

增持 维持

新华都 (002264)

2010 年 8 月 6 日

规模扩张带来收入持续高增长，期间费用压力较大抑制短期业绩释放

2010 年 8 月 5 日收盘于 20.50 元
6 个月目标价：22.36 元批发和零售贸易行业首席分析师：路颖
SAC 执业证书编号：S0850203100078
luying@htsec.com
021-23219403潘鹤
SAC 执业证书编号：S0850210040007
panh@htsec.com
021-23219423汪立亭
联系人
wanglt@htsec.com
021-23219399

公司今日（2010 年 8 月 6 日）发布 2010 年半年报。2010 年 1-6 月公司实现营业收入 20.87 亿元，同比增长 39.46%；实现利润总额 5189 万元，同比增长 1.26%；实现归属于上市公司股东的净利润 4626 万元，同比增长 14.51%，扣除非经常性损益的净利润 4549 万元，同比增长 23.94%。

2009 年上半年公司全面摊薄每股收益为 0.29 元，净资产收益率为 8.81%，较去年同期增加 1.15 个百分点；公司每股经营性现金流在报告期为 0.55 元，较去年同期的 0.19 元增长 189.47%。

公司同时公告对 2010 年 1-3 季度的经营业绩预计：归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长幅度为 0-30%，即在 5625 万元和 7312 万元之间，合每股收益为 0.35-0.46 元之间。

简评及投资建议：单从二季度看（参见表 5），公司营业收入随着门店的持续高速扩张，继续保持着大幅的增长，达到 41.88%；同时毛利率也提升了 0.4 个百分点；但期间费用的大幅增加（销售费用率及管理费用率分别增加 1.5 和 0.08 个百分点）侵蚀了收入和毛利的增长，再加上较去年同期少了一笔出售设备的营业外收入，导致公司二季度归属母公司净利润同比下降 3.95%。

从长期来看，我们仍维持前期的观点，认为公司为达到股权激励草案中的行权条件（以 2008 年经审计的主营业务收入及净利润为固定基数，公司 2011-2013 年的主营业务收入及净利润分别较 2008 年的年复合增长率达到或超过 31.6% 和 28%），2010-2011 年净利润的复合增长率需达到 40.6%；但从公司目前的经营状况以及其披露的对前三季度的预测来看，公司业绩更大的增速可能到明年才能有所体现。

因此，我们对 2010 年的盈利预测进行略微的调整，下调 2010 年 EPS 至 0.57 元（主要是调高了销售费用率），并维持 2011 年 EPS 0.83 元的预测；公司目前 20.5 元的股价对应 2010-11 年 PE 分别为 35.7 倍和 24.8 倍，考虑到公司 2012-13 年为达到行权条件仍有可能维持 30% 左右的高速增长，我们认为其目前可享受一定的估值溢价，因此维持其 22.36 元的目标价（对应 2011 年 27 倍 PE）以及“增持”的投资评级。

另外，从一个超市企业更长远的发展来看，我们仍维持之前对公司的观点，即认为虽然公司的规模可通过新开门店及收购门店进行高速的扩张，但公司未来仍需在物流体系、门店培育等方面取得进一步的改善，如何通过对毛利率的提升和经营效率的提高将营业收入的增长转化为利润的有效增加是公司值得努力的方向；此外，公司在持续收购门店后的整合情况，以及随着公司规模扩大其在当地竞争地位是否有所提升等问题都需要我们持续关注；而以上这些以及公司激励草案仍需通过证监会通过等因素都为公司未来的业绩增加了诸多的不确定性。

公司 2010 半年报分析。

1. 2010 上半年公司新开（含收购）门店 16 家，总面积同比增长 33.32%，营业收入同比增长 39.46%；销售规模的持续高增长仍主要来自高速的外延扩张。

