

评级：强烈推荐
商贸行业
公司研究报告

第一创业研究所

吕丽华 S1030207080530

电 话：0755-82485024

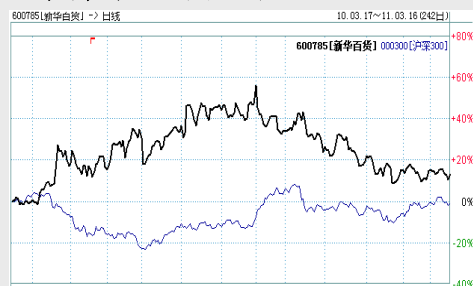
邮 件：lvlihua@fcsc.cn

新华百货（600785）
——展店费用上升，牵制业绩未达预期
交易数据

52 周内股价区间（元）	12.92-38.5
总市值（百万元）	5729.22
流通股本（百万股）	207.43
流通股比率（%）	100%

资产负债表摘要(12/10)

股东权益（百万元）	1078.05
每股净资产（元）	4.93
市净率（元）	5.60
资产负债率	52.07%

公司与沪深 300 指数比较

相关报告

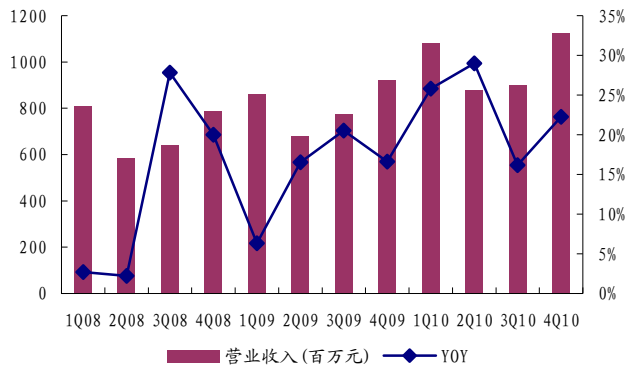
- 《新华百货 2009 年中报分析》
- 《新华百货 2008 年报分析》
- 《新华百货 2008 年中报分析》
- 《新华百货 2007 年报分析》

摘要：

- **业绩低于预期。**报告期内，公司实现营业收入 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%；每股收益 1.04 元。利润分配预案为每 10 股向股东分配现金红利 3.00 元（含税）。业绩低于预期（相较我们之前预期低 8%）主要是由于新开店费用上升及购物中心店停业装修改造等因素的影响。
- **域内规模扩张加速。**百货方面，公司进一步强化新华街商圈三家店的错位经营优势，其中购物中心店经过重装开业后，该店一楼打造出宁夏首家黄金超市，成为集黄金珠宝与大众百货销售为一体的特色百货店；第六家百货店西夏店、第七家百货店现代城店分别于 2010 年 1 月及 10 月开业，目前该两家新开店的经营状况基本符合预期，预计培育期将成为百货业态利润来源新的增长点。超市方面，新开生活超市、便利店及大卖场森林公园店等在内的 8 家店，市场占有率、营业收入及经营业绩得到全面提高。电器方面，新开金泰店、森林公园店、现代城店等 4 家店，未来公司将借助家电下乡、新旧换新、节能产品惠民工程等政策利好，拓展地、县级市场的家电卖场。公司目前三业态共 70 余家，2011 年公司域内三业态规模扩张继续加速，预计新开、签约各类店铺 6-12 家；同时整合百货资源，对不同商圈内不同定位的门店进行改造提升，有望进一步增强公司内生性增长动力。
- **毛利率略有提升，但加速拓展引致费用率高升。**报告期内，公司综合毛利率 19.32%，同比提升了 0.6 个百分点，显示公司在区域内市场竞争态势加剧角逐中，内生管控能力的增强。不过，由于新增店导致租赁费、广告费及水、电、气等基础设施费用，以及购物中心店装修费、新增店摊销费的增加，销售费用同比增长 34.26%，管理费用同比增长 43.47%，同时受信用卡刷卡手续费增加所致财务费用同比增长 67.73%，期间费用率同比上升了 1.41 个百分点至 11.29%。
- **维持“强烈推荐”评级。**基于公司 2010 年的业绩表现及未来成长性，预测 2011 年~2013 年 EPS 分别为 1.37 元、1.83 元、2.43 元，当前股价对应下的 2011 年动态 PE 为 20 倍，估值具吸引力。同时，虑及公司在宁夏省的垄断优势，尤其在银川市的 6 家百货店覆盖了高、中、低定位，具有绝对的竞争优势，更加之物美回归 A 股的题材对盈利及股价的影响。维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示** 门店拓展及培育低于预期，市场竞争加剧。

