

新华百货 (600785.SH) 百货零售行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

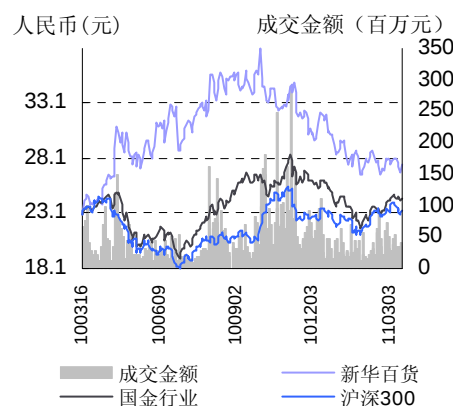
市价(人民币): 27.62元

估值优势显著, 经营情况正常

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	207.43
总市值(百万元)	5,729.25
年内股价最高最低(元)	38.05/23.87
沪深300指数	3248.20
上证指数	2930.80



相关报告

- 1.《淡季销售不旺,4季度增速回升》, 2010.10.25
- 2.《2010年中期业绩点评》, 2010.8.12
- 3.《受益区域经济发展,内生性增长动力强劲》, 2010.3.18

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	1.109	1.245	1.397	1.762	2.269
每股净资产(元)	4.95	4.93	6.32	7.60	9.87
每股经营性现金流(元)	1.86	1.51	4.26	2.80	3.84
市盈率(倍)	9.51	22.80	19.77	15.68	12.17
行业优化市盈率(倍)	29.12	59.57	59.57	59.57	59.57
净利润增长率(%)	77.45%	12.25%	34.68%	26.07%	28.83%
净资产收益率(%)	22.40%	21.06%	22.10%	23.18%	23.00%
总股本(百万股)	172.86	172.86	207.43	207.43	207.43

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2010年新华百货实现销售收入39.85亿元,同比增长23.16%,归属于上市公司股东的净利润2.15亿元,同比增长12.25%,基本每股收益1.04元。

经营分析

- **收入稳步增长,毛利率有所上升:** 2010年新华百货收入增长符合预期,毛利率同比略有上升,达到19.32%,说明公司在快速扩张情况下,经营情况良好。
- **费用率上升摊薄利润水平:** 快速扩张带来的费用率上升是影响公司2011年净利润增长的主要因素,其中:销售费用同比增长34.26%,职工薪酬、租赁费用、广告宣传和水电气费用是主要增长来源;管理费用同比增长43.47%,其中维修费用增加超过2400万元;财务费用上升67.7%,主要是信用卡刷卡手续费增加所致。
- **规模扩张短期影响利润,长期有利巩固区域龙头地位:** 2010年公司扩张速度较快,1月和10月分别新开西夏店和现代城店两家百货,新开大卖场森林公园店及超市、便利店共8家,同时新开4家电器连锁店;公司百货类物业总面积达到23.3万平米,区域领先优势显著。

盈利调整

- 我们预测公司2011-2013年可分别实现销售收入49.66亿元、61.21亿元和75.01亿元,同比增长24.61%、23.27%和22.55%;按照22%所得税税率假设计算,我们预计2011-2013年,新华百货可分别实现净利润2.90、3.65和4.71亿元,对应每股收益1.397元、1.762元和2.269元。

投资建议

- 目前股价对应摊薄后20x11PE/16x12PE,估值低于行业平均水平,“物美新华”整合预期依然存在,建议“买入”,目标价35元(25x11PE)。

文瑶

联系人
(8621)61038260
wenyao@gjzq.com.cn

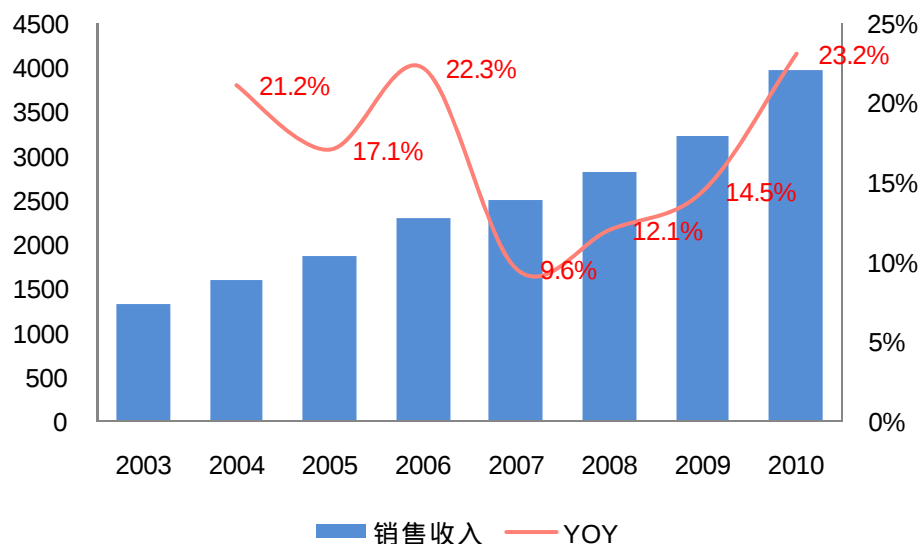
张斌

分析师 SAC 执业编号: S1130206080208
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

