

深度报告

商业贸易

零售

新华都(002264)

推荐

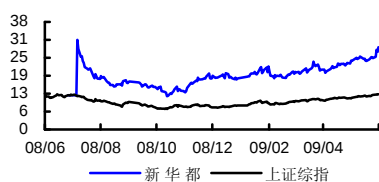
目标价: 35-40 元 昨收盘: 30.82 元 (维持评级)

2009 年 7 月 14 日

本报告的独到之处

- 采用收益折现法, 对公司合理价值进行测算
- 深入分析公司的内、外部成长动力

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	106.88/26.80
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	3,076.01/771.30
上证综指/深圳成指	2,925.05/11,385.88
12 个月最高/最低(元)	31.31/11.60

财务数据

净资产值(百万元)	529.70
每股净资产(元)	4.96
市净率	5.81
资产负债率	52.28%
息率	0.87%

相关研究报告:

《新华都: 管理层激励有助于公司长远发展》——2009-6-23
 《CPI 下滑、外延扩张拖累业绩增长》——2009-4-28
 《新华都: 受累 CPI 下滑、业绩低于预期》——2009-2-27

分析师: 胡鸿轲

电话: 021-68866206

E-mail: huhk@guosen.com.cn

分析师: 吴美玉

电话: 010-82252911

E-mail: wumy@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度跟踪

快速成长的区域连锁超市龙头

●公司概况

新华都是福建省连锁超市龙头企业之一, 2008 年实现营业收入 22.79 亿元, 净利润 6447 万元, 截至 2009 年中期, 公司共有门店 62 家, 覆盖大卖场、综合超市、百货三种业态, 分布在福建省 7 个主要城市, 以及县城、乡镇。

●外部成长动力: 通胀预期&市场份额提升

CPI 是影响超市企业内生收入增长的重要指标, 自 2008 年 2 月我国 CPI 高位开始回落以来, 近几个月来, CPI 底部企稳, 公司可比门店收入增速连续 2 个月回正, 我们预计, 在未来通胀预期下, 公司内生收入增速将回升。

通过测算福建省超市市场容量, 以及深入分析竞争对手门店覆盖区域, 我们发现, 公司未来扩张空间依然较大, 能够为公司业绩增长提供空间保障。

●内部成长动力: 核心竞争力不断增强

发展战略明确: 公司在业态布局、区域布局等方面的发展战略明确, 布局合理, 一方面彰显管理层卓越的管理能力, 另一方面, 为公司快速扩张提供战略支持; 后台系统: 随着公司规模的不扩大, 门店布局日趋合理, 物流中心建设已经开始启动, 我们认为, 未来公司的后台系统将逐步完善; 法人治理结构合理: 公司近期公布了管理层股权激励草案, 使公司法人治理结构更趋合理。

●风险提示

更长期看, 外资超市逐渐向三、四线城市下沉会对公司带来一定的冲击, 此外, 如果经济继续恶化, 则有可能导致公司业绩增长达不到预期。

●合理价值在 35-40 元/股之间, 维持“推荐”评级

我们预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.79 元、1.03 元、1.34 元, 我们利用收益直线法, 根据 2013 年净利润, 按照 25 倍市盈率率和 15%折现率, 再考虑到分红预期, 那么公司合理股价在 35-40 元, 维持“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1,642.50	2,279.32	3,216	4,259	5,708
(+/-%)	54.53%	38.77%	41.1%	32.4%	34.0%
净利润(百万元)	73.02	64.47	85	110	144
(+/-%)	90.01%	-11.71%	31.5%	29.8%	30.6%
每股收益(元)	0.91	0.60	0.79	1.03	1.34
EBIT Margin	5.71%	3.64%	3.6%	3.6%	3.7%
净资产收益率 (ROE)	46.57%	12.60%	15.1%	17.5%	20.1%
市盈率 (PE)	31.56	47.71	38.9	30.0	22.9
EV/EBITDA	19.10	26.56	24.7	19.3	15.5
市净率 (PB)	14.70	6.01	5.86	5.24	4.61

投资摘要

估值与投资建议

预计公司未来5年净利润复合增长率达31%，到2013年公司净利润约为2.49亿元，按照2013年25倍市盈率、15%折现率倒推，对应2009年总市值为35.53亿元，即33.25元/股。

由于公司每年还有较高的分红，预计每年分红率为40%左右，如果说EPS及其增长率决定了股价的高低，那么对于高分红公司而言，显然在享受高增长的同时还获取了不菲的实际分红收益。

综合上述分析，我们认为公司合理股价在35-40元/股，维持“推荐”评级。

核心假设或逻辑的变化

(1) 通胀预期：CPI是影响超市企业内生收入增长的重要指标，近几个月来，CPI底部企稳，公司可比门店收入增速连续2个月回正，我们预计，在未来通胀预期下，公司内生收入增速将回升；

