

新华都(002264.SZ)

超市零售行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

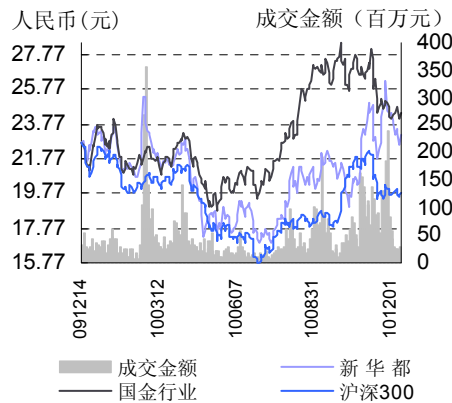
市价(人民币): 23.15元

股权激励促进业绩提升, 未来增长可期

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	56.49
总市值(百万元)	3,711.41
年内股价最高最低(元)	26.23/16.87
沪深300指数	3161.98
中小板指数	7506.27



相关报告

1. 《股权激励计划推动未来业绩高速增长》, 2010.11.26

文瑶

联系人
(8621)61038260
wenyao@gjzq.com.cn

张斌

分析师 SAC 执业编号: S1130206080208
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.603	0.643	0.517	0.896	1.231
每股净资产(元)	4.79	4.73	3.67	4.57	5.80
每股经营性现金流(元)	1.47	2.05	3.24	2.86	3.46
市盈率(倍)	30.06	54.46	44.79	25.85	18.80
行业优化市盈率(倍)	29.12	59.57	59.57	59.57	59.57
净利润增长率(%)	-11.71%	6.54%	20.64%	73.26%	37.51%
净资产收益率(%)	12.60%	13.59%	14.08%	19.61%	21.24%
总股本(百万股)	106.88	106.88	160.32	160.32	160.32

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **股权激励方案保证未来收入和利润保持较快增速:** 新华都于 2010 年 11 月公布《首期股票期权激励计划(草案)(修订稿)》及其他相关文件, 约定行权期限为股票期权授权之日起 4 年, 其中行权条件的业绩指标要求 2013 年销售收入达到 90 亿元, 净利润(扣非后)达到 21.7 亿元, 若扣除行权费用, 则实际净利润增长将更快。
- **门店加速扩张推动收入增长, 毛利率稳步提升:** 新华都自 2006 年开始通过跨区并购实现门店总数和销售收入的快速增加, 2009 年门店扩张提速, 预计 2011-2012 年年均新增门店 30 家, 平均收入增速在 30% 以上, 同时门店将实现向福建全省及二线城市全面扩张; 通过提高商品统采及直营比例, 新华都的毛利率持续提高, 三大物流基地的建设及投入使用可在未来 2 年内显著提高公司配送效率及减低缺货率, 保证毛利率提升空间。
- **竞争层级差异化不惧永辉超市竞争:** 永辉超市是福建省最大的超市连锁企业, 我们分析后认为永辉与新华都的竞争层级有显著差异, 前者生鲜销售占比超过 50%, 消费层级大众化使其门店档次提升有难度; 而新华都的综合卖场定位使其单店拥有更大的非生鲜食品及非食品类商品销售品种和规模; 同时永辉超市目前的扩张重点集中于省外, 对新华都在福建省内扩张的影响有限。

投资建议

- 考虑到股权激励方案实施后公司业绩增速有保证, 同时近 3 年门店扩张提速推动收入快速增长, 经营改善及物流体系升级保证毛利率稳步提高, 我们给予公司“买入”评级。

估值

- 我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别达到 0.517 元、0.896 元和 1.231 元, 给予公司未来 6-12 个月 29.5 元-31.3 元目标价位, 相当于 33x11PE-35x11PE。

风险

- 公司多采用并购当地龙头超市实现异地扩张, 若并购整合不力, 则存在盈利期延迟甚至区域长期亏损风险。

内容目录

公司盈利预测及说明	4
盈利预测的假设条件	4
收入及盈利预测.....	4
股权激励方案保证收入与利润增速	6
收入稳步增长，毛利率逐年提升.....	8
门店高速扩张推动收入快速增长	8
经营优化推动毛利率平稳上升	9
扩展战略：省内扩张为主，开拓二级市场	11
中心城市竞争饱和，二级市场扩张具备先发优势	11
异地并购实现收入规模快速增长	13
永辉超市发展对公司省内扩张影响有限.....	14
估值与投资建议.....	15
相对估值	15
绝对估值	16
投资建议	16
风险提示	16
附录：三张报表预测摘要	18

图表目录

图表 1：利润表预测 单位：百万元.....	4
图表 2：分区域门店统计及收入预测 单位：百万元.....	5
图表 3：历年各类费用占主营业务收入比重情况	6
图表 4：新华都股权激励草案的行权时间安排.....	6
图表 5：新华都股权激励草案的行权条件	7
图表 6：行权条件对公司业绩增长的要求测算 单位：百万元	7
图表 7：门店分布及单点平均面积 单位：平米.....	8
图表 8：门店数量及经营面积增长情况.....	8
图表 9：历年收入及收入增速 单位：百万元.....	8
图表 10：各区域销售收入及占比 单位：百万元.....	9
图表 11：各区域门店数量及占比	9
图表 12：主营业务收入及毛利率 单位：百万元.....	9
图表 13：分品类收入及占比 单位：百万元.....	10
图表 14：分品类毛利率	10
图表 15：新华都门店及物流配送中心分布图.....	11
图表 16：新华都已有及新建物流基地情况	11

图表 17: 福建省各地级市的超市容量测算	12
图表 18: 人均消费性支出 单位: 万元	12
图表 19: 人均 GDP 单位: 万元	12
图表 20: 过去 5 年公司在各城市门店扩张情况	13
图表 21: 历年门店收购情况	14
图表 22: 新华都与永辉超市对比	14
图表 23: 永辉超市各类商品毛利率及收入占比	15
图表 24: 新华都各类商品毛利率及收入占比	15
图表 25: 超市主要上市公司估值水平比较 单位: 亿元、元	16
图表 26: DCF 估值假设条件及结果 单位: 百万元	16
图表 27: 敏感性分析	16

