

四线蓝海深度挖掘 短板差距“乘胜追击”

——新华都（002264）调研快报

2012年2月13日

推荐/维持

新华都

调研快报

高坤	零售行业分析师	执业证书编号: S1480511110001
	010-66554016	gaokun0303@dxzq.net.cn

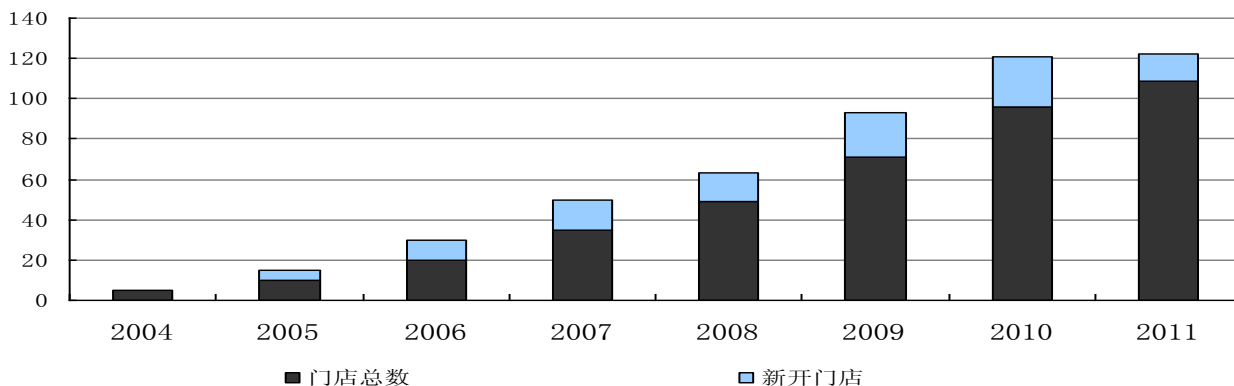
事件:

近日,我们对公司进行了实地调研,并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

1. 纵向下沉为主、横向跨区为辅的双轨外延战略。

经过 2008-2010 年三年的高速外延和业绩沉默期之后,公司 2011 年的外延速度放缓至 15 家,但业绩也进入了爆发期。虽然与永辉超市存在一定的差距,但与后者全国布局的战略不同,其对当地市场的渗透率较高。依托在闽南已有的优势,新华都在定增募投的 41 家门店中,仍以福建省内为主要外延区域(面积占比在 70% 以上),其中县、镇级门店占比接近一半。包括广东省汕头市、贵州省贵阳市、贵州省遵义市在内的省外门店共 10 个。12 年计划新开 30 家门店,其中百货业态的扩张以每年一家的速度稳步推进。

图 1: 公司外延速度趋势



资料来源: 东兴证券研究所

从目前我国超市企业的阵营来看,第一梯队的沃尔玛、大润发以及乐购都没有大范围的下沉,三大巨头的卖场管理优势和后台网络足以支撑其一二线城市更广泛的布局,这同时形成了区域型超市渠道下沉的先发优势和空间。不同于其他的零售企业,公司依托集团的优势更擅长通过资本手段实现“借力外延”。去年收购的苏浙地区韩国易买得四家公司 6 家门店以及与福建省供销合作社联合社的战略合作都为其在三四线县镇级市场的蓝海奠定了基础: 首先,福建省供销合作社的现有网点资源在 200 家左右,合作的方式主要是利用其网点资源来发挥公司自身的采购及运营优势。这类网点的增长主要来源于量对于价的逐步放大效应,也即高毛利率与低平效共存的单店特点,可以随着网点规模的不断扩大而不断提升高毛利率的权重。虽然目前该项目的推进略有滞后,但在商务部提出的零售行业十二五期间发展指导意见中也明确提出要大力发展社区、农村连锁零售网点,持农村商贸服务中心建设,提供家电等产品售后服务以及农产品市场信息、金融和通讯服务。政策孵化将有助于与合作进程的加快和方式的不断深化、多元化,也有望打造出这一蓝海领域的合作典