(2) 区域扩张空间较大：通过测算福建省超市市场容量，以及深入分析竞争对手门店覆盖区域，我们发现，公司未来扩张空间依然较大；

(3) 公司核心竞争力不断增强：公司区域、业态扩张战略清晰合理，物流系统建设已经启动，法人治理结构完善。

与市场预期的差异之处

目前，市场对新华都的疑虑主要体现在两点：第一，业绩保持五年高增长能否实现；第二，现阶段公司估值偏高，我们的观点是：

第一，目前公司规模相对较小，在明确的发展战略、以及大股东雄厚的资金背景下，公司正处于快速增长期，随着公司市场份额不断提升，业绩亦能保持相对较快的增长。

第二，基于对公司未来五年业绩快速增长趋势的判断，我们认为，应该用动态的眼光看待新华都的估值，运用收益折现的方法，公司的合理股价在35-40元，目前股价仍在合理范围内。

股价变化的催化因素

行业层面上，CPI回升是行业回暖的重要标志，能够带来公司内生收入增速的回升，是公司股价的催化剂之一；

公司未来一系列的收购将逐步兑现，进而消除市场对公司业绩增长的担忧，因此，成为股价的另一催化剂。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、外资超市下沉，可能会对公司经营带来一定的冲击
- 2、如果经济继续恶化，则有可能导致公司业绩增长达不到预期。

内容目录

投资摘要	2
内容目录	3
图表目录	4
估值与投资建议	5
收益折现法：35-40 元/股	5
合理股价的情景分析	5
维持“推荐”的投资评级	6
外部成长动力：通胀预期&市场份额提升	6
通胀预期、推动收入增长	6
福建省连锁超市竞争格局	7
福建省连锁超市市场空间	7
大股东实力雄厚	8
小结	8
内部成长动力：核心竞争力不断增强	9
发展战略之业态布局	9
发展战略之区域布局	9
后台系统逐步完善	10
法人治理结构完善	11
小结	11
未来盈利分析	12
收入方面	12
经营成本及费用方面	12
期权激励费用分析	12
小结	13
风险分析	14
附表 1：财务预测与估值	15
国信证券投资评级	16
免责条款	16

图表目录

图 1: 新华都可比门店收入增速与CPI对比	6
图 2: 08 年以来月度CPI.....	7
图 3: 新华都可比门店收入增速变化趋势	7
图 4: 新华都集团股权结构图	8
图 5: 新华都、永辉门店分布图	10
图 6: 新华都物流共享体系规划图	11
表 1: 合理股价对 2013 年市盈率、五年净利润增速、折现率的敏感性分析 (元/股) ..	5
表 2: 福建省主要连锁超市门店数一览	7
表 3: 福建省连锁超市市场容量测算	8
表 4: 股票期权理论价值测算	12
表 5: 期权摊销对公司业绩影响分析	13
表 6: 新华都未来 5 年盈利预测	14

估值与投资建议

收益折现法：35-40 元/股

我们根据巴菲特未来盈利预估折现的股票定价方法，计算出公司合理股价在 35-40 元/股。

第一，根据我们的模型假设，我们预计到 2013 年公司 5 年净利润复合增长率为 31%，到 2013 年，公司净利润达 2.49 亿元；

第二，根据目前 A 股市场连锁超市估值水平，按照 25 倍市盈率计算，新华都在 2013 年的合理市值为 62 亿元；

第三，按照 15% 的折现率，将五年后的市值折现，则目前新华都的合理市值为 35.5 亿元，即 33.25 元/股；

第四，由于公司每年还有较高的分红，预计每年分红率为 40% 左右，如果说 EPS 及其增长率决定了股价的高低，那么对于高分红公司而言，显然在享受高增长的同时还获取了不菲的实际分红收益。

第五，综合上述分析，公司的合理股价在 35-40 元，

合理股价的情景分析

我们上述假设的关键变量是：净利润复合增长率、5 年后合理市盈率、折现率，针对这些变量的不同情景，假设不考虑分红回报，我们做了如下敏感性分析：

净利润增速方面，情景一：公司未来 5 年复合增长率为 31.0%（我们的预期）；情景二：根据公司公布的股权激励计划草案，行权条件为未来 5 年净利润复合增长率不低于 28%；情景三：从谨慎出发，假设净利润复合增长率为 25%。

由于超市公司行业相对稳定、业绩具有很强的稳定增长性，因此市场普遍给予较高的估值水平，目前，武汉中百、步步高、新华都 09 年动态 PE 分别为 27、33、37 倍，因此，我们假设两个情景分别是 25 倍、30 倍（表 1）。

