

## 全年业绩无忧，未来成长仍是关注点

——公司分析报告


 爱建证券有限责任公司  
 AJ SECURITIES CO.,LTD.

## 主要事件

近一阶段以来公司前期的增发项目及省外扩张双双取得了最新进展。同时在目前行业弱势表现中公司也体现出较强的防御性，在此我们对公司的情况进行跟踪分析。

## 点评与建议

### ✦ 增发项目显大股东信心，兼顾未来3-5年发展

目前公司的增发方案已获得了证监会的通过，增发价格也调整为 10.32 元每股，增发不超过 4419 万股，募集资金含发行费用将不超过 4.56 亿元，其中大股东将直接和间接认购总计 50% 的股权，彰显出对于公司长远发展的信心。同时就增发项目来看，募集资金扣除发行费用后将全部用于连锁超市及百货的发展，并计划以租赁店面的方式在福建省内的福州、泉州、厦门、漳州、龙岩、三明、宁德、南平等 8 个城市以及广东汕头市、贵州贵阳、遵义市发展 38 家连锁超市和 3 家百货，新增租赁面积约 35 万平方米，项目完成后预计可新增年营业收入约 31 亿元，公司平均的单店面积也有望进一步提升，保持在 5000-6000 平米左右，将为未来 3-5 年的发展打下基础。

### ✦ 募投项目的门店释放有望在明后年逐步体现

截止到今年前三季度，公司前期的募集资金已基本使用完毕，先前的三大投资项目也有所调整。其中配送中心项目改造已逐步体现，而连锁超市项目所动用募投资金的开店总数也已达 32 家，占实际使用募投资金的 95%。在这之中主要调整的门店为原拟使用资金开设的福州金山二店，截止目前尚未投入资金，现公司已终止该项目的实施，而原拟使用资金 779 万元开设的泉州洛江店，截止目前也尚未投入资金，鉴于募集资金已用完，但原物业预计将于年内交付，后续公司将以自有资金继续进行实施。我们预计公司募投项目投资门店的效益产出有望在明后年逐步体现，而全部门店的释放最快有望在后年体现。

### ✦ 收购易买得四家企业，意在拓展省外成长空间

新华都 2011-12-20

评级 推荐(维持)

目标价格	-
当前价格	11.80

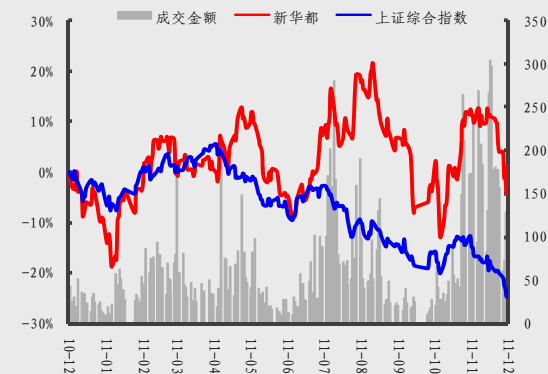
#### 基础数据

总市值(百万元)	3815
总股本/流通股本(百万)	320.64/114.58
流通市值(百万元)	3815
每股净资产(元)	2.12
净资产收益率(%)	18.53