公司盈利预测及说明

盈利预测的假设条件

- 我们基于以下条件预测公司未来 3 年的盈利状况：
 - 公司 2011-2012 年保持较快开店速度，年均新增 30 家左右。
 - 新开超市经营面积平均在 6000 平米以上，且培育期在 2 年左右。
 - 管理费用和销售费用随着门店扩张自然增长，租金费用受租期影响平缓上涨，人员工资水平未来两年的年均增幅控制在 10%-20%。

收入及盈利预测

- 我们预测新华都 2010-2012 年的收入及利润增长情况如下：
 - 预测 2010-2012 年新华都主营业务收入分别达到 44.39 亿元、59.90 亿元和 77.25 亿元，分别同比增长 42.8%、34.9%和 29%。
 - 预测公司未来 3 年毛利率略有上升，分别达到 19.7%、20.3%和 20.6%，毛利额分别同比增长 49.1%、38.9%和 31.1%。
 - 公司未来 3 年净利润分别达到 8.29 亿元、14.36 亿元和 19.74 亿元，分别同比增长 20.6%、73.2%和 37.5%。

图表1：利润表预测 单位：百万元

	2007	2008	2009	2010 E	2011 E	2012 E
营业收入	1642.5	2279.3	3109.2	4439.1	5989.5	7725.0
同比增长%	54.5%	38.8%	36.4%	42.8%	34.9%	29.0%
营业成本	1331.3	1846.1	2523.3	3565.5	4775.8	6133.2
毛利率%	18.9%	19.0%	18.8%	19.7%	20.3%	20.6%
营业税金及附加	9.1	12.1	16.8	24.4	32.9	42.5
营业费用	198.4	276.6	415.7	644.4	865.4	1119.8
管理费用	39.6	58.5	79.7	115.4	143.7	185.4
财务费用	2.3	0.5	-6.9	0.0	-0.1	-0.1
资产减值损失	-0.9	2.0	0.1	0.1	0.0	0.0
投资收益	38.4	-3.3	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	92.0	80.3	80.4	89.3	171.7	244.1
营业外收支	0.6	2.4	1.4	1.0	1.0	1.0
利润总额	92.6	82.7	81.9	90.3	172.7	245.1
所得税	19.8	17.7	16.2	19.4	37.1	52.7
归属于母公司净利润	73.0	64.5	68.7	82.9	143.6	197.4
同比增长%	90.0%	-11.7%	6.5%	20.6%	73.3%	37.5%
总股本	80.1	106.9	106.9	160.3	160.3	160.3
EPS (元)	0.91	0.60	0.64	0.52	0.90	1.23

来源：公司公告、国金证券研究所

- 根据公司披露数据及调研了解，我们按地域分别统计新华都的成熟门店、次新店及新开门店数量和经营情况，假设 2010-2012 年成熟门店的同店增

速分别达到 4%、4.5%和 4%，各年税后销售收入可分别达到 44.39 亿元、59.90 亿元和 77.25 亿元。

图表2: 分区域门店统计及收入预测 单位: 百万元

	2010 E				2011 E				2012 E			
	数量	面积	同店增长	收入	数量	面积	同店增长	收入	数量	面积	同店增长	收入
厦门 成熟店	7	29488	4.0%	346.3	9	36070	4.5%	442.6	11	49294	4.0%	629.1
次新店	2	6582	15.0%	49.8	2	13224	15.0%	104.1	2	12400	15.0%	102.0
新店	2	13224		73.5	2	12400		48.0	2	12400		48.0
漳州 成熟店	4	30878	4.0%	399.3	10	43533	4.5%	588.3	14	73973	4.0%	1039.6
次新店	6	12655	15.0%	102.7	4	30440	15.0%	256.8	4	24800	15.0%	218.7
新店	4	30440		47.1	4	24800		84.0	6	37200		126.0
泉州 成熟店	14	95054	4.0%	1211.2	24	151524	4.5%	2017.6	25	167524	4.0%	2319.9
次新店	10	56470	15.0%	673.5	1	16000	15.0%	198.5	6	37200	15.0%	482.2
新店	1	16000		54.6	6	37200		144.0	4	24800		96.0
福州 成熟店	5	54345	4.0%	568.1	9	113537	4.5%	1240.3	11	126637	4.0%	1438.8
次新店	4	59192	15.0%	479.9	2	13100	15.0%	110.5	2	12400	15.0%	109.3
新店	2	13100		54.6	2	12400		48.0	2	12400		48.0
三明 成熟店	1	9300	4.0%	50.6	4	45900	4.5%	260.8	5	48303	4.0%	285.4
次新店	3	36600	15.0%	168.4	1	2403	15.0%	11.5	10	62000	15.0%	310.0
新店	1	2403		10.0	10	62000		210.0	10	62000		210.0
莆田 成熟店	8	33486	4.0%	273.6	12	59486	4.5%	507.9	16	85486	4.0%	759.1
次新店	4	26000	15.0%	179.4	4	26000	15.0%	186.6	2	12400	15.0%	93.0
新店	4	26000		97.6	2	12400		42.0	2	12400		42.0
龙岩 成熟店	11	35814	4.0%	293.9	13	40120	4.5%	344.0	15	52520	4.0%	468.4
次新店	2	4306	15.0%	29.7	2	12400	15.0%	89.0	2	12400	15.0%	93.0
新店	0	0		0.0	2	12400		42.0	4	24800		84.0
小计	95	591337		5163.7	125	777337		6976.5	155	963337		9002.3
成熟店	0	0		0.0	0	0		0.0	1	6500		35.9
次新店	0	0		0.0	1	6500		31.2	0	0		0.0
新开店	1	6500		30.0	0	0		0.0	0	0		0.0
全年合计	96	597837		5193.7	126	783837		7007.7	156	969837		9038.2
				税后收入 4439.1				税后收入 5989.5				税后收入 7725.0

