



利好集结、业绩爆发

严守福建，未来区域胜出的可能性更大

新华都和永辉的对比已经太多，在永辉强大的光环下，新华都暗淡无光。谁将胜出现在判断尚早。分析两者的扩张思路，我们更有理由相信，新华都牢固占据福建市场，用力更为集中，扩张策略更为明智，未来福建省的真正领袖更有可能是新华都。

压抑三载，光华乍现

公司经历近三年的螺旋低点，2011 年将走出阴霾。多年的销售规模高速扩张，而业绩却驻足不前，不管这种节奏的产生是有意或无意，公司的业绩爆发都如箭在弦。而公司的盈利能力、创新能力、扩张能力都是可圈可点，虽然这些以前没有引起足够的注意，但对其即将到来的业绩高速增长应给予充分的关注。

高同店增长+股权激励+大股东现金参与增发=业绩爆发增长

2011 年公司的手笔很多，第一批股权激励股份将在 2011 年行权，目前看来，公司的行权决心非常坚决，这就要求 2011 年公司的业绩增速需要达到 70%以上，而公司的股权激励费用已经锁定，不会成为未来股价上升的羁绊。今日最新公布的非公开定向增发方案，大股东将现金认购 30%的增发股份，更为 2011 年的业绩释放带来无限遐想。

同店增速喜人

2010 年公司的同店增长 6%。**2011 年 1-2 月份同店增长达到 22%**，其中超市 18%，百货 49%。在通货膨胀情况下，CPI 对同店增速的影响比我们预计的更为强烈。我们预计全年公司的同店增长在 20%以上。

盈利预测

预计 2010-2012 年公司收入增速分别为 33.4%/23.8%/19.6%，净利润增速分别为 88%/45%/32%，EPS 为 0.91/1.32/1.75 元。我们认为公司未来三年成长性在超市企业中最突出，给予公司 2011 年 40 倍市盈率，6 个月目标价 35 元，维持“强烈买入”评级。

	2010A	2011F	2012F
营业收入（百万）	435,735	575,763	712,917
营业收入增长率	40.14%	32.14%	23.82%
EBITDA（百万）	13,546	23,903	33,187
EBITDA 增长率	29.07%	76.46%	38.84%
净利润（百万）	7,771	14,617	21,201
净利润增长率	13.14%	88.09%	45.04%
ROE	13.84%	23.30%	29.34%
EPS（元）	0.48	0.91	1.32
P/E	52.1	27.7	19.1
P/B	4.8	4.3	3.7

新华都 (002264)

维持评级

买入

张新红

zhangxinhong@csc.com.cn

010-85130996

执业证书编号：S1440210080010

联系人：杨晓磊

010-85130588-6330

发布日期：2011 年 3 月 1 日

当前股价：25.27 元

目标价格 6 个月：35 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
12.91/6.65	3.02/2.78	6.06/11.74
12 月最高/最低价（元）		35.86/16.55
总股本（万股）		16032.00
流通 A 股（万股）		5649.38
总市值（亿元）		40.51
流通市值（亿元）		14.28
近 3 月日均成交量（万）		163.98
主要股东		
新华都实业集团股份有限公司		43.97%

股价表现





目录

一、写在前面	1
二、公司概况：福建省连锁超市龙头	3
三、行业背景分析	4
四、公司经营分析	6
五、公司财务分析	15
六、股权激励方案实施要点	17
七、盈利预测和投资评级	18

图目录

图 1:公司发展历程	3
图 2: 公司股权结构图	4
图 3: 三种业态模式限额以上连锁零售业销售总额	4
图 4: 商务部重点零售企业（按行业分）销售增速同比	4
图 5: 中国城市化进程	5
图 6: 中国城镇住宅销售面积及增速	5
图 7: 2000-2009 年福建社销总额及同比增速	7
图 8: 城镇居民可支配收入与同比增速	7
图 9:门店分布数量	10
图 10: 门店分布地图	10
图 11:公司物流体系现状与新建情况	12
图 12: 公司主营业务收入构成及各品类占比情况	13
图 13: 公司各类商品的毛利率	13
图 14:各地区销售收入占比情况	13
图 15: 各地区销售毛利率与同比增速	13
图 16: 公司 2007—— 20101-6 月营业收入及增速情况	15
图 17: 公司主营业务收入与其它业务收入占比情况	15
图 18:公司综合毛利率和主营毛利率变化	16
图 19: 公司费用率情况	16



表目录

表 1: 股权激励行权进度	2
表 2: 股权激励每年产生费用	2
表 3: 2002——2009 年限额以上连锁超市基本情况.....	5
表 4: 外资超市全球扩张遇到障碍	6
表 5: 沃尔玛的发展历程表	7
表 5: 主要超市企业渠道下沉程度	8
表 6: 福建各地超市企业分布情况	8
表 7: 公司超市与百货门店数量	9
表 8: 公司进驻地区	9
表 9: 规模人数以上县级市、县可容纳大卖场数量预测.....	10
表 10: 新华都业态模式	11
表 11: 新华都与永辉在市辖区、县级市、县、镇门店分布情况.....	14
表 12: 新华都与永辉超市比较	14
表 13: 可比上市公司主营业务毛利率与综合毛利率对比情况.....	16
表 14: 中资超市盈利模式和盈利能力比较.....	17
表 15: 股权激励行权条件	17
表 16: 股权激励授予对象	18
表 18: 费用率、税率、营业外收支假设.....	18
表 19: 超市类上市公司的盈利预测和估值.....	19
表 20: 财务报表及财务指标预测	19
表 21: 财务指标预测	20



一、写在前面

新华都，这家位于福建省内的区域超市企业，与资本市场的新宠儿永辉超市在福建省内短兵相接，市场对其未来发展前景争议较多。我们看好公司未来的表现，基于以下几点：

1、事物的发展有其成长、兴旺、衰退、复苏的必然过程。从公司的发展历程看，螺旋式发展是大多数公司必经的过程，尤其是对零售企业而言。新华都也不例外：过去的三年，公司处于螺旋低点，而目前，处于公司的经营转折点，固守旧见错过企业的投资机会较为遗憾。

2、从市场心理来看，股票市场从来是非理性的，因为大量的对主流意见的附和者和助势者。考虑市场对一个公司的预期是判断公司股价是否还有上升空间的重要参考。我们很高兴的发现，与永辉超市同处一地的新华都，就像在月亮身边的星星，光辉尽掩。从这个角度而言，市场一致的偏见和对其竞争对手的过高预期必然结果是对永辉的高估和对公司的低估。

3、关于市场的疑问

有投资者问：公司的门店和经营有什么特点？超市的经营，根本的竞争能力在于规模效应、供应链管理和商品组合管理。而这些能力必须伴随企业的成长不断增强，并且并不容易从表象观察到。在中国目前的超市企业中，除了永辉超市门店生鲜特色外，其余的超市企业难以说谁拥有更大的门店特色和经营优势。中国的大卖场模式的超市企业千店一面的状况短期内难以改变，所以拿这个标准测量公司的经营能力是缘木求鱼。公司的未来竞争力是恰恰在于我们从表面所看不出来的方面，并且在逐步增强。门店的加密带来规模效应的提高、物流的完善带来供应链的高效，商品的组合变化使盈利能力更具弹性。

在超市企业纷纷扛起跨区域扩张的大旗时，公司显得格格不入。渠道下沉、门店加密等扩张方式实在不是资本市场喜欢的流行方式。然而，我们再分析发现，公司目前在福建省内目前数量已经超过永辉，且与永辉主要在福州不同，公司的门店已经遍布省内主要地级市及以下。在永辉不停的向省外扩张的同时，两家公司在福建的扩张速度已拉开差距，新华都每年 25-30 家，永辉每年 10-15 家。我们不妨做一个合理推测：5 年后，谁会是福建真正的大佬？而我们一直强调的“填满式”扩张模式有其深刻的原因，公司的与我们的理念不谋而合。

永辉的生鲜做的出色，新华都是不是就很差？这点也是资本市场的误解，仔细分析一下新华都的生鲜业务，除了在规模比例上尚不足外，其盈利能力的直采比例其实相差无几，这一点恰恰是很多人忽略的。善于取长补短是公司的另一个品质上的优点。生鲜需要做到像永辉那样规模吗？不需要。因为公司作为大卖场的业态定位本身和永辉的农改超有很大的区别，商品组合是保证盈利能力的关键因素之一，永辉要做的不是继续加大生鲜比例，而是如何缩小其比重，因为依靠单一品类的超市企业是违背超市企业经营的实质的。

公司在资本市场上的话题不断，却多有无奈：“唐骏门”公司被牵连的有点无厘头；信息披露的某些环节曾经出现问题其实更多责任在于资本市场的无礼窥探；最近发生的财政部会计审查一事又将公司推到舆论风口，但是通过这件事，我们却像对公司的诚信作了一次免费体检：基本情况良好，仅有小的瑕疵需要改正。