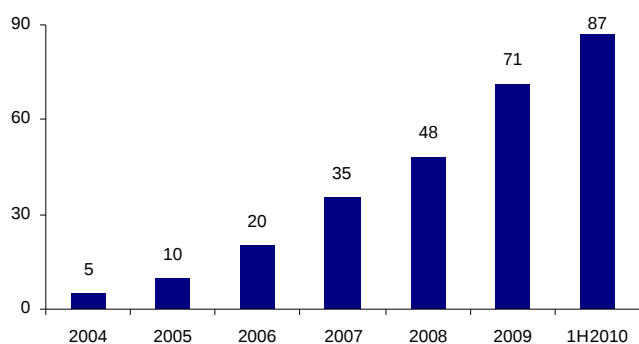
2010 年 1-6 月，公司共新开（含收购）门店 16 家，新增营业面积 6.48 万平米，门店数量及面积的扩张均保持较高的速度；截至 10 年上半年，公司在福建省内共有连锁门店 87 家，门店面积共达 51.2 万平米，平均单店面积为 5884 平米（参见图 1 和图 2）。

公司 2010 年 1-6 月营业收入增速达到 39.46%，其中一、二季度分别实现 37.48%和 41.88%，我们认为公司销售收入每个季度均能维持 40%左右这一较高水平主要仍得益于其门店的迅猛扩张（尤其是对成熟门店的收购）；公司 2010 年开店目标共为 30 家，除去目前已开的 16 家外，下半年仍将有 14 家门店开业，因此我们预计今年下半年公司的销售规模仍可维持一个较高的增速。

从公司营业收入的产品构成上来看（参见表 1），公司各产品的收入占比结构基本保持稳定，其中生鲜、食品仍占主要比重，两者合计占到营业总收入的一半左右，其次是百货类产品，占到总收入的 30%以上；从收入增速上看，生鲜、食品和日用品增长较快，三者分别实现 37.03%、40.79%和 42.95%的增速；此外，公司也逐步加大对家电类商品的经营，形成了公司又一个较为重要的经营业态。

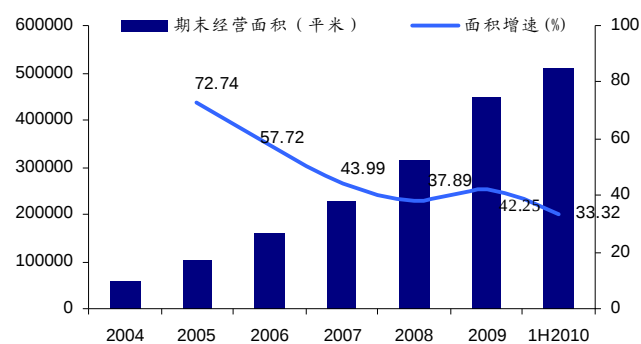
从营业收入的地区分布上来看（参见表 2），闽南地区仍是收入贡献的主要来源，其收入占比达到 55%左右，而闽东地区则增长较快，10 年上半年同比增长了 60%以上。

图 1 新华都 2004 - 1H2010 年门店数（家）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 2 新华都 2004 - 1H2010 年营业面积及增速



资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 1 新华都 2010 上半年营业收入分产品构成

	1H2010	同比增长（%）	占比（%）
主营业务收入合计	197913	39.00	94.85
生鲜类	44443	37.03	21.30
食品类	59282	40.79	28.41
日用品	31822	42.95	15.25
百货类	49601	29.18	23.77
家电类	12765	77.57	6.12
其他业务收入合计	10754	48.60	5.15
租赁收入	1861	70.42	0.89
促销服务费收入	8833	45.09	4.23
信息服务费收入	44	-22.53	0.02
其他等	16	-	-
营业收入合计	208667	39.46	100.00

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 2 新华都 2010 上半年营业收入分地区构成

	1H2010	同比增长（%）	占比（%）
闽南地区	114479	30.83	54.86
闽东地区	62908	63.98	30.15
闽西、北地区	31280	31.66	14.99
合计	208667	39.46	100.00

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 2010 上半年公司毛利率提升 0.89 个百分点，其中占销售比重较大的生鲜食品类毛利率均提升了 1.24 个百分点，主要得益于经济回暖、CPI 回升带来的竞争压力的明显减缓以及供应链管理能力的改善。

