

动态报告

商业贸易

零售

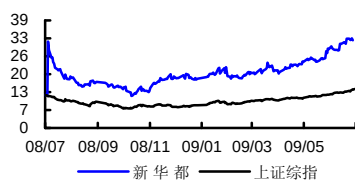
新华都(002264)
推荐

09 年中报点评

(维持评级)

2009 年 7 月 28 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘 (元)	31.76
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)	3,393.44/850.90
上证综指/深圳成指	3,435.21/13,743.40
12 个月最高/最低 (元)	32.49/11.60

财务数据

净资产值(百万元)	529.70
每股净资产(元)	4.96
市净率	6.41
资产负债率	52.28%
息率	0.79%

相关研究报告:

《新华都: 快速成长的区域连锁超市龙头》——2009-7-14

《新华都: 对外收购推动业绩增长》——2009-6-26

《新华都: 管理层激励有助于公司长远发展》——2009-6-23

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。

财报点评

走出“冰点”、重新进入高速增长通道

09 年上半年, 新华都实现营业收入 15 亿元, 同比增长 31%, 实现净利润 4040 万元, 同比下降 7.4%, 对应每股收益 0.38 元, 基本符合我们的预期。

09 年中期, 公司拟对全体股东按每 10 股派息 4.50 元 (含税)。

●业绩回顾: 走出一季度的“冰点”

二季度, 在 CPI 企稳、次新门店逐步成熟等因素的推动下, 公司收入增速明显提升, 成本、费用率明显改善, 进而推动公司业绩重回快速增长通道, 09 年二季度, 公司收入、净利润分别同比增长 35.2%、25.8%, 较一季度的 27.6%、-30.3%有明显提升。

●业绩展望: 公司重新进入高速增长通道

下半年, 随着 CPI 筑底回升, 公司内生收入增速将有所改善, 次新门店逐渐成熟, 将推动公司业绩较快增长。

公司推出 A 股最严格股权激励, 收入、净利润连续 5 年增长分别不低于 31.6% 与 28%, 按照股权激励目标, 公司 09 年下半年业绩增速有望达到 100% 以上, 2010 年上半年受益经济环境改善、以及基数较低, 预计亦可实现 50% 多的增长。

●维持盈利预测

我们维持盈利预测, 预计公司 2009-2011 年营业收入分别增长 41.1%、32.4%、34.0%, 净利润分别增长 31.5%、29.8%、30.6%, 对应每股收益分别为 0.79 元、1.03 元、1.34 元。

●合理价值在 35—40 元/股之间, 维持“推荐”评级

按照我们的盈利预测, 如果 5 年后 (2013 年), 给予 25 倍 PE, 那么按照 15% 的收益率计算, 目前合理股价为 35 元, 再考虑到公司的高分红 (预计每年在 40% 左右), 那么公司的合理股价在 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)	34.82	52.64	40.1	30.9	23.6
EV/EBITDA	21.06	29.31	25.3	19.7	15.8
市净率 (PB)	16.22	6.63	6.03	5.40	4.75

业绩回顾：走出一季度的“冰点”

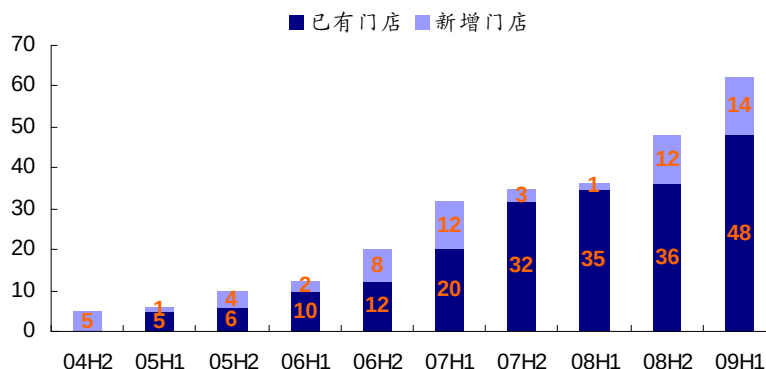
收入方面

09年上半年，新华都实现营业收入15亿元，同比增长31%，分季度看，一、二季度，公司营业收入分别增长27.6%、35.2%，我们认为，二季度收入增速回升的主要原因包括：

第一，外延扩张推动，公司在08年下半年新开12家门店以及09年上半年新增（含收购）14家门店，这些新门店及次新门店推动公司收入增长（图1）；

第二，内生收入增速改善：2008年2月CPI达到高点，并开始持续回落，09年2月开始，CPI开始负增长，由此导致公司一季度可比门店收入出现下滑，二季度，随着CPI企稳，公司可比门店收入增速有所改善，5、6月连续两个月内生收入增速回正，由此推动公司二季度收入增长（图2、3）。