表 1: 合理股价对 2013 年市盈率、五年净利润增速、折现率的敏感性分析（元/股）

2013 年 25 倍 PE				
	31.0%	28%	25%	
12%	36.95	32.93	29.25	
13%	35.66	31.78	28.22	
14%	34.43	30.68	27.25	
15%	33.25	29.62	26.31	
16%	32.11	28.62	25.42	
17%	31.03	27.65	24.56	
18%	29.99	26.72	23.74	
2013 年 30 倍 PE				
	31.0%	28%	25%	
12%	44.34	39.51	35.09	
13%	42.80	38.13	33.87	
14%	41.31	36.81	32.70	
15%	39.89	35.55	31.57	
16%	38.54	34.34	30.50	

17%	37.24	33.18	29.47
18%	35.99	32.07	28.48

资料来源：国信证券经济研究所

维持“推荐”的投资评级

我们认为，新华都作为福建省连锁超市龙头企业之一，具有明确的发展战略，完善的法人治理结构，未来能够在充分分享区域经济发展的同时，实现市场份额不断提升带来的业绩快速增长，近期出台的股权激励方案，给予公司长达 5 年的业绩增长保证。

我们维持对公司“推荐”的投资评级，目标价在 35-40 元。

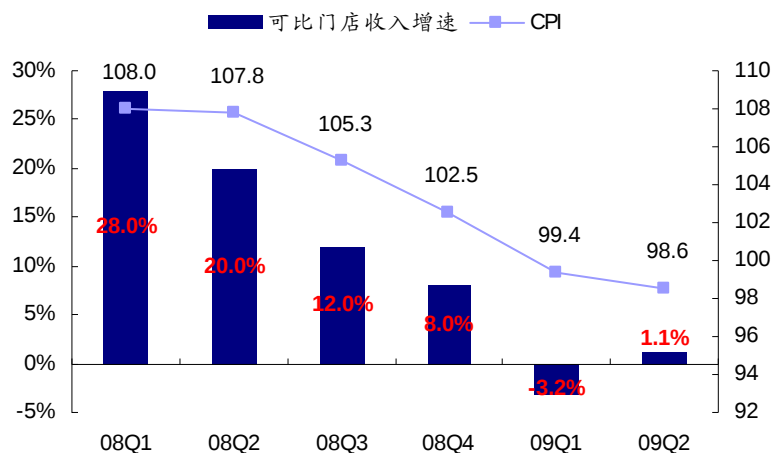
外部成长动力：通胀预期&市场份额提升

通胀预期、推动收入增长

超市主营产品有生鲜、食品、日用品、百货，其中，生鲜、食品占主营收入的比重超过 50%，因此，以食品为第一权重的 CPI 是影响超市公司可比门店收入的重要指标。

2008 年 2 月 CPI 达到高点，并开始持续回落，09 年 2 月开始，CPI 已经降至 100 以下，因此，对超市公司的内生收入增长带来较大负面影响。

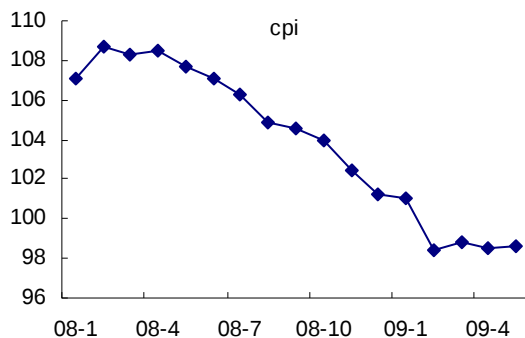
图 1：新华都可比门店收入增速与 CPI 对比



资料来源：公司调研、CEIC、国信证券经济研究所

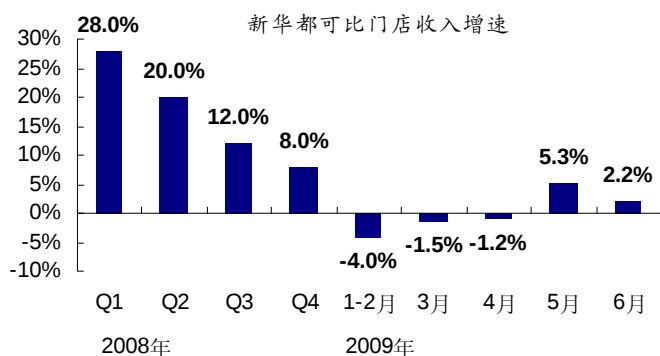
我们看到，自 2009 年 2 月 CPI 达到最低点，目前 CPI 已经开始企稳，公司可比门店收入增速连续 2 个月回正，未来在通胀预期，随着价格的上涨，预计公司内生收入增速将企稳回升。

图 2: 08 年以来月度 CPI



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 3: 新华都可比门店收入增速变化趋势



资料来源: 公司调研, 国信证券经济研究所

福建省连锁超市竞争格局

目前, 福建省主要连锁超市企业包括永辉超市、新华都、沃尔玛、好又多、家乐福等, 其中, 永辉超市和新华都门店数最多, 分别是 68 家和 62 家 (来自公司网站, 截至 2009 年 6 月 28 日)。