#### 交易数据

52 周内股价区间	10.19-29.40
2011 年市盈率	27.03
市销率	0.68

#### 一年期走势图



行业研究员: 侯佳林

证书编号	S0820511030002
电话	021-32229888-3509
E-mail	houjialin@ajzq.com

#### 相关报告

《公司利润持续释放,业绩进入加速期》

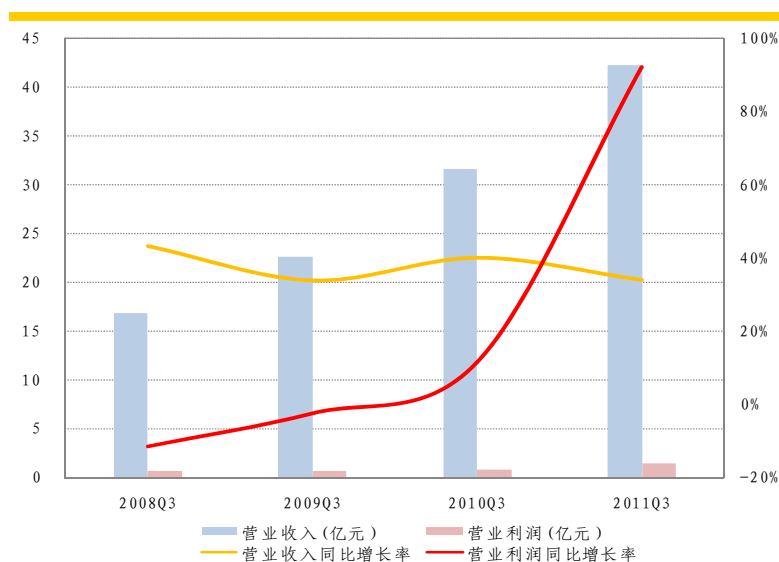
2011-09-09

今年 10 月底公司审议通过了收购株式会社易买得所属四家外商独资企业的议案，这四家公司分别是宁波易买得、常州新世界易买得、泰州新世界和杭州易买得，总交易价格为 1.25 亿元。我们认为本次交易价格相比出售方提供的基准净资产 2.78 亿元来看仍是相对合理的，同时公司通过收购易买得所属四家外商独资企业 100% 的股权，有利于公司快速介入江苏、浙江当地的零售市场，并能拓展公司省外的发展空间对实现公司战略目标将有积极影响，但短时间内是否能取得一定经营效果仍值得进一步观察。

### ✦ 前三季度业绩增长较好，全年较快增长基本无忧

公司前三季度营业收入 42.20 亿元，同比增长 33.80%，实现营业利润 1.36 亿元，同比增长 92.18%。归属于母公司所有者净利润 1.13 亿元，同比增长 72.06%，对应每股收益为 0.35 元。公司三季度净利润相较于半年报增速的 57.21% 有所上升，主要原因在于一是公司前三季度受益物价水平营收提高得以保障；二是年初以来开店速度放缓且部分门店陆续渡过培育期致使三季度费用率下降 0.80 个百分点，而毛利率上涨 0.30 个百分点业绩得以释放。同时以全年的角度看，尽管我们认为公司下半年的同店增长将有所放缓，但预计全年公司主力门店的同店增长仍将在 10-15% 的水平，其中业绩相对较好的门店增长有望超过 15%，再结合公司前三季度的业绩，我们认为公司全年业绩实现高增长并实现第一期行权目标的概率较大。

图1 公司近年三季度业绩增长情况



数据来源：WIND，爱建证券研发部

### ✦ 股权激励赋有挑战，有利促进公司业绩增长

在公司股权激励考核方案中，2011年是股权激励第一期的考核年份，需要达到的行权条件是公司2011年度经审计加权平均净资产收益率不低于13%；主营业务收入较2009年度增长率达到或超过56.30%；净利润较2009年度增长率达到或超过96.20%。我们认为公司今年业绩达到56%以上的可能性不低，而净利润提升到96%的水平虽然有一定难

## 公司研究

度，但在今年公司明显减少了开店数量、物价水平总体较高并有效降低了费用率的情况下，公司实际完全有能力达到这个目标的，未来公司的主要经营难点仍是在销售收入的提升方面，在这个方面行权条件应该说是赋有挑战的，但同样我们也认为随着公司增发与募集项目的就绪以及省外收购项目的完成，公司股权激励的进一步实施也利于促进公司今后业绩的较好增长。

