

2017年03月20日

新华百货 (600785.SH)

公司快报

证券研究报告

百货

物美掌权，业务有望稳中有进

■**年报点评：**公司实现营业收入 704,897.44 万元，同比下降 4.80%；由于受百货业态东方红店不再续租及超市业态部分店铺策略性关店及计提宁夏大世界诉讼或有负债的影响，实现净利润 6,295.83 万元，同比下降 53.95%。

■**东方红关店对营业收入影响显著：**2016 年新华百货关停门店 21 家，其他门店关停主要由于亏损，但其中东方红门店由于 2 月房租到期不再续约，对公司业绩影响较大。东方红建筑面积 30127 平方米，2015 年利润 9648.74 万元，占公司利润的 63.66%。

■**股权之争尘埃落定：**随着物美集团控股的北京绿色安全农产品信息物流有限公司完成对新华百货的收购，物美及其一致行动人实际持股比例达到 32.94%。上海宝银及其一致行动人股权被冻结。3 月法院驳回了上海宝银撤销新货百货换届选举议案的诉讼。管理层对管理权和股权的担忧暂时解除也意味着今年把工作重心更多投入到提升管理业绩上。举牌造成的高估值是压力也是动力，这必然倒逼公司提升公司业绩。

■**新增开店计划开启 2017 年业绩序幕：**根据 2016 年年报，公司预计超市业态新开包括大卖场、生活超市及便利店在内的各类店铺 25 家左右，电器业态新开各类店铺 8 家。我们预测百货坪效继续提高 1%，由于新开店增多超市坪效下降 2.5%，超市、电器新开门店面积占比分别为 13.8%、8.7%。

■**投资建议：**中性-A 投资评级。我们预计公司 2017 年-2019 年的收入增速分别为 3.4%、8.1%、9.8%，净利润增速分别为 4.6%、5.3%、16.7%；目标价 25.6 元，首次给予中性-A 的投资评级。

■**风险提示：**青海新百持续亏损的风险，未确认递延所得税资产的可抵扣持续增加的风险。

投资评级 中性-A

首次评级

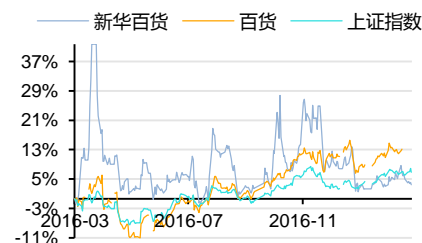
6 个月目标价： 25.60 元

股价 (2017-03-17) 25.54 元

交易数据

总市值(百万元)	5,762.62
流通市值(百万元)	5,762.62
总股本(百万股)	225.63
流通股本(百万股)	225.63
12 个月价格区间	24.26/34.93 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.51	-9.9	4.32
绝对收益	0.59	-6.07	13.87

刁博洋

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020004
diaoby@essence.com.cn

相关报告

亿元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	74.0	70.5	72.9	78.8	86.5
净利润	1.4	0.6	0.7	0.7	0.8
每股收益(元)	0.61	0.28	0.29	0.31	0.36
每股净资产(元)	8.22	8.50	8.79	9.10	9.46