从区域分布上看, 沃尔玛、家乐福等外资超市门店主要集中在福州、厦门、泉州地区, 而永辉超市与新华都门店分布全省, 但各自优势区域又有较多差异。

永辉超市: 强势区域在福州市, 其在福州的门店数达 48 家, 占公司门店总数的 70.6%, 而福州市以外的区域门店数相对较少, 另有漳州、龙岩、宁德三个城市尚未进入;

新华都: 省内门店分布相对较为均匀, 除南平、宁德尚未进入外, 其他区域均有覆盖, 其中, 泉州、龙岩门店数较多, 分别为 13、13 家。

我们看到, 尽管目前永辉超市门店数多于新华都, 但是在福州市以外、两家公司均覆盖的区域, 新华都都有一定的竞争优势。

表 2: 福建省主要连锁超市门店数一览

	好又多	沃尔玛	麦德龙	家乐福	永辉	新华都
福州市	5	5	1	2	48	7
厦门市	4	3	1	1	6	9
莆田市				1	1	9
三明市					2	3
泉州市	1	3	1		3	13
漳州市		1				8
南平市					8	
龙岩市						13
宁德市						
合计	10	12	3	4	68	62

资料来源: 公司网站、国信证券经济研究所

福建省连锁超市市场空间

我们假设城市每 10 万人一个 5000 平方米以上的大卖场, 每个县级单位一个 5000 平方米以上的大卖场, 以及城市每 5 万人一个 2000 平米左右的社区超市, 照此计算, 目前福建省主要连锁超市的门店总数仅相当于理论容量的 56%, 因此,

新华都进一步提升市场份额的空间较大（详细计算参见报告《新华都：CPI 高涨与快速开店是公司业绩增长的主要动力》20080728）。

表 3: 福建省连锁超市市场容量测算

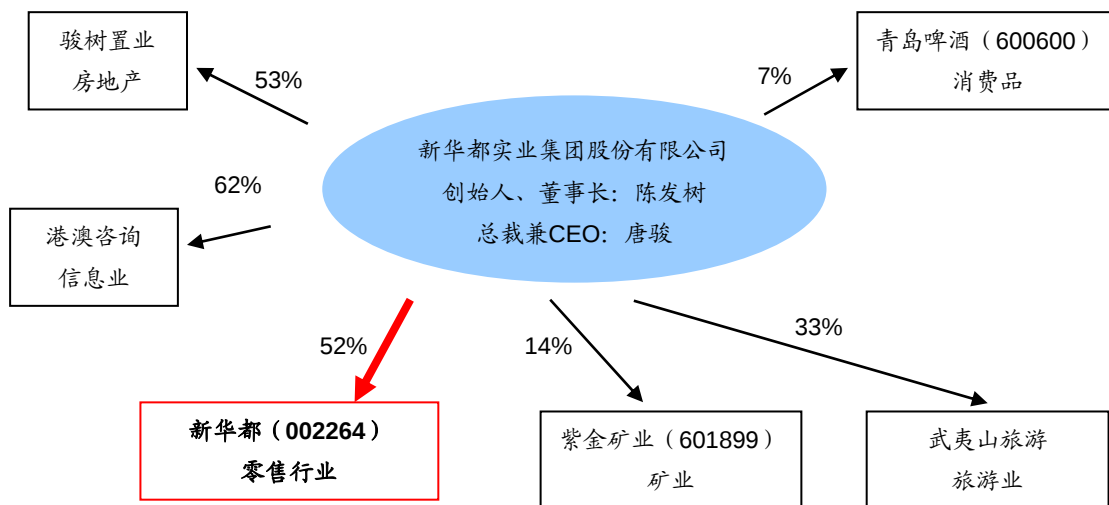
	5000 平方米以上		2000 平方米左右	合计	现有超市
	城市	县城	城市		
福州市	20	14	41	75	68
厦门市	15		29	44	24
莆田市	4	4	9	17	11
三明市	3	11	6	20	4
泉州市	8	21	15	44	20
漳州市	4	13	9	26	9
南平市	3	11	7	21	8
龙岩市	4	6	8	18	13
宁德市	2	11	4	17	0
合计	63	91	127	281	157

资料来源：国信证券经济研究所

大股东实力雄厚

公司大股东新华都集团资金实力雄厚，目前拥有可变现股票 210 亿元左右，零售和房地产是新华都集团的两大主业，我们认为，新华都作为集团最大主业，其发展扩张能够得到大股东的支持，如提供资金支持、收购物业返租给上市公司等方式，进而促进上市公司的健康、较快发展。