范。此外，随着福州城市中心的不断扩大，新城区不断增多，相关商业配套的需求也应运而生，从而为公司本土化的发展提供了契机。另外在跨区扩张中，易买得在苏浙地区的门店以2万平方米左右的大店为主，也符合公司跨区以大卖场业态作为突破口的战略。但基于前期亏损较多且公司在相关地区的品牌效应尚未建立，可能短期内难以扭亏。

2. 人力和物流是制衡公司中长期发展的主要瓶颈。

公司过去新开门店的平均盈利周期在6-12个月，平均单店面积6000平方米左右，低于永辉的卖场平均面积。也同时在尝试2万平方米以上的大店，去年刚开业的厦门集美店就在2万平方米以上，通过三分之二的租赁模式实现了较快的培育期过渡和强劲的增长。基于单店及整体规模的不断扩张和对于百货日用品类优势的巩固（18.76%的日用品毛利率高于同行平均水平），综合毛利率稳步提升的态势基本确立。而就市场对于政府整治渠道费的措施，福州地区已经开始进行，公司的后台毛利率在5个百分点左右，整体影响不大，可以通过优化供应商组合以及费用目录进行规避。

在毛利率增长相对确定的背景下，人力成本压力将成为公司乃至整个行业中长期发展的主要瓶颈之一。对于超市而言生鲜是最难以通过机械化取代人力的部门，也是员工流失率最高的出口，公司目前每年的人力支出增长在20%左右，基层员工的流失率仍然高达50%。而股权激励的落定一定程度上稳定了中高层管理，31%和28%的收入及利润复合增速也是公司较为合理可控的激励范畴。在后台方面，公司的自配比例和直采比例与龙头企业的差距也在缩小，新建的泉州和三明两大配送中心，后者已经投入使用，但辐射范围依然有限，仅局限于福州、三明等地，难以满足未来进一步的县镇级下沉和横向的省外扩张，另一方面，集团优势和定增资金则对公司后台进一步的提升都大有裨益。

表 1：超市类企业品类毛利率水平对比（2011 中、%）

	永辉超市	新华都	人人乐
生鲜	12.96	11.92	5.97
百货日用品	17.64	18.8	10 左右
食品		14.35	10.18
服装	28.17	—	21.49
综合毛利率	19.33	20.17	20.15

资料来源：WIND, 东兴证券研究所

3. 关于电子商务冲击与超市类企业发展的探讨。

电商亏损式的价格战略在一定时期内对于传统的零售渠道确实有一定冲击，但其一旦进入盈利期，线上与线下的竞争将转变为各取所需的和平期。基于超市所主营的品类而言，受冲击程度略好于百货业态，生鲜基于运输半径的有限和冷链等第三方配套的缺失很难大规模转移至线上；而百货日用品类则由于较低的单价，使得单位商品的物流配送成本占比过高，以京东为代表的免费配送红利的逐渐消失，更加促使了该品类消费的线下化；而以家电、玩具、奶粉为代表的三大日用品类则受到网购的冲击最大，超市类企业也通过品类管理及组合不断的动态调整而趋利避害。

中国的超市业态，以沃尔玛、大润发、乐购为代表的第一阵营已经基本巩固，无论从网络优势还是后台支持方面，这类企业线上与线下的融合更具备可行性；而诸如新华都之类的区域型超市还是以第一阵营短期所难

以顾及而以家乐福及日韩超市为代表的衰落阵营又释放出的三四线地区纵向开拓为主导，没有必要顺势而为的仓促涉足电商领域。

结论：

公司与永辉在福建地区的竞争不可避免，但两者的优势区域基本错位，公司的核心潜力则在于通过错位“借力发展”实现县镇级蓝海的深度挖掘。而集团的背景优势和定增项目的推进有利于其自身短板的提升。我们预计公司11-13的EPS分别为0.40、0.52、0.66元，对应的PE分别为27、21、17倍，综合考虑到大股东现金参与定向增发凸显的管理层信心和公司年报后股权激励行权期的到来，我们给予公司6个月目标价12.78元，距当前价格仍有17%的涨幅，维持公司“推荐”的投资评级。

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。