

业绩基本符合预期，门店租金开支侵蚀利润

公司研究简报

◆业绩基本符合预期，1H2011 净利润同比增长 15.11%:

1H2011 期间公司实现营业收入 25.49 亿元，同比增长 30%，略超我们全年 27% 的预期，但高于市场 22% 的一致预期，其中超市业态扩张积极，收入同比增长 54.34%。而鉴于老大楼下半年迎接周年庆装修改造及扩建工程，预计 2H2011 门店销售将有所影响，我们暂不调整销售增速预测。1H2011 期间净利润实现 1.36 亿元 (EPS=0.66 元)，同比增长 15.11%，基本符合我们中报增速 19% 以及 EPS 约 0.68 元的预测。

◆超市扩张积极及黄金饰品热销，导致毛利率略有同比下降

1H2011 期间公司毛利率同比下降 0.63 个百分点至 19.22%，主要原因有 1) 公司积极发展超市和家电销售等相对较低毛利率业态，1H2011 期间公司新增 2 家大卖场、3 家标超以及 10 家便利店，收入同比增加 54%，超出我们模型全年 30% 的预测。2) 上半年黄金饰品销量增速较快，而相关产品毛利率较低，拖累百货业态整体毛利率水平。3) 2010 年公司新增西夏店以及现代建发城（试营业）两家门店，打折促销力度加大亦对整体毛利率有负面影响。综上，我们略下调全年毛利率至 19.11%（之前为 19.17%）。

◆期间费用率同比增长 0.87 百分点，租金费用及广告费用上升较快:

1H2011 期间公司期间费用率同比增长 0.87 百分点至 11.16%，其中销售/管理/财务费用率同比变化 1.68/-0.89/0.09 个百分点至 8.66%/2.51%/-0.01%。细拆费用科目，我们发现销售费用里的租金费用和广告费用同比增长 91% 和 104%，显示出新开租赁门店后租金和广告费用开支压力较大。而财务费用同比增长 86%，主要原因是信用卡刷卡手续费增加所致。展望 2H2011，我们认为随着老大楼扩建 10 月的开业，租金和装修费用以及开办费用增加，因此公司费用开支短期仍有一定压力。

◆维持增持评级，略下调盈利预测:

我们下调公司 2011-2013 年 EPS 分别至 1.18/1.46/1.76 元（之前为 1.24/1.57/1.93 元），以 2010 年为基期未来三年复合增速 19.2%，认为公司合理价值在 29.50 元，对应 11 年 PE25X。公司目前估值处于百货行业较低水平，但近期新门店培育尚需一定时日导致短期业绩存在一定压力，维持增持评级。中长期而言，公司在宁夏地区垄断优势明显，未来超市连锁扩张以及物美回归是较为正面的关注焦点，建议中长期投资者 25 元以下大胆参与。

◆风险提示：建发城及老大楼扩建后培育期延长，物美回归事件的不确定性

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	3,236	3,985	5,058	6,053	7,028
营业收入增长率	14.55%	23.16%	26.92%	19.66%	16.12%
净利润（百万元）	192	215	244	302	364
净利润增长率	77.45%	12.25%	13.33%	23.83%	20.57%
EPS（元）	0.92	1.04	1.18	1.46	1.76
ROE（归属母公司）	22.40%	21.06%	20.26%	21.01%	21.19%

增持（维持）

当前价/目标价：26.76/29.50 元

目标期限：6 个月

分析师

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号：S0930510120009)

021-22169161

tangjiarui@ebcn.com

联系人

梁江泽

021-22169312

liangjiz@ebcn.com

市场数据

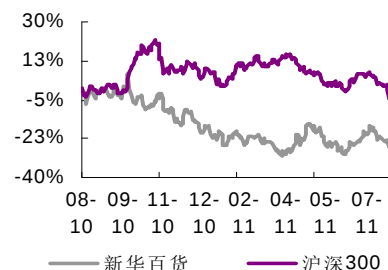
总股本(亿股)：2.07

总市值(亿元)：55.51

一年最低/最高(元)：24.60/38.10

近 3 月换手率：36.49%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	5.43	-0.03	-20.87
绝对	-3.74	-9.79	-24.09

