



分析师

张新红

电话: 010-88085956

Email: zhangxinhong@hysec.com

批发和零售贸易
中性 (下调)



新华都/年报点评

费用侵蚀利润, 10年继续高速扩张

年报内容: 实现收入 31.09 亿元, 同比增长 36.41%, 其中超市业务实现 24.7 亿元, 增长 30.87%, 百货业务 4.8 亿元, 增长 72.15%。实现净利润 6868.6 以亿元, 比去年同期增长 6.54%。分配方案: 每 10 股派发现金红利 1.00 元。同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增 5 股。

年报点评:

公司的收入增长符合预期, 利润增长低于预期, 主要是2009年销售费用水平较上年增加1.2个百分点, 侵蚀了利润空间。毛利率下降了0.17个百分点, 在金融危机、CPI长期负数和行业竞争加剧导致频繁促销三重因素影响下, 公司毛利率保持水平尚属不错。

销售费用费用率上升原因: 提高了员工的工资和福利待遇; 为适应公司的发展战略, 储备部分人员, 以应对快速开店的需要; 2009年12月, 5家新店从筹备到集中开店, 前期开办费进入当期, 但销售与费用不同步体现, 使当期费用水平上升; 新开门店单位租金的上涨以及每年的租金自然增长。

2009年公司共新增门店23家, 增幅32%。截至2009年末, 公司在福建省内共拥有连锁门店71家, 公司连锁门店面积达到44.7万平方米。09年新开店13家, 收购门店10家。此外四季度完成莆田市国货精品商贸有限公司4家、泉州奇龙超市5家收购, 10年开业。

公司10年经营目标: 实现营业收入40亿元, 增幅为30%; 净利润比上年同期增长0-30%, 2010年拟新增30家连锁门店。公司10年依然维持快速扩张的策略将使费用率维持在较高水平, 此外渠道下沉策略将使物流和配送体系建设日益紧迫, 因此我们认为10年收入利润不对称增长的状况将继续。我们维持10年收入预测, 盈利预测下调至0.83元, 按照38.3元的最新收盘价, 对应10年PE为45倍。由于前期受海西概念及高送转预期影响, 公司涨幅较大, 估值已不具备优势, 下调评级至“中性”。

门店	2008	2009	2010E	2011E	2012E
超市 可比门店	76,000	147,000	196,800	284,000	404,000
增长%		93.4%	33.9%	44.3%	42.3%
数量	19	35	48	71	101
单店销售	4,000.0	4,200.0	4,100.0	4,000.0	4,000.0
成本	61,180.0	119,070.0	158,424.0	228,620.0	325,220.0
毛利率	19.5%	19.0%	19.50%	19.50%	19.50%
次新门店	45,500	45,500	78,200	99,000	82,500
增长%		0.0%	71.9%	26.6%	-16.7%
数量	13	13	23	30	25
单店销售	3,500.0	3,500.0	3,400.0	3,300.0	3,300.0
成本	37,537.5	37,765.0	64,906.0	82,170.0	68,475.0
毛利率	17.5%	17.0%	17.00%	17.00%	17.00%
新增门店	32,500	57,499	72,000	58,750	57,500
增长%		76.9%	25.2%	-18.4%	-2.1%
数量	13	23	30	25	25
单店销售	2,500.0	2,500.0	2,400.0	2,350.0	2,300.0
成本	28,762.5	51,174.1	63,720.0	51,993.8	50,887.5
毛利率	11.5%	11.0%	11.50%	11.50%	11.50%
百货 福州元洪店	3,450	3,623	4,058	4,464	4,910
增长%		5.0%	12.0%	10.0%	10.0%
经营面积 (万平米)	1	1	1	1	1
平销	3,000.0	3,150.4	3,528.5	3,881.3	4,269.5
成本	2,760.0	2,916.5	3,266.5	3,593.1	3,952.5
毛利率	20.0%	19.5%	19.50%	19.50%	19.50%
泉州丰泽店	18,996	28,000	33,880	38,962	44,806
增长%		47.4%	21.0%	15.0%	15.0%
经营面积 (万平米)	3	3	3	3	3
平销	6,505.5	9,589.0	11,602.7	13,343.2	15,344.6
成本	15,576.7	22,680.0	27,442.8	31,559.2	36,293.1
毛利率	18.0%	19.0%	19.00%	19.00%	19.00%
三名列东		4,350	4,829	5,311	5,842
增长%			11.0%	10.0%	10.0%
经营面积 (万平米)		1	1	1	1
平销		3,000.0	3,330.0	3,663.0	4,029.3
成本		3,806.3	4,224.9	4,647.4	5,112.2
毛利率		12.5%	12.50%	12.50%	12.50%
福州宝龙		8,000	8,880	9,768	10,745
增长%			11.0%	10.0%	10.0%
经营面积 (万平米)		3	3	3	3
平销		5,000.0	2,930.7	3,223.8	3,546.1
成本		6,960.0	7,636.8	8,302.8	9,025.6
毛利率		13.0%	14.00%	15.00%	16.00%
东街口		4,300	4,773	5,250	5,775
增长%			11.0%	10.0%	10.0%
经营面积 (万平米)		2	2	2	2
平销		2,500.0	2,386.5	2,625.2	2,887.7
成本		3,741.0	4,152.5	4,567.8	5,024.5
毛利率		13.0%	13.00%	13.00%	13.00%

财务报表及财务指标预测					2010年2月26日				
利润表	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	310,923.8	417,335.2	520,812.7	632,917.0	成长性				
减:营业成本	252,333.4	338,775.1	420,853.6	509,894.2	营业收入增长率	36.4%	34.2%	24.8%	21.5%
营业税	1,684.6	20.9	26.0	31.6	营业利润增长率	0.2%	35.9%	60.4%	44.4%
销售费用	41,572.2	56,340.2	68,747.3	82,279.2	净利润增长率	6.5%	29.9%	60.1%	44.2%
管理费用	7,967.8	11,268.0	13,541.1	15,822.9	EBITDA增长率	3.7%	41.1%	53.7%	36.8%
财务费用	-689.3	-316.3	-	-543.6	EBIT增长率	-9.0%	44.3%	65.1%	41.3%
资产减值损失	10.4	313.3	111.5	115.3	NOPLAT增长率	-10.3%	47.5%	64.8%	41.2%
加:公允价值变动收	-	-	-	-	投资资本增长率	146.4%	57.9%	68.9%	75.9%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	净资产增长率	2.9%	3.4%	21.0%	25.0%
营业利润	8,044.8	10,933.8	17,533.2	25,317.4	利润率				
加:营业外净收支	141.6	217.3	320.8	432.9	毛利率	18.8%	18.8%	19.2%	19.4%
利润总额	8,186.3	11,151.2	17,854.0	25,750.3	营业利润率	2.6%	2.6%	3.4%	4.0%
减:所得税	1,622.2	2,230.2	3,570.8	5,150.1	净利润率	2.2%	2.1%	2.7%	3.3%
净利润	6,868.6	8,920.9	14,283.2	20,600.3	EBITDA/营业收入	3.4%	3.5%	4.4%	4.9%
资产负债表	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	2.4%	2.5%	3.4%	3.9%
货币资金	34,439.3	63,252.4	80,823.9	108,726.8	运营效率				
交易性金融资产	-	-	-	-	固定资产周转天数	28	27	25	24
应收帐款	6,540.0	7,436.9	9,280.9	11,278.6	流动营业资本周转天数	-35	-37	-37	-38
应收票据	1.0	-	-	-	流动资产周转天数	92	89	98	103
预付帐款	7,715.5	11,685.4	14,582.8	17,721.7	应收帐款周转天数	1	1	1	1
存货	32,402.8	41,524.8	51,820.9	62,975.2	存货周转天数	32	32	32	33
其他流动资产	854.1	1,386.1	1,903.5	2,464.0	总资产周转天数	142	131	126	129
可供出售金融资产	-	-	-	-	投资资本周转天数	-5	-6	-8	-12
持有至到期投资	-	-	-	-	投资回报率				
长期股权投资	-	-	-	-	ROE	12.5%	16.4%	21.7%	25.0%
投资性房地产	-	-	-	-	ROA	4.7%	5.4%	7.1%	8.2%
固定资产	28,588.4	34,145.7	39,244.3	44,086.5	ROIC	-256.5%	-153.6%	-160.3%	-133.9%
在建工程	-	-	-	-	费用率				
无形资产	220.0	208.7	260.4	316.5	销售费用率	13.4%	13.5%	13.2%	13.0%
其他非流动资产	28,280.5	4,218.1	4,218.1	4,218.1	管理费用率	2.6%	2.7%	2.6%	2.5%
资产总额	139,041.5	163,858.1	202,134.6	251,787.4	财务费用率	-0.2%	-0.1%	0.0%	-0.1%
短期债务	310.8	-	-	-	三费/营业收入	19.1%	19.7%	20.2%	20.3%
应付帐款	46,062.7	58,426.9	72,913.8	88,608.4	偿债能力				
应付票据	445.8	500.8	625.0	759.5	资产负债率	62.1%	66.9%	67.6%	66.9%
其他流动负债	39,085.2	50,298.0	62,715.3	76,167.8	负债权益比	164.1%	201.7%	208.2%	202.5%
长期借款	-	-	-	-	流动比率	0.95	1.14	1.15	1.22
其他非流动负债	-	-	-	-	速动比率	0.57	0.76	0.78	0.84
负债总额	86,394.8	109,817.4	137,156.2	166,774.2	利息保障倍数	-10.67	-33.57	-	-45.57
少数股东权益	2,090.3	2,090.3	2,090.3	2,090.3	分红指标				
股本	10,688.0	10,688.0	10,688.0	10,688.0	DPS(元)	-	0.13	0.20	0.29
留存收益	39,868.4	41,661.2	53,087.7	69,567.9	分红比率	0.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股东权益	52,646.7	54,439.4	65,866.0	82,346.2	股息收益率	0.0%	0.3%	0.5%	0.8%
现金流量表	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	6,564.2	8,920.9	14,283.2	20,600.3	EPS(元)	0.64	0.83	1.34	1.93
加:折旧和摊销	6,378.8	4,187.3	5,225.5	6,350.3	BVPS(元)	4.93	5.09	6.16	7.70
资产减值准备	10.4	313.3	111.5	115.3	PE(X)	59.6	45.9	28.7	19.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	PB(X)	7.8	7.5	6.2	5.0
财务费用	36.5	-	-316.3	-	P/FCF	38.9	33.3	19.6	14.4
投资收益	-	-	-	-	P/S	1.3	1.0	0.8	0.6
少数股东损益	-304.4	-	-	-	EV/EBITDA	33.7	23.5	14.5	9.7
营运资金的变动	8,682.9	33,455.8	11,713.7	12,690.2	CAGR(%)	19.5%	7.0%	30.0%	46.4%
经营活动产生现金	21,862.1	46,561.0	31,333.8	39,212.4	PEG	3.0	6.5	1.0	0.4
投资活动产生现金	-25,076.2	-9,994.7	-10,399.5	-11,266.5	ROIC/WACC	-	-	-	-
融资活动产生现金	-6,053.6	-6,676.7	-2,142.5	-2,546.4	REP	-	-	-	-

销售经理：万玮
联系电话：010-88085950
电子信箱：wanwei1@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5% 以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5% 以上