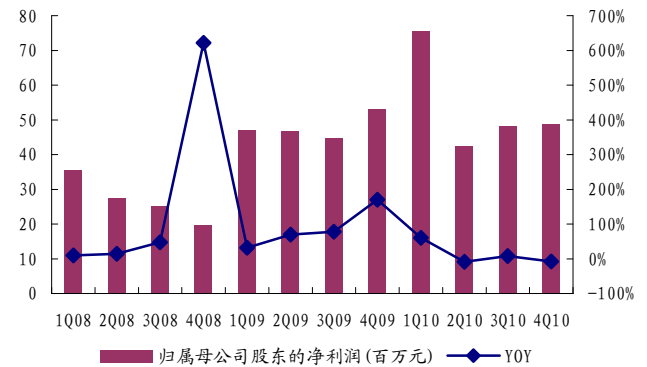


Figure 1 分季度营业收入及增长率



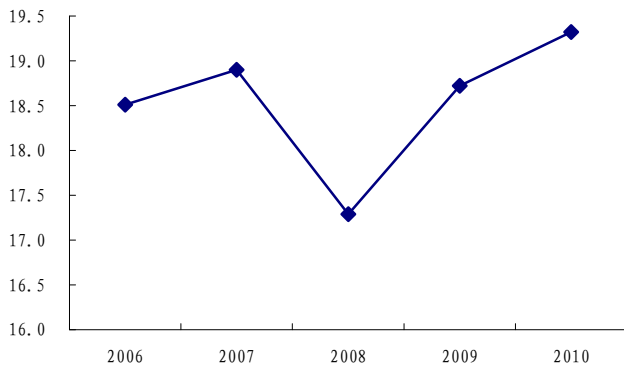
资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 2 分季度净利润及增长率



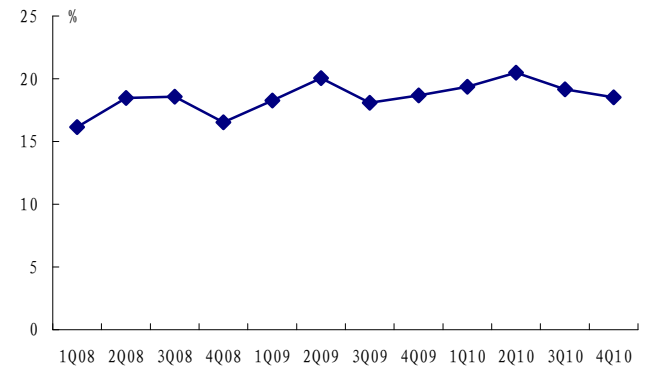
资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 3 近五年毛利率变化



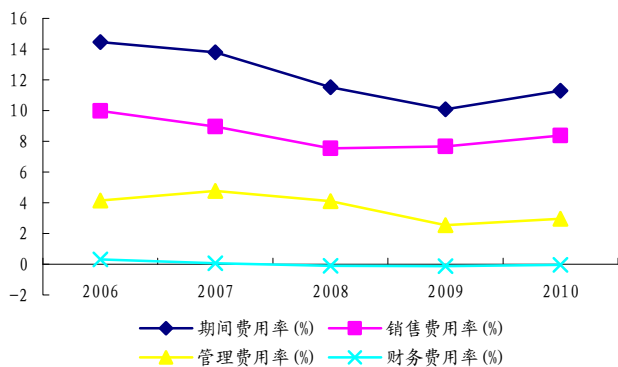
资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 4 单季度毛利率变化



