

分析师：童兰 (8627)65799539 tonglan@cjsc.com.cn 执业证书编号：S0490511040003
联系人：史恒辉 (8627)65799539 shihh2@cjsc.com.cn

百货门店品牌调整效果初现，超市内外齐飞

事件描述

近期我们调研了新华百货，实地考察了公司在银川的主要门店和各商圈的竞争对手门店，并与公司董秘进行了交流，主要内容如下：

- 公司现有主力门店通过装修升级和品牌调整，增长速度有所回升，在成熟商圈占据绝对优势；新兴商圈尚需时间培育，短期内难以对现有门店形成较大冲击；
- 2010 年开业的西夏店和建发现代城店目前仍处于培育阶段，西夏店有望在 2011 年实现扭亏，建发现代城店未来招商完毕后预计经营情况也将有所好转；
- 超市业务将是未来 2 年的主要扩张业态，同店增速较高，超市业态将走出银川向外扩张，扩张速度将有所加快；

事件评论

第一，公司主力门店在成熟商圈优势显著，新兴商圈短期难以撼动其百货龙头地位

1) 现有主力门店通过装修升级和品牌调整，增长速度有所回升

公司目前的主力百货门店有四个，按照去年销售收入由高到低的排序分别是东方红店、总店、老大楼店和购物中心店。其中东方红店、总店、购物中心店在过去几年分别进行了装修升级和品牌调整；同时老大楼店预计在 2012 年初开始扩建。

东方红店 2010 年销售收入超过 6 亿元，2011 年 1 季度保持了约为 21% 的收入增速。该店于 2006 年开业，2008 年进行了装修及品牌调整，之后销售增速明显加快。东方红店与国芳百盛隔街相对，定位相近，均以时尚流行百货为主，品牌引入也有较高的重合度，目前国芳百盛的销售额约为东方红店的 80%-90% 左右。作为新华百货的主力门店，东方红店在新华商圈的龙头地位较为稳固，我们看好该店未来几年的销售增速，预计未来的收入增速仍有望保持在 20% 以上。

总店与东方红店同处于新华街商圈，之前的百货定位与东方红店十分接近。2008 年总店进行了重新装修及品牌升级，定位于高端精品百货。改造完后的 2009-2010 年，总店经历了 2 年的培育期，在 09 年之前，总店的收入增速一般为 24-25%，而在 2009-2010 年间，该店的收入增速回落至 15-17% 左右，但 2011 年一季度该店的收入增速开始迎来拐点，收入增速回升至 18-19%，我们认为该店 2011 年的收入增速仍有望保持一季度的收入增速。

老大楼店目前的格局与其他门店稍有不同，二楼主要为精品超市和小家电，主要是为了适应该区域的居民消费习惯，因为该店客流以周边金融企业的白领和事业单位的公务员为主，精品超市是吸引他们的一个重要手段，该楼层的收入

占到整个门店收入的 50%以上。老大楼的扩建预计在 2012 年初进行,新增面积约 1 万平米,相当于在现有物业基础上提高 62.5%,老大楼的装修费用预计在 2000 万左右。由于老大楼是在现有的基础上进行扩建,因此扩建后的老大楼有望较快实现收入的快速增长。我们预计 11 年到 13 年的收入增速分别为 16%、20%、30%。

购物中心店 2010 年进行了重新装修,考虑到周边超市的过度竞争,公司取消了该门店的超市,着重定位于黄金珠宝。由于去年销售基数较低,我们预计今年能有 20%左右的增速,但是由于黄金珠宝比例提升,该店毛利率或有一定程度的下降。

表 1: 公司主要百货门店一览

名称	开业时间	定位	经营面积 (平米)	物业	2010 年销 售收入(亿)	2011 年 1 季度收入 增速
新百总店	1997 年	高端精品	24000	自有	5.3	19%
新百购物中心	1999 年	大众社区	22000	自有	2.6	15%-17%
新百老大楼	2003 年 9 月	大众社区	16000	自有	4.57	15%-17%
东方红店	2006 年 1 月	时尚流行	36000	租赁	6.04	21%
中卫店	2007 年 5 月	大众社区	5800	租赁	0.17	
西夏店	2010 年 1 月	大众社区	12000	租赁	0.6	
建发现代城店	2010 年 10 月	高端精品	30000	租赁	0.2	约 2700 万

资料来源:长江证券研究部

2) 公司主力门店在成熟商圈重点布局,新兴商圈尚需培育,短期难以形成分流作用

目前银川市的主力商圈为新华街以及解放街商圈,而新兴的金凤区商圈距离新华街有 8 公里的距离,目前已经进入的商家主要是世纪金花(2010 年开业)、万达广场(预计 2011 年 9 月开业)、物美新华森林公园店(2010 年 9 月开业,属大卖场)。