4、大股东现金参与增发，为后续门店扩张带来更多助力。

2012 年公司 2 月 28 日公司公告非公开增发方案：发行对象为包括公司控股股东新华都实业集团股份



有限公司（认购比例不低于 30%）、公司实际控制人陈发树先生(认购比例不低于 20%)在内的不超过 10 名的特定投资者，发行股份数量为不超过 2,200 万股。募集资金 4.5 亿元，发行底价 20.73 元。公司计划以租赁店面的方式，在福建省内的福州、泉州、厦门、漳州、龙岩、三明、宁德、南平等 8 个城市，以及广东省汕头市、贵州省贵阳市、贵州省遵义市发展 38 家连锁超市和 3 家百货，新增租赁面积约 35 万 m²，项目完成后预计新增年营业收入约 31 亿元（含税）。

此次增发大股东现金参与，表示大股东对公司未来前景的看好，同时，实力雄厚的大股东，将是公司未来持续成长的源源不断的助力。值得一提的是公司的实际控制人陈发树先生，作为一个以零售业起家并且具有人性关怀的企业家，应该也是新华都的精神领袖，在面对永辉超市的强大竞争压力下，这位民营企业企业家会采取什么样的反射举动抗击对手，进而影响新华都的未来都是颇耐人寻味的。

5、股权激励方案及费用已确定，对股价已没有羁绊。

公司董事会已确定公司股票期权激励计划的授予日为 2011 年 1 月 25 日，当日公司股票收盘价为 19.63 元，根据公司股票期权激励计划，假设首次授予的全部激励对象均符合本计划规定的行权条件且在各行权期内全部行权，则股票期权成本为 4380.77 万元。公司每年的期权费用已经确定,因此不会对股价未来的上升产生阻碍。公司的期权成本将影响今后几年的财务状况和经营成果，具体测算如下：

表 1：股权激励行权进度

	期权份数（万份）	期权成本
第一个行权期	230.355	1137.2
第二个行权期	230.355	1306.21
第三个行权期	307.14	1937.36

数据来源：公司公告

表 2：股权激励每年产生费用

	2011 年	2012 年	2013 年	总计
影响年度成本	2436.09	1298.89	645.78	4380.77
影响净利润	2436.09	1298.89	645.78	4380.77

数据来源：公司公告

6、2010 年业绩快报，符合预期

2010 年，公司经营状况良好，实现营业总收入 436,419.15 万元，比上年同期增长 40.95%，主要源自于门店数量增加的外延式发展和可比门店的内涵式增长。报告期实现净利润 7,702.81 万元，较调整前的上年同期增长 12.15%，较调整后的上年同期增长 25.75 %。（公司 09 年业绩调整系根据财政部驻厦门市财政监察专员办事处《关于对福建新华都购物广场股份有限公司 2009 年度会计信息质量检查结论和处理决定的通知》，主要内容有：公司承租商场，业主给予一定的装修期用于安装电梯、中央空调、消防设施等并免收租金，被认定为：成本核算反映不实，少摊销商场免租期费用 888.45 万元，造成多计利润 888.45 万元等。公司对 2009 年度的财务报表按追溯重述法进行了调整。）

2010 年公司业绩表现一般，主要由于 2010 年公司仍处于外延扩张的高速期，费用等维持在高位，公司的业绩符合我们的预期。



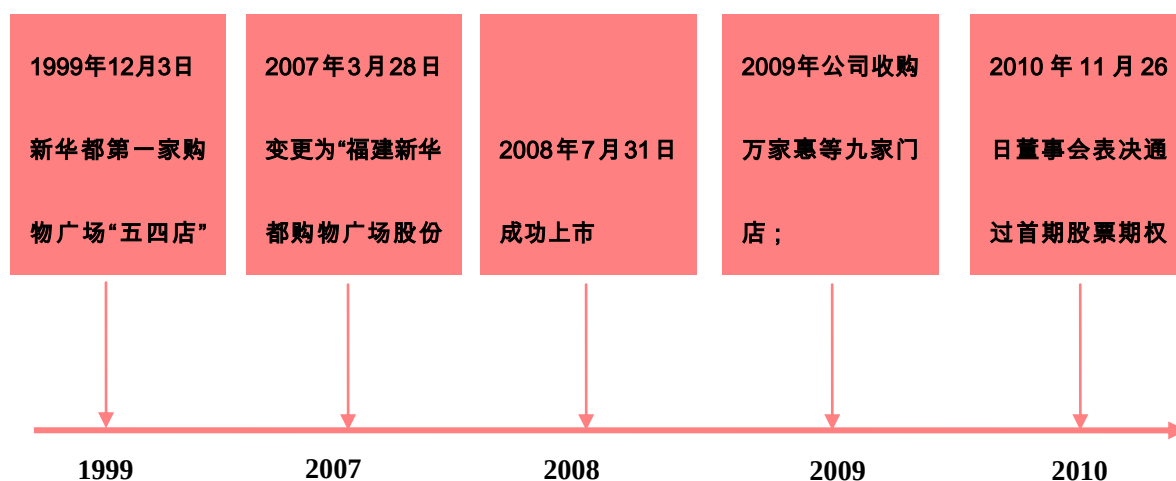
二、公司概况：福建省连锁超市龙头

公司历程

公司前身系福建新华都购物广场有限责任公司，2007 年 3 月 28 日变更为福建新华都购物广场股份有限公司。公司是一家立足于福建地区发展的地域性扩张连锁民营商业企业。公司以大卖场和综合超市为核心业态，兼营百货业务。截至 2010 年 12 月，公司共有门店 96 家，全部位于福建省内，主要分布于泉州、厦门、漳州、龙岩等地。

公司于 2008 年 7 月上市，股本从最初的 0.8 亿股增加到 1.6 亿股，其中流通 A 股 0.56 亿股；市值从 22 亿元增加到目前的 39.28 亿元（以 2011 年 2 月 25 日收盘价为计算标准）。另外，2011 年 7 月 31 日公司有 1 亿限售股解禁上市。

图 1:公司发展历程

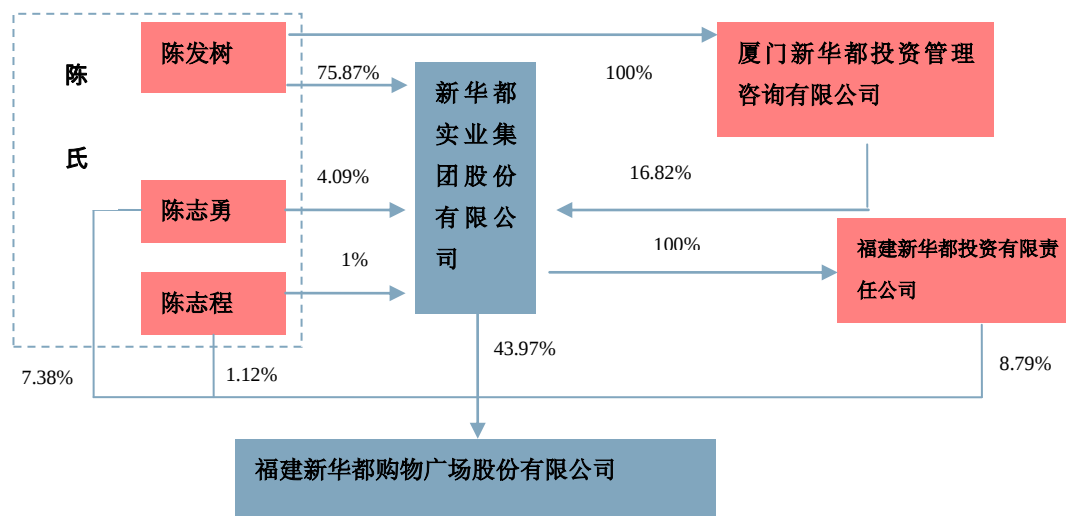


资料来源：公司网站 中信建投证券研究发展部

公司股权结构

公司实际控制人陈发树先生通过控股新华都实业集团股份有限公司和福建新华都投资有限责任公司持有福建新华都购物广场股份有限公司 48.90% 股权。自然人股东陈志勇先生和陈志程先生与实际控制人陈发树先生之间是兄弟关系，共持有上市公司 1362.6 万股，持股比例为 8.5%；同时两人间接持有上市公司 2.69% 股权。故陈氏兄弟共持有公司 60.09% 股权。陈发树先生现担任新华都集团董事长，陈志程先生担任新华都购物广场股份有限公司董事长，兼任新华都集团副总裁、厦门新华都董事长。另陈发树先生为紫金矿业董事。