2010 年 1-6 月，公司综合毛利率为 19.34%，同比上升了 0.89 个百分点，其中一、二季度分别上升了 1.26 和 0.40 个百分点；我们认为这主要得益于两方面的原因：一方面是由于经济回暖以及 CPI 回升使得超市企业间竞争压力明显减缓，从而打折促销的频率和力度均小于去年同期（一季度由于节假日等原因体现的更为明显），另一方面也是由于随着公司扩张收购等行为，在区域内的规模优势加大，因此其原先相对较弱的供应链整合能力有所提升。

从细项毛利率变动（参见表 3）可以看到：（A）10 年上半年公司生鲜类商品的毛利率提升了 1.24 个百分点，这主要是由于公司原先生鲜毛利率水平过低，而近两年公司在这方面的供应链有一定改善（减少中间环节，加强生鲜商品的源头采购、基地直采以及加强生鲜商品的配送和管理等）；（B）食品类商品毛利率也提升了 1.24 个百分点，主要是由于去年同期公司在其促销让利应对竞争时，更多的将该类商品作为促销产品以吸引顾客，而今年上半年粮油、液体奶等竞争商品促销让利的频率和力度均小于去年同期；（C）日用品毛利率同比提升 2.15 个百分点，公司对此的解释是家居用品、纸制品等的销售随着经济形势的好转而上升以及其对商品结构的不断调整；（D）百货类毛利率同比下降 0.51 个百分点，仍是由于大幅促销让利所致；（E）此外，占公司收入比重大幅加大的家电类商品毛利率基本维持稳定。

表 3 新华都毛利率变动明细（2007-1H2010）

	2007	2008	2009	1H2010	毛利率同期增减
生鲜类	8.43%	10.21%	10.14%	11.49%	1.24%
食品类	12.30%	12.32%	11.38%	12.52%	1.24%
日用品	16.54%	16.31%	16.81%	17.80%	2.15%
百货类	21.01%	19.97%	19.29%	20.90%	-0.51%
家电类				8.39%	0.06%
主营业务毛利率	14.60%	14.80%	14.48%	14.97%	0.66%
综合毛利率	18.95%	19.01%	18.84%	19.34%	0.89%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

3. 规模扩张导致销售费用率大幅增加 1.44 个百分点；管理费用率基本持平；财务费用略有增加。

2010 年 1-6 月，公司销售费用率同比增加了 1.44 个百分点，其中一、二季度分别增加了 1.37 和 1.50 个百分点，主要还是由于门店的大幅扩张、人力成本及租金的提升所致；而公司的管理费用率基本持平；2010 年上半年公司财务费用增加了 155 万元，主要是由于去年同期公司融资上市后存款利息收入较大。

4. 2010 年 1-6 月，公司营业利润同比增长 9.59%，归属于母公司的净利润同比增长 14.51%，而扣除非经常性损益后净利润同比增长 23.94%。

根据我们以上的分析，公司期间费用的大幅增加（尤其是销售费用率的大幅上升）导致了其在营业收入同比增长近 40%、毛利率提升近 0.9 个百分点的情况下营业利润仅增长了 9.59%；此外，由于公司营业外净收支也同比减少了 400 万元左右（去年二季度公司出售莆田南门店设备获利近 300 多万元），因此公司净利润增速仅为 0.77%（其中一季度增长 23.08%、二季度下降 17.16%）；但今年上半年公司各持股 30% 的莆田新华都国货购物广场以及莆田万家惠购物广场均为亏损，因此公司较去年同期多了 -555 万元的少数股东损益；最终，公司归属母公司净利润同比增长 14.51%，而扣除非经常性损益后净利润同比增长 23.94%。

5. 公司高管上半年继续减持 69 万股（参见表 4）

公司部分高管继 09 年在二级市场减持公司 95 万股后，今年上半年继续减持了 69 万股；此次减持后，这些高管的持股比例由年初的 2.67% 下降至 2.08%。

6. 盈利预测和投资建议：从长期来看，我们仍维持前期的观点，认为公司为达到股权激励草案中的行权条件（以 2008 年经审计的主营业务收入及净利润为固定基数，公司 2011-2013 年的主营业务收入及净利润分别较 2008 年的年复合增长率达到或超过 31.6% 和 28%），2010-2011 年净利润的复合增长率需达到 40.6%；但从公司目前的经营状况以及其披露的对前三季度的预测来看，公司业绩更大的增速可能到明年才能有所体现。

我们对 2010 年的盈利预测进行略微的调整，下调 2010 年 EPS 至 0.57 元（主要是调高了销售费用率），并维持 2011 年 EPS 0.83 元的预测；公司目前 20.5 元的股价对应 2010-11 年 PE 分别为 35.7 倍和 24.8 倍，考虑到公司 2012-13 年为达

到行权条件仍有可能维持 30%左右的高速增长,我们认为其目前可享受一定的估值溢价,因此维持其 22.36 元的目标价(对应 2011 年 27 倍 PE)以及“增持”的投资评级。表 5 是公司 2009-1H2010 单季度合并损益表的分析。表 6 是我们对公司 2010-11 年合并损益表的预测。

表 4 新华都 2010 上半年高管持股变动情况

姓名	职务	年初持股数(万股)	占总股本(10688 万股) 比重(%)	期末持股数 (万股)	占总股本(16032 万股) 比重(%)	本期减持股份 数量(万股)
周文贵	董事、总经理	90	0.84	102	0.64	22
上官常川	董事、副总经理	60	0.56	72	0.45	18
龚严冰	董事、董事会秘书	30	0.28	34	0.21	8
付小珍	监事	45	0.42	53	0.33	10
郭建生	监事	30	0.28	35	0.22	7
龚水金	监事	15	0.14	21	0.13	2
李青	财务总监	15	0.14	17	0.11	4
合计		285	2.67	333	2.08	69

注：1）年初持股数和本期减持股份数量为以送股前 10688 万股为总股本；2）期末持股数以 16032 万股为总股本。

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 5 新华都单季度合并损益表分析（2009-1H2010）

	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	1H2009	1H2010
营业总收入(万元)	82072	67549	75631	85672	112830	95837	149621	208667
同比增长(%)	27.63	35.15	39.36	44.29	37.48	41.88	30.92	39.46
营业总成本(万元)	79792	65189	73920	83978	109993	93589	144981	203582
营业成本(万元)	68007	54002	60749	69575	92069	76238	122009	168307
营业成本/营业收入(%)	82.86	79.95	80.32	81.21	81.60	79.55	81.55	80.66
营业税金及附加(万元)	457	356	401	471	659	493	813	1152
营业税金及附加/营业收入(%)	0.56	0.53	0.53	0.55	0.58	0.51	0.54	0.55
销售费用(万元)	9451	9096	11451	11574	14538	14343	18547	28880
销售费用/营业收入(%)	11.52	13.47	15.14	13.51	12.88	14.97	12.40	13.84
管理费用(万元)	1979	1718	1837	2434	2674	2510	3697	5184
管理费用/营业收入(%)	2.41	2.54	2.43	2.84	2.37	2.62	2.47	2.48
财务费用(万元)	-99	34	-559	-65	56	34	-65	90
资产减值损失(万元)	-3	-17	41	-11	-2	-28	-20	-31
非经营性净收益(万元)	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润(万元)	2280	2360	1710	1695	2837	2248	4640	5085
同比增长(%)	-33.88	15.53	66.02	12.25	24.45	-4.75	-15.49	9.59
营业外收入(万元)	25	503	33	-285	73	88	528	162
营业外支出(万元)	8	35	12	79	34	24	44	58
利润总额(万元)	2296	2828	1731	1331	2876	2313	5124	5189
同比增长(%)	-33.59	29.57	56.37	-12.66	25.24	-18.21	-9.15	1.26
所得税费用(万元)	496	588	296	242	660	457	1084	1118
有效所得税率(%)	21.61	20.79	17.10	18.18	22.96	19.78	21.16	21.54
净利润(万元)	1800	2240	1435	1089	2216	1855	4040	4071
同比增长(%)	-31.90	26.24	56.83	-6.52	23.08	-17.16	-8.55	0.77
净利润率(%)	2.19	3.32	1.90	1.27	1.96	1.94	2.70	1.95
归属于母公司所有者的净利润(万元)	1800	2240	1585	1244	2475	2151	4040	4626
同比增长(%)	-30.25	25.79	72.10	6.78	37.49	-3.95	-7.37	14.51
少数股东损益(万元)				-154	-259	-296		-555
摊薄每股收益(元)	0.112	0.140	0.099	0.078	0.154	0.134	0.252	0.289