相关研报

P/E	29	26	23	18	15
-----	----	----	----	----	----

图表 1: 1H2011 新华百货租赁费用和广告宣传费用增长较快

1H2011 新华百货销售费用拆分明细

项目	1H2011(万)	1H2010(万)	同比变化(%)	占销售费用比重(%)
职工薪酬	6508.35	4788.29	35.92%	29.50%
租赁费用	5100.50	2670.29	91.01%	23.12%
广告宣传费用	3522.37	1726.42	104.03%	15.97%
水电气费	1546.41	1289.41	19.93%	7.01%
固定资产折旧	391.29	351.18	11.42%	1.77%
运输费用	615.33	307.71	99.97%	2.79%
维修费用	99.12	51.57	92.19%	0.45%
物业保洁费用	468.89	309.04	51.72%	2.13%
保险费	16.72	16.66	0.37%	0.08%
办公及差旅费	204.73	157.12	30.30%	0.93%
长期待摊费用摊销	471.90	52.33	801.83%	2.14%
低值易耗品摊销	237.00	11.74	1919.17%	1.07%
营运备品	92.51	18.92	388.83%	0.42%
其他费用	2787.81	1927.00	44.67%	12.64%
合计	22062.92	13677.69	61.31%	100.00%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 2: 1H2011 新华百货维修费用下降较多

1H2011 新华百货管理费用拆分明细

项目	1H2011(万)	1H2010(万)	同比变化(%)	占管理费用比重(%)
职工薪酬	1523.07	1233.04	23.52%	23.79%
折旧费	701.63	637.36	10.09%	10.96%
维修费	1750.43	3034.98	-42.32%	27.34%
办公费及差旅费	154.85	142.20	8.90%	2.42%
费用摊销	612.36	404.27	51.47%	9.57%
税费	278.66	237.35	17.40%	4.35%
水电费用	226.57	163.41	38.65%	3.54%
其他费用	1154.17	823.97	40.07%	18.03%
合计	6401.75	6676.59	-4.12%	100.00%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 3: 2Q2011 单季新华百货净利润增速仅为 5.17%

2008-1H2011 新华百货单季经营情况拆分明细

时间	营业总收入(万)	营业总收入增速(%)	营业成本(万)	销售毛利率(%)	归属母公司净利润(万)	归属母公司净利润率增速(%)
1Q2008	80857.72	N/A	67798.85	16.15%	3569.05	N/A
2Q2008	58469.37	N/A	47674.86	18.46%	2749.92	N/A
3Q2008	64220.15	N/A	52290.83	18.58%	2515.07	N/A
4Q2008	78911.98	N/A	65864.46	16.53%	1970.51	N/A
1Q2009	85979.80	6.33%	70279.54	18.26%	4714.09	32.08%

敬请参阅最后一页特别声明

2Q2009	68138.78	16.54%	54477.41	20.05%	4672.31	69.91%
3Q2009	77402.79	20.53%	63401.08	18.09%	4471.73	77.80%
4Q2009	92034.81	16.63%	74838.25	18.68%	5314.36	169.70%
1Q2010	108157.25	25.79%	87231.81	19.35%	7558.92	60.35%
2Q2010	87893.64	28.99%	69891.63	20.48%	4251.27	-9.01%
3Q2010	89933.71	16.19%	72706.60	19.16%	4821.40	7.82%
4Q2010	112519.74	22.26%	91689.23	18.51%	4890.22	-7.98%
1Q2011	141247.75	30.59%	114991.74	18.59%	9123.81	20.70%
2Q2011	113611.99	29.26%	90878.03	20.01%	4471.12	5.17%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 4：2Q2011 单季新华百货费用率上升较快