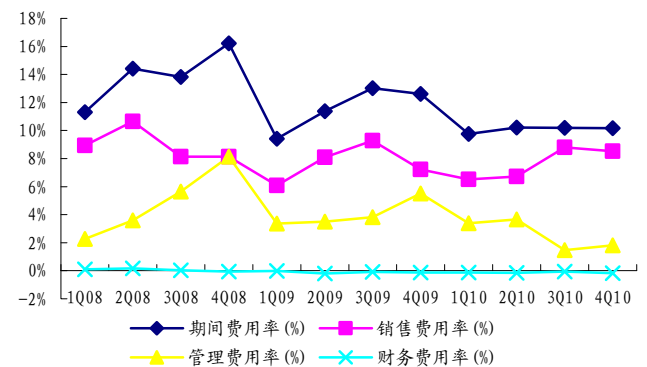
资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 5 近五年期间费用率及构成变化



资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 6 单季度期间费用率及构成变化



资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所



资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1636	2071	2808	3729
现金	1034	1445	1941	2657
应收账款	26	29	40	50
其他应收款	91	73	121	140
预付账款	148	143	210	256
存货	294	353	462	594
其他流动资产	43	27	35	32
非流动资产	614	643	661	685
长期投资	177	196	187	191
固定资产	256	235	213	192
无形资产	48	46	44	42
其他非流动资产	133	167	217	259
资产总计	2249	2714	3469	4414
流动负债	1170	1383	1798	2293
短期借款	0	0	0	0
应付账款	418	506	659	849
其他流动负债	752	877	1139	1444
非流动负债	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1	0	0	0
负债合计	1171	1383	1798	2293
少数股东权益	56	86	127	180
股本	207	207	207	207
资本公积	211	211	211	211
留存收益	604	826	1127	1523
归属母公司股东权益	1022	1245	1545	1941
负债和股东权益	2249	2714	3469	4414

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	314	481	552	814
净利润	238	315	420	557
折旧摊销	31	29	31	30
财务费用	-1	-5	-7	-9
投资损失	-12	-13	-12	-13
营运资金变动	58	154	121	247
其他经营现金流	0	1	0	2
投资活动现金流	-90	-13	16	1
资本支出	84	-0	0	-0
长期投资	0	20	-10	5
其他投资现金流	-6	6	6	6
筹资活动现金流	-82	-57	-73	-99
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	35	0	0	0
资本公积增加	-32	0	0	0
其他筹资现金流	-84	-57	-73	-99
现金净增加额	142	411	495	717

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3985	4981	6476	8418
营业成本	3215	3989	5129	6651
营业税金及附加	32	40	53	69
营业费用	333	423	576	749
管理费用	118	149	207	269
财务费用	-1	-5	-7	-9
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	12	13	12	13
营业利润	299	397	528	701
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	299	396	528	701
所得税	61	81	108	143
净利润	238	315	420	557
少数股东损益	23	30	40	53
归属母公司净利润	215	285	380	504
EBITDA	328	421	552	722
EPS (元)	1.04	1.37	1.83	2.43

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	23.2%	25.0%	30.0%	30.0%
营业利润	11.7%	32.6%	33.2%	32.7%
归属于母公司净利润	12.3%	32.4%	33.4%	32.6%
获利能力				
毛利率(%)	19.3%	19.9%	20.8%	21.0%
净利率(%)	5.4%	5.7%	5.9%	6.0%
ROE(%)	21.1%	22.9%	24.6%	26.0%
ROIC(%)	-249.7%	-130.8%	-124.8%	-98.0%
偿债能力				
资产负债率(%)	52.1%	51.0%	51.8%	51.9%
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.40	1.50	1.56	1.63
速动比率	1.15	1.24	1.31	1.37
营运能力				
总资产周转率	1.97	2.01	2.09	2.14
应收账款周转率	181	174	181	179
应付账款周转率	8.65	8.64	8.81	8.82
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.04	1.37	1.83	2.43
每股经营现金流(最新摊薄)	1.51	2.32	2.66	3.92
每股净资产(最新摊薄)	4.93	6.00	7.45	9.36
估值比率				
P/E	26.62	20.11	15.08	11.37
P/B	5.61	4.60	3.71	2.95
EV/EBITDA	14	11	8	6

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我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。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们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, 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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120