

新华都（002264.SZ）：增长疲弱、费用控制不力，维持卖出评级

最新调整

公司在福建市场的地位持续受到永辉超市的压制，在外地市场经营持续亏损，2013年始陆续关闭外地门店，主业经营压力较大。我们将12个月目标价从4.7元调整至5.30元以体现疲弱的收入增长和费用压力，目标价对应2015年34倍PE，隐含38%的下行空间，维持卖出评级。

投资观点

1、收入增长疲弱。受行业竞争和电商冲击等因素影响，公司2014年同店销售额增速持续为负，我们认为中短期难以看见转好迹象。

2、费用率高企，控制不力。我们预计公司销售和管理费用率将从2014年的18.78%升至2015年的18.85%，较2011年上升2.4个百分点，费用率持续高企可能会侵蚀公司盈利能力。

估值

为体现疲弱的收入增长和费用压力，我们将新华都2014-2016年EPS从0.22/0.26/0.32元调整为0.07/0.15/0.18元，并推出2017年预测0.19元，隐含的2014-17年年均复合增速为37%。我们将公司估值方法由PEG(1X)变更为EV/GCI vs. CROCI/WACC(1.5X)，盈利预测的调整被估值方法的调整所抵消。新的12个月目标价5.30元（原为4.70元）隐含34倍2015年PE和38%的下行空间，维持公司卖出评级。

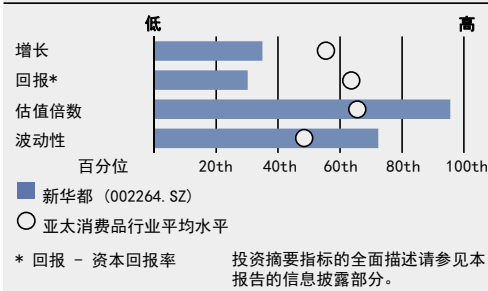
主要风险

同店销售增速高于/低于预期；费用控制好于/低于预期。

所属投资名单
亚太卖出名单

行业评级：中性

投资摘要



主要数据	当前
股价 (Rmb)	8.50
12个月目标价格 (Rmb)	5.30
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	4,602.8 / 735.0
外资持股比例 (%)	-

	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
每股盈利 (Rmb)	(0.44)	0.07	0.15	0.18
每股盈利增长 (%)	(248.1)	116.8	109.7	14.4
每股摊薄盈利 (Rmb)	(0.44)	0.07	0.15	0.18
每股基本盈利 (Rmb)	(0.44)	0.09	0.15	0.18
市盈率 (X)	NM	115.8	55.2	48.3
市净率 (X)	3.0	4.3	4.0	3.7
EV/EBITDA (X)	23.7	24.1	20.9	18.1
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产回报率 (%)	(20.0)	3.8	7.5	7.9
CROCI (%)	8.1	7.0	9.2	9.3

股价走势图



股价表现 (%)	3个月	6个月	12个月
绝对	5.1	8.4	(2.3)
相对于上证A股指数	(8.0)	(27.9)	(43.3)