2008-1H2011 新华百货单季期间费用拆分明细

时间	期间费用 (万)	期间费 用率 (%)	销售费用 (万)	销售费 用率 (%)	管理费用 (万)	管理费 用率 (%)	财务费用 (万)	财务费 用率 (%)
1Q2008	7618.72	9.42%	4913.96	6.08%	2718.89	3.36%	-14.13	-0.02%
2Q2008	6649.59	11.37%	4725.41	8.08%	2044.37	3.50%	-120.19	-0.21%
3Q2008	8361.59	13.02%	5951.60	9.27%	2456.99	3.83%	-47.00	-0.07%
4Q2008	9950.88	12.61%	5694.72	7.22%	4352.31	5.52%	-96.15	-0.12%
1Q2009	8389.13	9.76%	5596.65	6.51%	2910.69	3.39%	-118.21	-0.14%
2Q2009	6965.77	10.22%	4581.56	6.72%	2492.47	3.66%	-108.27	-0.16%
3Q2009	7892.29	10.20%	6806.94	8.79%	1134.83	1.47%	-49.48	-0.06%
4Q2009	9363.11	10.17%	7846.53	8.53%	1672.50	1.82%	-155.92	-0.17%
1Q2010	9528.96	8.81%	6843.40	6.33%	2763.30	2.55%	-77.74	-0.07%
2Q2010	10636.97	12.10%	6834.28	7.78%	3913.29	4.45%	-110.60	-0.13%
3Q2010	10382.48	11.54%	7857.83	8.74%	2583.43	2.87%	-58.77	-0.07%
4Q2010	14430.11	12.82%	11802.75	10.49%	2519.62	2.24%	107.74	0.10%
1Q2011	12617.68	8.93%	10248.06	7.26%	2297.93	1.63%	71.69	0.05%
2Q2011	15820.72	13.93%	11814.86	10.40%	4103.82	3.61%	-97.95	-0.09%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 5：2009-2013 新华百货收支预测拆分明细

单位:万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	323,556.18	398,504.34	505,793.45	605,250.31	702,804.60
营业收入增速%	14.55%	23.16%	26.92%	19.66%	16.12%
营业成本	262,996.28	321,519.27	409,132.37	488,912.54	566,875.05
综合毛利率%	18.72%	19.32%	19.11%	19.22%	19.34%
主营收入	314,072.76	385,701.49	488,689.32	584,782.91	679,038.26
主营收入增速%	14.45%	22.81%	26.70%	19.66%	16.12%
主营成本	262,815.70	321,352.86	408,875.81	488,605.53	566,518.55
主营毛利率%	16.32%	16.68%	16.33%	16.45%	16.57%
其他业务收入	9,483.42	12,802.85	17,104.13	20,467.40	23,766.34
其他业务收入增速%	17.88%	35.00%	33.60%	19.66%	16.12%
其他业务占主营比%	3.02%	3.32%	3.50%	3.50%	3.50%
其他业务成本	170.56	166.41	256.56	307.01	356.50
其他业务毛利率	98.20%	98.70%	98.50%	98.50%	98.50%

