

专业连锁

兰飞燕

0755-82026706

新华都

002264

推荐

处于快速成长期的区域连锁超市

投资要点:

- **外延扩张强劲。**公司 2005-2008 年间, 年均门店数量、营业面积的复合增长率分别高达 68.70%、46.28%, 截止 2009 年中期, 公司拥有门店数量 62 家、营业面积 31.43 万平方米。2009 上半年公司营业收入同比增长了 30.92%, 远高于同期 6 家连锁超市 5.95% 的平均增长水平。随着收购莆田项目的并入, 预计 2009 年下半年收入的同比增速可达 37%-38%。公司目前销售基础小, 年销售规模仅相当于步步高 40%、武汉中百的 25%, 同时, 福建市场、特别是各大乡镇的发展空间依然非常大, 这为公司未来继续高速发展提供必要条件。从扩张方式看, 虽然公司近期来连续 3 次以收购方式新增了 14 家门店, 但未来扩张的主要手段还是依靠自主建店。
- **可比门店内生增长情况。**随着消费信心的恢复, 公司可比门店增长自今年 5 月份开始已经实现单月的由负转正。根据调研了解, 公司 2009 年 7-9 月份的可比门店内生增长约在 2-3% 之间。2009 年的第 4 季度我国 CPI 同比增长有望实现由负转正, 对公司内生增长有望带来积极的正面影响。
- **综合毛利有望稳步提升。**总体看, 未来公司综合毛利率的趋势应是逐步提高的, 提升的动力来源于: (1) 经营管理能力的提升; (2) 配送中心的逐步完善、自配比例的提高, 及规模的扩大; (3) 目前毛利率较低的生鲜产品, 通过源头采购等措施、未来提升空间还是很大。而今年上半年综合毛利率 18.45%、同比下滑 0.58 个百分点, 有一定偶然性: 一方面是由于促销大、另一重要原因是去年同期的综合毛利率基数较高。
- **未来一年是公司配送体系的重点投入期。**随着公司销售规模的扩大, 预计未来几年公司会有一半以上的店会开在县及乡镇、新开店将更分散, 因此公司目前严重依赖供应商配送的情况将不能持续(将导致降低与供应商议价能力、商店缺货率可能较高)。未来 3 年随着募集资金物流配送项目的事实, 配送比例有望由目前的 10% 提升到 50%。
- **盈利预测及投资评级。**预测公司 09-11 年 EPS 为 0.78、1.04、1.38 元, 复合增长率 32%。目前估值高出行业平均约 15-20%。但综合考虑到: 公司较小的销售基数所决定的较大成长空间; 公司在福建地区的品牌、管理等竞争优势明显; 股权激励将带给公司的更强的增长动力。我们认为公司增长的速度及增长的明确性将高于武汉中百及步步高, 给予推荐评级, 目标价 36 元, 相当于 2010 年 35 倍 PE。

6-12 个月目标价: 36.00 元

当前股价: 28.77 元

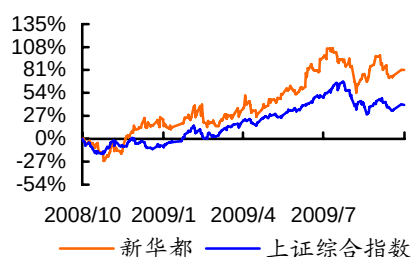
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2894.48
总股本(百万)	107
流通股本(百万)	37
流通市值(亿)	11
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	4.79
资产负债率	51.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
新华都	-5.50	-5.28	38.55
上证综合指数	-3.19	-7.05	18.42



相关报告

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2279	3055	4110	5449
同比(%)	39%	34%	35%	33%
归属母公司净利润(百万元)	64	83	111	147
同比(%)	-12%	29%	33%	33%
毛利率(%)	19.0%	19.0%	19.1%	19.1%
ROE(%)	12.6%	16.0%	17.6%	18.9%
每股收益(元)	0.60	0.78	1.04	1.38
P/E	46.01	35.60	26.74	20.18
P/B	5.80	5.70	4.70	3.81
EV/EBITDA	22	19	15	12

