



上市公司年报点评

证券研究报告
批发和零售贸易-百货

增 持 维 持

新华百货 (600785)

2011 年 3 月 17 日

10 年净利增 12%增速进入短暂平淡期，关注 11 年下半年业绩回升趋势及物美回归进程

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
SAC 执业证书编号：S0850210090001
wanglt@htsec.com
021-23219399

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

2011 年 3 月 16 日收盘于：27.62 元
6 个月目标价：30.00 元以上

年报概述。新华百货今日（2011 年 3 月 17 日）发布 2010 年报，公司实现营业收入 39.85 亿元，同比增长 23.16%；实现利润总额 2.99 亿元，同比增长 11.7%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.15 亿元，同比增长 12.25%；扣除非经常性损益的净利润也为约 2.15 亿元，同比增长 13.7%。

2010 年公司基本每股收益为 1.038 元，加权净资产收益率为 22.34%，较 2009 年减少 2.35 个百分点；公司 2010 年归属于上市公司股东的每股净资产为 4.93 元，同比增加 19.37%。此外，公司报告期每股经营性现金流 1.51 元，较 2009 年略下降 2.58%；其余每股收益的比率为 1.45 倍，略低于行业平均水平。

公司2010年分配预案：拟以报告期末公司总股本20743万股为基数，向全体股东按每10股派发现金股利3.00元（含税）。

简评和投资建议。

公司39.85亿元总收入和23.16%的增速，基本符合我们此前40.19亿元收入和24.22%的增速预测，2.15亿元净利润较我们此前2.22亿元预测值略低673万元，12.25%的增速也较我们预期的15.76%低。业绩增长低于预期的主要原因在于公司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。

维持对公司的判断。

（1）新一轮外延扩张有序进行，由于新门店开业及培育费用支出增多，业绩进入短暂平淡期，但外延扩张将进一步增强公司在银川商业竞争中的垄断地位，构成公司外延业绩增长的重要内容。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，2011年下半年，公司业绩将有望重新进入较快增长期，驱动力是收入增长而非利润率提升。

（2）“物美新华”有望临近。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。而我们预计物美后续有望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。随着时间进入2011年，我们建议投资者可以在关注公司2011年下半年业绩的同时，更多地将对公司的投资逻辑切换到这一角度上来，去考察评判公司的投资价值。

调整盈利预测和目标价。预计公司2011-2013年EPS分别为1.20元、1.44元和1.64元，同比增长为15.53%、20.03%和14.08%。对应于公司当前27.62元的价格，PE分别为23.02倍、19.18倍和16.84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30元以上（对应2011年25倍以上PE）。

风险与不确定性。新开百货和超市门店培育时间超预期，公司难以在短期内消化费用压力，从而业绩释放时点和增速低于预期。

年报点评。

(1) 营业收入 39.85 亿元，全年增长 23.16%，其中上下半年增速分别为 27.21% 和 19.49%。公司上半年收入增长一二季度均保持 25% 以上的增速，而由于三季度公司新百购物中心开始装修调整，导致季度内收入增速下滑，仅为 16.19%，四季度由于购物中心重新开业，并且有新开业的建发现代城店、拉普斯广场超市大卖场等的增量贡献，单季度收入增速有所回升至 22.26%。

(2) 综合毛利率同比提升 0.6 个百分点至 19.32%。从分季度看，公司 2010 前三季度毛利率分别为 19.35%、20.48% 和 19.16%，分别同比提升 1.09 个百分点、0.43 个百分点和 1.07 个百分点，体现公司在区域内拥有的规模议价能力继续发挥效果，而 2009 及 2010 年进行的商品结构调整也对毛利率提升有积极作用。

四季度，由于公司新开建发现代城店及拉普斯超市大卖场，新店培育以及超市业务毛利率相对较低，公司单季度 18.51% 的毛利率低于前三季度，同比也略下滑 0.17%。但公司整体毛利率维持增长趋势。我们判断随着公司东方红广场、购物中心等门店经营更加成熟，新百商店完成品牌调整后的结构优化，以及超市业务的快速发展，公司整体毛利率仍将继续提升。

