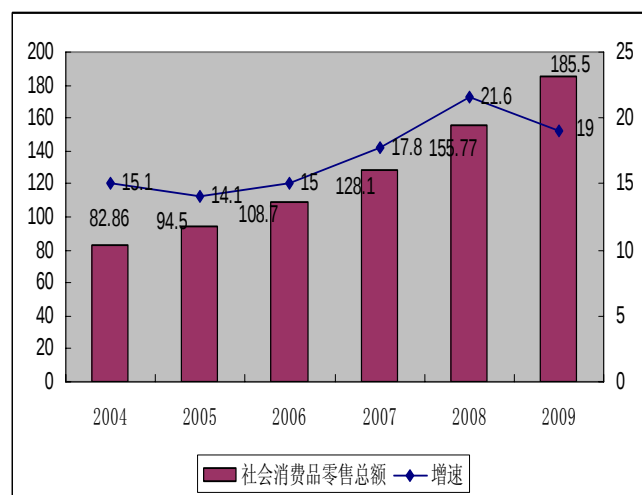
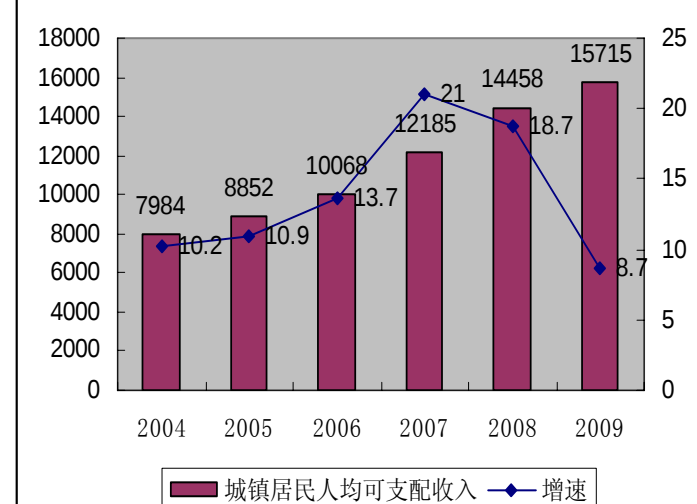


图2：2004-2009城镇居民人均可支配收入及增速



数据来源：银川统计公报、广发证券发展研究中心

同时从西北五省数据来看，银川市场容量最小，2009年社会消费品零售总额仅187.7亿元，但社会消费品零售总额的增速位于中间，略次于西安和兰州。从城镇居民可支配收入数据看，绝对额和增长率均仅次于西安，显示出城市巨大的消费潜力。最近几年来银川的房价涨幅一直居于全国省会城市首位，显示出未来该市场具有较大的消费潜力。

表1：西北五省省会城市市场容量分析

	城市规模	经济总量		消费能力			
	总人口 万人	GDP 亿元	人均 GDP 元	社会消费 品零售总 额 亿元	增长率	城镇居民人 均可支配收 入元	增长率
西安	843.46	2719.1	32351	1381.12	19.5	18963	24.7
西宁	220.5	501.07	22865	201.6	18.59	12911	8.3
银川	185	565.5	32436	187.7	18.7	15715	8.7
乌鲁木齐	241	1095	45436	473	13	13075	6.05
兰州	332	925.98	27892	469.77	18.95	12761	9.98

数据来源：各市统计公报、广发证券发展研究中心

公司在宁夏市场龙头地位稳固

银川是宁夏的经济中心，2009年银川GDP、社会消费品零售总额占宁夏的比例分别为42.37%和55.3%。公司在银川具有绝对龙头地位，2009年公司销售收入占宁夏和银川的社会消费品零售总额分别为11%和20%，具有垄断优势。