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	42.1	91.5	87.5	83.2	71.2
市净率(倍)	3.1	3.0	2.9	2.8	2.7
净利润率	1.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
净资产收益率	7.4%	3.3%	3.3%	3.4%	3.8%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	13.1%	4.9%	7.2%	9.0%	11.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
亿元	2015	2016	2017E	2018E	2019E	亿元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	74.0	70.5	72.9	78.8	86.5	成长性					
减:营业成本	59.2	56.2	58.1	62.8	69.0	营业收入增长率	8.6%	-4.8%	3.4%	8.1%	9.8%
营业税费	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	营业利润增长率	-40.3%	-40.9%	-4.1%	4.9%	15.6%
销售费用	10.0	10.3	10.7	11.6	12.7	净利润增长率	-29.5%	-54.0%	4.6%	5.3%	16.7%
管理费用	2.1	1.8	1.9	2.0	2.2	EBITDA 增长率	-26.0%	-23.1%	-0.5%	5.6%	7.0%
财务费用	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	EBIT 增长率	-33.6%	-33.4%	-1.5%	9.0%	10.9%
资产减值损失	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	NOPLAT 增长率	-29.4%	-53.4%	36.1%	9.0%	10.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	24.9%	-8.3%	-12.5%	-13.1%	-20.8%
投资和汇兑收益	0.0	0.1	-	-	-	净资产增长率	6.2%	1.9%	2.9%	2.9%	3.3%
营业利润	1.7	1.0	1.0	1.0	1.2	利润率					
加:营业外净收支	0.0	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	毛利率	20.1%	20.2%	20.2%	20.2%	20.2%
利润总额	1.7	0.8	0.9	0.9	1.1	营业利润率	2.3%	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%
减:所得税	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4	净利润率	1.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
净利润	1.4	0.6	0.7	0.7	0.8	EBITDA/营业收入	4.0%	3.3%	3.1%	3.1%	3.0%
						EBIT/营业收入	2.9%	2.0%	1.9%	2.0%	2.0%
						运营效率					
						固定资产周转天数	69	71	65	57	48
						流动资产周转天数	-27	-29	-32	-32	-32
						流动资产周转天数	94	102	106	116	124
						应收账款周转天数	11	11	11	11	11
						存货周转天数	31	35	32	32	32
						总资产周转天数	202	225	227	224	216
						投资资本周转天数	56	63	54	44	33
						投资回报率					
						ROE	7.4%	3.3%	3.3%	3.4%	3.8%
						ROA	2.5%	0.8%	1.1%	1.1%	1.2%
						ROIC	13.1%	4.9%	7.2%	9.0%	11.5%
						费用率					
						销售费用率	13.5%	14.7%	14.7%	14.7%	14.7%
						管理费用率	2.9%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
						财务费用率	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%
						三费/营业收入	17.0%	17.8%	17.9%	17.9%	17.9%
						偿债能力					
						资产负债率	57.8%	57.9%	59.2%	60.8%	61.6%
						负债权益比	136.9%	137.7%	145.3%	155.0%	160.4%
						流动比率	0.91	0.80	0.92	0.99	1.06
						速动比率	0.59	0.52	0.68	0.71	0.81
						利息保障倍数	4.79	3.36	3.16	2.92	3.18
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	0.00	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	4.7	4.6	7.7	10.0	13.3
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	2.5	1.8	2.7	2.2	3.2
应收票据	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
预付账款	3.8	3.5	3.3	4.0	4.0
存货	7.0	6.9	6.1	7.9	7.4
其他流动资产	2.2	2.9	3.2	3.5	3.7
可供出售金融资产	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
投资性房地产	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
固定资产	14.0	13.6	12.8	12.0	11.2
在建工程	2.4	2.9	2.9	2.9	2.9
无形资产	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0
其他非流动资产	4.2	5.6	5.8	5.4	4.9
资产总额	43.5	44.5	47.2	50.6	53.4
短期债务	2.1	1.6	2.1	2.1	2.1
应付账款	10.0	9.2	9.9	10.8	11.9
应付票据	4.4	4.8	3.9	5.5	4.8
其他流动负债	5.7	9.2	9.3	9.5	11.2
长期借款	2.6	0.8	2.6	2.6	2.6
其他非流动负债	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
负债总额	25.2	25.8	28.0	30.7	32.9
少数股东权益	-0.2	-0.5	-0.6	-0.7	-0.8
股本	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
留存收益	16.3	16.9	17.6	18.3	19.1
股东权益	18.4	18.7	19.3	19.8	20.5

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1.1	0.4	0.7	0.7	0.8
加:折旧和摊销	1.3	1.8	0.9	0.9	0.9
资产减值准备	0.0	0.2	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5
投资损失	-0.0	-0.1	-	-	-
少数股东损益	-0.3	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1
营运资金的变动	-0.1	-0.7	0.4	0.9	1.4
经营活动产生现金流量	1.5	1.7	2.3	2.9	3.5
投资活动产生现金流量	-4.2	-1.5	-0.2	-0.1	0.1
融资活动产生现金流量	1.6	-1.0	1.1	-0.5	-0.3

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.61	0.28	0.29	0.31	0.36
BVPS(元)	8.22	8.50	8.79	9.10	9.46
PE(X)	42.1	91.5	87.5	83.2	71.2
PB(X)	3.1	3.0	2.9	2.8	2.7
P/FCF	260.7	69.0	15.8	27.7	19.8
P/S	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	21.2	22.9	21.0	19.0	16.8
CAGR(%)	-19.3%	23.7%	-30.2%	-19.3%	23.7%
PEG	-2.2	3.9	-2.9	-4.3	3.0
ROIC/WACC	1.3	0.5	0.7	0.9	1.1
REP	3.9	9.5	6.7	5.9	5.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

刁博洋声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	北京联系人	原晨	010-83321361
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
田星汉		010-83321362	tianxh@essence.com.cn
王秋实		010-83321351	wangqs@essence.com.cn
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人		胡珍	0755-82558073
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034