资料来源: 中投证券研究所

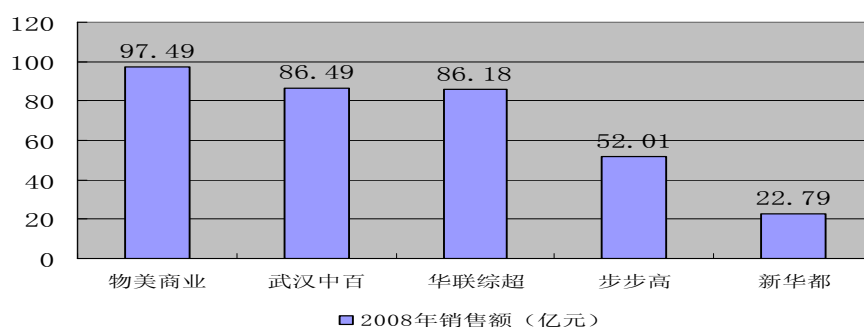
一、外延扩张强劲

公司 2009 年上半年实现营业收入 14.96 亿元，同比增长了 30.92%。该增长速度远高于步步高（8.08%）、武汉中百（10.47）以及 6 家连锁超市的平均增长水平（5.95%）。随着收购莆田项目的并入，预计 2009 年下半年收入的同比增速可达 37%-38%，全年实现股权激励所限定的收入增长 31.60% 问题不大。

公司能取得如此好的销售增长一方面由于较低的销售基数（如下图表 1）、另一方面主要得益于强劲的外延扩张，公司仅 2008 年新开门店 14 家（其中 12 月份开了 11 家）；2009 年 1-6 月份，共新开（含收购）14 家（属募投项目 5 家、收购莆田万家惠 7 家）。截止 2009 年上半年，公司共有门店 62 家、连锁门店面积达 383957.10 平方米，平均单店面积 6192.86 平方米。

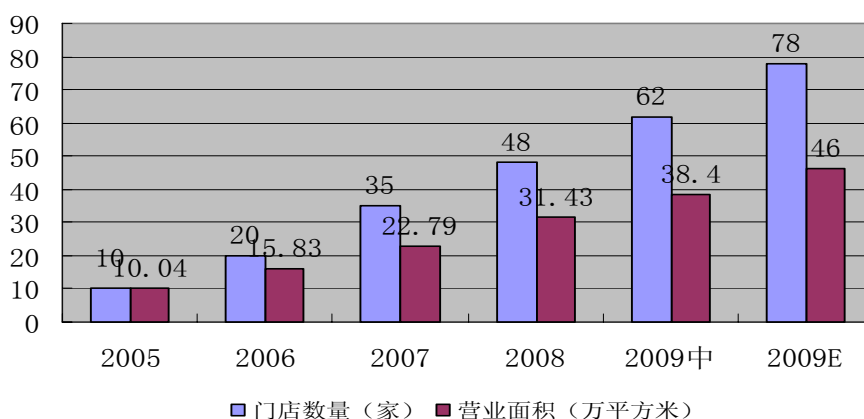
在福建 9 个地区中，公司进入了除南平、宁德外的 7 个地区，目前各地区门店分布为福州（7 家）、厦门（9 家）、莆田（9 家）、三明（3 家）、泉州（13 家）、漳州（8 家）、龙岩（13 家）。

图表 1：公司销售基数较低



资料来源：公司报表

图表 2：公司近年来门店拓展迅速



资料来源：公司报表

拓展策略：在福建各大城市，目前大卖场已经出现或接近饱和状态、而社区店还有一定成长空间；在福建各大乡镇，大卖场及社区超市的发展空间依然

非常大。公司的发展策略是：以大卖场在大城市短兵相接，在各大乡镇，加快布点以便抢占市场份额、并引导消费潮流。当然，在各大城市再建大卖场也应区别对待：如福州、厦门中心区再建大型卖场可能风险较大，而在一些大城市的新区则可以考虑设店。另外，随着经济水平的提高，在城市中心区建立便利店也是可取的（公司计划未来 3-5 年进入便利店领域）。