金凤区商圈地理位置偏僻,距离市中心较远,人流明显不足,且该商圈中的各店相距较远,比如万达广场距离世纪金花超过 2 公里,难以形成商业集群效应。此外该区域的发展主要靠政府推动,尽管金凤区的开发从 92 年就提出来了,但是进展一直缓慢。当地有众多新开工的楼盘,但是很多购买的房屋是用作出租或二套房的投资,预计当地的入住率不到 30%,且生活配套设施目前也不完善。

我们认为,该商圈还需要较长时间的培育,需要后续密切观察配套设施的建设和居民的世纪入住情况,在未来 3 年内很难形成气候,对现有新华百货门店的分流冲击影响很小。预计新华百货在未来几年仍能够以龙头地位充分享受银川地区经济增长和居民消费能力的提升。

表 2: 银川市主要商圈百货公司分布情况

商圈	公司	门店	定位
新华街商圈	新华百货	总店	高端精品百货
		东方红店	时尚流行百货
		购物中心	大众社区百货
	竞争对手	国芳百盛	时尚流行百货
		华联商厦	大众社区百货
		银川商城	中低端批发市场
解放街商圈	新华百货	老大楼店	大众社区百货
		建发现代城店	高端精品百货
		老大楼扩建店	大众社区百货
金凤区商圈	新华百货	物美新华森林公园店	大卖场

	竞争对手	世纪金花	高端精品百货
		万达广场	高端精品百货

资料来源：长江证券研究部

第二、西夏店较快速度过培育期，建发现代城招商完毕后的经营效果值得期待

2010年2月及10月，公司分别新开了两家门店西夏店和建发现代城店，现代城店目前仍处于试营业中。开业当年西夏店与建发现代城店分别亏损600万和1000万。而在2011年，公司对西夏店进行了商品调整，将西夏店重新定位于社区百货，2011年一季度该店收入接近3000万，且该店在今年五一开始已实现盈利，预计2011年该店能实现扭亏，但整体利润额偏低。

而对于建发现代城店，公司致力于将该店打造成为银川市内最高端的精品百货，由于银川市的商业辐射地区较广，对于内蒙、陕西以及贵州地区也具有吸附能力，随着居民消费需求的升级和消费能力的提升，高端品牌的引入将是银川的消费市场所趋。但是由于西部地区对于一线品牌的招商本身较为困难，因此建发现代城的招商情况尚不理想，目前该店的一楼大部分属于空置状况，仅有极少数柜面在营业，整体客流较少。目前该店每天的收入约为30万，2011年一季度该店的收入约为2600-2700万，预计该店2011年的亏损在3000万左右。

我们认为，西夏店的扭亏对公司利润的负面效应有望在2011年消除，而公司对建发现代城店的定位较为清晰，尽管短期内仍会对公司利润有一定的拖累，但我们看好建发现代城在招商完毕后的经营效果。

第三、超市业务将是未来2年的主要扩张业态，内生和外延齐飞

目前，公司共有超市约47家，大卖场12家，其中一半位于银川，另一半位于宁夏的二三线城市；生活超市16家，便利店约20家左右。面积在5000平方米以上的大卖场和面积在2000-5000平方米的生活超市合计收入占比超过85%，利润占比超过95%。2011年上半年共新开约7家门店（其中大卖场2家，生活超市2家，便利店3家），开店速度较之前有所加快。

表3：超市业态分类情况

门店形式	面积	数量	收入占比	利润占比
大卖场	5000平方米以上	12	合计超过 85%	合计超过 95%
生活超市	2000-5000平方米	16		
便利店	500平方米以下	20		

资料来源：长江证券研究部

公司认为超市业态在中西部城市最具有发展潜力，适合当地消费能力和消费习性，未来的发展空间要大于百货，扩张的风险小于百货。2010年，公司的百货收入占比约为51%-52%，超市约占31%（超市收入占比提升较快，最开始不到10%），家电的收入占比约为20%左右。未来2年内，预计百货业务不会走出宁夏地区，而超市则有望走出去，预计超市业务未来2年内会以内蒙古作为主要扩张区域，且扩张将以大卖场和生活超市为主。目前公司超市的项目储备较多，从2011年开始每年至少新开10家店，其中大卖场合生活超市至少在5-6家。

而在2010年，公司则推荐后台管理体系的改革，加强物美ERP及SAP系统的运用，目前90%以上的门店已经采用了物美ERP及SAP系统，这对于超市门店管理能力的提升有很大的改善作用。我们认为，公司的超市业务目前仍处在一个较高增长的阶段，2011年上半年超市业务的收入增速约在25%-30%，预计全年有望实现30%的收入增长。

第四、家电和乳业发展平稳，稳定贡献盈利

公司电器业务是通过东桥电器经营（控股51%），目前电器约有57家店，主要分布在银川和周边二三线城市。相比之前的家电业务的扩张速度，公司认为未来的扩张速度或会略微减缓。主要原因是相比百货和超市，家电的消费频次要低，且家电业务的竞争更为激烈，与国美和苏宁相比，公司认为目前毛利水平的差别并不大，苏宁和国美在当地目前暂未体现出毛利的优势，公司认为可能是苏宁和国美的物流水平目前稍受限，但是与苏宁和国美这样的大规模家电零

售商相比，新华的家电业务需要投入更多的销售费用来弥补销售赠品这一块的弱势，从而维持自身的市场地位。

公司目前参股寰美乳业，拥有 45%的股权，2010 年净利润为 2284 万元，按照 45%的权益比例，给公司贡献的利润在 1000 万元左右。我们认为，家电业务与公司乳业业务经营较为稳定，对利润的贡献也较为稳定，预计未来两年仍将保持较为稳定的增速。

第五、预计公司 2011 年-2012 年的 EPS 分别为 1.27 元和 1.55 元，给予推荐评级。

我们认为，公司未来两年内的增长预计仍维持较为平稳的态势，得益于公司在银川市内的垄断龙头地位，公司的百货业务预计未来仍将维持约 20%的收入增速，同时随着超市业务加快扩张的进度，未来超市收入及利润的提升将会成为公司收入增速提速的重要动力，同时，随着物美回归主板，为回归 A 股进一步铺平了道路，如果进程顺利，我们认为物美 2012 年借壳新华百货回归 A 股是大概率事件，物美的回归将使得公司的资产质量进一步优化，物美与新华之间的资源协同效应也能进一步加强，对公司未来的业绩表现有较大的正面促进作用。

我们预计公司 2011 年-2012 年的 EPS 分别为 1.27 元和 1.55 元，对应当前股价的 PE 分别为 22 倍和 18 倍，维持推荐评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3985	4990	6287	7688	货币资金	1034	1287	1620	2016
营业成本	3215	4036	5098	6247	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	770	954	1189	1441	应收账款	117	146	184	225
% 营业收入	19.3%	19.1%	18.9%	18.7%	存货	294	369	466	572
营业税金及附加	32	40	50	61	预付账款	148	186	235	287
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	其他流动资产	42	52	66	80
销售费用	333	417	526	643	流动资产合计	1636	2041	2572	3182
% 营业收入	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	118	148	186	227	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	长期股权投资	0	12	25	39
财务费用	-1	-6	-7	-9	投资性房地产	35	35	35	35
% 营业收入	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	257	383	516	655
资产减值损失	1	1	1	1	无形资产	48	45	43	41
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	1	1	1	1
投资收益	12	12	13	14	递延所得税资产	6	0	0	0
营业利润	299	366	447	532	其他非流动资产	267	267	267	267
% 营业收入	7.5%	7.3%	7.1%	6.9%	资产总计	2249	2785	3460	4221
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	299	366	447	532	应付款项	664	834	1053	1290
% 营业收入	7.5%	7.3%	7.1%	6.9%	预收账款	422	529	666	815
所得税费用	61	75	92	109	应付职工薪酬	14	17	22	27
净利润	238	291	355	423	应交税费	16	20	24	29
归属于母公司所有者					其他流动负债	54	68	86	105
的净利润	215.2	263.1	320.9	382.2	流动负债合计	1170	1467	1851	2265
少数股东损益	23	28	34	41	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	1.04	1.27	1.55	1.84	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	1	1	1	1
经营活动现金流净额	314	449	553	641	负债合计	1171	1468	1852	2267
取得投资收益	4	0	0	0	归属于母公司	1022	1232	1489	1795
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	56	84	118	159
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1078	1317	1608	1954
固定资产投资	-80	-150	-163	-177	负债及股东权益	2249	2785	3460	4221
其他	-11	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-90	-150	-163	-177		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.038	1.269	1.547	1.842
股权融资	0	0	0	0	BVPS	4.93	5.94	7.18	8.65
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0	PE	27.62	22.59	18.52	15.56
筹资成本	64	-47	-57	-67	PEG	1.31	1.07	0.88	0.74
其他	-145	0	0	0	PB	5.82	4.82	3.99	3.31
筹资活动现金流净额	-82	-47	-57	-67	EV/EBITDA	15.29	12.06	9.17	6.98
现金净流量	142	252	333	396	ROE	21.1%	21.3%	21.5%	21.3%

分析师介绍

童兰，上海财经大学经济学硕士，从事商业零售行业研究。

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。