图 2：公司股权结构图



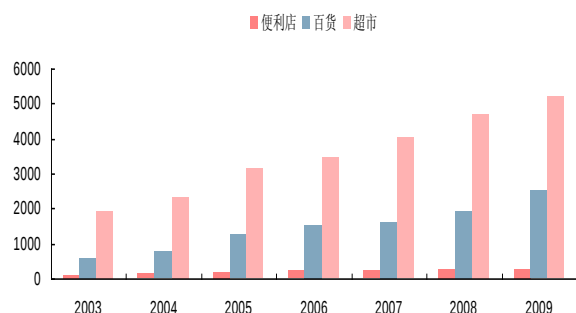
资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

三、行业背景分析

超市行业景气度

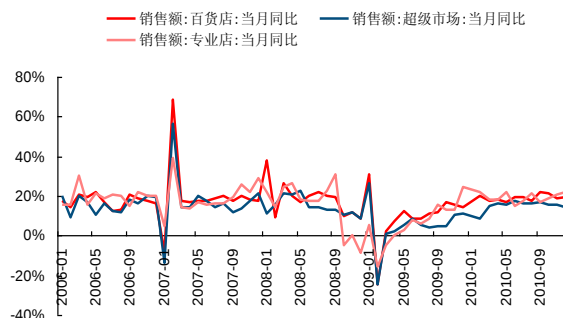
在中国，现代零售通路仅占居民快速消费品消费总额的 46%，以杂货店、售货亭和农贸市场等为代表的传统零售商依然占据着食杂零售市场的主导地位，因此大多数零售商将继续通过增加店铺数量以及多业态的纵深发展来增强他们在这个高速增长市场中的地位。新兴城市及城市的新兴地带是快速消费品流通渠道持续不断的培育基地。近年来，我国国民经济持续快速发展，消费市场迅速崛起，为我国零售业的持续快速发展提供了广阔的市场空间。目前，超市作为一种新型业态在零售业中彰显强大优势，截至 2009 年，超市业态销售额达到 5192 亿元，占限额以上连锁业销售额总额的 23.35%。

图 3：三种业态模式限额以上连锁零售业销售总额



资料来源：中国统计年鉴 中信建投证券研究发展部

图 4：商务部重点零售企业（按行业分）销售增速同比



资料来源：中国统计年鉴 中信建投证券研究发展部

超市作为新兴业态模式，起步于 90 年代初期，经过 20 多年的发展，超市已成居民的主要消费场所。各种业态的超市正逐步深入到中国老百姓的生活，改变老百姓的消费习惯。

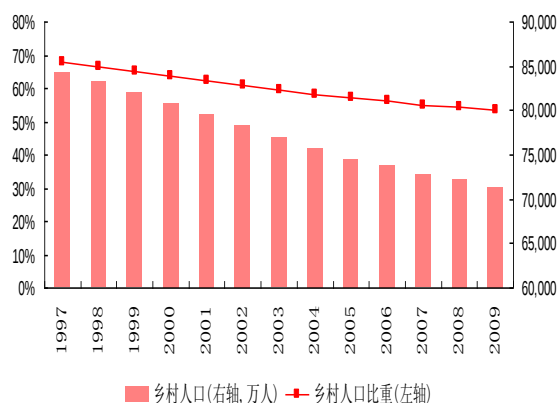
表 3：2002——2009 年限额以上连锁超市基本情况

	门店个数（个）	营业面积（万平方米）	从业人数（万人）	销售总额（亿元）
2002	10281	930.5	31.01	1318.2
2003	11717	1331.4	44.4	1925.6
2004	12877	1527.4	48	2341.6
2005	18924	2046.9	60.9	3113.3
2006	21066	2450.1	65.4	3443.3
2007	25185	2730.7	70.7	4012.6
2008	30240	3306.78	78.7	4681
2009	36755	3848.8	83.8	5192

资料来源：中国统计年鉴 中信建投证券研究发展部

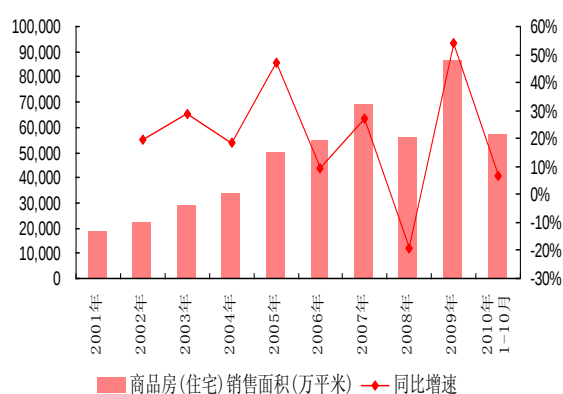
城镇化进程带来快速消费渠道的替代转移，快消品零售通路的扩大很大程度上需要通过城市的载体实现。因此中国的城镇化进程是超市行业发展的重要支撑。快速消费品大多是与人们生活密切相关的必需品。由于其收入弹性较小，因此其景气程度与中低收入人群的关系更为密切。目前我国有农民 7.13 亿，这部分人的消费习惯和收入状况决定了快速消费品的成长空间。按照我国目前城镇化率的速度，每年大约有 1500 万农民成为城镇新居民，从每年我国商品房中住宅面积的销售中看出，09 年住宅销售为 8.6 亿平方米，以按照目前我国人均住宅面积 30 平米计算，每年新入住居民大约为 2800 万，这部分增量居民带来的快消品消费增长。

图 5：中国城市化进程



资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

图 6：中国城镇住宅销售面积及增速



资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

外资超市与本土超市

外资零售企业在中国市场明显加快了新开门店的步伐，同时，外资零售企业大肆并购中国零售企业，加快其在华布局扩张步伐。外资零售企业在中国一线城市试水成功后，加快了对中国二三线城市的渗透。家乐福、TESCO、大润发、麦德龙、乐天、易买得等知名外资零售企业都在加速扩张其版图，实行多业态深入。

2009 年，百强零售企业中的 10 家经营大型超市的外资企业门店总数达到 867 家，共新开店 120 家，开店速度有所加快（2008 年的新开大型超市数量为 68 家）。内资超市有 32 家，门店总数达到 2.6 万家（除去新合作商贸连锁集团 88653 的网点），年增速为 4.6%。外资占据收入比为 30%，而门店数仅占 3%，可见外资超市的单店规模和单店效率都远远大于中资超市。2009 年，内资超市平均单店销售额为 3126 万元，而 5 家外商大型超市平均单店销售额为 2.2 亿元。中资超市大多属于区域龙头，牢固占据 3、4 线城市市场份额。

最近外资超市家乐福和沃尔玛频频出现状况，印证了我们在《中国超市企业的突围之路》报告中的预言，外资超市在中国的发展前景并不乐观。同时这也强化了另外一个观点：开放的市场永远不存在来晚的问题。急于跑马圈地其实是企业扩长的误区。

表 4：外资超市全球扩张遇到障碍

主要问题	具体表现	失败记录
消费本土化难以克服	不熟悉本土消费者的习惯、文化、特点。中国各地消费者的喜好有很大差异性，这也为沃尔玛采购配送增添了难度	沃尔玛： 全球 15 个国家开设了超过 8,400 家商场。
统一采购无法实现	中国的供应商大多是中小厂商，无法承担物流仓储售后服务方面的压力，经销商是必需的过渡。外资超市的统一采购变得无地放矢。企业一般也不会因为少数外资超市企业而放弃区域经销商。统一采购必然导致区域代理商抵触情绪导致缺货断货。	2005 年退出日本、 2006 年退出印尼、韩国和德国门店。 进入中国 14 年至今仍然亏损。最近出现价格欺事件。
政治风险	国与国之间的摩擦会导致民族排斥情绪；地方保护主义使区域龙头严守阵地，外资超市渗透困难重重。以沃尔玛为代表的总部结算体制使得各个区域门店所在当地政府无法收取税收收入，降低了区域政府的招商热情。国与国之间的政治关系存在风险，典型例子：2008 年中法关系紧张，家乐福遭抵制及 2010 年钓鱼岛事件，伊藤洋华堂遭打砸。	家乐福： 11,000 多家营运零售单位，业务范围遍及世界 30 个国家和地区。 2005 年，家乐福宣布退出经营了十年的日本市场； 2006 年，宣布退出韩国市场； 2009 年，退出俄罗斯市场。
盈利模式遭遇挑战	以沃尔玛为代表的低价策略和一家乐福为代表的后台高毛利策略在中国均遇到阻碍。由于供应链优势无法发挥，外资超市的低价策略已经失去实质，其薄利多销的优势丧失。家乐福为代表的收取进场费的方法则遇到供应商反对，导致与供应商关系恶化。	2010 年关闭比利时门店。 在中国最近出现价格欺事件、供应商关系恶化、关闭多家门店等情况。
物流系统无法发挥作用	我国高速公路的发展水平还比较低，要到 2035 年才能达到美国 1950 年初的 89 万公里的水平，这使得外资超市配送链的效果大打折扣。	乐购： 布局 13 个国家，拥有 3700 家门店。在日本和美国遭遇连年亏损。

资料来源： 中信建投证券研究发展部

四、公司经营分析

扩张模式—沃尔玛的“填满式”