我们注意到，自今年 6 月份以来公司公告 3 次收购公告，共新增了 14 家门店、新增营业面积约 76000 万平方米。应该说，利用收购方式来扩张能迅速地扩大市场占有率、抢占有利位置。但公司未来的拓展方式应该还是会主要以自建店为主，同时可收购的标的也有限。

图表 3：公司近期收购项目情况

公告日	收购标的	价格	新增店面	新增营业面积
6.27	莆田万家惠购物广场 70%股权	5064.8 万元	8 家	34000 平方米
7.3	惠安岛内价购物广场、漳州岛内价超市	1330	2	12000 平方米
9.24	莆田国货精品商贸	4301	4	约 30000 平方米

资料来源：公司公告

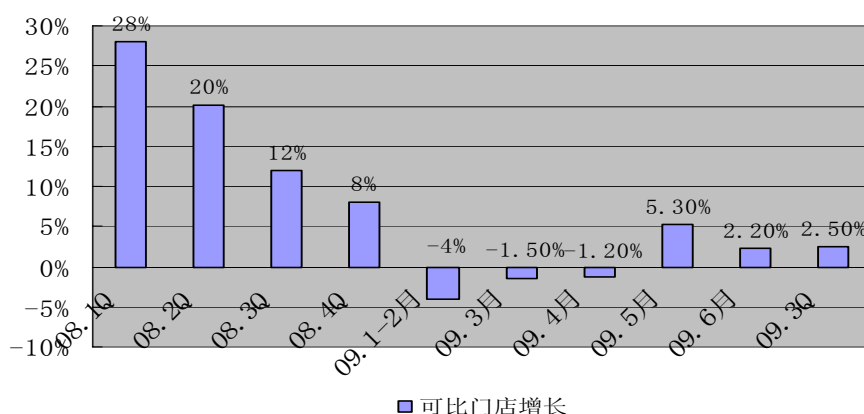
二、可比门店内生增长

超市以经营食品、生鲜、日用品为主，以 2009 年上半年为例，公司生鲜销售占比 22.48%、食品销售占比 29.50%，因此，CPI 的变动是影响公司可比门店内生增长的最主要因素。

根据调研了解，公司 7-9 月份的可比门店内生增长约在 2-3%之间。而事实上，随着消费信心的恢复，公司可比门店增长自 5 月份开始已经实现单月的由负转正（如下图表 4）。

2009 年的第 4 季度我国 CPI 有望实现由负转正的拐点，对公司内生增长有望带来积极的正面影响。

图表 4：公司内生增长情况



资料来源：调研

三、综合毛利率

从长期趋势来看，一家优秀连锁超市的综合毛利率应是小幅提高的趋势：

（1）超市商品的销售持续稳定性好、促销行为少；（2）连锁超市随着规模的扩大，其议价能力不断提高、规模效应体现充分。而百货零售商的综合毛利率（扣点率）相对稳定、同时经济下滑时所采取的大量促销行为将损害百货零售商的综合毛利率。

这也体现出连锁超市不同于百货的一种盈利方式：超市通过不断扩张、规模效应明显、综合毛利率可以不断提高，而百货企业毛利率（合同扣点率）相对稳定，主要靠营业面积的增加、商品结构的调整来实现收入增长，规模效应并不明显。

公司 2009 年上半年综合毛利率 18.45%，同比下滑了 0.58 个百分点。在 6 家连锁超市上市公司中，公司和武汉中百是 2 家综合毛利率下降的公司；公司综合毛利率出现下滑一方面是由于促销大、另一重要原因是去年同期的综合毛利率基数较高。

图表 5：2009 年中期公司分类别毛利率情况

分产品	营业收入（万元）	毛利率	毛利率增减
生鲜	32433	10.25%	0.31%
食品	42105	11.28	-2.63%
日用品	22261	15.65%	0.46%
百货	45585	19.35%	-1.24%

资料来源：公司报表

如上表，公司生鲜毛利率略有提高，主要通过减少中间环节，加强生鲜源头采购、基地直采以及加强生鲜商品的配送和管理等；公司未来吸引客流，往往采用民生商品如粮油、液态奶等作为促销让利商品，使食品类毛利率下滑了 2.63 个百分点；百货业态由于常年大幅度促销，毛利率下滑在意料之中。

总体看，未来公司综合毛利率的趋势应是逐步提高的，提升的动力来源于：

（1）经营管理能力的提升；（2）配送中心的逐步完善、自配比例的提高，及规模的扩大；（3）对于目前毛利率较低的生鲜方面，通过源头采购等措施、未来提升空间还是很大，当然，提升可能需要一定过程、因为只有在某一地区形成规模后经营才有优势。

四、未来一年是公司配送体系的重点投入期

随着公司门店的逐步下沉（县及县以下乡镇门店的增多）、以及销售规模的更上一台阶，在未来的一年左右时间内是公司后台配送体系的大投资期间。公司原有在地级市门店可以依靠工厂配送，而未来会有一半以上的店会开在城镇、特别是在泉州等（目前公司 62 家门店中、县级城市门店约 27 家、乡镇门店 3 家），从目前配送体系来说，由于严重依赖供应商配送，当新开店比较分散时，由供应商配送将导致：（1）降低公司与供应商议价能力；（2）商店缺货率可能较高。

目前公司租赁了福州、泉州、龙岩三个配送点，自己配送比例仅为 15% 左右（目前步步高自配比例约为 40%）。而随着公司募集资金物流配送中心项目

的实施，新增年配送能力 147.93 万平方米、增加年配送金额 14.97 亿元，配送比率在未来 3 年将提高到约 50%。

五、快速扩张期：费用率将小幅上升

2009 年上半年公司经营费用+管理费用+财务费用率由上年同期的 13.71% 上升至 14.87%，总体看，由于公司处于门店的快速扩张期，费用率将呈小幅上升的趋势。

图表 6：公司费用情况（单位：万元）

项目	2009 年 1-6 月	2008 年 1-6 月	占总费用比例 (2009 上半年)	同比增减
租金	5457	3899	25.10%	39.96%
水电	2166	1638	9.96%	32.23%
其他费用	2395	941	11.02%	154.52%
人工	8328	5666	38.31%	64.63%
费用合计	21740	15634	--	

资料来源：公司报表

如上表，人工、租金、水电是公司三大费用支出项目，占比分别为 38.31%、25.10%、9.96%。

六、股权激励提升公司增长动力

公司于 2009 年 6 月份公布股权激励方案，目前正处于审批过程中，审批通过应无悬念。

该激励方案的激励对象包括公司高管人员、核心管理人员及骨干人员共 678 人，共计 660 万份，行权价 25.35 元。行权的业绩目标相当于未来 5 年公司的主营业务收入及净利润的复合增长率需分别达到 31.60%、28%，条件严格。

行权条件严格的该激励方案由公司管理层自身制定，本身体现公司管理层对未来发展的信心；另外，公司本身销售基数小、未来的市场容量也为公司的发展提供了必要条件。总体看，该激励方案无疑将为公司发展提供强大动力。

七、盈利预测及投资评级

基本假设：未来 3 年年均门店扩张 20 家以上；2009-2011 年综合毛利率分别为 19.00%、19.05%、19.10%，小幅上升；2009-2011 年营业费用+管理费用率 15.06%、15.14%、15.20%。

图表 7：公司盈利预测表

项目	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2279	3055	4110	5449
营业成本	1846	2475	3327	4408
营业税金及附加	12	17	22	29
营业费用	277	381	515	684
管理费用	59	79	108	144

财务费用	1	-2	-3	-4
资产减值损失	2	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-3	0	0	0
营业利润	80	105	140	185
营业外收入	3	2	2	2
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	83	106	141	187
所得税	18	23	30	40
净利润	65	83	111	147
少数股东损益	1	0	0	0
归属母公司净利润	64	83	111	147
EBITDA	114	132	167	212
EPS (元)	0.60	0.78	1.04	1.38

资料来源：公司报表

公司按照 2009 年 PE 估值较武汉中百（09 年 28 倍 PE）、步步高（09 年 30 倍 PE）高约 15-20%。但综合考虑到公司较小的销售基数（目前销售仅为步步高的 40%、武汉中百的 25%）决定的较大成长空间、公司在福建地区的竞争优势、股权激励所形成的公司的更强的增长动力，我们认为公司未来 3 年复合增长力将高于武汉中百及步步高，给予推荐评级，目标价 36 元，相当于 2010 年 35 倍 PE。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	767	941	1270	1718	营业收入	2279	3055	4110	5449
现金	439	529	723	983	营业成本	1846	2475	3327	4408
应收账款	3	6	7	9	营业税金及附加	12	17	22	29
其它应收款	39	75	83	115	营业费用	277	381	515	684
预付账款	55	51	73	100	管理费用	59	79	108	144
存货	228	276	380	507	财务费用	1	-2	-3	-4
其他	4	4	4	4	资产减值损失	2	1	1	1
非流动资产	296	301	284	278	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-3	0	0	0
固定资产	193	174	154	135	营业利润	80	105	140	185
无形资产	1	2	2	2	营业外收入	3	2	2	2
其他	102	126	128	141	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	1063	1243	1554	1997	利润总额	83	106	141	187
流动负债	552	722	923	1218	所得税	18	23	30	40
短期借款	0	8	6	6	净利润	65	83	111	147
应付账款	270	367	488	649	少数股东损益	1	0	0	0
其他	282	347	429	564	归属母公司净利润	64	83	111	147
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	114	132	167	212
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.60	0.78	1.04	1.38
其他	0	0	0	0					
负债合计	552	722	923	1218	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	107	107	107	107	成长能力				
资本公积	275	275	275	275	营业收入	38.8%	34.1%	34.5%	32.6%
留存收益	129	138	249	396	营业利润	-12.8%	30.2%	33.4%	32.8%
归属母公司股东权益	512	520	631	778	归属于母公司净利润	-11.7%	29.2%	33.1%	32.5%
负债和股东权益	1063	1243	1554	1997	获利能力				
					毛利率	19.0%	19.0%	19.1%	19.1%
					净利率	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%
					ROE	12.6%	16.0%	17.6%	18.9%
					ROIC	38.9%	92.8%	490.9	-175.1
					偿债能力				
					资产负债率	51.9%	58.1%	59.4%	61.0%
					净负债比率	0.00%	1.15%	0.63%	0.47%
					流动比率	1.39	1.30	1.38	1.41
					速动比率	0.97	0.92	0.96	0.99
					营运能力				
					总资产周转率	2.87	2.65	2.94	3.07
					应收账款周转率	739	722	641	676
					应付账款周转率	8.02	7.77	7.78	7.76
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.60	0.78	1.04	1.38
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.47	1.55	1.92	2.51
					每股净资产(最新摊薄)	4.79	4.87	5.90	7.28
					估值比率				
					P/E	46.01	35.60	26.74	20.18
					P/B	5.80	5.70	4.70	3.81
					EV/EBITDA	22	19	15	12

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

兰飞燕, 中投证券研究所零售贸易行业高级分析师, 经济学硕士, 4 年行业分析经历, 8 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 百联股份、大商股份、王府井、小商品城、重庆百货、武汉中百、鄂武商、广州友谊、广百股份、欧亚集团、中兴商业、新华百货、新世界、友谊股份、益民百货、开元控股、苏宁电器、华联综超、农产品、中化国际、步步高、武汉中百

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434