收入增长符合预期，费用增加摊薄利润

- 2010 年新华百货实现销售收入 39.85 亿元，同比增长 23.16%，其中商业零售收入 38.57 亿元，同比增长 22.81%，租赁收入 1.28 亿元，同比增长 35%；归属于上市公司股东的净利润 2.15 亿元，同比增长 12.25%，基本每股收益 1.04 元，略低于预期。

图表1：历年销售收入及同比增速 单位：百万元



来源：公司公告、国金证券研究所

- 快速扩张带来的费用率上升是影响公司 2011 年净利润增长的主要因素。

图表2：2010 年利润表各项季度及全年变动情况 单位：百万元

	1Q10	yoy	2Q10	yoy	3Q10	yoy	4Q2010	yoy	2010	yoy
主营业务收入	1081.57	25.79%	878.94	28.99%	899.34	16.19%	1125.20	22.26%	3985.04	23.16%
减：主营业务成本	872.32	24.12%	698.92	28.29%	727.07	14.68%	916.89	22.52%	3215.19	22.25%
毛利额&毛利率	209.25	19.35%	180.02	20.48%	172.27	19.16%	208.31	18.51%	769.85	19.32%
主营业务税金及附加	8.74	12.06%	6.30	39.24%	7.54	19.62%	9.00	33.09%	31.58	24.38%
主营业务利润	200.51	34.39%	173.72	31.52%	164.73	23.20%	199.30	20.64%	738.27	27.24%
	r%		r%		r%		r%			
销售费用	68.43	6.33%	68.34	7.78%	78.58	8.74%	118.03	10.49%	333.38	34.26%
管理费用	27.63	2.55%	39.13	4.45%	25.83	2.87%	25.20	2.24%	117.80	43.47%
财务费用	-0.78	-0.07%	-1.11	-0.13%	-0.59	-0.07%	1.08	0.10%	-1.39	67.73%
费用及费用率	95.29	8.81%	106.37	12.10%	103.82	11.54%	144.30	12.82%	449.79	37.93%
资产减值损失	-0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.55	0.06%	0.67	0.06%	1.21	69.61%
营业利润	105.22	9.73%	67.35	7.66%	60.36	6.71%	66.17	5.88%	299.10	18.04%
加：投资收益	1.92	0.18%	0.32	0.04%	3.68	0.41%	5.92	0.53%	11.83	-18.33%
营业外收入	0.41	0.04%	2.00	0.23%	0.47	0.05%	0.12	0.01%	3.01	23.99%
减：营业外支出	1.17	0.11%	0.42	0.05%	0.76	0.08%	1.14	0.10%	3.49	18.11%
利润总额	106.39	9.84%	69.26	7.88%	63.74	7.09%	59.23	5.26%	298.62	11.70%
所得税率	23.77	22.34%	18.98	27.41%	10.69	16.77%	7.07	11.94%	60.51	9.19%
少数股东损益	7.03	0.65%	7.76	0.88%	4.84	0.54%	3.26	0.29%	22.89	13.28%
净利润	75.59	6.99%	42.51	4.84%	48.21	5.36%	48.90	4.35%	215.22	12.25%

来源：国金证券研究所

- 全年销售费用同比增长 34.26%，职工薪酬、租赁费用、广告宣传和水电电气费用是主要增长来源；管理费用同比增长 43.47%，其中维修费用增加超过 2400 万元；财务费用上升 67.7%，主要是信用卡刷卡手续费增加所致。