中国超市业目前存在两种发展模式，一种是以华联综超为代表的全国性布局并发展的企业，另一类是以武汉中百、物美等为代表的先在某个区域集中发展，再逐步谋求向外发展道路的模式。在中国目前一二线城市被外资及各种超市网点占满的时候，我们认为中资超市不应只将眼光盯住大城市，应以所在区域的大城市为据点、不断向下渗透，占据区域的空白点，对整个区域采用“填满式”扩张方法最为明智。只有在一个区域的“填满

程度”达到最高，才考虑向其他区域扩张。这种方法，不但不会减缓公司的扩张速度，而且使得各种资源的有效协同效果达到最高，公司的扩张风险最低。我们很难想象一个只有 100 家门店的超市企业在全国多个省市布点会是什么结果。沃尔玛在门店数量达到 300 家左右的时候才开始跨区域的扩张。其采取以州为单位，一县一县地设店，直到整个州市场饱和，再向另一个州扩展。

表 5：沃尔玛的发展历程表

时间段	1945-1950	1950-1962	1960-1980	1980-1990	1990—2009
发展特点	起点	小镇开小店	小镇开大店和折扣店	在全美开店	世界扩张
企业地位	微不足道	开始成长	做成区域龙头	全国霸主	做成世界零售霸主
销售规模		1 亿美元	12 亿美元	260 亿美元	2879 亿美元
门店数量		60	276	1400	5350

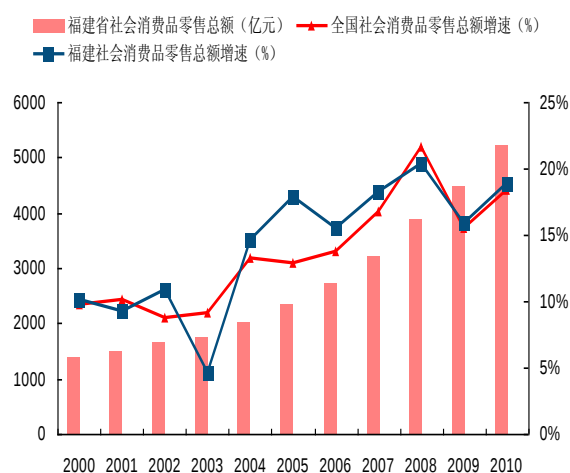
资料来源：中信建投证券研究发展部

参考沃尔玛的发展历程，一是注重渠道下沉、而是扩张模式采取填满式，三是注重规模效应。公司发展路径更倾向于沃尔玛模式。在大部分超市企业赶着跨区域扩张的时候，新华都立足福建，仅在少量区域试探性的进行适当的跨区域扩张。即使在面临本土劲敌永辉的竞争及超市企业流行的大跃进似的跨区扩张形势下，公司依然坚守立场，将福建作为扩张的主要战场，可见公司管理层的头脑非常清楚，并不容易被外界所干扰。

做透、做大海峡西岸零售市场

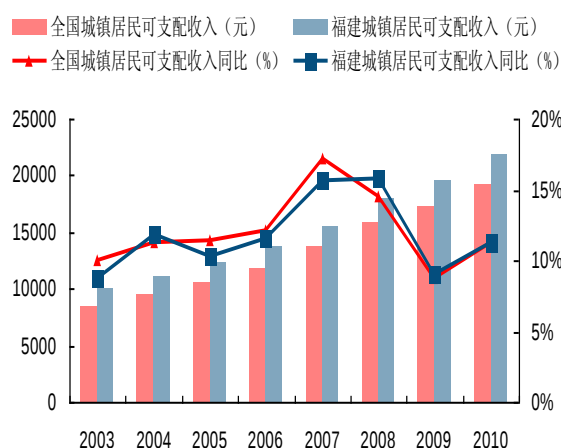
2010 年福建省实现生产总值 13800 亿元，同比增长 13.8%，高于全国 3.5 个百分点；在全国各个省市中排名第 12。实现社会消费品零售总额 5219.09 亿元，同比增长 18.8%，高于全国 0.4 个百分点；实现城镇居民人均可支配收入 21781.31 元，同比增长 11.3%；实现农民人均纯收入 7246.86 元，同比增长 8.5%。

图 7：2000-2009 年福建社销总额及同比增速



资料来源：中国统计年鉴 福建统计年鉴

图 8：城镇居民可支配收入与同比增速



资料来源：中国统计年鉴 福建统计年鉴

福建省较好的经济基础和不断提升的居民收入，为当地零售企业发展提供了较好的市场空间。福建省地处中国东海沿海，是海峡西岸经济区的主体部分，其北承长江三角洲，南接珠江三角洲，具有良好的区位优势。福建省的拥有地级市 8 个，14 个县级市，45 个县，乡镇 994 个。福建沿海城市经济发达，尤其是县级经济



实力普遍较强。根据 2009 年全国县域经济百强县（市）在各省（区、市）的分布，福建省有 8 个县入选，在全国排第四名，这说明福建省县级域经济发展情况较好。而这些县级市，目前仅有本土小型超市连锁企业，大卖场有着广阔的空间。此外，为推进城乡统筹，福建省确定在上杭县古田镇等 21 个小城镇开展综合改革建设试点。力争在三到五年内，使农村人口稳步有序地向镇区集中，21 个小城镇试点建设以来，各试点镇结合当地情况建立特色产业工业园区，有力拉动了乡镇经济的发展，成为新兴的消费潜力区。我们认为在厦门、福州、泉州竞争白热化的时候，这些空白点却被忽视。公司独具慧眼，选择适合自己的道路发展，不失为一种很聪明的做法。

表 5：主要超市企业渠道下沉程度

	分布	地级市及以上	县级市及以下	渠道下沉程度
新华都	全部在福建	59	30	34%
武汉中百	在湖北和重庆	95	50	34%
步步高	在湖南和江西	81	25	24%
永辉	门店分布在福建、重庆北京、安徽、	115	20	15%
华联综超	分布在全国 19 个省，近 30 个城市。	95	无	0
人人乐	在广东、广西、上海、福建、陕西、	112	无	0

资料来源：中信建投证券研究发展部

福建省超市竞争格局

在福建布局的连锁百强企业主要有沃尔玛、家乐福、永辉、世纪华联、麦德龙、大润发等。其中大部分超市主要卖场集中在市区与县级市。仅新华都与永辉超市门店进驻县、乡镇层级。

从各家超市的门店分布来看，福建省内最为激烈的还是福州和厦门，其他区域则较为空白，最具全省扩张规模的是新华都。其在莆田、漳州、龙岩等地的扩张已经初具规模，其占领福建省内的兄雄心可见一斑。

表 6：福建各地超市企业分布情况

	新华都	永辉	沃尔玛	好又多	家乐福	合计
福州	11	55	5	9	2	85
厦门	11	8	3	5	2	32
莆田	16	4	1	1	1	24
三明	6	4	--	3	--	12
泉州	25	7	3	2	3	41
漳州	13	1	1	--	--	16
南平	1	7	--	--	1	9
龙岩	13	--	--	--	--	13
宁德	--	1	--	2	--	3
总计	96	87	13	22	9	235

资料来源：各公司网站 中信建投证券研究发展部

公司门店扩张与分布

门店基本情况

截至 2010 年 12 月，公司拥有连锁门店 96 家，其中超市 89 家（占 92.70%），百货 7 家（占 7.29%）。公司连锁门店面积达到 51.19 万平方米，平均单店面积为 5883.62 平方米。

表 7：公司超市与百货门店数量

	2008	2009	2010	2011E	2012E
超市总数	44	66	89	114	144
当年新增	14	22 *	23	25	30
百货总数	4	5	7	7	7
当年新增	0	1	2	0	0