图 4: 新华都集团股权结构图



资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

小结

综合上述分析，我们认为，从外部环境看，一方面，通胀预期下，预计公司内生收入增速将逐渐恢复；另一方面，较大的市场空间亦为公司外延扩张提供良好的平台，二者叠加，成为新华都业绩增长的外部推动力。

内部成长动力：核心竞争力不断增强

从企业自身来看，我们认为公司的核心竞争力不断增强，主要体现在：战略规划明确、后台系统逐步完善、管理能力逐步提升等。

发展战略之业态布局

业态布局上，新华都采取以大卖场为主，百货、综合超市为辅的战略。

截至 08 年上半年，公司共有门店 62 家（公司调研），其中，大卖场 21.5 家、综合超市 36 家，百货 4.5 家（泉州丰泽店为百货+超市模式，因此各占一半）。

超市方面，公司计划在城市与县城采用大卖场+综合超市的模式，乡镇主要以综合超市为主；百货方面，争取做到福建二线城市的领导者。

我们认为，公司在业态布局上的发展战略明确，针对不同区域，采取不同业态组合扩张，有利于公司实现快速扩张，提升市场份额。

发展战略之区域布局

区域布局上，公司已覆盖福建 9 个城市中的 7 个，62 家门店中，福州 7 家，泉州 13 家，厦门 9 家，龙岩 13 家，漳州 8 家，莆田 9 家，三明 3 家；地级市 39 家，县城或县级市 20 家，乡镇 3 家。

公司在区域布局上的战略包括：

第一，福州市，鉴于竞争对手永辉在区域内门店较多，优势明显，因此，公司采取的策略是稳定区域市场地位、树立公司品牌形象；

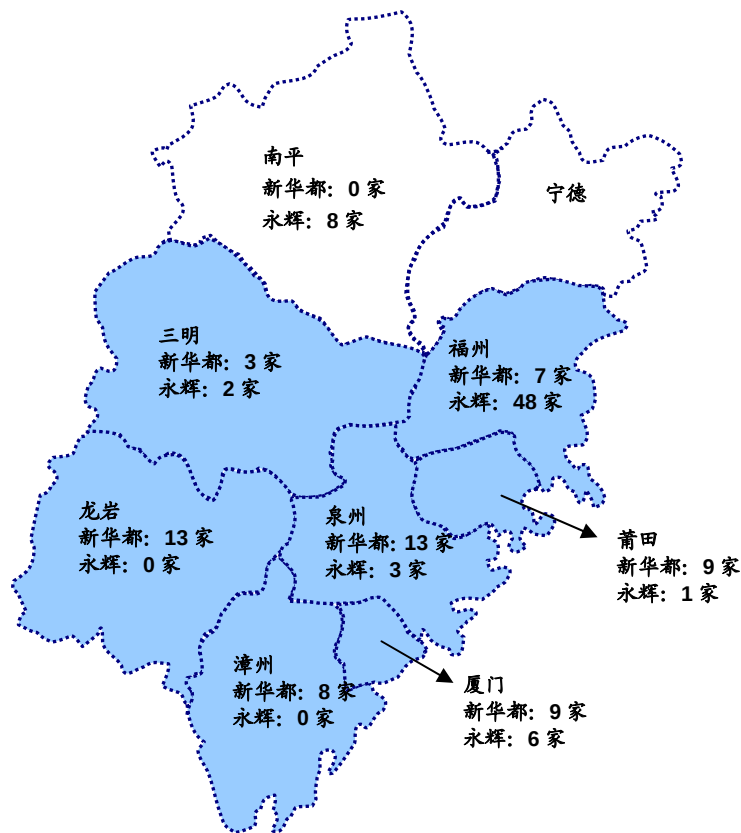
第二，厦门市，鉴于岛内各大外资与本土超市竞争激烈，因此，公司的策略是岛内以社区型综合超市为主，岛外力争实现领先；

第三，福建其他区域，公司的目标是通过新开及并购，实现在这些区域的绝对领先；

第四，福建省外，公司的扩张策略是不排除并购区域内竞争实力较强的连锁超市。

我们认为，这种“避实击虚”的区域扩张战略，有助于推动公司在区域内的快速扩张。

图 5：新华都、永辉门店分布图



注：永辉门店分布来自公司网站

资料来源：公司调研、公司网站、国信证券经济研究所

后台系统逐步完善

公司的物流配送系统，一直是投资者广泛关注的问题之一，目前，公司配送比例约为 15%，处于相对较低水平，这主要是由于前期公司规模相对较小，自主配送成本得不到合理的分摊，随着公司规模逐渐扩大，物流系统建设已经启动。