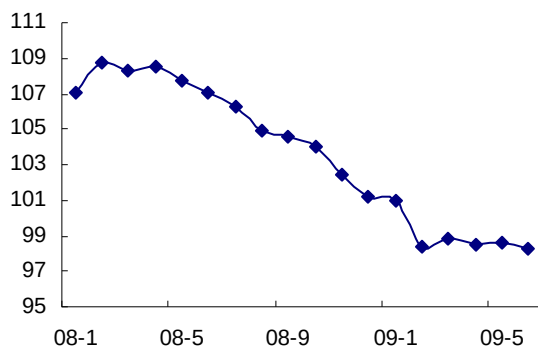
图1：新华都扩张步伐一览



注：08年公司新增14家门店，关闭1家门店，净增13家门店；含收购门店

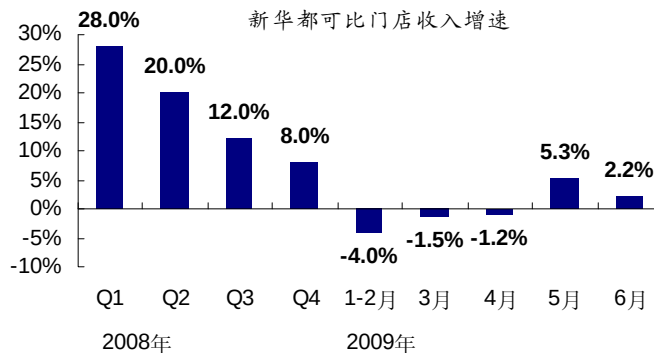
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

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

成本费用方面

上半年公司综合毛利率同比下降 0.58 个百分点，其中，一、二季度分别下降 0.77、0.44 个百分点，我们认为，综合毛利率的下降主要是公司采取比较多的打折促销活动所致。

上半年公司期间费用率（销售、管理、财务费用率之和）同比上升 1.1 个百分点，其中，一、二季度分别上升 1.73、0.12 个百分点，一季度期间费用率上升较高主要是由于 08 年底新开门店较多，在 09 年一季度体现全部费用的同时，收入贡献相对较少，由此带来费用率的上升，二季度，随着这些门店逐渐成熟，费用率上升幅度较一季度有较大回落；此外，可比门店收入增速的改善，亦会带来费用率的下降。

小结

综合来看，上半年公司实现净利润 4040 万元，同比下降 7.4%，其中，一、二季度净利润增速分别为-30.3%、25.8%，业绩增速明显回升。

表 1：新华都分季度主要经营指标

	08 一季度	09 一季度	08 二季度	09 二季度	07 三季度	08 三季度	07 四季度	08 四季度
收入增速		27.63%		35.15%		30.98%		27.42%
净利润增速		-30.25%		25.79%		10.76%		-4.28%
综合毛利率	17.90%	17.14%	20.49%	20.05%	18.62%	18.72%	20.01%	19.22%
期间费用率	12.08%	13.81%	15.94%	16.06%	15.78%	15.68%	15.47%	15.70%
营业费用率	9.94%	11.52%	13.22%	13.47%	13.10%	13.02%	12.08%	12.79%
管理费用率	2.07%	2.41%	2.69%	2.54%	2.49%	2.60%	3.23%	2.97%
财务费用率	0.07%	-0.12%	0.02%	0.05%	0.20%	0.06%	0.16%	-0.07%
营业利润率	5.36%	2.78%	4.09%	3.49%	2.45%	2.50%	3.91%	2.54%
净利率	4.01%	2.19%	3.56%	3.32%	2.01%	1.70%	2.61%	1.96%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

业绩展望：公司重新进入高速增长通道

由公司上半年经营状况可以看出，公司已经走出了一季度的“冰点”，重新进入了高速增长的通道。

第一，内生收入增速改善：随着 CPI 企稳并有望回升，预计公司内生收入增速将逐渐提高，由此带动公司业绩增长；

第二，外延扩张：上半年公司新增 14 家门店，继续保持快速扩张，随着新门店及次新门店逐渐成熟，将推动公司业绩增长；

第三，激励机制：公司推出 A 股最严格股权激励，收入、净利润连续 5 年增长分别不低于 31.6%与 28%，哪一年完不成，哪一年扣高管不低于 20%的年薪，按照股权激励目标，公司 09 年下半年业绩增速有望达到 100%以上，2010 年上半年受益经济环境改善、以及基数较低，预计亦可实现 50%多的增长。

我们维持盈利预测，预计公司 2009-2011 年营业收入分别增长 41.1%、32.4%、34.0%，净利润分别增长 31.5%、29.8%、30.6%，对应每股收益分别为 **0.79 元、1.03 元、1.34 元**。

表 2：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

维持“推荐”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，此外，公司的股权激励方案，为公司未来 5 年提供了业绩增长保证。

按照我们的盈利预测，如果 5 年后（2013 年），给予 25 倍 PE，那么按照 15% 的收益率计算，目前合理股价为 35 元，再考虑到公司的高分红（预计每年在 40% 左右），那么公司的合理股价在 **35—40 元**，维持“推荐”评级。

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	59	78	104	119
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	0	0	0	0
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	52.7	40.1	30.9	23.6
P/B	6.6	6.0	5.4	4.7
EV/EBITDA	37.0	25.3	19.7	15.8

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				