

2011年3月18日

新华都

费用计提充分，业绩弹性较大

A
持有

002264.SZ - 人民币 23.60

目标价格: 人民币 25.00(↑22.00)

郑媛

(8621) 6860 4866 分机 8517

yuan.zheng@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110252

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	6	(2)	1	9
相对新华富时	3	(1)	2	22
A50指数(%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	160
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	944
3个月日均交易额(人民币 百万)	41
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
新华都集团	44

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

2010年新华都销售收入同比增长40%至43.6亿元。公司对2009年会计差错进行追溯调整。调整后,归属于上市公司股东净利同比增长8%,略低于预期。我们将目标价格上调至25.00元,维持持有评级。

支撑评级的要点

- 毛利率延续了年初以来的向好趋势,下半年综合毛利率同比提高0.7个百分点。全年综合毛利率为20.1%,创2005年以来的最好水平。
- 今年初公司公布了融资计划,通过非公开发行募集资金用于零售网点建设。此次储备项目看来,公司扩张策略将在围绕优势区域继续加密,同时启动外埠布点。
- 我们预计2011年下半年三明沙县配送中心将投入使用。这将有助于门店网络下沉和后台支持能力提升。

影响评级的主要风险

- 展店进度低于预期。

估值

- 我们认为2010年公司各项费用计提较为充分,因此未来三年业绩可能具有较大弹性。基于更乐观的展店预期和费用率假设,我们上调2011和2012年盈利预测。基于定向增发后股本1.82亿计算,2011-2012年每股收益分别为0.71、0.92元。我们维持持有评级,目标价格由22.00元小幅上调至25.00元。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	3,109	4,364	5,433	6,850	8,641
变动(%)	36	40	24	26	26
核心净利润(人民币 百万)	72	77	129	168	216
全面摊薄每股收益(人民币)	0.443	0.543	0.709	0.922	1.187
变动(%)	6.4	22.7	30.6	30.0	28.7
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.749	0.948	-
先前预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.668	0.804	-
调整幅度(%)	-	-	6.2	14.8	NA
核心每股收益(人民币)	0.443	0.543	0.709	0.922	1.187
变动(%)	6.4	22.7	30.6	30.0	28.7
全面摊薄市盈率(倍)	53.3	43.5	33.3	25.6	19.9
核心市盈率(倍)	53.3	43.5	33.3	25.6	19.9
每股现金流量(人民币)	1.45	1.70	1.66	2.15	2.69
价格/每股现金流量(倍)	16.3	13.9	14.2	11.0	8.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.5	18.5	14.7	10.9	8.0
每股股息(人民币)	0.300	0.141	0.224	0.256	0.335
股息率(%)	1.3	0.6	0.9	1.1	1.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

毛利率持续改善

2010年新华都销售收入同比增长40%至43.6亿元。按业态分析，超市和百货业务收入分别同比增长41%和38%。在没有新增门店的情况下，百货业态实现收入快速增长，优于预期。根据上级有关部门的整改建议，公司对2009年会计差错进行追溯调整。调整后，归属于上市公司股东净利同比增长8%，每股收益0.48元(股本扩大前)。

从商品组合分析，生鲜、食品和日用品增速分别达到37%、41%和43%，是拉动营业收入快速增长的主要原因。百货品类中家电收入较快增长导致百货综合毛利率小幅下滑0.2个百分点。毛利率延续了年初以来的向好趋势，下半年综合毛利率同比提高0.7个百分点。全年综合毛利率为20.1%，创2005年以来的最好水平。

图表 2. 各品类经营数据对比

(人民币, 百万)	收入			对收入贡献(%)			毛利率(%)		
	2009	2010	同比变动(%)	2009	2010	同比变动(%)	2009	2010	百分点变动
生鲜类	673	944	37.0	21.7	21.6	(0.0)	10.1	11.6	1.4
食品类	848	1,202	40.8	27.3	27.5	0.3	11.4	13.0	1.6
日用品	530	940	42.9	17.0	21.5	4.5	16.8	19.0	2.1
百货类	899	1,045	29.2	28.9	23.9	(5.0)	19.3	19.1	(0.2)

资料来源：公司数据，中银国际研究

未来三年业绩弹性较大

今年初公司公布了融资计划，通过非公开发行募集资金用于零售网点建设。此次储备项目看来，公司扩张策略将在围绕优势区域继续加密，同时启动外埠布点。从储备门店单店面积来看，公司大卖场业态的门店将增加。我们预计2011年下半年三明沙县配送中心将投入使用。这将有助于门店网络下沉和后台支持能力提升。

我们认为2010年公司各项费用计提较为充分，因此未来三年业绩可能具有较大弹性。从年报披露的信息分析，在部分高管薪筹下降的情况下，2010年薪筹费用(工资和社会保险)同比增长48%，而员工总人数仅仅增加19%；此外，租金、业务宣传费同比大幅上升53%和68%。

基于更乐观的展店预期和费用率假设，我们将2011和2012年盈利预测分别上调2%和13%。基于定向增发后股本1.82亿计算，2011-2012年每股收益分别为0.68、0.91元。

开店进展符合预期，DC 建设取得进展

2010 年净增门店 25 家(上半年 16 家, 下半年 9 家), 其中包括 2010 年 1 月并购泉州奇龙五家成熟门店(大卖场 2 家、综超 3 家), 门店总数达到 96 家。

自给配送能力不足是公司最近两年面临的一个瓶颈, 2009 年公司自配比例仅为 15% 左右, 即使在最重要的泉州市场自给配送也不到 30%。连锁超市快速发展的同时, 募投项目中配送中心和信息系统改造项目是今年经营另一重心所在。新华都原募投计划是将原有泉州、福州和龙岩配送中心进行现代化改造。根据市场情况, 公司对原计划进行了部分调整, 计划在核心市场泉州以及闽中北地区的三明沙县新建配送中心项目。上述两处配送中心建设项目较原计划增加投资约 8,500 万元, 配送中心改造项目合计总投资约 1.355 亿元。预计三明沙县配送中心将于今年年底前投入使用。

图表 3. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2009	2010	同比变动(%)
总收入	3,109	4,364	40
主营业务收入	2,951	4,131	40
其他业务收入	159	233	47
租赁	33	63	92
促销服务费	125	168	34
税金及附加	(17)	(24)	45
销售成本	(2,510)	(3,488)	39
管理费用	(80)	(112)	41
销售费用	(426)	(636)	49
营业成本	(3,016)	(4,237)	40
营业利润	77	103	35
非经常项目	1	(17)	(1,428)
净财务收支	7	(3)	(149)
税前利润	85	83	(3)
所得税	(16)	(18)	10
税后利润	69	65	(6)
少数股东权益	3	13	312
可分配利润	72	77	8
盈利能力(%)			
综合毛利率	19.3	20.1	0.89
经营利润率	2.5	2.4	(0.58)
净利率	2.3	1.8	(0.21)
销售及管理费用率	16.3	17.1	1.46
有效税率	19.1	21.6	2.51

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	3,109	4,364	5,433	6,850	8,641
销售成本	(2,510)	(3,488)	(4,367)	(5,495)	(6,928)
经营费用	(467)	(697)	(810)	(1,026)	(1,293)
息税折旧前利润	132	179	256	329	420
折旧及摊销	(55)	(76)	(98)	(119)	143
经营利润 (息税前利润)	77	103	158	210	277
净利息收入(费用)	7	(3)	(4)	(3)	(6)
其他收益/(损失)	1	(17)	0	0	0
税前利润	85	82	154	207	272
所得税	(16)	(18)	(37)	(52)	(68)
少数股东权益	3	13	13	13	13
净利润	72	77	129	168	216
核心净利润	71	87	129	168	216
每股收益(人民币)	0.448	0.481	0.709	0.922	1.187
核心每股收益(人民币)	0.443	0.543	0.709	0.922	1.187
每股股息(人民币)	0.300	0.141	0.224	0.256	0.335
收入增长(%)	36	40	24	26	26
息税前利润增长(%)	(11)	34	53	33	32
息税折旧前利润增长(%)	11	36	43	29	28
每股收益增长(%)	11	8	47	30	29
核心每股收益增长(%)	6	23	31	30	29

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	424	493	554	728	957
应收帐款	52	76	92	118	148
库存	282	416	505	645	808
其他流动资产	46	81	89	119	146
流动资产总计	804	1,066	1,241	1,610	2,059
固定资产	244	287	320	295	265
无形资产	2	3	3	3	3
其他长期资产	178	253	354	468	602
长期资产总计	424	543	677	766	870
总资产	1,227	1,609	1,918	2,376	2,929
应付帐款	364	514	638	806	1,016
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	325	493	589	757	946
流动负债总计	689	1,007	1,227	1,563	1,962
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	107	107	107	107	107
储备	428	483	572	693	848
股东权益	535	590	678	800	955
少数股东权益	3	13	13	13	13
总负债及权益	1,227	1,609	1,918	2,376	2,929
每股帐面价值(人民币)	3.34	3.68	3.72	4.39	5.24
每股有形资产(人民币)	3.33	3.66	3.70	4.37	5.22
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.64)	(3.08)	(3.04)	(3.99)	(5.25)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	85	82	154	207	272
折旧与摊销	55	76	98	119	143
净利息费用	(7)	3	4	3	6
运营资本变动	140	259	196	281	342
支付税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(40)	(149)	(149)	(218)	(272)
经营活动产生的现金流	233	272	303	392	490
购买固定资产净值	(243)	(196)	(231)	(208)	(247)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(243)	(196)	(231)	(208)	(247)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(5)	(6)	(8)	(8)	(10)
其他融资现金流	0	(1)	(2)	(3)	(4)
融资活动产生的现金流	(5)	(7)	(10)	(11)	(14)
现金变动	(15)	70	61	174	229
期初现金	439	424	493	554	728
公司自由现金流	(10)	76	71	184	243
权益自由现金流	(10)	76	71	184	243

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	4.2	4.1	4.7	4.8	4.9
息税前利润率	2.5	2.4	2.9	3.1	3.2
税前利润率	2.7	1.9	2.8	3.0	3.1
净利率(%)	2.3	1.8	2.4	2.5	2.5
流动性(倍)					
流动比率	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
利息覆盖率	15.8	12.3	19.7	29.2	28.3
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
估值(倍)					
市盈率	52.7	49.0	33.3	25.6	19.9
核心业务市盈率	53.3	43.5	33.3	25.6	19.9
目标价对应核心业务市盈率	56.5	46.0	35.2	27.1	21.1
盈率					
市净率	7.1	6.4	6.3	5.4	4.5
价格/现金流	16.3	13.9	14.2	11.0	8.8
企业价值/息税折旧前利润	25.5	18.5	14.7	10.9	8.0
周转率					
存货周转天数	37.1	36.5	38.5	30.6	30.7
应收帐款周转天数	5.5	5.3	5.7	5.6	5.6
应付帐款周转天数	37.2	36.7	38.7	38.5	38.5
回报率(%)					
股息支付率	67.0	29.3	31.6	27.8	28.3
净资产收益率	13.7	13.7	20.4	22.8	24.7
资产收益率	5.4	5.7	6.8	7.3	7.8
已运用资本收益率	16.9	19.0	25.0	28.6	31.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371