表 1 新华百货分季度收入 (万元) 及毛利率 (%)

	1Q10	2Q10	1H10	3Q10	4Q10	2H10	2010
营业收入 (万元)	108157	87894	196051	89934	112520	202453	398504
增速 (%)	25.79	28.99	27.21	16.19	22.26	19.49	23.16
毛利率 (%)	19.35	20.48	19.86	19.16	18.51	18.80	19.32
同比增减 (%)	1.09	0.43	0.80	1.07	-0.17	0.39	0.60

资料来源：公司公告，海通证券研究所

(3) 销售+管理费用率为 11.32%，同比增加 1.11 个百分点，主要由于公司进入新一轮外延扩张期，新门店开业及培育期费用增加。2010 全年，公司销售费用为 3.33 亿元，同比增加 8507 万元，销售费用率为 8.37%，同比增加 0.69 个百分点；管理费用为 1.18 亿元，同比增加 3569 万元，管理费用率为 2.96%，同比增加 0.42 个百分点。

我们认为，2004 年以来，公司收入增速基本维持平稳（除 2006 年由于新开东方红广场店出现 27.02% 的较高增速），但凭借较好的费用控制，公司费用率持续下降，拉动利润率的不断提升，这是公司业绩保持高增速最大驱动力（2006 年以来均保持高速增长）。

但 2010 年开始，公司重新进入新一轮外延扩张期，百货业务年内分别开业西夏店、建发现代城店，超市业务在 10 月份开业 1 万平米的拉普斯广场大卖场。另外，2011 年 5 月前，公司将开业老大楼扩建店，至 2011 年末，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。超市业务也将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，进行快速扩张。

新一轮的扩张，结合 2010 年三季度的新百购物中心装修调整，公司持续 6 年的费用率下降趋势出现上升拐点，利润率也由 2009 年 5.93% 的高点下降至 2010 年的 5.4%。

表 2 新华百货收入、费用及利润率历年变化趋势 (%)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
收入增速 (%)	25.19	17.14	27.02	5.55	12.11	14.55	23.16
销售费用率 (%)	11.97	11.17	9.98	8.96	7.54	7.67	8.37
管理费用率 (%)	4.68	5.58	4.15	4.78	4.10	2.54	2.96
财务费用率 (%)	0.53	0.38	0.31	0.06	-0.10	-0.13	-0.03
期间费用率 (%)	17.19	17.13	14.45	13.80	11.53	10.08	11.29
净利率 (%，归属口径)	2.62	2.12	2.42	3.04	3.83	5.93	5.40
净利润增速 (%)	0.69	-5.11	44.82	32.66	41.07	77.45	12.25

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 3 新华百货 2010 已开及后期拟开门店

门店	(拟) 开业时间	面积 (平米)	物业	租金 (万元/年)
西夏店	2010 年 2 月	17400	租赁	710
建发现代城店	2010 年 9 月	43252	租赁	3478
拉普斯广场大卖场	2010 年 10 月	10000	租赁	-
老大楼扩建 (名都)	2011 年 6 月	10700	租赁+自有	887

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

大世界商务广场店

2014 年

59000

租赁

4867

资料来源：公司公告，海通证券研究所

我们认为新的外延扩张可能会继续拉低公司 2011 年上半年的净利率和利润增速，但或许能够构成公司外延业绩增长的重要内容，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。

（4）主要子公司利润增速良好。报告期内，公司主要百货、超市和家电子公司均表现出了较高的利润增速，其中超市子公司增速最高，为 56.83%，也超过 2009 年同期 50.16% 的增速，体现了区域超市发展空间较大，而公司超市业务在区域拥有较高的竞争力，以及引入物美经营管理经验后有较好的利润率提升。百货子公司的老大楼店 2010 年利润增长 39.17%，预计在名都扩建店开业后，解放西街商圈的吸引力将有进一步增强，门店内生外延增长仍会较好。

表 4 主要子公司 2010 年利润增速（%）

子公司	持股比例（%）	净利润（万元）						增速（%）				
		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010
宁夏物美新华商业	100						-431					
新华百货购物中心	100	892	1081	528	1660	2981	-	21.23	-51.21	214.70	79.56	
新华百货连锁超市	100	319	472	606	2654	3985	6207	47.98	28.39	338.00	50.16	56.83
新华百货老大楼	100	828	1127	1662	2647	3181	4427	36.17	47.44	59.29	20.18	39.17
新华百货东桥电器	51	1288	1279	1580	2543	4122	4679	-0.74	23.55	60.96	62.09	13.52

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 5 是我们对公司 2010 年单季度损益表的分析。表 6 是我们对公司 2011-2013 年的盈利预测更新。

表 5 新华百货 2010 年单季度合并损益表分析

	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010
营业总收入（万元）	85980	68139	77403	92035	108157	87894	89934	112520
同比增长（%）	6.33	16.54	20.53	16.63	25.79	28.99	16.19	22.26
营业总成本（万元）	79449	61891	71924	84954	97635	81158	83898	107086
营业成本（万元）	70280	54477	63401	74838	87232	69892	72707	91689
营业成本/营业收入（%）	81.74	79.95	81.91	81.32	80.65	79.52	80.84	81.49
营业税金及附加（万元）	780	452	630	677	874	630	754	900
营业税金及附加/营业收入（%）	0.91	0.66	0.81	0.74	0.81	0.72	0.84	0.80
销售费用（万元）	5597	4582	6807	7847	6843	6834	7858	11803
销售费用/营业收入（%）	6.51	6.72	8.79	8.53	6.33	7.78	8.74	10.49
管理费用（万元）	2911	2492	1135	1672	2763	3913	2583	2520
管理费用/营业收入（%）	3.39	3.66	1.47	1.82	2.55	4.45	2.87	2.24
财务费用（万元）	-118	-108	-49	-156	-78	-111	-59	108
资产减值损失（万元）	0	-4	0	76	0	0	55	67
非经营性净收益（万元）	172	450	473	354	192	32	368	592
营业利润（万元）	6703	6697	5952	7435	10714	6767	6403	6025
同比增长（%）	28.10	79.84	63.59	152.16	59.84	1.05	7.58	-18.96
营业外收入（万元）	63	12	76	91	41	200	47	12
营业外支出（万元）	70	29	56	141	117	42	76	114
利润总额（万元）	6696	6680	5973	7385	10639	6926	6374	5923
同比增长（%）	24.60	80.77	64.45	159.67	58.88	3.68	6.71	-19.80
所得税费用（万元）	1537	1277	1138	1589	2377	1898	1069	707
有效所得税率（%）	22.96	19.11	19.05	21.52	22.34	27.41	16.77	11.94
净利润（万元）	5159	5403	4835	5796	8262	5027	5305	5216
同比增长（%）	29.10	74.14	72.08	170.63	60.15	-6.96	9.73	-10.00
净利率（%）	6.00	7.93	6.25	6.30	7.64	5.72	5.90	4.64
归属于母公司所有者的净利润（万元）	4714	4672	4472	5314	7559	4251	4821	4890
同比增长（%）	32.08	69.91	77.80	169.70	60.35	-9.01	7.82	-7.98
少数股东损益（万元）	445	731	363	482	703	776	484	326
摊薄每股收益（元）	0.227	0.225	0.216	0.256	0.364	0.205	0.232	0.236