表1 公司股权激励计划的行权条件

行权期	业绩指标
第一个行权期	公司2011年度经审计加权平均净资产收益率不低于13%;公司2011年度经审计主营业务收入较2009年度增长率达到或超过56.30%;公司2011年度经审计净利润较2009年度增长率达到或超过96.20%。
第二个行权期	公司2012年度经审计加权平均净资产收益率不低于13.50%;公司2012年度经审计主营业务收入较2009年度增长率达到或超过120.20%;公司2012年度经审计净利润较2009年度增长率达到或超过151.10%。
第三个行权期	公司2013年度经审计加权平均净资产收益率不低于14%;公司2013年度经审计主营业务收入较2009年度增长率达到或超过189.80%;公司2013年度经审计净利润较2009年度增长率达到或超过221.30%。

数据来源：WIND，爱建证券研发部

#### ✦ 公司毛利仍可提高, 预计综合毛利维持18-20%难度不大

近年来公司百货产品的销售占比不断下将，而一些如食品、日用品、生鲜类的销售占比逐步提高。在毛利率方面，我们认为尽管公司20%左右的综合毛利在行业内并不低，但这一部分的贡献在某种程度上主要来自非主营业务的较高毛利。相较同省的永辉超市，公司在超市类产品的经营规模、产品选择度、人员配备及与供应商的合作等方面仍可有提高与改善的空间。不过，现阶段我们预计公司在日用品与食品方面的毛利将略有提高，有望整体达到16%左右，而其他后台业务如信息、咨询业务的收入仍将在100%的水平总体上仍能确保公司综合毛利18-20%的水平不变。

#### ✦ 维持公司“推荐”的投资评级

我们认为明、后两年是公司发展的关键时期，作为区域内百货+超市的本土龙头企业，目前需要看到是未来3-5年公司在福建省内的门店拓展空间将会遇到瓶颈，而公司在省外的门店拓展将是至关重要的，尤其是在贵州与广东东部地区试点的成功与否对公司省外开拓的前景具有参考意义，当然近期我们还看到公司收购了易买得的四家公司开始北上拓展，这对未来公司可能的跨区域经营同样具有战略意义。不过，目前公司的门店发展策略主要仍是围绕二线城市、县及县以下地区为中心密集铺店，同时公司现阶段的业态经营模式也较适合在这一地区拓展。就今年情况而言，2011年是公司股权激励的第一年，业绩上实现较快增长的难度并不大，未来公司股权激励的进一步实施也有助于公司业绩继续向好，我们预计2011-12年公司每股收益分别为0.42、0.54元，尽管估值略高，但未来成长性仍值得期待，维持公司“推荐”的投资评级。

表2 公司主要财务数据及预测

单位: 百万元	2010A	2011E	2012E
营业收入	4364	5901	7553
收入同比增长 (%)	40.36%	35.19%	28.01%
减: 营业成本	3488	4710	6045
营业税金及附加	24	30	38
资产减值损失	20	0	0
销售费用	636	850	1071
管理费用	112	145	184
财务费用	3	2	1
投资净收益	1	0	0
加: 公允价值变动净收益	0	0	0
营业利润	81	164	214
加: 其他非经营性损益	2	0	0
利润总额	82	164	214
减: 所得税费用	18	37	49
净利润	65	127	165
减: 少数股东权益	-12	-10	-8
归属母公司的净利润	77	137	173
EPS (全面摊薄/元)	0.24	0.42	0.54

数据来源: 爱建证券研发部

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

报告发布日后的 6 个月内，公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司评级

强烈推荐：预期未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅 15%以上  
推荐：预期未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅 5%~15%  
中性：预期未来 6 个月内，个股相对大盘变动在  $\pm 5\%$  以内  
回避：预期未来 6 个月内，个股相对大盘跌幅 5%以上

### 行业评级

强于大势：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘涨幅 5%以上  
同步大势：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘涨幅介于  $-5\%$  ~  $5\%$  之间  
弱于大势：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘跌幅 5%以上

## 重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。