公司作为区域零售龙头，目前在银川拥有四家百货店（经营面积）、共有19家综超（其中5000平米以上的超市门店7家）、东桥家电共有大型家电卖场8家，同时通过批发形式辐射到陕甘宁二三线城市。从竞争格局来看，目前仅国芳百盛有1家百货店、华联综超有1家大型综超，苏宁电器有1家门店。公司在当地具有绝对垄断地位，但随着银川市场消费潜力被大家所认可，进入宁夏市场的零售商将逐步增加，目前比较明确的有世纪金花（拟于10年10月在银川新区开设百货店）、华润万家（目前拥有2家5000平米左右综超）和万达广场（拟于明年年底开业）。但从历史上公司应对市场竞争的能力来看，我们认为无需担心，由于公司具有强大的供应商资源掌控能力和对本地消费者需求的适应能力，公司已经成功击败国芳百盛等竞争对手，在竞争中不断提升市场份额。公司认为只要拥有了市场的定价权，公司在本地市场的垄断地位将很难遇到挑战。

公司经营分析

百货业务加快扩张步伐

公司百货业务今年加速扩张，今年公司百货业务共新增2家百货门店（约5.7万建筑面积），同时明年有1家门店可新增1万平米左右建筑面积，导致公司明年百货业务经营面积有接近50%的增加，百货业务呈现出快速扩张态势，为未来2-3年的持续快速增长奠定了良好的基础。

今年2月底公司新开西夏店，位于新市区（离市中心大约30分钟车程），扣除外租区，百货部分面积在1.1万平米左右，目前月销售额600-700万，上半年亏损估计约200万元，估计全年销售6500万元，亏损不会超过500万，明年下半年有望实现盈利。

今年9月份公司租赁的建发现代城店将公司，经营面积约3.24万平米（建筑面积4.33万平米），该门店距离公司的老大楼大约200多米的距离，公司将依赖于该店与老大楼店的错位协同，致力于打造银川的第二个商圈——西大街商圈。该门店定位于精品店，目前已完成品牌招商工作，但一楼希望引入一线奢侈品牌，预计到明年才能完成一楼品牌的调整到位。不考虑一线奢侈品牌装修费用，预计该店装修费用1500万。考虑到2006年开业的东方红广场店当年亏损1400万而第二年就实现1500万以上的盈利，我们预计现代城店用二年时间实现盈亏平衡，到2012年下半年实现盈利。

公司老大楼在明年4月份将可新增建筑面积10000平米,由于为老门店扩建,而该门店目前平销为每平米2万元,故我们预计扩建部分面积2011年可新增营业收入1亿元,对应平销为每平米1.6万元,按照目前老大楼2009年3200万的净利润水平推算,预计2011年可增加净利润500万元。

表2: 2007-2012年百货门店营业收入及预测

门店或子公司	经营面积 (平米)	市场定位	营业务收入					
			2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总店	24000	精品店	52000	38600	46000	52900	60835.00	66918.50
东方红广场	35000	时尚百货	38000	45300	52000	62400	71760.00	80371.20
老大楼店	22000	大众百货+综 合超市	28000	36000	41000	46000	57300.00	65895.00
购物中心店	16000	大众百货	26000	27000	33300	32000	33000.00	39600.00
西夏店	17000	大众百货+综 合超市				5983	10800.00	20000.00
现代城店	40000	精品百货				3244	20000.00	30000.00
合计	216000		144000	146900	172300	202526.91	253695.00	302784.70

数据来源: 公司调研、广发证券发展研究中心

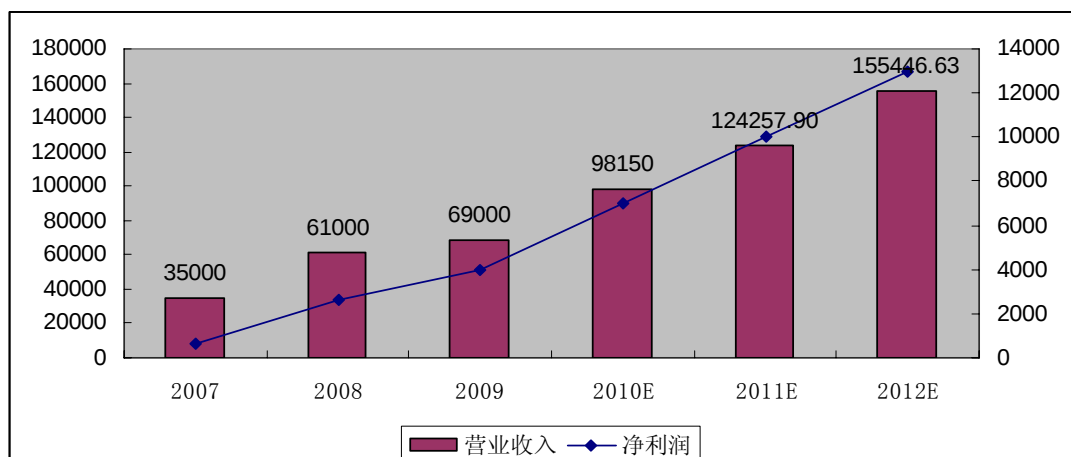
超市业务启动跨区域扩张

超市公司目前共有19家综超,17家便利店。截止到上半年,5000平米以上的店7家,1000-5000平米的超市店有5家。超市公司近年来净利润快速增长主要是规模效益的提升和新开门店较高的同店增长所致。去年新开的4家门店,今年同店增长都在20%以上。

今年公司新开便利店4-5家,同时新开综超同心路店,下半年还要新开大卖场-拉普斯广场店(1万平米)以及3家综超门店。今年公司开店速度明显快于去年将为公司明年超市业务的快速增长奠定基础。在异地扩张上,公司将加快拓展速度,目前确定进入内蒙开店,已经在内蒙左旗地区签了店,在区域上离银川近的区域将是优先考虑。我们认为物美异地扩张经验丰富,且公司优先考虑管理辐射半径内的企业将有利于公司提高异地扩张成功率,目前来看,公司扩张的内蒙地区近年来经济发展速度较快,且当地竞争不激烈,为公司进入该地区提供了较好的切入点。

同时为了进一步提高超市公司的管理效率,下半年还将推广WINBOX系统。该系统将有利于公司提高对客户数据的分析能力,同时公司还将联合物美加强在陕甘宁地区的农产品对接采购,这将进一步提高超市业务的毛利率。

图 3: 超市业务 2007-2012 年营业收入与净利润



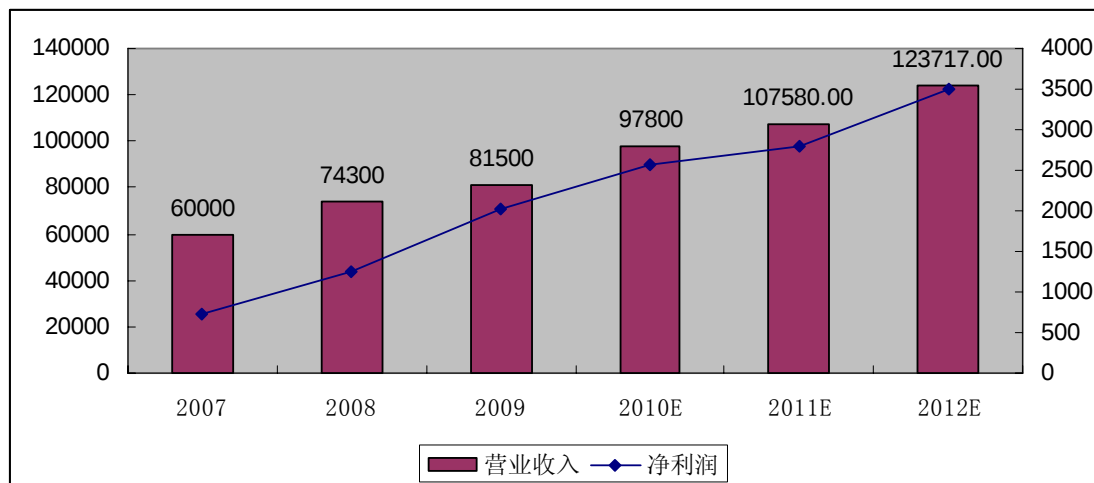
数据来源：公司调研、广发证券发展研究中心

家电业务-垄断市场下的垄断利润

公司控股 51% 的东桥电器目前共拥有 8 家大型电器门店，其中面积较大的分别是东桥电器本部，约 4000 平米和 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。此外，公司还拥有 30 家东桥电器品牌的小家电连锁，目前在本地市场具有垄断优势。在本地市场公司目前面临的主要竞争对手为苏宁电器，苏宁于 2009 年 8 月开出第一家面积在 4000 平米左右的门店。由于银川的房地产市场近几年来快速发展，带来了家电市场的快速增长，且公司在银川具有较大的规模优势，目前苏宁对公司的家电业务基本没有冲击。

公司家电业务在二季度单季度利润环比下滑较快，主要是公司二季度新开了 3 家大的门店。通常公司新开大店在一年内可以实现盈利。对于家电业务的发展，公司主要规划借助原有的批发网络渠道，进一步进入宁夏二级市场和宁夏周边经济较为发达的二级市场。

图 4: 东桥家电 2007-2012 年营业收入与净利润（母公司权益）



数据来源：公司调研、广发证券发展研究中心

激励创造价值

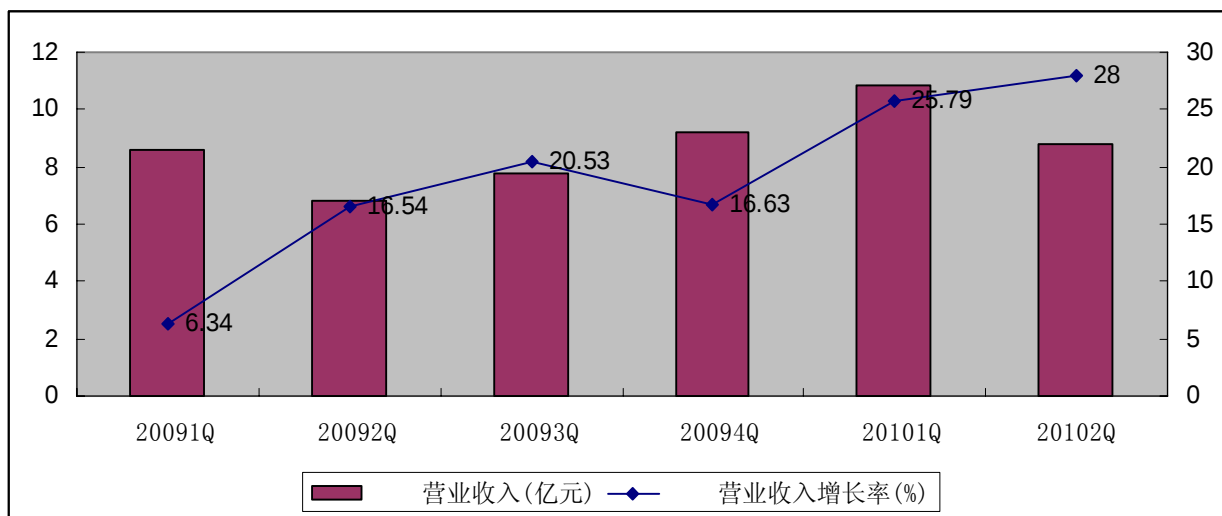
公司在2006年推出来奖励基金提取方案，并在去年用过去三年提取的奖励基金通过二级市场分两次购买了公司股票，最近一次购买价格为每股22元。公司认为近几年来公司业绩不断超预期增长与公司推出的激励机制关系非常大，管理团队的积极性和主观能动性的发挥推动了公司业绩的快速增长。公司认为仍然有必要进一步实施新的激励机制，以推动公司未来快速的扩张和业绩增长。我们认为股东为激励管理层仍有推出股权激励的可能性。

公司财务分析

零售业务量价齐升

公司收入增速符合预期，呈加快增长态势，收入占银川社会消费品零售总额比例达到21.83%，创新高。2010年分季度看，二季度实现营业收入8.73亿元，同比增长28%，增速较一季度提高2.33个百分点。

图5：2009-2010年单季度营业收入及增速



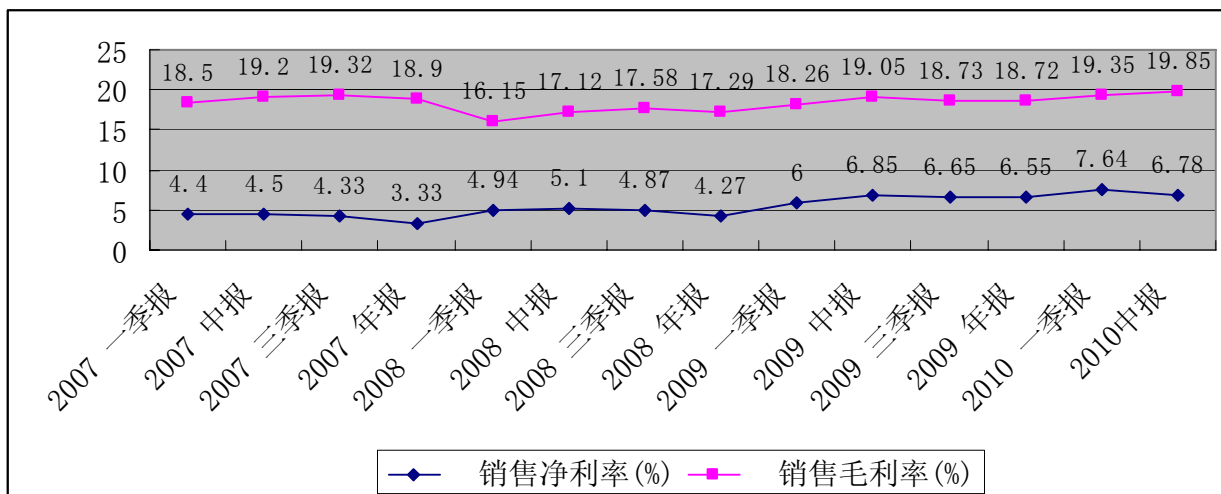
数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

分业态来看，百货、超市和家电营业收入增速分别为24.61%、40.41%和22.55%。公司一季度仅新开西夏店1家店，预计百货门店同店增长达到19%，而超市业态上半年仅开3家便利店的情况下，销售收入增幅达到40.4%，表明超市内生增长强劲。受房地产调控影响，尽管东桥家电新开门店3家，但受房地产调控影响，家电公司收入增速较一季度有所放缓，同时单季度净利润仅600万，为09年以来单季度利润最低点。

公司主营业务呈现量价齐升，综合毛利率较一季度提升了0.5个百分点，较去年同期提升了0.8个百分点，体现出公司规模增长推动的毛利率提升仍然显著，由于公司电器业务毛利率较低，随着规模扩大仍

有提升空间，预计公司毛利率仍将稳步上升。

图6: 2007-2010销售毛利率和销售净利率



数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

为下半年开店充分计提费用，导致费用率上升

由于公司下半年新开门店较多，主要包括百货现代城店、老百货大楼扩场装修，购物中心店装修调整和新开两个超市大卖场店，公司上半年计提了包括员工薪酬、装修费用、新上 SAP 系统和租金费用等超过 2400 万的费用，导致公司营业费用率上升了 0.38 个百分点，同时公司投资收益减少 400 万，综合影响导致公司净利润率下滑了 0.08 个百分点。

表 3: 2008-2010 年中期主要销售费用明细和增长率

项目	2008z	2009z	2010z	2010 中期同比增长率
租赁费	3,330.16	4,664.37	4590.40	-1.59%
物业费	139.51	228.45	306.52	34.17%
水电及保洁费用	734.38	1,087.83	1531.39	40.77%
广告宣传费	1,224.58	1,197.30	1701.99	42.15%
维修费	362.10	283.72	957.17	237.37%
员工薪酬		6674	7820	17%