图表3：三项费用分解及同比增长 单位：百万元

销售费用				管理费用				财务费用			
	2010	2009	yoy		2010	2009	yoy		2010	2009	yoy
职工薪酬	131.54	99.19	32.6%	职工薪酬	25.21	27.06	-6.9%	利息收入	-10.17	-9.84	3.3%
租赁费用	83.57	56.78	47.2%	折旧费	12.93	12.01	7.6%	其他支出	8.78	5.53	58.9%
广告宣传费用	42.35	29.17	45.2%	维修费	35.28	11.13	217.1%				
水电气费	27.16	17.48	55.4%	办公费及差旅费	5.68	2.25	152.2%				
固定资产折旧	6.54	6.91	-5.4%	费用摊销	9.54	5.30	80.2%				
运输费用	7.52	4.93	52.4%	税费	6.88	6.14	12.0%				
维修费用		2.56		水电费用	3.88	2.96	31.2%				
物业保洁费用	9.53	2.45	288.8%	咨询费	5.43						
保险费		0.60		其他费用	12.97	15.25	-15.0%				
办公及差旅费	5.34										
其他费用	19.85	28.25	-29.7%								
合计	333.38	248.32	34.3%	合计	117.80	82.10	43.5%	合计	-1.39	-4.32	67.7%

来源：公司公告、国金证券研究所

区域优势显著，规模扩张有利长远发展

- 银川地区商业竞争日趋激烈，新华百货的规模扩张有利于企业保持区域领先优势。
- 2010 年公司扩张速度较快，1 月和 10 月分别新开西夏店和现代城店两家百货，新开大卖场森林公园店及超市、便利店共 8 家，同时新开 4 家电器连锁店。
- 加上将要新开的银都大厦店和大世界商务广场，公司合计百货类物业面积达到 23 万平米。

图表4：主要百货店基本情况 单位：万平米

百货店	开业时间	营业面积	物业	业态	市场定位
新华百货总店	1997	2.4	自有	百货	高端精品店
新华百货购物中心	2000	1.8	部分自有	百货+超市+家电	中低端
老大楼	2002	2.1	自有	百货+超市+写字楼	大众时尚百货
东方红购物广场	2006	3.2	租赁	百货+超市+家电	年轻时尚与运动休闲
中卫红太阳	2007	0.5	租赁	百货+超市+家电	中端
西夏店	2009	1.7	租赁	百货+超市+家电	中低端、4层楼
现代城+精品超市	2010.9	4.6	租赁	百货+超市	
银都大厦	2011	1.4	租赁	百货+超市	
大世界商务广场	2014	5.6	租赁	综合体	租期15年，租金7.3亿元

来源：国金证券研究所

业绩预测及投资建议

- 我们对公司百货、超市和家电多业态综合的发展前景保持乐观，并认为新华百货可借助物美集团的管理经验顺利拓展埠外市场，保持区域领先优势。
- 随着时间窗口日益临近，“物美新华”的整合预期依然存在，一旦重启则整合为销售规模接近 200 亿元的全国性商业集团，并在华北和西北地区具有显著优势。
- 我们预测公司 2011-2013 年可分别实现销售收入 49.66 亿元、61.21 亿元和 75.01 亿元，同比增长 24.61%、23.27%和 22.55%；按照 22%所得税税率假设计算，我们预计 2011-2013 年，新华百货可分别实现净利润 2.90、3.65 和 4.71 亿元，对应每股收益 1.397 元、1.762 元和 2.269 元，对应当前股价(27.62 元)PE 分别是 20 倍、16 倍和 12 倍，估值优势明显，建议买入。

附表：报表摘要

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	2,825	3,236	3,985	4,966	6,121	7,501
增长率		14.5%	23.2%	24.6%	23.3%	22.6%
主营业务成本	-2,336	-2,630	-3,215	-3,995	-4,912	-5,994
% 销售收入	82.7%	81.3%	80.7%	80.4%	80.3%	79.9%
毛利	488	606	770	971	1,209	1,507
% 销售收入	17.3%	18.7%	19.3%	19.6%	19.7%	20.1%
营业税金及附加	-21	-25	-32	-37	-49	-60
% 销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-213	-248	-333	-397	-487	-596
% 销售收入	7.5%	7.7%	8.4%	8.0%	8.0%	8.0%
管理费用	-116	-82	-118	-149	-190	-233
% 销售收入	4.1%	2.5%	3.0%	3.0%	3.1%	3.1%
息税前利润 (EBIT)	139	250	287	387	484	618
% 销售收入	4.9%	7.7%	7.2%	7.8%	7.9%	8.2%
财务费用	3	4	1	1	2	2
% 销售收入	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0	-1	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	14	14	12	14	14	14
% 税前利润	8.9%	5.4%	4.0%	3.5%	2.8%	2.2%
营业利润	155	268	299	403	500	635
营业利润率	5.5%	8.3%	7.5%	8.1%	8.2%	8.5%
营业外收支	0	-1	0	1	1	1
税前利润	155	267	299	404	501	636
利润率	5.5%	8.3%	7.5%	8.1%	8.2%	8.5%
所得税	-35	-55	-61	-89	-110	-140
所得税率	22.5%	20.7%	20.3%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	121	212	238	315	390	496
少数股东损益	12	20	23	25	25	25
归属于母公司的净利润	108	192	215	290	365	471
净利率	3.8%	5.9%	5.4%	5.8%	6.0%	6.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	121	212	238	315	390	496
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	26	27	32	26	27	27
非经营收益	-12	-15	-14	-10	-15	-15
营运资金变动	72	98	58	553	179	290
经营活动现金净流	206	321	314	884	581	797
资本开支	-11	-13	-80	-21	-208	-209
投资	5	19	0	-1	0	0
其他	-42	-105	-11	14	14	14
投资活动现金净流	-48	-99	-90	-8	-194	-195
股权募资	0	11	0	0	-101	0
债权募资	-8	0	0	-1	0	1
其他	-124	-42	-82	0	0	0
筹资活动现金净流	-132	-31	-82	-1	-101	1
现金净流量	27	191	142	874	286	603