公司调研得知，位于泉州、三明、漳州三个物流配送中心建设将于年内启动，预计 2010 年投入使用。

我们认为，在物流系统建设方面，公司规划了一套完整、高效的全省物流共享体系，随着公司规模的扩大，以及新的物流配送中心的建设完成，公司后台系统将逐步完善，从而为公司快速、有效扩张提供后台支持。

图 6：新华都物流共享体系规划图



资料来源：公司调研

法人治理结构完善

管理层激励机制，是完善的法人治理结构不可或缺的部分，上市之初，公司总经理周文贵等 28 位高管就合计持有上市公司 14.8% 的股权，近期，公司又出台股权激励方案，覆盖范围扩大到门店经理助理级（含）以上的管理层。

我们认为，公司管理层激励机制，能够使公司上下利益协同一致，充分发挥各个层级员工的积极性，共同推动公司发展。

小结

综合上述分析，我们认为，公司的发展战略明确、后台系统逐步完善、以及法人治理结构合理，这些作为公司核心竞争力的重要组成部分，必将使公司实现快速扩张，进而推动公司业绩较快增长。

未来盈利分析

收入方面

根据上述分析,我们认为,新华都在区域内具有较大的扩张空间,通过自开门店及收购等方式,预计公司近几年能够保持相对较快的扩张速度,我们假设公司2009年新增门店26家,2010-2013年每年新增门店数在20-25家。

内生收入增速方面,2009年受经济危机以及08年同比基数较高影响,可比门店收入增速相对较低,我们预计在2%左右,2010-2013年,预计可比门店收入增速在5%-6%。

预计公司2009-2013年营业收入增速分别为41.1%、32.4%、34%、28.1%、23.9%,五年复合增长率为31.8%。

经营成本及费用方面

毛利率方面,我们认为,2009、2010年,随着公司规模快速扩张,以及管理水平的提升,综合毛利率提升相对较高,未来,为与对手竞争以及在供应商、消费者中形成良好的形象,公司的综合毛利率会保持相对平稳的趋势。

费用率方面,由于公司规模基数相对较小,成熟门店比重相对较低,因此,快速扩张会带来一定程度上销售费用率的提升,但是,管理费用率会得到一定的分摊,呈平稳回落的态势,我们认为,未来随着公司规模逐渐扩大,成熟门店比重逐步提高,期间费用率呈平稳略降的趋势。

期权激励费用分析

公司近期公布了股票期权激励计划草案,主要内容是授予管理层660万股股票期权,行权价格为25.35元,行权条件是:以2008年为基数,2011、2012、2013年收入复合增长率均不低于31.6%、净利润复合增长率均不低于28%。

由于该净利润增速包含了期权费用的摊销,因此,我们对期权费用进行了测算。

假设2009年10月正式授予股票期权,无风险收益率和股票波动率分别为2%、25%,授予日股票价格我们按照28元、30元、32元三种情景做了如下分析。

表4: 股票期权理论价值测算

不变基础条件	首批 30%期权	次批 30%期权	尾批 40%期权
期权行权价格(元/股): X	25.35	25.35	25.35
无风险收益率连续复利: r	2.00%	2.00%	2.00%
期权剩余存续期(年): T	5.50	5.50	5.50
期权标的股票价格的波动率: σ	25.00%	25.00%	25.00%

情景一: 授权目标的股票价格 S=28 元/股			
	首批 30%期权	次批 30%期权	尾批 40%期权
期权理论价值(元/股): C1	8.85	8.85	8.85

情景二: 授权目标的股票价格 S=30 元/股			
	首批 30%期权	次批 30%期权	尾批 40%期权
期权理论价值(元/股): C2	10.37	10.37	10.37

情景三: 授权目标的股票价格 S=32 元/股			
	首批 30%期权	次批 30%期权	尾批 40%期权
期权理论价值(元/股): C2	11.96	11.96	11.96

资料来源: 国信证券经济研究所

我们假设授予日股票价格为 30 元，且期权费用摊销可以抵税，那么，对公司 2009-2014 年每股收益的影响数分别为 0.04 元、0.14 元、0.14 元、0.10 元、0.05 元、0.01 元。

我们认为，期权费用的摊销对公司的影响主要体现在会计记账方面，并不影响公司实际的现金流，并且，股权激励的行权条件是包含了期权费用摊销的，因此，公司未来业绩增长确定性较高。