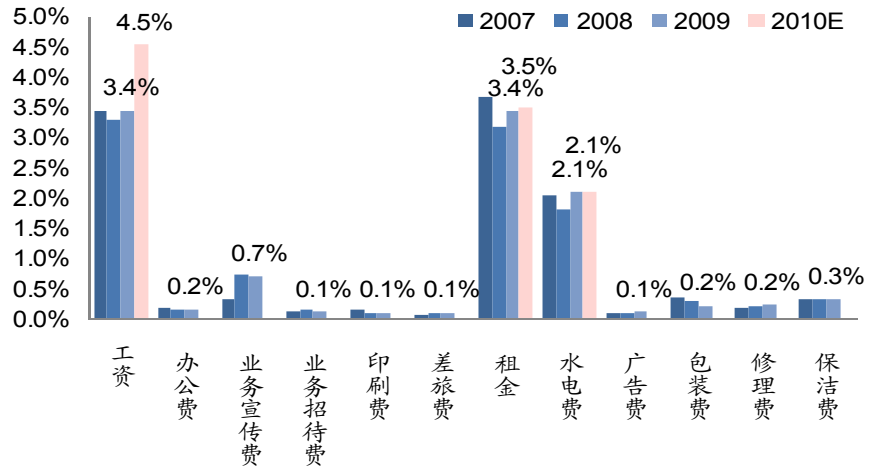
来源: 国金证券研究所

注: 公司 2009 年在莆田和泉州收购的门店重装开业且在 2010 年并表的不算做新开店, 根据门店情况分别计入成熟门店及次新店。

- 门店租金、员工工资和水电费在新华都的销售费用中占比最大, 其中未来 2 年劳动力成本增加将成为费用支出上升的主要推动因素。

- 根据公司公告 2009 年租金、工资及水电费占主营业务收入比重分别达到 3.4%、3.4%和 2.1%，合计占销售费用的比重为 63.6%。
- 2009 年公司共有正式员工 9761 名，店均员工人数为 107 名，假设 2010-2012 年店均人数 105-95 名，新增门店 25、30 和 30 个，公司员工总人数将分别达到 12386 名、15386 名和 18236 名。
- 公司计划未来 2 年人均工资年上浮 10%，则 2010-2012 年员工工资支出将分别达到 1.91 亿元、2.61 亿元和 3.40 亿元，占主营业务收入比重分别达到 4.5%、4.6%和 4.6%。

图表3: 历年各类费用占主营业务收入比重情况



来源：公司公告、国金证券研究所

股权激励方案保证收入与利润增速

- 新华都于 2010 年 11 月 26 日公布了《首期股票期权激励计划（草案）（修订稿）》及其他相关文件，其中约定行权期限为股票期权授权之日起 4 年，同时对行权条件的业绩指标进行了约定。
- 激励计划拟授予激励对象 777.15 万份股票期权，占公司目前总股本 16032 万股的 4.847%，行权价格 16.53 元。
- 股权激励对象包括董事、高级管理人员、公司及子公司核心管理人员、公司及子公司骨干人员共 177 人。

图表4: 新华都股权激励草案的行权时间安排

行权期	行权有效期	行权比例
第一个行权期	2011年年度报告公告后的第2个交易日起的12个月内，且与授予日间满12个月后	30%
第二个行权期	2012年年度报告公告后的第2个交易日起的12个月内	30%
第三个行权期	2013年年度报告公告后的第2个交易日起的12个月内	40%

来源：国金证券研究所

图表5: 新华都股权激励草案的行权条件

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56.3%；公司2011年度经审计净利润较2009年度增长率达到或超过96.2%。
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13.5%；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120.2%；公司2012年度经审计净利润较2009年度增长率达到或超过151.1%。
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189.8%；公司2013年度经审计净利润较2009年度增长率达到或超过221.3%。

来源：国金证券研究所

- 根据公司业绩指标的要求，我们测算公司2011-2013年度公司主营业务收入将分别达到或超过48.6亿元、68.47亿元和90.11亿元；净利润（扣非后）将分别达到或超过1.33亿元、1.70亿元和2.17亿元，年增速达到28%，此净利润包含期权摊销费用，若扣除则增速更高。

图表6: 行权条件对公司业绩增长的要求测算 单位：百万元

2009							
主营业务收入	3109.2	净利润(扣非后)			67.5		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	
主营收入增长率	56.3%	120.2%	189.8%	绝对额	4859.7	6846.5	9010.6
				YOY		40.9%	31.6%
净利润增长率	96.2%	151.1%	221.3%	绝对额	132.5	169.6	217.0
				YOY		28.0%	28.0%
				总股本	160.3	160.3	160.3
				EPS	0.827	1.058	1.354

来源：国金证券研究所

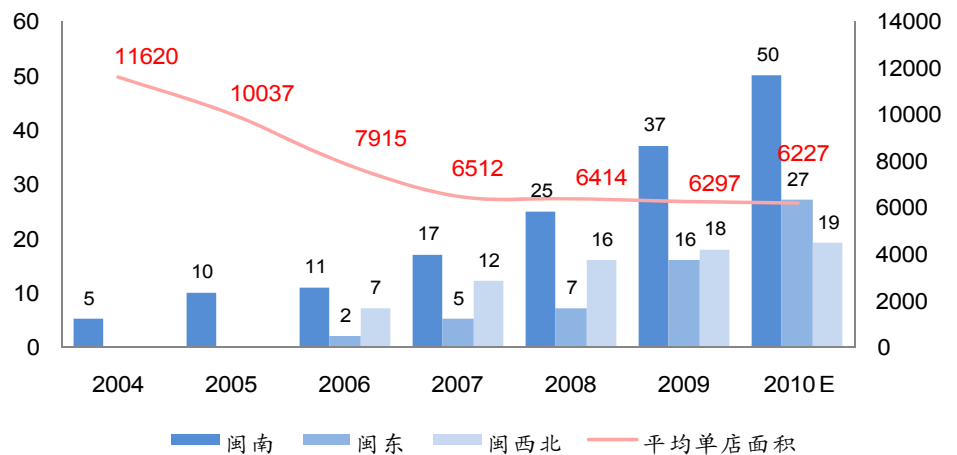
- 根据我们前文的预测，公司达到股票期权行权条件的业绩指标属大概率事件，管理层与股东利益通过股权激励达成一致有利于公司未来3年实现盈利的快速增长。

