

分析师：	邵稳重	(8627)65799539	shaowz@cjsc.com.cn	执业证书编号：	S0490200010031
联系人：	代薇	(8627)65799539	daiwei@cjsc.com.cn	执业证书编号：	S0490210070002

门店装修和新店开出压制公司业绩

事件描述

新华百货 10 月 26 日发布 2010 年三季报：

- 1) 2010 年 1-3 季度实现营业收入 28.60 亿元，同比增长 23.52%；
- 2) 2010 年 1-3 季度实现归属于上市公司股东的净利润为 1.66 亿元，同比增长 20.01%，每股收益为 0.80 元。

事件评论

第一，2010 年前三季度公司营业收入增长 23.52% 净利润增长 20.01%

新华百货 10 月 26 日发布 2010 年三季报：

- 1) 2010 年 1-3 季度实现营业收入 28.60 亿元，同比增长 23.52%；
- 2) 2010 年 1-3 季度实现归属于上市公司股东的净利润为 1.66 亿元，同比增长 20.01%，每股收益为 0.80 元（经营性 EPS 为 0.8 元）。

我们认为，公司前三季度的收入增长来自：2009 年公司各个业务单元基本调整完毕带来的内生增长，以及，2010 年前三季度新开新华百货西夏店、新百电器连锁金泰店、美佳铭城店、惠农新明珠店，超市大卖场拉普斯森林公园店（1 万方）及超市公司三家便利店所带来的其他外延扩张带来的外生增量。而第三季度收入增速低于上半年我们认为原因在于三季度购物中心停业装修改造。

公司 2010 年前三季度综合毛利率较上年同期提升 0.91 个百分点至 19.64%，我们认为主要原因在于促销的较少以及 2009 年公司各个业务单元调整完毕带来盈利能力的改善。

公司前三季度销售费用率较上年同期提高 0.19 个百分点，主要系各公司本期租赁费增加所致，管理费用率较前期提高了 0.41 个百分点，我们认为管理费用率提升的主要原因在于三季度购物中心装修改造，收入下降而费用上升，以及超市大卖场拉普斯森林公园店开出所致。

下半年业绩的影响因素有：

- 1、2010 年 10 月份公司现代城百货店（4.3 万平，年租金近 3500 万）将开业，由于该店面积较大，租金较高，我们预计短期内可能对公司现有百货业务带来一定的分流效应，可能带来培育期亏损。
- 2、公司在 2010 年三季度对购物中心店进行停业装修改造，预计第四季度中期改造完毕，停业装修将对该店销售产生一定影响。