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 6 新华百货合并损益表及预测 (20110317 更新)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入 (万元)	282459	323556	398504	498853	580657	658029
同比增长 (%)	12.11	14.55	23.16	25.18	16.40	13.32
营业总成本 (万元)	268292	298217	369778	463175	537833	609007
营业成本 (万元)	233629	262996	321519	404263	470152	532297
营业成本/营业收入 (%)	82.71	81.28	80.68	81.04	80.97	80.89
营业税金及附加 (万元)	2085	2539	3158	3954	4602	5215
营业税金及附加/营业收入 (%)	0.74	0.78	0.79	0.79	0.79	0.79
销售费用 (万元)	21286	24832	33338	39908	45582	51655
销售费用/营业收入 (%)	7.54	7.67	8.37	8.00	7.85	7.85
管理费用 (万元)	11573	8210	11780	14966	17420	19741
管理费用/营业收入 (%)	4.10	2.54	2.96	3.00	3.00	3.00
财务费用 (万元)	-277	-432	-139	-37	-44	-23
资产减值损失 (万元)	-3	72	121	121	121	121
非经营性净收益 (万元)	1376	1449	1183	1000	1200	1200
营业利润 (万元)	15544	26788	29910	36678	44024	50222
同比增长 (%)	25.89	72.34	11.66	22.63	20.03	14.08
营业外收入 (万元)	408	242	301	0	0	0
营业外支出 (万元)	406	295	349	0	0	0
利润总额 (万元)	15546	26735	29862	36678	44024	50222
同比增长 (%)	30.48	71.97	11.70	22.83	20.03	14.08
所得税费用 (万元)	3496	5542	6051	9170	11006	12556
有效所得税率 (%)	22.49	20.73	20.26	25.00	25.00	25.00
净利润 (万元)	12050	21193	23811	27509	33018	37667
同比增长 (%)	43.81	75.87	12.35	15.53	20.03	14.08
净利率 (%)	4.27	6.55	5.98	5.51	5.69	5.72
归属于母公司所有者的净利润 (万元)	10805	19172	21522	24864	29844	34046
同比增长 (%)	41.07	77.45	12.25	15.53	20.03	14.08
少数股东损益 (万元)	1246	2021	2289	2644	3174	3621
摊薄每股收益 (元)	0.521	0.924	1.038	1.199	1.439	1.641

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

相关报告:

新华百货公告点评: 签约新门店, 新一轮外延集中扩张可能压制短期利润增速, 投资关注物美回归进程, 维持增持 20110223

新华百货 2010 三季报点评: 外延扩张有序进行, 业绩进入短暂平淡期, 维持增持 20101026

新华百货 2010 年中报点评: 外延扩张和门店装修费用压制二季度业绩, 但是公司未来业绩增长的重要看点, 维持增持 20100812

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

分析师声明

路 颖：批发和零售贸易行业

潘 鹤：批发和零售贸易行业

汪立亭：批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：小商品城（600415.SH）、大厦股份（600327.SH）、新世界（600628.SH）、百联股份（600631.SH）、中兴商业（000715.SZ）、益民商业（600824.SH）、南京中商（600280.SH）、友谊股份（600827.SH）、苏宁电器（002024.SZ）、合肥百货（000417.SZ）、广州友谊（000987.SZ）、广百股份（002187.SZ）、欧亚集团（600697.SH）、厦门国贸（600755.SH）、建发股份（600153.SH）、重庆百货（600729.SH）、银座股份（600858.SH）、东百集团（600693.SH）、武汉中百（000759.SZ）、鄂武商（000501.SZ）、农产品（000061.SZ）、步步高（002251.SZ）、新华都（002264.SZ）、新华百货（600785.SH）、开元控股（000516.SZ）、友阿股份（002277.SZ）、人人乐（002336.SZ）、海宁皮城（002344.SZ）、天虹商场（002419.SZ）、华联综超（600361.SH）、友好集团（600778.SH）、西安民生（000564.SZ）、永辉超市（601933.SH）、成商集团（600828.SH）

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；			
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。			

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，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书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明