数据来源: 公司定期报告、广发证券发展研究中心

盈利预测与投资建议

由于公司销售增长和毛利率提升情况好于预期，且已为下半年开店充分计提了费用，我们维持 10-12 年的 EPS1.25、1.57 和 2.08 元。我们认为公司在区域市场仍有极大的拓展空间，且公司已加快扩张速度，继续保持区域内垄断地位，公司目前的估值天花板面临突破，且在 2012 年前物美将完成在 A 股上市，我们维持买入评级，调高目标价至 45 元，对应 11 年 28 倍 PE。

风险提示

销售收入增速低于预期；当地竞争加剧

新开门店培育期拉长

资产负债表简表			单位：百万元	
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	872	989	1239	1505
应收账款	16	20	22	23
预付款项	68	84	91	95
应收利息	1	1	1	1
应收股利	22	28	30	32
其他应收款	2	2	2	2
存货	225	278	304	317
流动资产合计	1215	1403	1690	1976
长期股权投资	215	215	215	215
固定资产	255	281	315	340
在建工程	3	3	3	3
无形资产	46	46	46	46
长期待摊费用	16	26	32	32
递延所得税资产	3	4	4	4
非流动资产合计	575	612	652	677
资产总计	1790	2015	2343	2652
短期借款	0	0	0	0
应付票据	189	223	268	311
应付账款	325	384	461	535
预收款项	328	387	465	539
应付职工薪酬	2	2	3	3
应交税费	(8)	(9)	(11)	(12)
应付利息	0	0	0	0
应付股利				
其他应付款	53	63	75	87
流动负债合计	889	1051	1261	1463
长期借款	0	0	0	0
应付债券				
长期应付款				
预计负债				
递延所得税负债				
非流动负债合计				
负债合计	889	1051	1261	1463
股本	889	1057	1261	1463
资本公积	173	207	207	207
盈余公积	243	205	205	205
未分配利润	364	445	548	668
少数股东权益	45	47	50	52
负债股东权益总计	1790	2022	2353	2672
每股净资产(元)	5.2	4.7	5.3	5.8

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表	单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,236	3,980	4,855	6,069
营业成本	(2,630)	(3,192)	(3,892)	(4,861)
营业税金及附加	(25)	(36)	(46)	(61)
销售费用	(248)	(275)	(333)	(401)
管理费用	(82)	(132)	(155)	(177)
财务费用	4	5	6	5
资产减值损失	0			
公允价值变动收益				
投资收益	14	10	12	13
营业利润	268	360	448	587
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	(3)	(3)	(3)	(3)
利润总额	267	360	447	586
所得税费用	(55)	(76)	(94)	(123)
净利润	212	284	353	463
归属于母公司净利润	192	259	325	431
少数股东损益	20	(25)	(28)	(32)
EPS (元)	1.11	1.25	1.57	2.08

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	321	319	442	517	
投资活动现金流量	(99)	(143)	(90)	(118)	
筹资活动现金流量	(31)	(51)	(84)	(103)	
现金及现金等价物净增加额	191	125	259	284	
期末现金余额	872	989	1239	1505	
每股经营活动现金流(元)	1.86	1.54	2.13	2.49	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标				
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率	14.55%	23.0%	22.0%	25.0%
营业利润增长率	72.33%	34.49%	24.31%	31.17%
毛利率	18.7%	19.80%	19.85%	19.90%
营业利润率	8.28%	9.05%	9.22%	9.68%
净利润率	6.55%	26.51%	29.08%	33.88%
净资产收益率	21.28%	12.35%	13.12%	14.51%
总资产收益率	10.55%	9.05%	9.22%	9.68%
流动比率	1.37	1.33	1.34	1.35
资产负债率	49.67%	52.29%	53.59%	54.75%
所得税税率	20.7%	21%	21%	21%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

新华百货(600785)行情走势



相关研究报告

新华百货 (600785.sh) _中报点评	欧亚菲	2010-08-12
新华百货 (600785.sh) _季报点评	欧亚菲	2010-04-22
新华百货 (600785.sh) _年报点评	欧亚菲	2010-03-18

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。