资料来源：中信建投证券研究发展部

* 其中:自有资金 5 家，收购门店 10 家

门店分布状况

目前公司门店已覆盖省内全省 18 个市区、8 个县级市以及 16 个县。

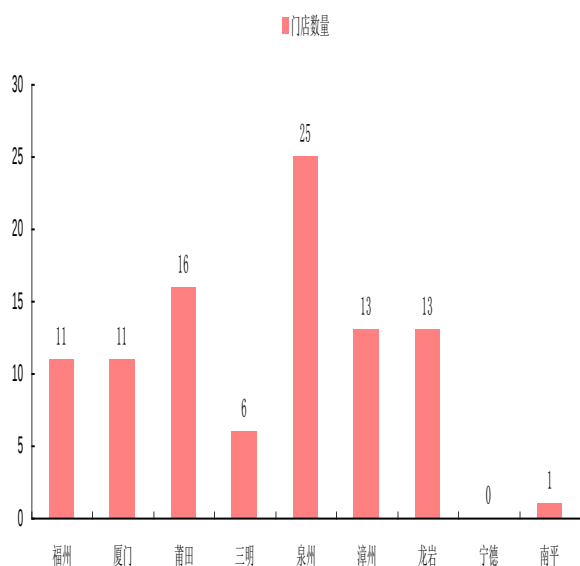
表 8：公司进驻地区

各区市 名称	县级行政单位数				县级行政单位名称
	合计	县	县级市	市辖区	
超市总数					
总计	85	45	14	26	
福州市	13	6	2	5	鼓楼区 仓山区 台江区 马尾区 晋安区 福清市 长乐市 闽侯县 连江县 罗源县 永泰县 平潭县 闽清县
厦门市	6			6	思明区 海沧区 湖里区 集美区 同安区 翔安区
莆田市	5	1		4	城厢区 涵江区 荔城区 秀屿区 仙游县 湄洲湾北岸经济开发区
三明市	12	9	1	2	三元区 梅列区 永安市 明溪县 清流县 宁化县 建宁县 泰宁县 明溪县 将乐县 沙县 尤溪县 大田县
泉州市	12	5	3	4	鲤城区 丰泽区 洛江区 泉港区 石狮市 晋江市 南安市 惠安县 安溪县 德化县 永春县 金门县 泉州经济技术开发区
漳州市	11	8	1	2	芗城区 龙文区 龙海市 云霄县 诏安县 漳浦县 东山县 平和县 南靖县 长泰县 华安县
南平市	10	5	4	1	延平区 邵武市 武夷山市 建瓯市 建阳市 顺昌县 浦城县 光泽县 松溪县 政和县
龙岩市	7	5	1	1	新罗区 漳平市 长汀县 永定县 上杭县 武平县 连城
宁德市	9	6	2	1	蕉城区 福安市 福鼎市 霞浦县 古田县 屏南县 寿宁县 周宁县 柘荣县

资料来源：中信建投证券研究发展部

注：红色表示新华都已进入地区

图 9: 门店分布数量



资料来源: 中信建投证券研究发展部

图 10: 门店分布地图



资料来源: 中信建投证券研究发展部

福建省新华都超市未来发展空间测算

新华都在县级市/县开设门店的地区, 其城镇常住人口在 6.8 万人以上。假设常住人口达到 7 万以上的县均有设立新华都超市的可能性, 且每 7 万人可开始一家 6000 平米的卖场。

推算结论: 县级市以下地区新华都可开设门店总数为 120 家, 现已开设 38 家, 尚存 82 家开设空间。

表 9: 规模人数以上县级市、县可容纳大卖场数量预测

城市	城镇常住人口（万）		可容纳卖场数量	城市	城镇常住人口（万）		可容纳卖场数量
福州	福清市	40.0	6	南平	邵武市	18.2	3
	长乐市	24.6	4		武夷山市	10.8	2
	闽侯县	22.9	3		建瓯市	18.5	3
	连江县	18.8	3		建阳市	16.2	2
	永泰县	7.3	1		顺昌县	10.5	2
					浦城县	13.6	2
莆田	仙游县	24.0	3	龙岩	漳平市	10.9	2
三明	永安市	21.2	3		长汀县	13.6	2
	宁化县	7.4	1		永定县	12.4	2
	大田县	9.2	1		上杭县	10.7	2
	尤溪县	9.4	1		武平县	8.6	1
	沙县	11.7	2		连城县	9.8	1



泉州			漳州		
石狮市	40.3	6	龙海市	36.5	5
晋江市	76.7	11	云霄县	15.2	2
南安市	62.2	9	诏安县	17.0	2
惠安县	40.1	6	长泰县	7.3	1
安溪县	34.5	5	东山县	9.5	1
永春县	21.9	3	南靖县	13.4	2
德化县	15.9	2	平和县	15.3	2
宁德					
福安市	26.2	4	霞浦县	16.9	2
福鼎市	25.3	4	古田县	12.2	2
总计		120			
现有卖场（县级市、县、镇）		38			
尚存空间		82			

资料来源：福建年鉴 中信建投证券研究发展部

公司业态模式：超市+百货模式

公司作为区域龙头企业，以大卖场和综合超市为核心业态，兼营百货业务。具体业态包括大型购物广场、流行时尚百货、专业电器卖场、社区综合超市、农改生鲜超市五类。

表 10：新华都业态模式

业态模式	模式简介	公司现状
大型购物广场	购物广场包括购物、休闲、娱乐、餐饮、文化、康体、商务、服务一站式服务。	1999 年新华都在福建省率先引进“一站式大型仓储超市”这一零售业新兴业态，在福州市五四路开设新华都购物广场，目前，公司拥有 50 家大型购物广场。
流行时尚百货	新华都百货定位为时尚流行百货，主要经营化妆品、珠宝首饰、名表、男女鞋、服饰、牛仔休闲、运动用品、家居床品、儿童用品等。	公司拥有 7 家百货，2009 年收入占比为 16.26%。
专业电器卖场	新华都电器包括黑电（彩电、音响、碟机）、冰洗（冰箱、冰柜、洗衣机、干衣机）、空调、通讯、数码、电脑、生活电器（热水器、抽油烟机、燃气灶、消毒柜等厨房生活电器）7 大类产品，引进诸多全球知名品牌。	公司的电器销售大多嵌入在超市门店中。
社区综合超市和农改生鲜超市	更注重生鲜副产品及民生生活日用品和基本百货商品，主要覆盖 2 公里服务半径内社区消费者。	2003 年，新华都开始实施城乡一体化“渗透扩张”的发展战略，借助品牌连锁这一新型零售业态重组区域网络，大力发展综合超市。2007 年新华都逐步加快在福建省内各大城市新开工改生鲜超市的扩张步伐。公司的生鲜销售占比越来越高。

资料来源：公司网站 中信建投证券研究发展部

物流配送中心建设

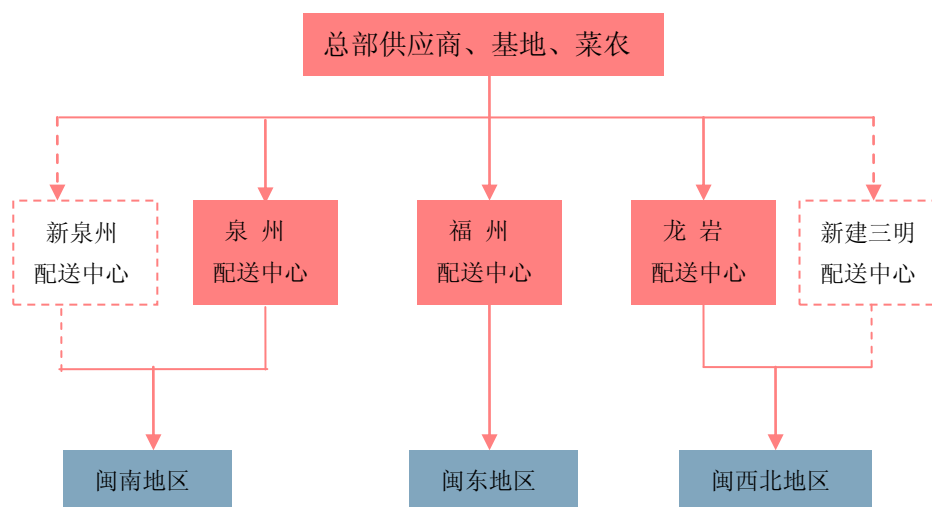
物流配送能力是连锁经营企业核心竞争力的主要体现，安全、准确、及时的进行配送，可以有效的降低企业物流费用、增加企业利润，提升企业市场竞争力。对公司的配送能力提出更高的要求。

公司现有 3 个配送中心，即泉州配送中心、福州配送中心、龙岩配送中心。近年来，随着公司门店数量增加，公司门店地区分布较广，闽南、闽东、闽西北地区均有分布，物流配送需求随之增加，现有的物流配送能力无法与公司规模扩张相匹配；同时，新华都下沉的渠道策略对物流配送管理提出了更高的要求。因此公司在各个区域均应加强物流配送能力。

闽南地区：新建泉州配送中心，总投资 3500 万元，预计 2012 年投入使用；闽西北地区：新建沙县配送中心，占地 50 亩，建筑面积 26666.8 平方米，总投资 5000 万元，该配送中心投入现代化仓储物流设施设备、建设配套生鲜加工处理中心、建立物流信息系统，满足闽西北市场配送需求及农产品闽西北的农产品加工处理后快速配送到省内外商场。预计 2011 年 1 月 30 日投入使用。