表 1: 新华百货财务数据比较

百万元	单季度财务数据						1-3 季度数据		
	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2009Q1-Q3	2010Q1-Q3
营业总收入	860	681	774	920	1082	879	899	2315	2859.85
同比增长率	6.33%	16.54%	20.53%	16.63%	25.79%	28.99%	16.19%	13.74%	23.52%
营业成本	703	545	634	748	872	699	727	1882	2298.30
毛利率	18.26%	20.05%	18.09%	18.68%	19.35%	20.48%	19.16%	18.73%	19.64%
营业税金及附加	7.80	4.52	6.30	6.77	8.74	6.30	8	18.63	22.58
销售费用	56	46	68	78	68	68	79	170	215
销售费用率	6.51%	6.72%	8.79%	8.53%	6.33%	7.78%	8.74%	7.34%	7.53%
管理费用	29	25	11	17	28	39	26	65	93
管理费用率	3.39%	3.66%	1.47%	1.82%	2.55%	4.45%	2.87%	2.82%	3.24%
财务费用	(1)	(1)	(0)	(2)	(1)	(1)	(1)	(3)	(2)
资产减值损失	(0)	(0)	0	1	(0)	0	1	(0)	1
投资净收益	1.72	6.22	10.95	14.49	1.92	2.24	2	10.95	5.91
营业利润	67.03	66.97	59.52	74.35	107.14	67.67	64	193.52	238.85
营业利润率	7.80%	9.83%	7.69%	8.08%	9.91%	7.70%	7.12%	8.36%	8.35%
同比增长率	28.10%	79.84%	63.59%	152.16%	59.84%	1.05%	7.58%	53.65%	23.42%
营业外收入	0.63	0.12	0.76	0.91	0.41	2.00	0	1.52	2.88
营业外支出	0.70	0.29	0.56	1.41	1.17	0.42	1	1.55	2.35
利润总额	66.96	66.80	59.73	73.85	106.39	69.26	64	193.49	239.38
税前利润率	7.79%	9.80%	7.72%	8.02%	9.84%	7.88%	7.09%	8.36%	8.37%
同比增长率	24.60%	80.77%	64.45%	159.67%	58.88%	3.68%	6.71%	52.33%	23.72%
所得税	15.37	12.77	11.38	15.89	23.77	18.98	11	39.52	53.44
有效税率	22.96%	19.11%	19.05%	21.52%	22.34%	27.41%	16.77%	20.42%	22.32%
少数股东损益	4.45	7.31	3.63	4.82	7.03	7.76	5	15.39	19.63
净利润	47.14	46.72	44.72	53.14	75.59	42.51	48	138.58	166.32
净利润率	5.48%	6.86%	5.78%	5.77%	6.99%	4.84%	5.36%	5.99%	5.82%
同比增长率	32.08%	69.91%	77.80%	169.70%	60.35%	-9.01%	7.82%	56.87%	20.01%
总股本	172.86	172.86	172.86	172.86	172.86	207.43	207.43	172.86	207.43
每股收益	0.27	0.27	0.26	0.31	0.44	0.20	0.23	0.80	0.80

资料来源：长江证券研究部，公司公告

第二，垄断地位继续维持，公司质地优良，扩张有序

2009 年新华百货维持其在银川地区的垄断地位，目前公司依然占据银川 6 家大型百货店中的 4 家，且其旗下新百货大楼（总店）、购物中心和东方红百货店形成鼎足之势占据银川市独一无二的核心商圈——新华街的核心位置。

2008 年进入银川市场的国芳百盛在一定程度上冲击了当地原有的竞争格局，给公司的经营带来压力，但 2009 年公司商品零售业销售收入仍然占银川市社会消费品零售总额的 17.45%，体现了公司的垄断地位。

而新开门店将进一步巩固新华百货在当地的市场地位，2010 年公司百货外延扩张较多，预计新开店 2 家，新增百货经营面积近 70%。我们认为，伴随着低基数因素的减弱以及前期调整的效果逐步显现，新华百货老店的收入增速将有所趋缓，外延式扩张将成为公司未来主要的收入增量来源。

表 1: 公司主要门店情况

门店	经营面积 (万平米)	开业/ 收购时间
新华百货总店	2.4	1997
购物中心店	1.7	1998
老大楼店	2.1	2001
东方红广场	3.6	2006
中卫店	0.5	2007
西夏店	1.7	2010 年 1 月
现代城百货店	4.3	2010 年 10 月
名都国际大厦	1.07	2011 年

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，我们预计公司 2010-2011 年 EPS 分别为 1.08，1.3 元。维持“推荐”评级

我们预计公司 2010/2011 盈利预测至 1.08 元和 1.3 元。公司的优势在于：1）新华百货在当地的垄断地位；2）公司管理层优秀的百货经营能力；3）物美资产注入的预期。

由于 2010 年 10 月份公司现代城百货店（4.3 万平，年租金近 3500 万）将开业，并且公司购物中心店三季度停业装修，我们预计公司费用将出现一定幅度的增长，维持“推荐”评级。

主要风险：

万达和世纪金花等竞争对手进入银川加剧当地竞争程度；

新开店较多带来的亏损额和培育期超出预期。

分析师介绍

邵稳重，长江证券零售行业首席分析师。

代薇，长江证券零售行业分析师。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。