资料来源：公司数据，高盛研究预测，FactSet（股价为3/16/2015收盘价）

新华都：财务数据概要

损益表(Rmb mn)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	资产负债表(Rmb mn)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
主营业务收入	7,379.7	7,023.8	7,378.9	7,728.0	现金及等价物	673.9	275.6	435.1	345.6
主营业务成本	(5,925.0)	(5,599.2)	(5,875.6)	(6,153.4)	应收账款	334.1	288.7	303.2	317.6
销售、一般及管理费用	(1,573.7)	(1,361.3)	(1,435.5)	(1,493.8)	存货	699.1	660.7	693.3	726.1
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	225.6	225.6	225.6	225.6
其它营业收入/(支出)	(18.2)	(17.3)	(18.2)	(19.1)	流动资产	1,932.8	1,450.5	1,657.3	1,615.0
EBITDA	100.6	195.0	216.6	244.2	固定资产净额	474.5	532.0	590.2	645.6
折旧和摊销	(237.9)	(149.1)	(167.1)	(182.6)	无形资产净额	30.8	29.5	28.2	26.9
EBIT	(137.3)	46.0	49.5	61.6	长期投资	682.4	1,082.1	1,082.1	1,082.1
利息收入	14.4	10.1	4.1	6.5	其它长期资产	671.7	621.0	566.7	499.7
财务费用	(12.2)	(14.5)	(19.1)	(17.6)	资产合计	3,792.2	3,715.1	3,924.4	3,869.3
联营公司	1.0	0.0	0.0	0.0	应付账款	1,437.2	920.4	1,046.3	1,095.8
其它	(56.1)	22.5	76.6	76.6	短期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	(190.2)	64.1	111.2	127.1	其它流动负债	1,346.3	1,346.3	1,346.3	1,346.3
所得税	(73.8)	(16.0)	(27.8)	(31.8)	流动负债	2,783.5	2,266.7	2,392.7	2,442.1
少数股东损益	27.7	0.0	0.0	0.0	长期贷款	0.0	400.0	400.0	200.0
优先股股息前净利润	(236.3)	48.0	83.4	95.4	其它长期负债	3.1	3.1	3.1	3.1
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	3.1	403.1	403.1	203.1
非经常性项目前净利润	(236.3)	48.0	83.4	95.4	负债合计	2,786.7	2,669.8	2,795.8	2,645.3
税后非经常性损益	0.0	(8.3)	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	(236.3)	39.8	83.4	95.4	普通股权益	1,037.2	1,077.0	1,160.4	1,255.7
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)	(0.44)	0.09	0.15	0.18	少数股东权益	(31.7)	(31.7)	(31.7)	(31.7)
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)	(0.44)	0.07	0.15	0.18	负债及股东权益合计	3,792.2	3,715.1	3,924.4	3,869.3
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)	(0.44)	0.07	0.15	0.18	每股净资产(Rmb)	1.92	1.99	2.14	2.32
每股股息(Rmb)	0.00	0.00	0.00	0.00					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0					
自由现金流收益率(%)	(5.4)	(8.7)	3.5	2.4					
增长率和利润率(%)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	比率	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
主营业务收入增长率	10.8	(4.8)	5.1	4.7	CROCI(%)	8.1	7.0	9.2	9.3
EBITDA增长率	(69.4)	93.9	11.1	12.7	净资产回报率(%)	(20.0)	3.8	7.5	7.9
EBIT增长率	(182.9)	133.5	7.7	24.4	总资产回报率(%)	(6.6)	1.1	2.2	2.4
净利润增长率	(248.1)	116.8	109.7	14.4	平均运用资本回报率(%)	2.9	5.2	6.7	6.9
每股盈利增长	(248.1)	116.8	109.7	14.4	存货周转天数	43.7	44.3	42.1	42.1
毛利率	19.7	20.3	20.4	20.4	应收账款周转天数	14.4	16.2	14.6	14.7
EBITDA利润率	1.4	2.8	2.9	3.2	应付账款周转天数	70.6	76.8	61.1	63.5
EBIT利润率	(1.9)	0.7	0.7	0.8	净负债/股东权益(%)	(67.0)	11.9	(3.1)	(11.9)
					EBIT利息保障倍数(X)	63.7	10.4	3.3	5.6
现金流量表(Rmb mn)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	估值	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
优先股股息前净利润	(236.3)	48.0	83.4	95.4	基本市盈率(X)	NM	115.8	55.2	48.3
折旧及摊销	237.9	149.1	167.1	182.6	市净率(X)	3.0	4.3	4.0	3.7
少数股东权益	(27.7)	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA(X)	23.7	24.1	20.9	18.1
运营资本增减	135.4	(432.9)	78.7	2.3	企业价值/总投资现金(X)	1.3	1.6	1.6	1.6
其它	66.4	0.0	0.0	0.0	股息收益率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
经营活动产生的现金流	175.7	(244.1)	329.2	280.3					
资本开支	(340.0)	(154.6)	(169.7)	(169.7)					
收购	(19.8)	0.0	0.0	0.0					
剥离	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	(185.3)	(399.7)	0.0	0.0					
投资活动产生的现金流	(545.1)	(554.3)	(169.7)	(169.7)					
支付股息的现金(普通股和优先股)	(32.5)	0.0	0.0	0.0					
借款增减	0.0	400.0	0.0	(200.0)					
普通股发行(回购)	4.5	0.0	0.0	0.0					
其它	0.0	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	(28.0)	400.0	0.0	(200.0)					
总现金流	(397.4)	(398.4)	159.5	(89.4)					

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。

资料来源：公司数据、高盛研究预测