目前公司的自配送比例达到 25%，新的泉州和沙县配送中心建成后，公司的自配送比例将达到 45 % 。

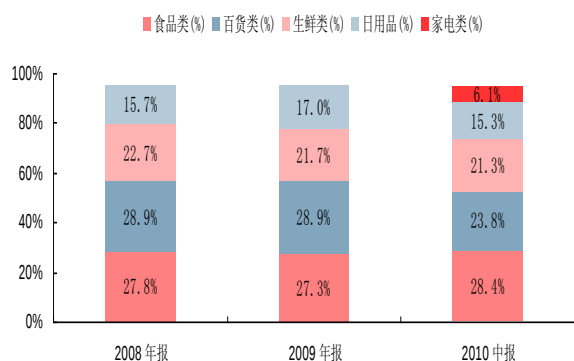
图 11:公司物流体系现状与新建情况



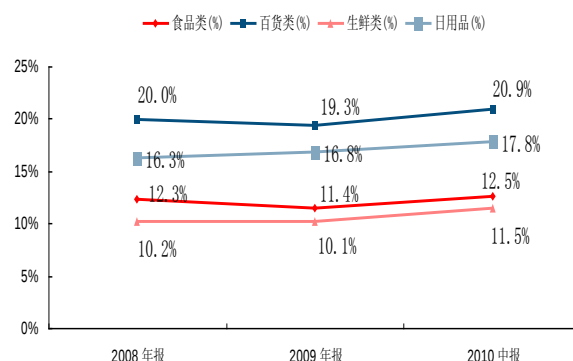
资料来源：中信建投研究发展部

经营分析

从各类销售收入情况看，食品类、百货类、生鲜类是公司销售收入的主要来源。食品类比重基本稳定在 28% 左右，生鲜类商品销售占比在 21%—23% 之间；日用品商品销售占比处于下降趋势，2010 年上半年仅占 15.25%。从销售利润率角度分析，2007—2010 年 1-6 月，主营毛利率维持在 14.48%—14.97% 之间，高于行业平均水平。公司综合毛利率维持在 18%—19% 之间，处于行业中等水平。公司的各类商品的销售毛利率 2010 年均有所上升，平均上升一个百分点，说明公司的盈利能力不断增强。尤其是生鲜商品的毛利率已经达到 11.5%，与永辉相差很小。此外公司的生鲜商品直接采购比例已经达 60%，与永辉的差距逐步缩减。我们认为通过进一步精细化管理、提高物流配送能力，公司综合毛利率仍有提升空间。

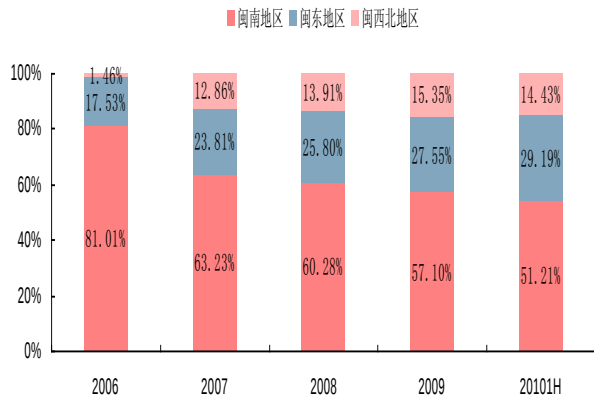
图 12: 公司主营业务收入构成及各品类占比情况


资料来源: wind 中信建投研究发展部

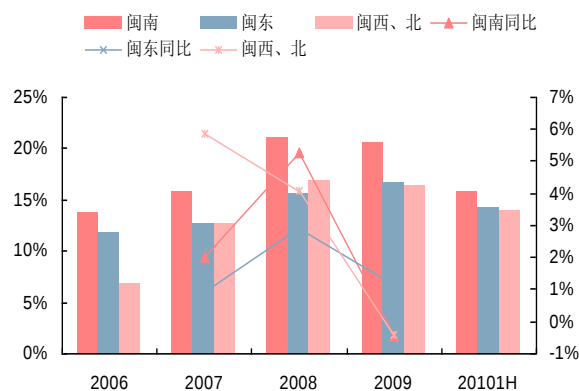
图 13: 公司各类商品的毛利率


资料来源: wind 中信建投研究发展部

从地方销售收入角度分析，闽南地区是福建经济发达地区，是公司业务重心所在地，也是公司优势区域，收入占比在 50%以上。闽东、闽西北地区是公司发展中心。2007 年以来销售收入贡献比重逐年提高。从毛利率角度分析，闽南地区毛利率最高，其次是闽东地区。闽西北地区自 2007 年以来毛利率快速提升至 12.73%，缩小甚至赶超闽东地区毛利率水平。2008、2009 年闽西北地区毛利率与闽南地区、闽东地区毛利率差距进一步缩小。

图 14: 各地区销售收入占比情况


资料来源: wind 中信建投研究发展部

图 15: 各地区销售毛利率与同比增速


资料来源: wind 中信建投研究发展部

新华都与永辉超市对比

目前在福建省地区，主要竞争对手为本土永辉超市。永辉在福建省内目前达到门店数量 87 家，另有 20 家处于筹备期。永辉和新华都在福建省内网点布局相当，但是两者的分布有较大的差异。永辉超市在福建省内的已经开业店面主要分布在福州，占到 63.2%，其余 32 家门店分布附近其他地区。

从永辉与新华都的省内布局来看，新华都的渠道下沉程度大于永辉，新华都在县级市、县、镇级共布局门店 38 家，占总门店 40%，并且新开门店均都以县镇为主。



表 11：新华都与永辉在市辖区、县级市、县、镇门店分布情况

	新华都*				永辉超市			
	市辖区	县级市	县	镇	市区	县级市	县	镇
福州	7	1	2		47	4	3	1
厦门	10				8			
莆田	13		3		3			1
三明	2	1	3			2	2	
泉州	9	4	6	6	3	1	2	1
漳州	5	3	4			1		
南平					4	2	1	
龙岩	8	2	2	1				
宁德					1			
总计	54	11	20	7	66	10	8	3

资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部 * 公司共有 96 家门店，根据现有资料统计出 92 家门店分布情况

分析两家公司的门店分布情况，永辉以福州为主，而新华都的战略布局以泉州为重，此外在厦门、漳州、莆田、龙岩等都具备了一定的规模优势。此外除了在福建省内，永辉在重庆、北京、安徽已经开始了全国性的布局。虽然公司在省内布局依然没有放松，但由于其全国布局，在福建省内的扩张速度将远低于新华都（预计每年 10-15 家，低于新华都 25-30 家）。而且新华都与永辉一定程度的错位经营能有效的回避直接竞争。新华都的下沉策略已经深入到乡镇级别，目前新华都已经在乡镇开设 7-8 家店，而福建省内的乡镇数量达到近千个，渠道下沉虽然使得物流配送难度加大等，但同样能够避免竞争，加快扩张速度，尤其是在公司物流配送体系日益完备倍的情况下，下沉的渠道将带来别样的天地。外资超市限于人员及全国布局的资源限制，很难深入到县甚至乡镇级别。

表 12：新华都与永辉超市比较

	新华都	永辉
发展战略	做透、做大海峡西岸零售市场	重点拓展福建、重庆、北京、安徽四大区域
公司文化	经营宗旨：天天平价 为您省钱 服务理念：真诚服务 追求完美 质量方针：选择新华都 选择好品质 用人方针：以人为本、人尽其才、才尽其用、追求卓越	公司使命：引领现代农业、守护百姓健康；以更好的服务提供健康的食品和实惠的商品核心价值观：融合共享、成于至善 服务理念：家门口的永辉、新鲜的永辉、放心的永辉
业态发展模式	以大卖场为主，综合超市、百货为辅，自行开设新店与收购并重的扩张策略	以大卖场、卖场和社区超市为核心业态的直营连锁
竞争优势	区域集中原则，深耕福建省县乡镇市场	以生鲜为特色的差异化经营模式

资料来源：wind 中信建投研究发展部

五、公司财务分析

成长能力分析

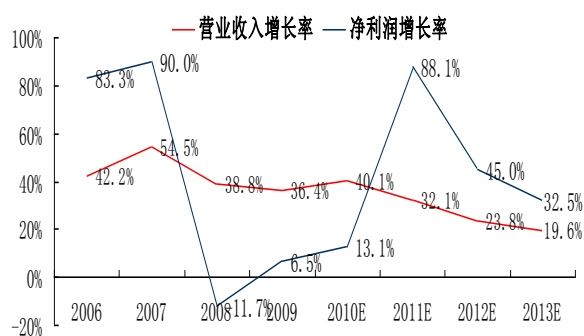
2007—2009 年，公司收入增速显著，复合增长达到 37%，主要源自新增门店的外延式发展和原有门店的内涵式增长。随着基数的扩大，公司的 2011 年-2013 年收入增速会略微放缓，但仍保持在 20% 以上。公司的净利润增速在经过了 2006-2007 的高速增长后，2009-2010 年三年徘徊不前，这与公司期间大规模的门店扩张有很大的关系，刚性的费用支出使得利润受到较大的压制，而未实现同销售收入同步增长。与大多数公司螺旋式发展的历程一样，公司在经历了过去三年的沉寂，2011 年将迎来业绩的爆发期，未来 2010 年-2013 年公司的净利润的复合增速将达到 58%，在零售板块中属于凤毛麟角。公司的门店仍将以每年接近 30 家的速度扩张，并将逐步关停少数亏损门店。