归属母公司净利润	19172.49	21521.80	24441.84	30319.42	36408.51
净利润增速%	77.45%	12.25%	13.57%	24.05%	20.08%
最新股本	20743.13	20743.13	20743.13	20743.13	20743.13
EPS	0.92	1.04	1.18	1.46	1.76
主营业务拆分					
商业部分：					
营业收入	314072.76	385701.49	488689.32	584782.91	679038.26
营业成本	262825.72	321352.86	408875.81	488605.53	566518.55
毛利率%	16.32%	16.68%	16.33%	16.45%	16.57%
归属母公司净利润	18320.53	20493.82	23311.06	29075.56	35040.26
EPS	0.88	0.99	1.12	1.40	1.69
新百商店总店					
营业收入	46000.00	53000.00	60950.00	68264.00	75090.40
营业收入增速%	2.22%	15.22%	15%	12%	10%
成本	37720.00	43195.00	49552.35	55430.37	60898.31
营业面积（万平米）	2.40	1.70	1.70	1.70	1.70
坪效 元/平米	19166.67	31176.47	35852.94	40155.29	44170.82
毛利率%	18.00%	18.50%	18.70%	18.80%	18.90%
净利润	2970.00	4200.00	4876.00	5392.86	6082.32
净利润增速%	128.46%	41.41%	16.10%	10.60%	12.78%
净利率%	6.46%	7.92%	8.00%	7.90%	8.10%
EPS	0.14	0.20	0.24	0.26	0.29
新华百货购物中心					
股权比例%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
营业收入	33300.00	26000.00	26520.00	27050.40	27591.41
营业收入增速%	-14.18%	-21.92%	2%	2%	2%
营业成本	27639.00	21710.00	22144.20	22560.03	22928.46
毛利率%	17.00%	16.50%	16.50%	16.60%	16.90%
经营面积（万平米）	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87
坪效（元/平米）	14478.26	29800.00	29800.00	29800.00	29800.00
净利润	2981.38	809.00	795.60	811.51	855.33
净利润增速%	79.56%	-72.86%	-1.66%	2.00%	5.40%
净利率%	8.95%	3.11%	3.00%	3.00%	3.10%
归属母公司净利润	2981.38	809.00	795.60	811.51	855.33
EPS	0.14	0.04	0.04	0.04	0.04
东方红店					
营业收入	52000.00	60400.00	72480.00	83352.00	91687.20
营业面积（万平米）	3.00	2.60	2.60	2.60	2.60
营业收入增速%	19.27%	16.15%	20.00%	15.00%	10.00%
坪效（元/平米）	17333.33	23230.77	27876.92	32058.46	35264.31
营业成本	42588.00	48440.80	57984.00	66514.90	72891.32
毛利率%	18.1%	19.8%	20%	20.20%	20.50%
净利润	2830.00	4800.00	5798.40	6584.81	7426.66
净利润增速%	41.50%	69.61%	20.80%	13.56%	12.78%
净利率%	5.44%	7.95%	8.00%	7.90%	8.10%
EPS	0.14	0.23	0.28	0.32	0.36

新华百货老大楼					
股权比例%	100%	100%	100%	100%	100%
营业收入	41000.00	45700.00	59410.00	71292.00	78421.20
营业收入增速%	11.1%	11.5%	30.00%	20.00%	10.00%
营业成本	33907.00	37382.60	48419.15	57817.81	63285.91
毛利率%	17.30%	18.20%	18.50%	18.90%	19.30%
经营面积（万平米）	1.60	1.60	2.67	2.67	2.67
坪效（元/平米）	25625.00	28562.50	22250.94	26701.12	29371.24
净利润	3181.24	4427.42	4515.16	5418.19	6038.43
净利润增速%	20.18%	39.17%	1.98%	20.00%	11.45%
净利率%	7.76%	9.69%	7.60%	7.60%	7.70%
归属母公司净利润	3181.24	4427.42	4515.16	5418.19	6038.43
EPS	0.15	0.21	0.22	0.26	0.29
中卫店					
营业收入	1400.00	1700.00	2040.00	2448.00	2815.20
营业收入增速%	16.67%	21.43%	20.00%	20.00%	15.00%
营业成本	1155.00	1402.50	1676.88	2002.46	2291.57
毛利率%	17.50%	17.50%	17.80%	18.20%	18.60%
经营面积（万平米）	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58
坪效（元/平米）	2413.79	2931.03	3517.24	4220.69	4853.79
净利润	0.00	100.00	130	160	190
净利率%	0.00%	5.88%	6.37%	6.54%	6.75%
EPS	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01
西夏店					
营业收入		6000.00	8400.00	10920.00	13104.00
营业收入增速%			40%	30%	20%
营业成本		4905.00	6846.00	8856.12	10574.93
毛利率%		18.25%	18.50%	18.90%	19.30%
经营面积（万平米）		1.20	1.20	1.20	1.20
坪效（元/平米）		5000.00	7000.00	9100.00	10920.00
净利润		-460.00	200	-300	0
净利率%		-7.67%	2.38%	-2.75%	0.00%
EPS		-0.02	0.01	-0.01	0.00
建发城					
营业收入		2000.00	10000	16000	22400
营业收入增速%			400.00%	60.00%	40.00%
营业成本		1656.00	8270.00	13232.00	18457.60
毛利率%		17.20%	17.30%	17.30%	17.60%
经营面积（万平米）		3.00	3.00	3.00	3.00
坪效（元/平米）		666.67	3333.33	5333.33	7466.67
净利润		-1131.00	-3800	-3000	-2200
净利率%		-56.55%	-38.00%	-18.75%	-9.82%
EPS		-0.05	-0.18	-0.14	-0.11
新华百货连锁超市					
股权比例%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
营业收入	77460.00	96000.00	124800.00	156000.00	195000.00