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 6 新华都合并损益表及预测（2007-2011E）

	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业总收入(万元)	164250	227932	310924	413529	558264
同比增长 (%)	54.53	38.77	36.41	33.00	35.00
营业总成本(万元)	157983	219577	302879	402505	541905
营业成本(万元)	133127	184607	252333	333924	449961
营业成本/营业收入 (%)	81.05	80.99	81.16	80.75	80.60
营业税金及附加(万元)	914	1212	1685	2274	3070
营业税金及附加/营业收入(%)	0.56	0.53	0.54	0.55	0.55
销售费用(万元)	19844	27657	41572	55620	74696
销售费用/营业收入(%)	12.08	12.13	13.37	13.45	13.38
管理费用(万元)	3962	5852	7968	10586	14068
管理费用/营业收入(%)	2.41	2.57	2.56	2.56	2.52
财务费用(万元)	229	51	-689	100	110
资产减值损失(万元)	92	198	10	0	0
非经营性净收益(万元)	2937	-325	0	0	0
营业利润(万元)	9204	8030	8045	11024	16359
同比增长 (%)	89.97	-12.76	0.19	37.03	103.73
营业外收入(万元)	126	290	276	0	0
营业外支出(万元)	69	49	135	0	0
利润总额(万元)	9261	8271	8186	11024	16359
同比增长 (%)	89.12	-10.69	-1.02	34.66	97.79
所得税费用(万元)	1983	1774	1622	2425	3599
有效所得税率 (%)	21.41	21.45	19.82	22.00	22.00
净利润(万元)	7278	6497	6564	8599	12760
同比增长 (%)	89.43	-10.73	1.04	30.99	96.40
净利润率 (%)	4.43	2.85	2.11	2.08	2.29
归属于母公司所有者的净利润(万元)	7302	6447	6869	9199	13260
同比增长 (%)	90.01	-11.71	6.54	33.92	105.68
少数股东损益(万元)	-24	50	-304	-600	-500
摊薄每股收益(元)	0.455	0.402	0.428	0.574	0.827

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相关报告：

新华都 2010 年一季报点评：一季度净利润增长 37.5%，外延扩张仍是主要因素（增持，调高）20100429

新华都 2009 年报点评：外延增长难掩费用压力，09 年业绩低于预期，10-11 年有望实现高增长（维持中性）20100226

新华都 2009 年三季报点评：三季度单季净利润增速 7 2%，回暖趋势明显（中性，维持）20091027

新华都 2009 半年报点评：二季度各项指标显著好转，销售规模扩大同时有待经营效率的进一步提高（中性，维持）20090728

新华都 2009 一季报点评：外延扩张拉动收入增长，经营效率有待进一步提高（中性，维持）20090428

新华都 2008 年报点评：业绩符合预期 但 2009 年增长压力较大（中性，下调）20090331

新华都跟踪报告：关于变更募集资金投向系列公告的点评（增持，维持）20081216

新华都 2008 三季报点评：2008 年三季度财务报告点评（增持，维持）20081027

新华都新股分析及申购建议（积极申购）20080721

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路 颖：批发和零售贸易行业首席分析师

潘 鹤：批发和零售贸易团队

汪立亭：批发和零售贸易团队

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、新华百货、开元控股、家润多、人人乐、海宁皮城、天虹商场、华联综超、友好集团。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。