在公司的门店中，有 17-18 家是收购的门店。公司采取这种方式其实是走了捷径。县级市以下的小规模的门店虽然经营能力不强，但大多有较好的地理位置，并购成本却相对较低。据我们了解，公司的收购门店的表现并不差，目前除了莆田 7 家门店总体是亏损外，其余的基本实现盈利，

公司的同店增长情况。2010 年公司的同店增长 6%，2011 年 1-2 月份同店增长达到 22%，其中超市 18%，百货 49%，同店增速惊人。在通货膨胀情况下，CPI 的影响比我们预计的还要强烈。高同店增长必然带来业绩的跳跃。

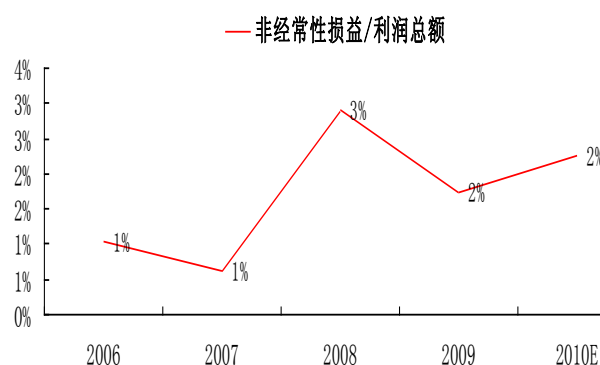
公司专心主业，表现出很好的专注度。公司的资产负债表中显示长期股权投资、可供出售金融资产、投资性房地产等项均为 0，非经常性损益只占利润总额的很小比例，显示公司业务的专注性很好。

图 16: 公司 2007—2010 1-6 月营业收入及增速情况



资料来源: wind 中信建投研究发展部

图 17: 公司主营业务收入与其它业务收入占比情况



资料来源: wind 中信建投研究发展部

盈利能力较强

公司主营业务毛利率排在行业内前列，公司盈利能力实际很强。公司的各类产品的毛利率水平呈逐年上升趋势，说明公司经营管理能力逐步增强，体现在商品品类管理能力及对上游供应商话语权的增强。从费用率变

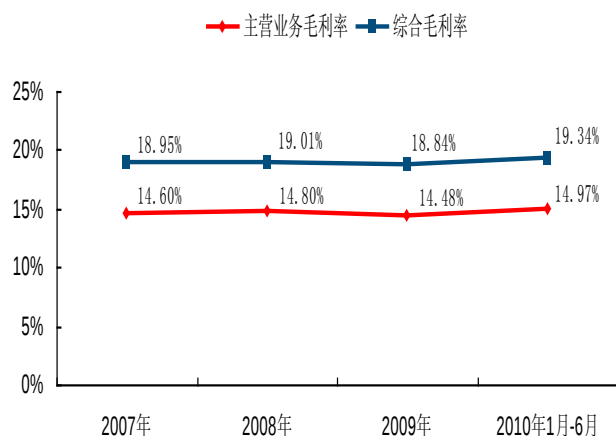
化情况看，由于近年来公司门店扩张速度较快，开办费用及新门店的培育使得销售费用率持续上升。2006—2009年销售费用率分别为 11.39%、12.08%、12.13%、13.37%。管理费用率基本维持在 2.5%左右水平；公司财务费用率近几年大幅下降，主要系募集资金到位后公司存款利息增加，同时公司加强与银行沟通与联系，银行卡手续费率有所下降。

表 13：可比上市公司主营业务毛利率与综合毛利率对比情况

		2007 年	2008 年	2009 年
新华都	主营业务毛利率	14.60%	14.80%	14.48%
	综合毛利率	18.95%	19.01%	18.84%
人人乐	主营业务毛利率	12.08%	11.84%	11.12%
	综合毛利率	20.15%	20.50%	20.80%
步步高	主营业务毛利率	14.56%	14.60%	15.60%
	综合毛利率	19.50%	19.73%	19.61%
永辉超市	主营业务毛利率	14.78%	15.71%	15.42%
	综合毛利率	17.20%	17.88%	17.90%
武汉中百	主营业务毛利率	12.61%	13.10%	12.94%
	综合毛利率	17.35%	18.23%	18.15%
三江购物	主营业务毛利率	12.42%	13.76%	13.07%
	综合毛利率	15.83%	16.63%	16.44%

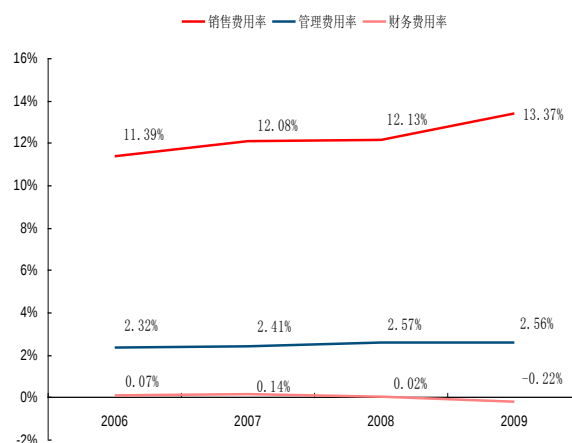
资料来源：wind 公司招股说明书 中信建投研究发展部

图 18：公司综合毛利率和主营毛利率变化



资料来源：wind 中信建投研究发展部

图 19：公司费用率情况



资料来源：wind 中信建投研究发展部

盈利模式正确

公司销售收入由主营业务收入和其他业务收入构成，其主营业务收入主要由食品、百货、生鲜、日用品、家电类构成，而其他业务收入则包括促销服务费、租赁、信息服务费等。公司 2008—2010 年 1-6 月，主营收入



占总收入比重稳定在 95%左右。从公司的收入构成来看，新华都的盈利模式属于类沃尔玛模式，通道费在收入中占比较低，符合零售业经营和盈利方式的实质。

表 14：中资超市盈利模式和盈利能力比较

模式	公司	毛利率	净利率	前后台毛利率	后台收入占比	具体方式	未来盈利能力变化趋势
	新华都	19.89%	1.81%	前台 14.97%，后台 4.37%。	5%	依靠购销差价	毛利率向上、费用率下降
类沃尔玛	武汉中百	18.18%	2.06%	前台 14.8%，后台 5.04%	3%	和供应链管理	毛利率上升
	步步高	20.49%	2.52%	前台 15.39%，后台 5.29%。	5-6%	增强盈利能力	毛利率上升，费用率短期较高
类家乐福	人人乐	20.68%	2.12%	前台 10.86%后台 10.29%。	10%	通道费和返利	盈利能力下降
	华联综超	19.6%	0.80%	前台 11%，后台 8.54%；	9%	是重要盈利	盈利能力较低

资料来源：中信建投研究发展部

六、股权激励方案实施要点

2010 年 11 月 26 日，公司董事会表决通过了《福建新华都购物广场股份有限公司首期股票期权激励计划（草案）》（修订稿）。整体上来说，股权激励条件没有发生实质变化：

- （一）股票期权的授予日：2011 年1月25日；
- （二）授予对象：董事、高级管理人员、公司及子公司核心管理人员、公司及子公司骨干人员共172人；
- （三）授予数量：授予的股票期权总数为767.85万份，对应标的股票为767.85万股，占公司总股本比例为4.789%；
- （四）行权价格：本次股票期权的行权价格为16.53元；
- （五）股票来源：本次股权激励计划的股票来源为公司向激励对象定向发行股票。

表 15:股权激励行权条件

行权期	行权有效期	行权比例	期权费用	业绩指标
第一个行权期	2011 年年度报告公告后的第 2 个交易日起的 12 个月内，且与授予日间满 12 个月	30%	1137	公司2011年度经审计加权平均净资产收益率不低于13%； 公司2011年度经审计主营业务收入较2009年度增长率达到或超过56.3%； 公司2011年度经审计净利润较2009年度增长率达到或超过96.2%。
第二个行权期	2012 年年度报告公告后的第 2 个交易日起的 12 个月内	30%	1306	公司2012年度经审计加权平均净资产收益率不低于13.5%； 公司2012年度经审计主营业务收入较2009年度增长率达到或超过120.2%； 公司2012 年度经审计净利润较2009年度增长率达到或超过151.1%。
第三个行权期	2013 年年度报告公告后的第 2 个交易日起的 12 个月内	40%	1937	公司2013年度经审计加权平均净资产收益率不低于14%； 公司2013年度经审计主营业务收入较2009年度增长率达到或超过189.8%； 公司2013年度经审计净利润较2009年度增长率达到或超过221.3%。

资料来源：公司公告

对于公司的股权激励方案，假设公司能达到此条件，2010 年利润增长 15%，则 2011 年相比 2010 年同比增长要达到 73%。2011 年 1 月 25 日，公司董事会表决通过了《关于调整公司首期股票期权授予数量的议案》，决定取消 5 名离职人员获授的 9.3 万股股票期权，上述股票期权将由公司收回并注销。激励对象由 177 名减少为 172 名，授予股票期权数量减少为 767.85 万股，其他条件均未发生变化。

表 16:股权激励授予对象

姓名	职务	授予股票期权数量 (万份)	占授予股票期权总量 比例	标的股票占总股本 比例
一、董事、高级管理人员 (3 人)		60	7.814%	0.374%
周文贵	董事、总经理	30	3.907%	0.187%
龚严冰	董事、董事会秘书	15	1.954%	0.094%
李青	财务总监	15	1.954%	0.094%
二、部分核心管理人员 (17 人)		324	42.196%	2.021%
三、公司及子公司骨干人员 (152 人)		383.85	49.990%	2.394%
合计 (人数: 172 人)		767.85	100%	4.789%

资料来源: 公司公告

截至 2011 年 1 月 25 日

公司董事会已确定公司股票期权激励计划的授予日为 2011 年 1 月 25 日，当日公司股票收盘价为 19.63 元，根据公司股票期权激励计划，假设首次授予的全部激励对象均符合本计划规定的行权条件且在各行权其内全部行权，则股票期权成本为 4380.77 万元，分三年计提。

七、盈利预测和投资评级

前提假设

- 1、公司 2011-2013 年新开门店 25、25、30 家
- 2、成熟门店毛利率 2011-2013 年 20%/20.2%/20.4%，次新门店 19%/19.2%/19.4%，新门店 15%。
- 3、其他项目假设

表 18: 费用率、税率、营业外收支假设

	2010E	2011E	2012E	2013E
营业税率	0.55%	0.55%	0.55%	0.55%
销售费用率	14.40%	14.00%	13.80%	13.60%
管理费用率	2.40%	2.30%	2.30%	2.30%
所得税率	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%
实际所得税率	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%
营外收入/营业收入	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
营业外支出	100	100	100	100



盈利预测

预计 2010-2012 年公司收入增速分别为 33.4% / 23.8%/19.6%，净利润增速分别为 88%/45%/32%，EPS 为 0.91/1.32/1.75 元。我们认为公司成长性比永辉还要好，给予公司 2011 年 40 倍市盈率，6 个月目标价 35 元，维持“强烈买入”评级。（注：我们的盈利预测尚未考虑增发募集资金项目的新开门店业绩增厚及增发带来的业绩摊薄）

表 19：超市类上市公司的盈利预测和估值

代码	名称	EPS			现价	PE			10-12 年 CAGR	评级
		2010	2011	2012		2010	2011	2012		
600361	华联综超	0.19	0.22	0.27	11.8	62	54	44	19.2%	中性
000759	武汉中百	0.41	0.58	0.78	13.7	33	24	18	37.9%	买入
002251	步步高	0.71	0.86	1.20	27.4	39	32	23	30.0%	增持
002264	人人乐	0.71	0.84	1.05	25.7	36	31	24	21.6%	中性
002264	新华都	0.48	0.91	1.32	24.2	50	27	18	58.1%	买入

表 20：财务报表及财务指标预测

利润表	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	310,923.8	435,735.2	575,762.7	712,917.0
减:营业成本	252,333.4	350,727.2	460,525.1	568,088.7
营业税费	1,684.6	2,396.5	3,166.7	3,921.0
销售费用	41,572.2	62,745.9	80,606.8	98,382.6
管理费用	7,967.8	10,457.6	13,242.5	16,397.1
财务费用	-689.3	-327.6	99.7	-189.1
资产减值损失	10.4	234.2	95.2	93.3
加:公允价值变动收益	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	-	-	-
营业利润	8,044.8	9,501.3	18,026.7	26,223.5
加:营业外净收支	141.6	335.7	475.8	612.9
利润总额	8,186.3	9,837.0	18,502.4	26,836.4
减:所得税	1,622.2	2,065.8	3,885.5	5,635.7
净利润	6,868.6	7,771.2	14,616.9	21,200.8
资产负债表	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	34,439.3	65,510.2	86,364.4	106,937.6
交易性金融资产	-	-	-	-
应收帐款	6,540.0	7,764.8	10,260.1	12,704.2
应收票据	1.0	-	-	-
预付帐款	7,715.5	12,200.6	16,121.4	19,961.7
存货	32,402.8	43,355.6	57,288.4	70,935.2
其他流动资产	854.1	1,478.1	2,178.2	2,864.0



投资性房地产	-	-	-	-
固定资产	28,588.4	36,077.1	44,322.2	50,908.5
在建工程	-	-	-	-
无形资产	220.0	217.9	287.9	356.5
其他非流动资产	28,280.5	4,218.1	4,218.1	4,218.1
资产总额	139,041.5	170,822.5	221,040.7	268,885.7
短期债务	310.8	-	6,645.3	8,713.9
应付帐款	46,062.7	61,002.9	80,606.8	99,808.4
应付票据	445.8	522.9	690.9	855.5
其他流动负债	39,085.2	51,676.3	68,479.6	84,938.2
长期借款	-	-	-	-
其他非流动负债	-	-	-	-
负债总额	86,394.8	114,678.7	158,319.3	196,624.0
少数股东权益	2,090.3	2,090.3	2,090.3	2,090.3
股本	10,688.0	10,688.0	10,688.0	10,688.0
留存收益	39,868.4	43,365.5	49,943.1	59,483.5
股东权益	52,646.7	56,143.8	62,721.4	72,261.7
现金流量表	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	6,564.2	7,771.2	14,616.9	21,200.8
加:折旧和摊销	6,378.8	4,371.9	5,776.8	7,152.9
资产减值准备	10.4	234.2	95.2	93.3

表 21: 财务指标预测

收盘价

25.27 元

2011 年 2 月 27 日

财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
成长性				
营业收入增长率	36.4%	40.1%	32.1%	23.8%
营业利润增长率	0.2%	18.1%	89.7%	45.5%
净利润增长率	6.5%	13.1%	88.1%	45.0%
EBITDA 增长率	3.7%	29.1%	76.5%	38.8%
EBIT 增长率	-9.0%	24.7%	97.6%	43.6%
NOPLAT 增长率	-10.3%	27.9%	95.6%	43.2%
投资资本增长率	146.4%	67.7%	80.6%	52.4%
净资产增长率	2.9%	6.6%	11.7%	15.2%
利润率				
毛利率	18.8%	19.5%	20.0%	20.3%
营业利润率	2.6%	2.2%	3.1%	3.7%
净利润率	2.2%	1.8%	2.5%	3.0%
EBITDA/营业收入	3.4%	3.1%	4.2%	4.7%
EBIT/营业收入	2.4%	2.1%	3.1%	3.7%
运营效率				
固定资产周转天数	28	27	25	24



流动营业资本周转天数	-35	-37	-36	-37
流动资产周转天数	92	88	95	97
应收帐款周转天数	1	1	1	1
存货周转天数	32	31	32	33
总资产周转天数	142	128	123	124
投资资本周转天数	-5	-6	-8	-11

投资回报率

ROE	12.5%	13.8%	23.3%	29.3%
ROA	4.7%	4.5%	6.6%	7.9%
ROIC	-256.5%	-133.1%	-155.2%	-123.1%

费用率

销售费用率	13.4%	14.4%	14.0%	13.8%
管理费用率	2.6%	2.4%	2.3%	2.3%
财务费用率	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%
三费/营业收入	19.1%	19.8%	20.5%	20.7%

偿债能力

资产负债率	62.1%	67.1%	71.6%	73.1%
负债权益比	164.1%	204.3%	252.4%	272.1%
流动比率	0.95	1.14	1.09	1.09
速动比率	0.57	0.76	0.72	0.72
利息保障倍数	-10.67	-28.01	181.84	-137.67

分红指标

DPS(元)	4.67	0.36	0.68	0.99
分红比率	108.9%	50.0%	50.0%	50.0%
股息收益率	18.5%	1.4%	2.7%	3.9%

业绩和估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
EPS(元)	0.43	0.48	0.91	1.32
BVPS(元)	3.28	5.25	5.87	6.76
PE(X)	59.0	52.1	27.7	19.1
PB(X)	7.7	4.8	4.3	3.7
P/FCF	38.5	23.9	9.3	8.4
P/S	1.3	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	20.4	15.2	8.0	5.2
CAGR(%)	19.5%	2.2%	31.0%	47.8%
PEG	3.0	23.6	0.9	0.4



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

- 1、 $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、 $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、 $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、 $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、 $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、 $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、 $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、 $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、 $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} \times (1 - \text{税率})$
- 10、 $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$ $V_d = \text{债务价值}$
- 11、 $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 12、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$



分析师介绍

基金研究服务

张新红：中央财经大学金融学硕士，商业零售行业分析师，从事证券行业研究 3 年。对行业及公司运行趋势把握准确。

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

深圳地区销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。