营业收入增速%	26.98%	24.00%	30.00%	25.00%	25.00%
营业成本	67390.20	83040.00	107952.00	134784.00	168285.00
毛利率%	13.00%	13.50%	13.50%	13.60%	13.70%
门店数（家）	33	47	59	71	81
新增门店数	14	14	12	12	10
平均单店销售额（万元/家）	2347.27	2042.55	2115.25	2197.18	2407.41
经营面积（万平米）	6.80	11.30	14.3	17.3	19.8
平均单店面积（平米）	2060.61	2404.26	2423.73	2436.62	2444.44
坪效（元/平米）	11391.18	8495.58	8727.27	9017.34	9848.48
净利润	3984.96	6206.85	8689.59	11296.47	13555.76
净利润增速%	50.16%	55.76%	40.00%	30.00%	20.00%
净利率%	5.14%	6.47%	6.96%	7.24%	6.95%
归属母公司净利润	3984.96	6206.85	8689.59	11296.47	13555.76
EPS	0.19	0.30	0.42	0.54	0.65
物美超市					
营业收入		3200.00	10000.00	12500.00	15625.00
收入增速%			212.50%	25.00%	25.00%
营业成本		2841.60	8860.00	11050.00	13765.63
毛利率%		11.20%	11.40%	11.60%	11.90%
经营面积（万平米）		1.60	1.60	1.60	1.60
坪效（元/平米）		2000.00	6250.00	7812.50	9765.63
净利润		-430.97	-100	300	500
净利率%		-13.47%	-1.00%	2.40%	3.20%
EPS		-0.02	0.00	0.01	0.02
东桥电器有限公司					
股权比例	51.00%	51.00%	51.00%	51.00%	51.00%
营业收入	84000.00	103000.00	128750.00	154500.00	177675.00
营业收入增速%	13.06%	22.62%	25.00%	20.00%	15.00%
营业成本	71400.00	87241.00	109437.50	131016.00	150135.38
毛利率%	15.00%	15.30%	15.00%	15.20%	15.50%
门店数（家）	46	37	40	45	50
经营面积（万平米）		5.30	5.8	6.3	6.8
坪效（元/平米）		19433.96	22198.28	24523.81	26128.68
净利润	4121.69	4678.80	5240.26	5869.09	6456.00
净利润增速%	62.09%	13.52%	12.00%	12.00%	10.00%
净利率%	4.91%	4.54%	4.07%	3.80%	3.63%
归属母公司净利润	2102.06	2386.19	2672.53	2993.23	3292.56
EPS	0.10	0.12	0.13	0.14	0.16
误差项					
营业收入	-21087.24	-11298.51	-14660.68	-17543.49	-20371.15
占主营收入比%	-6.71%	-2.93%	-3.00%	-3.00%	-3.00%
营业成本	-18983.50	-10461.64	-12266.27	-14658.17	-16995.56
占主营成本比%	-7.22%	-3.26%	-3.00%	-3.00%	-3.00%
归属母公司净利润	270.89	-413.67	-466.22	-581.51	-700.81
占净利润比重%	1.41%	-1.92%	-2.00%	-2.00%	-2.00%
EPS	0.01	-0.02	-0.02	-0.03	-0.03

宁夏寰美乳业发展有限公司					
股权比例	45%	45%	45%	45%	45%
营业收入					
净利润	1893.25	2284.41	2512.85	2764.14	3040.55
净利润增速%	-8.88%	20.66%	10.00%	10.00%	10.00%
归属母公司净利润	851.96	1027.98	1130.78	1243.86	1368.25
EPS	0.04	0.05	0.05	0.06	0.07

资料来源：公司调研、光大证券研究所

图表 6：2009-2013 新华百货 EPS 拆分明细

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
总店	0.13	0.12	0.06	0.14	0.20	0.24	0.26	0.29
购物中心	0.05	0.03	0.08	0.14	0.04	0.04	0.04	0.04
东方红	-0.07	0.07	0.10	0.14	0.23	0.28	0.32	0.36
老大楼	0.05	0.08	0.13	0.15	0.21	0.22	0.26	0.29
中卫店	0.00	-0.02	-0.01	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01
西夏店	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.02	0.01	-0.01	0.00
建发店	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.05	-0.18	-0.14	-0.11
连锁超市	0.02	0.03	0.13	0.19	0.30	0.42	0.54	0.65
物美超市	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.02	0.00	0.01	0.02
电器公司	0.03	0.04	0.06	0.10	0.12	0.13	0.14	0.16
乳业公司	0.00	0.01	0.05	0.04	0.05	0.05	0.06	0.07
误差项	0.05	0.02	-0.07	0.01	-0.02	-0.02	-0.03	-0.03
合计	0.28	0.37	0.52	0.92	1.04	1.18	1.46	1.76

资料来源：公司调研、光大证券研究所

附表：新华百货租赁门店租金费用情况

截止 2011 年 06 月 30 日，母公司就经营所需已签订的主要房屋经营租赁合同如下：

店铺	出租方	租赁期间	租金条款
东方红店	银川建发集团股份有限公司	2006.1.1-2015.12.31	第 1-3 年年均租金 2946 万元，以后每年每平米递增 1 元
中卫店	宁夏中卫正丰红太阳商贸有限公司	2007.5.1-2017.4.30	第 1-3 年年均租金 149.62 万元，第 4-6 年增加 5%，第 7-10 年增加 10%
西夏店	宁夏宁阳棉纺织有限公司	2010.1.1-2019.12.31	第 1-3 年合计租金为 2129.76 万元，第 4 年起每年租金增长率为上年度销售环比增长率的 50%
现代城店	银川建发集团股份有限公司	2010.9.22-2020.9.21	第 1-5 年年均租金 3477.56 万元，第 6 年起每年递增 5%

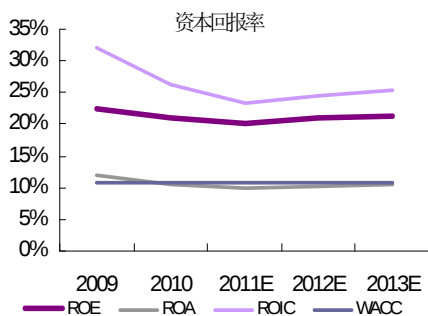
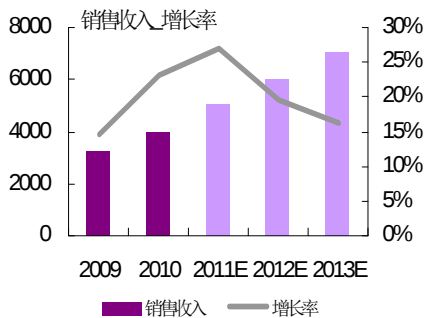
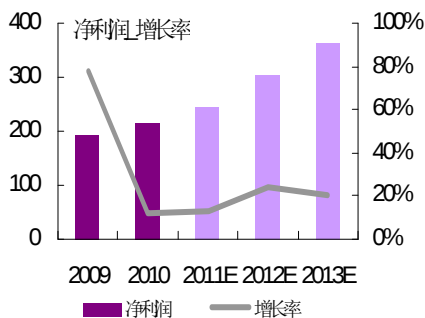
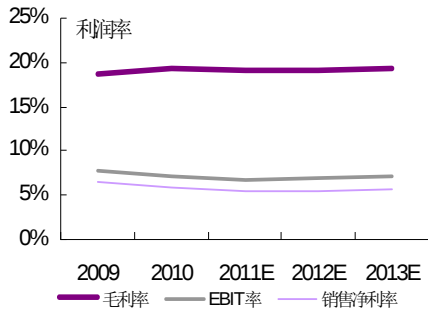
资料来源：公司公告

截止 2011 年 06 月 30 日，子公司连锁超市各分店就经营所需已签订的主要房屋经营租赁合同如下：

店铺	出租方	租赁期间	租金条款
惠农店	宁夏恒产建设发展集团有限责任公司	2009.10-2021.10	2010.5.1 起按合同规定租赁费明细交付租金
大武口	石嘴山市华欣商贸有	2007.05-2017.04	第 1-5 年年租金 150 万元第 6-10 年年租金 153 万

	限公司		元
东门店	银川果菜副食品有限责任公司	2008.07-2018.06	2008.07.01-2011.06.30 共 58300 元； 2011.07.1-2014.06.30 共 645000 元； 2014.07.01-2017.06.30 共 709400 元； 2017.07.01-2018.06.30 共 780300 元。
康民店	银川康民房地产开发有限公司	2009.01-2018.01	2009.1.21-2011.1.20 共 400000 元； 2011.1.21-2013.1.20 共 440000 元； 2013.1.21-2015.1.20 共 484000 元； 2015.1.21-2017.1.20 共 532400 元； 2017.1.21-2019.1.20 共 585640 元。
胜利店	宁夏立达市场经营服务有限公司	2005.08-2015.08	前 5 年每年 48 万元，后 5 年 50 万元
同心路	银川忠心房地产	2009.10-2021.9	1-2 年年租金 10.5 万元；3-4 年年租金 12.6 万元； 5-6 年年租金 13.86 万元；7-8 年年租金 15.246 万元； 9-10 年年租金 16.772 万元；10-12 年年租金 18.445 万元
阳光店	宁夏巨业公路配套有限责任公司	2010.11-2015.11	第 1 年 26 万；第 2 年 27 万；第 3 年 28 万；第 4 年 29 万；第 5 年 30 万
丽水店	吴雨霏	2007.10-2013.10	第 1、2 年 28 万元、第 3、4 年 31 万元、第 5、6 年 34 万元
二民院	北方民族大学	2010.9-2013.8	每年租金 237654 元
吴忠二	吴忠市利通房地产开发有限公司	2008.5-2014.4	第 1、2 年年租金 143282.40 元第 3、4 年年租金 171938.88 元第 5、6 年年租金 200595.36 元
临湖店	宁夏正丰房地产开发有限公司	2005.07-2015.07	年租金 488448 元
正源店	银川旺佳商贸有限公司	2005.07-2011.07	第 1 年 80 万元、第 2 年 88 万元、第 3-6 年 96 万元

资料来源：公司公告



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,236	3,985	5,058	6,053	7,028
营业成本	2,630	3,215	4,091	4,889	5,669
折旧和摊销	26	31	27	31	36
营业税费	25	32	40	48	56
销售费用	248	333	440	527	611
管理费用	82	118	147	169	190
财务费用	-4	-1	2	2	-3
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	14	12	11	12	14
营业利润	268	299	349	430	518
利润总额	267	299	349	430	518
少数股东损益	20	23	28	33	40
归属母公司净利润	191.72	215.22	243.91	302.03	364.15

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,790	2,249	2,765	3,242	3,824
流动资产	1,215	1,636	2,088	2,505	3,030
货币资金	872	1,034	1,315	1,574	1,945
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	16	26	34	41	48
应收票据	1	1	1	1	1
其他应收款	22	91	101	121	141
存货	225	294	409	489	567
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	215	177	179	180	181
固定资产	255	256	303	350	394
无形资产	46	48	45	43	41
总负债	889	1,171	1,477	1,687	1,948
无息负债	889	1,171	1,413	1,687	1,948
有息负债	0	0	64	0	0
股东权益	901	1,078	1,288	1,555	1,875
股本	173	207	207	207	207
公积金	319	312	314	314	314
未分配利润	364	503	682	916	1,196
少数股东权益	45	56	84	117	157

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	321	314	360	470	529
净利润	192	215	244	302	364
折旧摊销	26	31	27	31	36
净营运资金增加	18	173	209	144	148
其他	86	-105	-121	-8	-19
投资活动产生现金流	-99	-90	-79	-79	-78
净资本支出	13	80	90	90	90
长期投资变化	215	177	-1	-1	-1
其他资产变化	-327	-347	-168	-168	-166
融资活动现金流	-31	-82	1	-133	-80
股本变化	0	35	0	0	0
债务净变化	0	0	64	-64	0
无息负债变化	135	282	242	274	262
净现金流	191	142	281	259	371

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	14.55%	23.16%	26.92%	19.66%	16.12%
净利润增长率	77.45%	12.25%	13.33%	23.83%	20.57%
EBITDA 增长率	67.03%	15.19%	15.92%	22.62%	19.37%
EBIT 增长率	79.32%	14.78%	18.84%	23.25%	19.81%
估值指标					
PE	29	26	23	18	15
PB	6	5	5	4	3
EV/EBITDA	16	17	15	12	10
EV/EBIT	18	19	16	13	11
EV/NOPLAT	22	24	21	17	14
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	7	6	5	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	18.72%	19.32%	19.11%	19.22%	19.34%
EBITDA 率	8.50%	7.95%	7.26%	7.44%	7.64%
EBIT 率	7.70%	7.17%	6.72%	6.92%	7.14%
税前净利润率	8.26%	7.49%	6.89%	7.10%	7.37%
税后净利润率 (归属母公	5.93%	5.40%	4.82%	4.99%	5.18%
ROA	11.84%	10.59%	9.83%	10.33%	10.57%
ROE (归属母公司) (摊	22.40%	21.06%	20.26%	21.01%	21.19%
经营性 ROIC	31.96%	26.29%	23.27%	24.37%	25.38%
偿债能力					
流动比率	1.37	1.40	1.42	1.49	1.56
速动比率	1.11	1.15	1.14	1.20	1.27
归属母公司权益/有息债务	-	-	18.72	4305.33	-
有形资产/有息债务	-	-	40.79	9289.98	-
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.92	1.04	1.18	1.46	1.76
每股红利	0.25	0.30	0.33	0.40	0.49
每股经营现金流	1.55	1.51	1.73	2.27	2.55
每股自由现金流(FCFF)	0.93	0.04	-0.04	0.60	0.91
每股净资产	4.13	4.93	5.80	6.93	8.28
每股销售收入	15.60	19.21	24.38	29.18	33.88

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

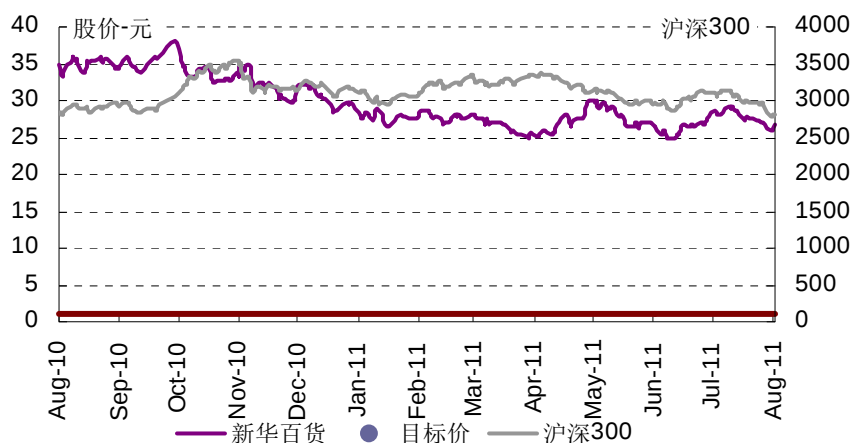
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿，CFA CAIA FRM，德国波恩大学国民经济学硕士(Dipl.-Vw.)，同济大学高分子材料与工程系工学学士，精通英日德三国语言。2010年5月加盟光大证券研究所，现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

投资建议历史表现图

新华百货（600785）



日期	股价	目标	评级
2009-02-17	14.13	15.00	买入
2009-03-19	13.89	19.00	买入
2009-04-21	16.33	19.00	买入
2009-08-25	19.45	25.00	买入
2009-09-16	23.00	32.00	买入
2009-09-25	23.53	32.00	买入
2009-10-29	25.87	32.00	买入
2011-05-02	26.53	31.00	增持

资料来源：光大证券研究所

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出一未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com