收入稳步增长，毛利率逐年提升

门店高速扩张推动收入快速增长

- 新华都以经营大卖场为主，门店分布于闽南、闽东和闽西北等地，2010年超市平均单店面积约6227平米。

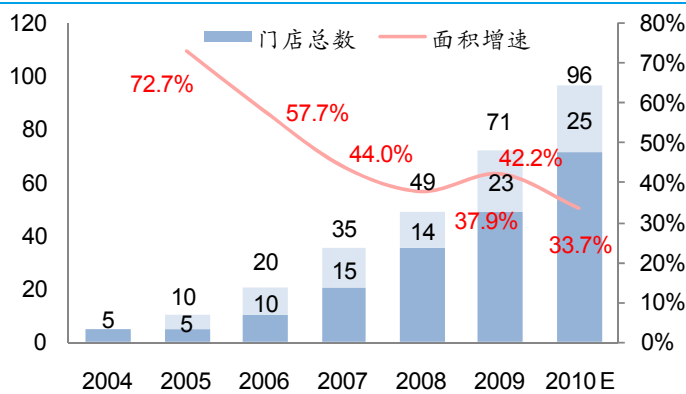
图表7：门店分布及单点平均面积 单位：平米



来源：公司公告、国金证券研究所

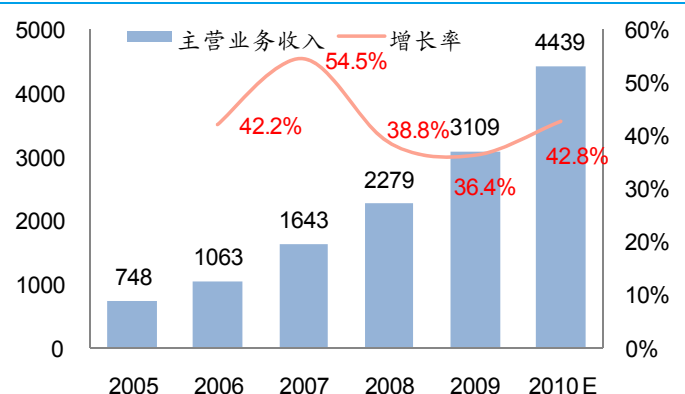
- 新华都自2004年开始连锁扩张以来门店数量快速增加，过去5年销售收入年复合增长率达到33%。
- 2009年公司扩张提速，新开门店达到23家，经营面积同比增长42.2%，新增门店在2010年陆续进入成长期有力推动收入增长，预计今年全年公司销售收入可达到44亿元，同比增长超过40%。
- 2010年公司将新开门店25家，未来2年计划年均新开门店30家左右，为收入增长提供保证。

图表8：门店数量及经营面积增长情况



来源：公司公告、国金证券研究所

图表9：历年收入及收入增速 单位：百万元



- 公司在闽南地区经营时间较长，至2010年中期闽南地区贡献销售收入占总收入比重达到51.2%。
- 按照公司区域划分，闽南地区包括厦门、泉州、漳州和晋江，闽东地区包括福州及莆田，闽西北地区包括三明和龙岩。
- 公司在泉州市场的龙头地位稳固，已经实现县级城市的全面布点，是收入和利润的主要增长动力，2010年预计利润增速超过30%。

图表10: 各区域销售收入及占比 单位: 百万元

	2007	2008	2009	2010 H1
闽南地区	986	1291	1663	1069
%	60.0%	56.6%	53.5%	51.2%
闽东地区	371	574	830	609
%	22.6%	25.2%	26.7%	29.2%
闽西、北地区	200	302	458	301
%	12.2%	13.3%	14.7%	14.4%
其他业务	85	113	159	108
%	5.2%	4.9%	5.1%	5.2%
合计	1643	2279	3109	2087

来源: 国金证券研究所

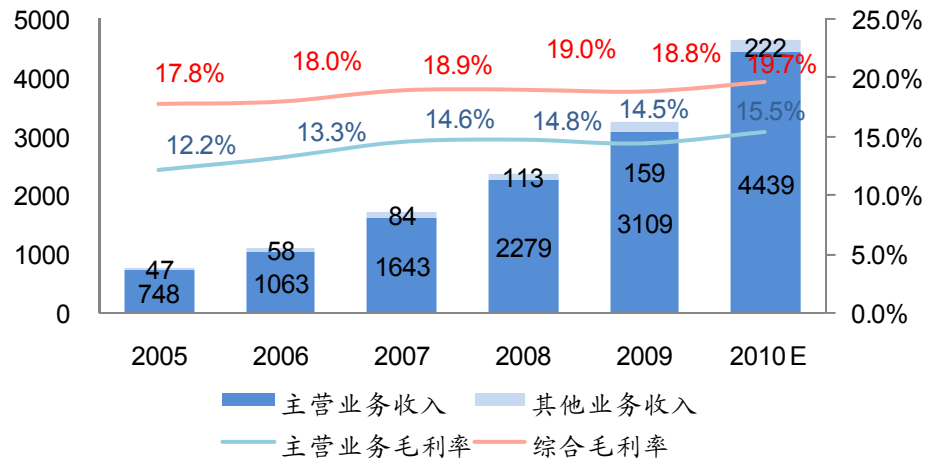
图表11: 各区域门店数量及占比

	2007	2008	2009	2010 E
闽南地区	17	25	37	50
%	48.6%	51.0%	52.1%	52.1%
闽东地区	5	7	16	27
%	14.3%	14.3%	22.5%	28.1%
闽西、北地区	12	16	18	19
%	34.3%	32.7%	25.4%	19.8%
其他地区	1	1	0	0
%	2.9%	2.0%	0.0%	0.0%
合计	35	49	71	96

经营优化推动毛利率平稳上升

- 新华都综合毛利率在过去 5 年呈平稳上升趋势, 主营业务毛利率 (即进销差价) 的上升幅度更大, 表现出公司在商品采购管理上的逐步优化。
 - 公司各类商品中, 非食品类毛利率最高, 生鲜和食品的毛利率较低, 由于生鲜类商品聚客能力强, 非食品和生鲜配比合理有利于提高门店综合毛利率, 目前公司要求综合毛利率年均提高 0.8%-1%。
 - 过去 3 年, 非食品和食品的毛利率基本稳定, 生鲜毛利率提高幅度最大, 2010 年中期达到 11.5%, 比 2007 年提高 3.1%。
 - 我们预计新华都 2010 年综合毛利率可达到 19.7%, 比 2005 年提高 1.9%, 主营业务毛利率 2010 年预计可达到 15.5%, 比 2005 年提高 3.3%。