表 5：期权摊销对公司业绩影响分析

情景一：授权目标的股票价格 S=28 元/股	2009	2010	2011	2012	2013	2014
公允价值：首批 198 万份（摊销期 30 个月，万元）	-175	-701	-701	-175		
次批 198 万份（摊销期 42 个月，万元）	-125	-500	-500	-500	-125	
尾批 264 万份（摊销期 54 个月，万元）	-130	-519	-519	-519	-519	-130
合计摊销（万元）	-430	-1,720	-1,720	-1,195	-644	-130
扣税后合计摊销（万元）	-323	-1,290	-1,290	-896	-483	-97
总股本（万股）	10,688	10,688	10,688	10,886	10,886	10,952
减少账面 EPS(元/股)	-0.03	-0.12	-0.12	-0.08	-0.04	-0.01
情景二：授权目标的股票价格 S=30 元/股	2009	2010	2011	2012	2013	2014
公允价值：首批 198 万份（摊销期 30 个月，万元）	-205	-821	-821	-205		
次批 198 万份（摊销期 42 个月，万元）	-147	-587	-587	-587	-147	
尾批 264 万份（摊销期 54 个月，万元）	-152	-608	-608	-608	-608	-152
合计摊销（万元）	-504	-2,016	-2,016	-1,400	-755	-152
扣税后合计摊销（万元）	-378	-1,512	-1,512	-1,050	-566	-114
总股本（万股）	10,688	10,688	10,688	10,886	10,886	10,952
减少账面 EPS(元/股)	-0.04	-0.14	-0.14	-0.10	-0.05	-0.01
情景三：授权目标的股票价格 S=32 元/股	2009	2010	2011	2012	2013	2014
公允价值：首批 198 万份（摊销期 30 个月，万元）	-237	-947	-947	-237		
次批 198 万份（摊销期 42 个月，万元）	-169	-676	-676	-676	-169	
尾批 264 万份（摊销期 54 个月，万元）	-175	-702	-702	-702	-702	-175
合计摊销（万元）	-581	-2,325	-2,325	-1,615	-871	-175
扣税后合计摊销（万元）	-436	-1,744	-1,744	-1,211	-653	-132
总股本（万股）	10,688	10,688	10,688	10,886	10,886	10,952
减少账面 EPS(元/股)	-0.04	-0.16	-0.16	-0.11	-0.06	-0.01

注：假设期权摊销费用可以抵税，所得税率按 25% 计算
数据来源：公司资料，国信证券经济研究所预测

小结

综合上述分析，我们预计公司 2009-2013 年净利润增速分别为 31.5%、29.8%、30.6%、31.5%、31.5%，对应期权行权后总股本，每股收益分别为 0.79 元、1.03 元、1.34 元、1.74 元、2.28 元，近 5 年保持业绩较快增长。

表 6: 新华都未来 5 年盈利预测

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,279	3,216	4,259	5,708	7,312	9,062
同比	38.8%	41.1%	32.4%	34.0%	28.1%	23.9%
营业成本	1,846	2,598	3,433	4,596	5,884	7,288
综合毛利	433	618	826	1,112	1,428	1,774
综合毛利率	19.0%	19.2%	19.4%	19.5%	19.5%	19.6%
营业税金及附加	12	17	23	30	39	48
销售费用	277	406	545	751	972	1,201
管理费用	59	78	104	119	126	130
财务费用	0.51	1.21	3.87	6.19	9.41	12.54
资产减值损失	2	0	0	0	0	0
营业利润	84	115	151	205	282	382
公允价值变动净收益	0					
投资收益	-3	0	0	0	0	0
营业外收支	2	0	0	0	0	0
利润总额	83	115	151	205	282	382
所得税	18	29	38	51	71	96
少数股东损益	0.50	1.15	3.01	10.26	22.57	38.24
净利润	64	85	110	144	189	249
同比	-11.7%	31.5%	29.8%	30.6%	31.5%	31.5%
总股本	107	106.88	106.88	106.88	108.86	108.86
每股收益	0.60	0.79	1.03	1.34	1.74	2.28
净利率	2.83%	2.64%	2.58%	2.52%	2.58%	2.74%

数据来源：公司资料，国信证券经济研究所预测

风险分析

1、外资超市下沉：随着一二线城市大卖场逐步饱和，沃尔玛、家乐福等外资超市亦在谋求向县城、乡镇发展，随着这些外资超市进入三、四线地区，会对公司经营带来一定的冲击，但是，我们认为，一方面，新华都已经进入的三、四线地区门店位置通常为当地最核心，因此，店址资源稀缺；另一方面，随着新华都物流系统逐步完善，在三、四线地区与竞争对手相比，新华都的商品丰富度、商品价格都将更有竞争力。