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	586	872	1,034	1,909	2,195	2,798
应收账款	23	39	118	73	90	110
存货	193	225	294	317	390	476
其他流动资产	82	78	190	122	149	182
流动资产	883	1,215	1,636	2,421	2,825	3,567
% 总资产	60.0%	67.9%	72.7%	80.0%	78.2%	78.6%
长期投资	262	252	212	213	212	212
固定资产	264	255	257	340	522	704
% 总资产	17.9%	14.3%	11.4%	11.2%	14.5%	15.5%
无形资产	60	65	138	49	51	52
非流动资产	588	575	614	605	787	970
% 总资产	40.0%	32.1%	27.3%	20.0%	21.8%	21.4%
资产总计	1,471	1,790	2,249	3,025	3,612	4,537
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	721	895	1,140	1,455	1,711	2,091
其他流动负债	33	-5	30	177	218	267
流动负债	754	889	1,170	1,632	1,929	2,358
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	1	0	0	0
负债	754	889	1,171	1,632	1,929	2,359
普通股股东权益	681	856	1,022	1,312	1,576	2,047
少数股东权益	36	45	56	81	106	131
负债股东权益合计	1,471	1,790	2,249	3,025	3,612	4,537

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.875	1.109	1.245	1.397	1.762	2.269
每股净资产	3.942	4.951	4.927	6.324	7.598	9.868
每股经营现金净流	1.192	1.859	1.513	4.260	2.803	3.844
每股股利	0.000	0.300	0.500	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	15.86%	22.40%	21.06%	22.10%	23.18%	23.00%
总资产收益率	7.34%	10.71%	9.57%	9.58%	10.12%	10.38%
投入资本收益率	15.01%	21.98%	21.23%	21.69%	22.42%	22.13%
增长率						
主营业务收入增长率	12.11%	14.55%	23.16%	24.61%	23.27%	22.55%
EBIT增长率	25.86%	79.88%	14.93%	34.92%	24.82%	27.85%
净利润增长率	41.07%	77.45%	12.25%	34.68%	26.07%	28.83%
总资产增长率	10.29%	21.66%	25.65%	34.52%	19.38%	25.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.9	1.4	1.9	1.2	1.2	1.2
存货周转天数	28.1	29.0	29.5	29.0	29.0	29.0
应付账款周转天数	42.3	41.3	42.2	41.0	41.0	41.0
固定资产周转天数	34.1	28.8	23.4	17.5	13.1	9.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-81.76%	-96.84%	-95.95%	-137.02%	-130.48%	-128.44%
EBIT利息保障倍数	-50.0	-57.8	-206.0	-263.3	-235.7	-251.1
资产负债率	51.27%	49.67%	52.07%	53.96%	53.42%	51.99%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	7
买入	0	1	1	1	5
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	1.53

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-03-09	买入	24.73	31.57 ~ 37.88
2 2010-03-18	买入	24.46	N/A
3 2010-08-12	买入	33.28	N/A
4 2010-10-25	买入	34.49	N/A

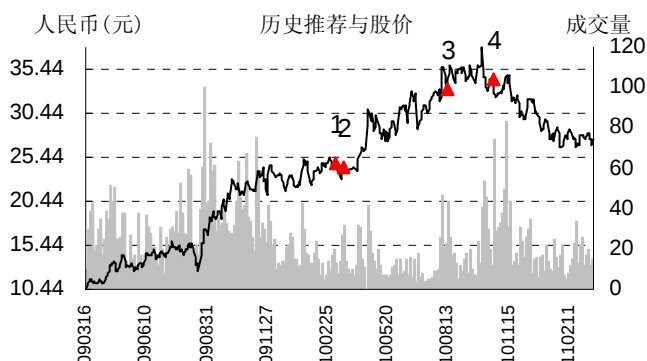
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室