图表12: 主营业务收入及毛利率 单位: 百万元



来源: 公司公告、国金证券研究所

- 过去 3 年, 公司食品及百货类商品的毛利率保持稳定, 高毛利的百货类商品销售占比增加及生鲜产品毛利率提升是推动综合毛利率提高的主要原因。
 - 2007 年到 2009 年百货类商品销售占比从 25.1% 提高至 28.9%, 2010 年公司将家电类商品从百货中分离, 合并计算二者的销售收入占总收入的比重为 29.9%。
 - 2010 年中期新华都生鲜类产品销售收入占总收入的 21.3%, 毛利率达到 11.5%, 比 2009 年同期提高 0.89%; 毛利率提高的主要原因是 2008 年开始公司逐步将生鲜经营由联营改为直营, 同时通过自主源头采购减少中间环节, 有效降低进货成本; 采购团队经过 3 年成长, 生鲜经营能力逐年提高, 有效降低损耗率。

图表13: 分品类收入及占比 单位: 百万元

	2007	2008	2009	2010 H1
生鲜类	361	517	673	444
%	22.0%	22.7%	21.7%	21.3%
食品类	456	633	848	593
%	27.8%	27.8%	27.3%	28.4%
日用品	330	359	530	318
%	20.1%	15.7%	17.0%	15.3%
百货类	412	659	899	496
%	25.1%	28.9%	28.9%	23.8%
家电类				128
其他业务	84	113	159	108
合计	1643	2279	3109	2087

来源: 国金证券研究所

图表14: 分品类毛利率

	2007	2008	2009	2010 H1
生鲜类	8.4%	10.2%	10.1%	11.5%
食品类	12.3%	12.3%	11.4%	12.5%
日用品	16.5%	16.3%	16.8%	17.8%
百货类	21.0%	20.0%	19.3%	20.9%
家电类				8.4%
其他业务	100.0%	100.0%	100.0%	99.8%
合计	18.9%	19.0%	18.8%	19.3%

- 新华都的物流配送体系一直是企业发展的短板, 公司目前投入较大, 未来2年将有3个大规模物流配送中心建成, 物流网络可基本实现全省覆盖。
 - 物流配送系统的完善将在加快存货周转率和提高销售毛利率两方面提高公司盈利能力。
 - 公司在三明、福州荆溪和泉州的物流基地将在2011-2012年陆续建成投入使用, 除了提高门店配送效率、加快周转及减少缺货率外, 在物流基地周边可形成规模化的农产品生产加工基地, 有利于提高生鲜类商品的统采比例, 降低进货成本。

图表15: 新华都门店及物流配送中心分布图



来源: 国金证券研究所

图表16: 新华都已有及新建物流基地情况

现有物流系统

配送中心	泉州、福州、龙岩、漳州
面积	总计8000平方米左右
职能	直供日化、食品、电器、服装类商品的储存, 简单的蔬果清洗包装
自动化程度	商品收发及蔬果清洗为人工作业, 自动化程度偏低

在建物流中心

三明物流中心	建设期2010-2011年, 总投资15000万元; 占地50亩, 建筑面积26666.8平方米; 预计每年能产生3亿的年营业额, 员工500人; 并建设与物流配送中心配套的生鲜加工处理中心。主要覆盖闽西北及福州地区。
荆溪物流中心	总投资2亿元, 占地面积40亩左右; 主要覆盖福州、莆田。
泉州物流中心	建设期2011-2012年, 占地面积70-80亩; 主要覆盖闽南及泉州地区。

来源: 国金证券研究所

扩展战略: 省内扩张为主, 开拓二级城市

中心城市竞争饱和, 二级城市扩张具备先发优势

- 对福建地区超市行业的发展空间，我们判断福州、厦门等中心城市的大卖场业态已近饱和；本土超市在二级市场的竞争优势依然明显，新华都的网络布局具备规模优势。
- 按照 2008 年底福建省各地级市城区常住人口总数及超市分布情况统计，经营面积 5000 平方米以上大型超市在福州、厦门的饱和度较高，竞争主体包括本土的新华都、永辉超市以及外资的沃尔玛、家乐福等，竞争激烈且格局基本稳定。
- 永辉超市的 81 家门店中仅有大卖场 10 家、卖场 27 家，经营面积 3000 平方米左右的社区超市有 44 家，主要集中在福州地区，加上外资及台资超市的进入进一步挤压福州和厦门市场的发展空间，未来仅便利店业态具备较大增长潜力。

图表17: 福建省各地级市的超市容量测算

	超市容量测算			2010年中期主要超市门店数				
	人口数(万人)	5万人/店	10万人/店	新华都	永辉	沃尔玛	外资超市	合计
福州	187	37	19	7	52	10	4	73
厦门	174	35	17	10	8	7	5	30
莆田	211	42	21	14	2	1	1	18
泉州	103	21	10	25	7	4	1	37
漳州	55	11	5	11	1	1		13
龙岩	48	10	5	13				13
三明	28	6	3	5	3			8
南平	49	10	5		7			7
宁德	44	9	4		1			1
合计	897	179	90	85	81	23	11	200

来源: 国金证券研究所

注: 沃尔玛 2010 年中期共有门店 10 家, 包括好又多门店 6 家; 外资超市包括: 家乐福、大润发、麦德龙和 Tesco。

- 从福建省各地级市的人均 GDP 及人均消费支出分析, 泉州和莆田处于超市行业逐步由规模竞争向效益竞争发展的阶段, 龙岩、漳州和三明地区正是大卖场可以快速发展的时期, 南平和宁德的经济环境及消费能力支持大型超市的密集扩张尚需时日。

图表18: 人均消费性支出 单位: 万元

	厦门	泉州	福州	龙岩	漳州	莆田	三明	宁德	南平
2002	0.85	0.71	0.66	0.61	0.62	0.64	0.68	0.51	0.55
2003	0.95	0.84	0.73	0.63	0.66	0.71	0.68	0.60	0.61
2004	1.07	0.94	0.80	0.78	0.74	0.76	0.72	0.65	0.71
2005	1.18	1.00	0.84	0.80	0.82	0.85	0.86	0.68	0.72
2006	1.42	1.08	0.96	0.88	0.90	0.94	0.85	0.75	0.75
2007	1.64	1.25	1.19	1.02	1.05	1.00	0.96	0.86	0.87
2008	1.71	1.32	1.35	1.19	1.15	1.12	1.10	0.94	0.93
2009	1.80	1.46	1.41	1.33	1.23	1.22	1.18	1.01	1.00

来源: 福建省统计局、国金证券研究所

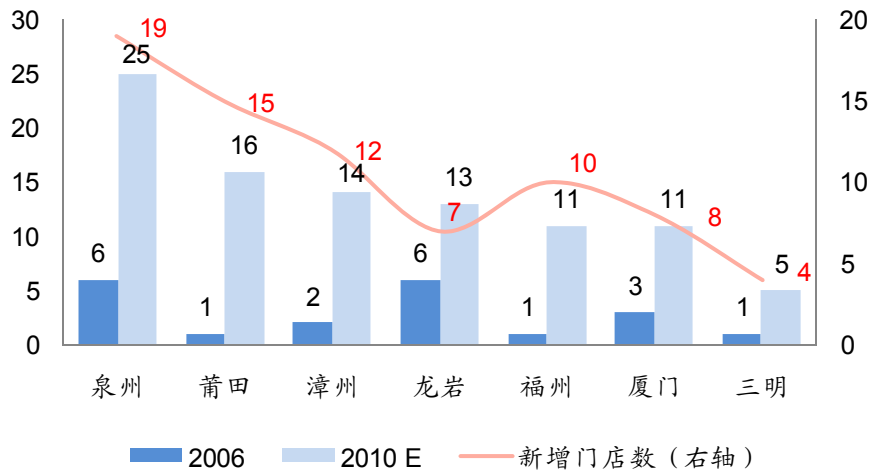
图表19: 人均GDP 单位: 万元

	厦门	福州	泉州	三明	龙岩	莆田	漳州	南平	宁德
2002	3.03	1.69	1.47	1.07	0.90	0.77	1.17	0.84	0.79
2003	3.50	1.77	1.62	1.22	1.02	0.95	1.30	0.99	0.88
2004	4.04	2.03	1.86	1.43	1.21	1.11	1.51	1.12	0.99
2005	4.47	2.23	2.14	1.49	1.41	1.29	1.34	1.21	1.13
2006	5.01	2.49	2.48	1.72	1.64	1.51	1.52	1.37	1.23
2007	5.71	2.95	2.96	2.07	2.01	1.81	1.81	1.62	1.50
2008	6.27	3.36	3.48	2.54	2.43	2.15	2.11	1.93	1.79
2009	6.44	3.69	3.92	3.04	2.97	2.43	2.46	2.15	2.02

- 根据新华都历年在各城市的门店扩张情况, 公司在福州、厦门与永辉及外资超市开展正面竞争的同时, 着重发展泉州、莆田、漳州和龙岩等二级市场市场。

- 新华都在泉州的扩张已经深入晋江、惠安、石狮和永春等县一级城市，2009 年收购泉州龙奇 5 家门店后，泉州市门店达到 11 家，晋江地区门店 9 家，惠安门店 3 家，石狮和永春门店各 1 家，合计门店总数 25 家。
- 公司现有区域布局中，泉州市场是利润增长主要动力；龙岩地区门店 2007 年初完成收购后经过 2 年整合，2010 年收入和利润稳步增长；三明 2009 年新开的列东店、沙县店和大田店平均经营面积在 10000 平方米以上，2010 年已经实现扭亏为盈。
- 三明和福州的物流基地建成后，新华都将加快在闽西北地区的扩张，根据公司计划 2011 年三明地区将集中开设新店，同时新开拓南平和宁德市场。

图表20: 过去 5 年公司在各城市门店扩张情况



来源：国金证券研究所

异地并购实现收入规模快速增长

- 新华都的异地扩张较多采用并购当地龙头超市企业的方式，通过并购本地企业的方式扩张可迅速提高新华都在新市场的占有率，企业整合过程中人事安排是成功的关键因素。
 - 一般情况下，留用原企业管理层可避免新华都进入新市场的水土不服，也较易获得当地供应商资源，但是管理层对公司的内部管理流程需要重新适应和学习；从公司总部调用新管理层，除需要时间熟悉市场外，管理层倾向于为整合期业绩不佳寻找外部原因。
 - 目前龙岩和莆田子公司董事长均由公司总经理周仁贵兼任，在人事安排上保证并购公司可充分获取总部资源的支持，加速整合进程。
- 2006 年至今新华都在龙岩、莆田、泉州等地收购门店 30 家，占新增门店总数的 39.5%。
 - 龙岩和莆田市场的门店基本为并购获得，其中龙岩门店 13 家，并购获得 10 家，莆田门店 16 家，并购获得 12 家，并购门店数均超过总数的 75%。
 - 龙岩辉业的并购整合情况良好，根据公司财务报表数据，2007 年公司少数股东权益亏损由 2006 年的 10 万元增加至 24 万元，2008 年即实现盈利 50 万元。

- 2009 年中期收购的莆田万家惠购物广场目前仍处于整合期亏损中，2010 年 3 季度亏损额扩大至 874 万元，预计 2011 年可逐步实现正常管理经营。

图表21: 历年门店收购情况

收购门店	基本情况
2006.11-2007.2	收购龙岩辉业11家门店，其中龙岩10家、潮州1家
2009.6	收购莆田万家惠购物广场70%股权，8家门店，总面积34000平米，净资产3276.66万元，总价5064.8万元
2009.6	以1330万元收购惠安岛内价和漳州岛内价经营场所
2009.10	收购莆田国货精品商贸70%股权，4家门店，合计4301.39万元
2010.1	收购泉州奇龙物流旗下5家门店，合计5750万元

来源：公司公告、国金证券研究所

注：潮州新华都门店于 2008 年关闭。

永辉超市发展对公司省内扩张影响有限

- 永辉超市是福建省内最大的连锁超市企业，在门店分布、卖场定位和发展战略上与新华都有所不同。
 - 2010 年中期永辉超市共拥有门店 135 家，其中福建省内 81 家，重庆地区 47 家，北京和安徽各有门店 5 家和 2 家；公司成功实现重庆地区的异地扩张后，未来以北京和安徽为重点拓展区域。
 - 永辉超市在福建省内门店主要分布在福州地区，门店达到 52 家，厦门、泉州和南平的门店分别为 8 家、7 家和 7 家。
 - 永辉超市以“农改超”起家，生鲜经营能力突出，门店以 10000 平米-5000 平米卖场和 5000 平米以下社区超市为主，2010 年中期拥有大卖场 20 家、卖场 64 家、社区超市 51 家。

图表22: 新华都与永辉超市对比

	新华都	永辉超市
销售规模	44亿元（2010 预测）	115亿元（2010 预测）
门店数量	87（2010年中期）	135（2010年中期）
门店结构	6000平米以上卖场44家，10000平米以上大卖场16家	大卖场20家、卖场64家、社区超市51家
分布区域	全省覆盖，泉州地区门店最多	主要集中在福州、重庆
竞争优势	· 综合型大卖场，非生鲜类食品及非食品档次较高 · 门店全省覆盖，率先推展二级城市，渠道下沉有先发优势	· 以生鲜经营为特色，价格全市场最低 · 福州密集布点，竞争优势显著 · 成功实现跨区扩张，门店连锁复制能力强
竞争劣势	后台物流管理能力薄弱，福州地区门店较少，竞争能力较弱	低毛利生鲜产品销售占比较大，毛利率提升空间有限，卖场整体档次较难提升

来源：国金证券研究所

- 由于永辉超市与新华都的竞争层级不同，且永辉未来的扩张重点集中于省外，我们认为永辉超市的发展对新华都的省内扩张影响有限。
 - 永辉超市在福州以“农改超”起家，经营优势主要集中于生鲜领域，生鲜类产品销售收入占总收入比重超过 50%，加上生鲜类产品价格全市场最低，客户群消费层级大众化，购物环境和门店档次提升有难度。
 - 2009 年永辉超市和新华都的平均单店收入接近，这意味着在福建市场上，新华都单店的非生鲜类食品及非食品的销售规模及商品种类均大于永辉，对这类供应商的影响力更强，从而为永辉延伸非生鲜类商品销售设置了竞争壁垒。
 - 继在重庆成功实现跨区扩张后，永辉超市将北京和安徽作为新拓展区域，短期内在福建省内的扩张速度将保持平稳。

图表23: 永辉超市各类商品毛利率及收入占比

	2007	2008	2009	2010 H1
生鲜及加工类	12.38%	12.80%	12.57%	11.68%
食品用品类	17.52%	17.06%	17.02%	18.48%
服装类	32.82%	31.99%	29.60%	30.10%
主营业务毛利率	14.78%	15.71%	15.42%	15.82%
综合毛利率	17.20%	17.88%	17.90%	18.61%
收入占比				
生鲜及加工类	61.84%	57.84%	57.69%	52.91%
食品用品类	35.28%	34.69%	34.69%	39.02%
服装类	2.88%	7.47%	7.70%	8.07%

图表24: 新华都各类商品毛利率及收入占比

	2007	2008	2009	2010 H1
生鲜类	8.43%	10.21%	10.14%	11.49%
食品类	12.29%	12.31%	11.37%	12.51%
日用品	16.53%	16.31%	16.81%	17.80%
百货类	21.01%	19.96%	19.28%	20.89%
主营业务毛利率	14.60%	14.80%	14.48%	14.96%
综合毛利率	18.94%	19.00%	18.84%	19.34%
收入占比				
生鲜类	21.98%	22.66%	21.66%	21.30%
食品类	27.79%	27.77%	27.28%	28.41%
日用品	20.09%	15.73%	17.04%	15.25%
百货类	25.06%	28.89%	28.92%	23.77%

来源：公司公告、国金证券研究所

估值与投资建议

相对估值

- 我们按最新收盘价统计主要超市类上市公司的估值，行业 2010-2011 年的加权平均 PE 估值分别为 39 和 29 倍，PS 估值为 0.9 倍。新华都 2010 年-2011 年的预测 PE 为 42 倍和 25 倍，PS 为 0.9 倍，处于行业平均水平以下。
- 考虑到公司股权激励方案实施后业绩增速有保证，公司加大物流系统建设及提高统采直营比例将有效提升毛利率水平，未来 3-5 年有望保持较高利润增速，结合行业平均估值我们认为公司的合理估值区间为 2011 年 33-35 倍 PE，对应价格区间为 29.5 元-31.3 元。

图表25: 超市主要上市公司估值水平比较 单位: 亿元、元

股票代码	股票名称	市值	收盘价	PE 10	PE 11	PS 10
600361	华联综超	53.7	11.1	62	44	0.5
000759	武汉中百	90.6	13.3	32	24	0.7
002264	新华都	37.1	23.2	42	25	0.9
002251	步步高	69.5	25.7	37	29	1.0
002336	人人乐	101.9	25.5	34	27	1.0
行业加权平均				39	29	0.9

来源: 聚源数据、国金证券研究所

绝对估值

- 根据 DCF 估值计算的公司合理价格为 34.7 元/股。

图表26: DCF 估值假设条件及结果 单位: 百万元

假设条件	数值	FCFE估值	现金流折现值	价值百分比
第二阶段年数	8	第一阶段	1336.1	24.0%
第二阶段增长率	4.0%	第二阶段	2312.9	41.6%
第三阶段增长率	1.5%	第三阶段	1131.9	20.3%
永续增长率	0	后续阶段(终值)	783.5	14.1%
无风险利率Rf	3.6%	股权资本的价值	5564.4	100.0%
β	1	股本(百万股)	160.3	
WACC	12.3%	每股价值(元)	34.7	

来源: 国金证券研究所

图表27: 敏感性分析

WACC	长期增长率 (g)							
	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
10.0%	41.46	41.87	42.32	42.82	43.37	43.99	44.69	45.48
10.5%	39.65	40.00	40.38	40.80	41.27	41.78	42.36	43.01
11.0%	38.01	38.31	38.63	38.99	39.38	39.81	40.29	40.83
11.5%	36.51	36.77	37.05	37.35	37.68	38.04	38.44	38.89
12.3%	34.37	34.57	34.79	35.02	35.28	35.55	35.86	36.20
12.5%	33.88	34.07	34.27	34.49	34.73	34.99	35.28	35.59
13.0%	32.71	32.88	33.05	33.24	33.45	33.67	33.91	34.18
13.5%	31.64	31.78	31.93	32.09	32.27	32.46	32.67	32.89

来源: 国金证券研究所

投资建议

- 我们认为新华都未来 3 年可保持收入和利润的快速增长, 公司统采和直营比重提高及物流系统升级可推动毛利率稳步上升, 结合相对估值和绝对估值结果, 公司合理价格区间为 29.5 元/股-31.3 元/股, 结合行业估值水平考虑, 给予公司“买入”评级。

风险提示

- 公司多采用并购当地龙头超市实现异地扩张, 若并购整合不力, 则存在盈利期延迟甚至区域长期亏损风险。

- 外资超市及台资超市加快在福建地区的扩张，且已进入二级市场，存在区域市场竞争加强的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,643	2,279	3,109	4,439	5,989	7,725	货币资金	115	439	344	1,037	1,463	1,984
增长率		38.8%	36.4%	42.8%	34.9%	29.0%	应收款项	26	42	65	191	258	332
主营业务成本	-1,331	-1,846	-2,523	-3,565	-4,776	-6,133	存货	136	228	324	361	484	622
%销售收入	81.1%	81.0%	81.2%	80.3%	79.7%	79.4%	其他流动资产	19	59	86	252	336	431
毛利	311	433	586	874	1,214	1,592	流动资产	296	767	820	1,841	2,541	3,369
%销售收入	18.9%	19.0%	18.8%	19.7%	20.3%	20.6%	%总资产	56.4%	72.2%	58.9%	84.7%	89.1%	92.1%
营业税金及附加	-9	-12	-17	-24	-33	-42	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	153	193	286	264	237	207
营业费用	-198	-277	-416	-644	-865	-1,120	%总资产	29.1%	18.1%	20.6%	12.2%	8.3%	5.7%
%销售收入	12.1%	12.1%	13.4%	14.5%	14.4%	14.5%	无形资产	71	97	271	66	73	79
管理费用	-40	-59	-80	-115	-144	-185	非流动资产	228	296	571	333	312	288
%销售收入	2.4%	2.6%	2.6%	2.6%	2.4%	2.4%	%总资产	43.6%	27.8%	41.1%	15.3%	10.9%	7.9%
息税前利润 (EBIT)	64	86	74	89	172	244	资产总计	524	1,063	1,390	2,174	2,853	3,657
%销售收入	3.9%	3.8%	2.4%	2.0%	2.9%	3.2%	短期借款	10	0	3	0	0	0
财务费用	-2	-1	7	0	0	0	应付款项	327	539	862	1,582	2,128	2,740
%销售收入	0.1%	0.0%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	16	13	-1	-5	-7	-9
资产减值损失	1	-2	0	0	0	0	流动负债	353	552	864	1,576	2,121	2,731
公允价值变动收益	-9	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	38	-3	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	41.4%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	353	552	864	1,576	2,121	2,732
营业利润	92	80	80	89	172	244	普通股股东权益	157	512	506	588	732	929
营业利润率	5.6%	3.5%	2.6%	2.0%	2.9%	3.2%	少数股东权益	15	0	21	9	1	-4
营业外收支	1	2	1	1	1	1	负债股东权益合计	524	1,063	1,390	2,174	2,853	3,657
税前利润	93	83	82	90	173	245	比率分析						
利润率	5.6%	3.6%	2.6%	2.0%	2.9%	3.2%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-20	-18	-16	-19	-37	-53	每股指标						
所得税率	21.4%	21.4%	19.8%	21.5%	21.5%	21.5%	每股收益	0.912	0.603	0.643	0.517	0.896	1.231
净利润	73	65	66	71	136	192	每股净资产	1.958	4.788	4.730	3.670	4.566	5.797
少数股东损益	0	1	-3	-12	-8	-5	每股经营现金净流	0.933	1.467	2.045	3.240	2.864	3.455
归属于母公司的净利润	73	64	69	83	144	197	每股股利	0.000	0.250	0.550	0.000	0.000	0.000
净利率	4.4%	2.8%	2.2%	1.9%	2.4%	2.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	46.57%	12.60%	13.59%	14.08%	19.61%	21.24%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	13.92%	6.06%	4.94%	3.81%	5.03%	5.40%
净利润	73	65	66	71	136	192	投入资本收益率	27.72%	13.21%	11.15%	11.75%	18.38%	20.68%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	26	35	64	49	54	60	主营业务收入增长率	54.53%	38.77%	36.41%	42.77%	34.93%	28.98%
非经营收益	-30	3	-7	12	-1	-1	EBIT增长率	62.82%	34.35%	-14.38%	21.36%	91.98%	42.20%
营运资金变动	7	54	96	388	270	303	净利润增长率	90.01%	-11.71%	6.54%	20.64%	73.26%	37.51%
经营活动现金净流	76	157	219	519	459	554	总资产增长率	19.49%	102.77%	30.76%	56.33%	31.28%	28.16%
资本开支	-66	-111	-207	177	-33	-34	资产管理能力						
投资	29	-13	-44	-1	0	0	应收账款周转天数	0.8	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7
其他	96	0	0	0	0	0	存货周转天数	29.9	36.1	40.0	37.0	37.0	37.0
投资活动现金净流	59	-125	-251	176	-33	-34	应付账款周转天数	45.8	45.5	45.0	45.0	45.0	45.0
股权募资	6	303	14	0	0	0	固定资产周转天数	33.9	30.9	33.6	21.6	14.4	9.7
债权募资	-27	-10	0	-3	0	1	偿债能力						
其他	-45	0	-75	0	0	0	净负债/股东权益	-60.99%	-85.71%	-64.83%	-173.60%	-199.63%	-214.30%
筹资活动现金净流	-66	293	-61	-3	0	1	EBIT利息保障倍数	28.0	170.1	-10.7	2,705.2	-1,372.8	-1,772.1
现金净流量	69	324	-93	693	426	521	资产负债率	67.29%	51.88%	62.14%	72.52%	74.32%	74.70%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	1	1	3
买入	0	2	5	5	8
持有	0	0	1	1	4
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.67	1.90	1.94	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-11-26	买入	24.53	32.20 ~ 32.20

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些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，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、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。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室