2、经济持续低迷：2009 年，国内外经济形势严峻，公司经营亦受到影响，可比门店收入增速明显下降，若该趋势延续，则有可能导致公司业绩增长达不到预期。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	439	463	547	680	营业收入	2279	3216	4259	5708
应收款项	42	59	78	105	营业成本	1846	2598	3433	4596
存货净额	228	322	425	569	营业税金及附加	12	17	23	30
其他流动资产	59	83	109	147	销售费用	277	406	545	751
流动资产合计	767	927	1160	1501	管理费用	38	44	54	54
固定资产	193	265	336	408	财务费用	1	1	4	6
无形资产及其他	1	8	6	5	投资收益	(3)	0	0	0
投资性房地产	102	139	175	213	资产减值及公允价值变动	(2)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(20)	(35)	(50)	(65)
资产总计	1063	1339	1678	2127	营业利润	80	115	151	205
短期借款及交易性金融负债	0	0	20	25	营业外净收支	2	0	0	0
应付款项	271	382	505	676	利润总额	83	115	151	205
其他流动负债	280	393	520	697	所得税费用	18	29	38	51
流动负债合计	552	776	1045	1398	少数股东损益	1	1	3	10
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	64	85	110	144
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0					
负债合计	552	776	1045	1398					
少数股东权益	0	1	4	14					
股东权益	512	563	629	715					
负债和股东权益总计	1063	1339	1678	2127					

现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	64	85	110	144
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	21	49	71	92
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	1	1	4	6
营运资本变动	61	90	100	140
其它	0	1	3	10
经营活动现金流	146	225	284	386
资本开支	0	(166)	(176)	(200)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	0	(166)	(176)	(200)
权益性融资	303	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(0)	(34)	(44)	(57)
其它融资现金流	(124)	0	20	5
融资活动现金流	178	(34)	(24)	(52)
现金净变动	324	25	84	133
货币资金的期初余额	115	439	463	547
货币资金的期末余额	439	463	547	680
企业自由现金流	167	60	111	190
权益自由现金流	42	63	134	200

关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.60	0.79	1.03	1.34
每股红利	0.00	0.32	0.41	0.54
每股净资产	4.79	5.26	5.88	6.69
ROIC	24%	24%	34%	46%
ROE	13%	15%	17%	20%
毛利率	19%	19%	19%	19%
EBIT Margin	4%	4%	4%	4%
EBITDA Margin	5%	5%	5%	5%
收入增长	39%	41%	32%	34%
净利润增长率	-12%	31%	30%	31%
资产负债率	52%	58%	63%	66%
息率	0.0%	1.0%	1.3%	1.7%
P/E	51.1	38.9	30.0	22.9
P/B	6.4	5.9	5.2	4.6
EV/EBITDA	36.1	24.7	19.3	15.5

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观			策略			交通运输		
杨建龙			汤小生	021-68864595		唐建华	0755-82130468	
林松立	010-82254212		黄海培	021-68864598		孙菲菲	0755-82133400	
任泽平	010-82254206		崔嵘	021-68866202		高健	0755-82130678	
周炳林	0755-82133339		廖喆	021-68866236		黄金香	010-82252922	
			赵谦	021-68866295				
银行			房地产			计算机		
邱志承	021-68864597		方焱	0755-82130648		凌晨	021-68866233	
黄飙	0755-82133476		区瑞明	0755-82130678		电子元器件		
谈煊	010-82254212					王俊峰	010-82254205	
戴志锋	0755-82133343							
有色金属			汽车及零配件			钢铁		
彭波	0755-82133909		李君	021-68866235		郑东	010-82254160	
李洪冀	010-82252922		左涛	021-68866253		秦波	010-82252922	
商业贸易			基础化工			非银行金融		
胡鸿轲	021-68866206		邱伟	0755-82133263		武建刚	010-82250828	
吴美玉	010-82252911		陆震	0755-82130532		王一峰	010-82250828	
石油与石化			电力设备			传媒		
李晨	021-68866252		彭继忠	021-68866203		陈财茂	021-68866236	
严蓓娜	021-68866253		皮家银	021-68866205		廖绪发	021-68866237	
机械			电力与公用事业			医药		
余爱斌	0755-82133400		徐颖真	021-68864007		贺平鸽	0755-82133396	
李筱筠	010-82254205		谢达成	021-68866236		丁丹	0755-82130678	
通信			造纸			家电		
严平	021-68865025		李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407	
纺织服装			建材			旅游		
方军平	021-68866202		杨昕	021-68864596		陈财茂	021-68866236	
						廖绪发	021-68866237	
中小股票			食品饮料					
高芳敏	021-68864586		黄茂	0755-82133476				
陈爱华			谢鸿鹤	0755-82130646				
农业			煤炭			建筑		
张如	021-68866233		李然	0755-82130681		邱波	0755-82133390	
固定收益与基金			金融工程			金融工程		
皮敏	021-68864011		葛新元	0755-82133332		王军清	0755-82133297	
张旭	010-82254210		董艺婷	021-68866946		黄志文	0755-82130532	
杨涛	0755-82133339		戴军	021-68864585		林晓明		

国信证券经济研究所机构销售部

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-68864592		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-68866025		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-68866205		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
庞博	0755-82130818		黄胜蓝	021-68866011		焦骥	010-82254209	
	0755-82133343			13761873797			13601094018	
	pangb@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456		刘塑	021-68866236				
	15814403667			13817906789				
	zhubin@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn				