

新华都 (002264.SZ)

推荐 维持评级

分析师: 卞晓宁

☎: (8610) 6656 8482 ✉: bianxiaoning@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130109054136

1. 事件

公司 3 月 1 日发布公告, 董事会通过了《公司向特定对象非公开发行股票的议案》。拟向包括控股股东新华都集团和实际控制人陈发树先生在内的不超过 10 名的特定投资者, 发行数量为不超过 2,200 万股股票, 发行价格不低于 20.73 元/股。新华都集团承诺以不低于募集资金总额 30% 的金额认购, 陈发树先生承诺以不低于募集资金总额 20% 的金额认购。

2. 我们的分析与判断

定向增发方案中, 公司控股股东占比 50% 的认购金额彰显了对公司的未来经营的信心。公司坚持区域集中化原则, 做透、做大海峡西岸零售市场, 在确保区域龙头地位的同时, 逐步进行跨区域发展。我们认为本次方案将加速公司扩张节奏, 强化规模经营优势, 提升公司整体盈利水平。

(1) 增发方案助推门店布局。

本次定向增发计划中, 公司将以租赁店面的方式, 在福建省内 8 个城市, 以及广东省、贵州省发展 38 家连锁超市和 3 家百货, 新增租赁面积约 35 万 m²。在开店选址方面, 公司采取在泉州、福州等优势区域密集开店布局, 并同步向县和镇下沉的策略。省外扩张方面, 公司选取了当地消费能力最强的汕头、贵阳和遵义三个城市开店, 公司在当地没有很强的竞争对手, 有望通过加速开店尽快形成规模优势。我们预计, 2011 年公司新开约 30 家门店, 营业收入增速将达到 28%-30%。

(2) **CPI 加速同店增长。** 受益于 CPI 的上涨, 公司 2010 年同店增速达到了 8%。我们预计 2011 全年 CPI 将保持在高位运行, 这将对公司营业收入增长产生正面影响。同时随着公司经营规模的扩大, 公司对供应商的议价能力不断增强, 2011 年公司毛利率有望提升一个百分点。由于新开门店投入及人工费用上涨, 公司 2010 年前三季度销售费用率同比上升 1.24%, 造成净利率下降。虽然这一趋势短期内难以逆转, 我们认为公司可以通过规模的扩张, 降低费用带来的负面影响, 2011 年净利率有望提升 0.7 个百分点。

(3) **股权激励有利于业绩释放。** 公司在 2010 年年底公布的股权激励方案中, 第一次行权条件为 2011 年度主营业务收入较 2009 年度增长率达到或超过 56.3%, 净利润较 2009 年度增长率达到或超过 96.2%。因此为达到行权标准, 2009-2011 年营业收入和净利润年复合增长率至少分别达到 25% 和 40%。在不考虑增发的情景下, 公司从目前的经营状况来看, 2011 年营业收入高成长较为确定, 很可能超过 30%, 完全有实力达到股权激励的行权条件。

3. 投资建议

公司门店布局的快速推进, 有利于营业收入稳步增长, 而公司对供应链的整合将提升整体盈利能力。我们认为定向增发和股权激励将成为公司业绩释放的催化剂, 在考虑 2012 年完成增发方案的情境下, 我们预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.48 元、0.88 元和 1.19 元, 对应超市行业当前 30 倍的市盈率水平, 新华都合理股价为 30-34 元, 我们维持对公司“推荐”评级。

表 1: 新华都报表和主要财务指标预测表

资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	439	344	483	698	1018	营业收入	2279	3109	4362	5710	7329
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	1846	2523	3502	4525	5787
应收账款	3	10	13	18	23	营业税金及附加	12	17	24	31	40
预付款项	55	77	109	149	201	销售费用	277	416	635	839	1099
其他应收款	39	56	78	103	132	管理费用	59	80	113	148	161
存货	228	324	450	581	743	财务费用	1	-7	8	-12	-35
其他流动资产	4	8	16	24	33	资产减值损失	2	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	193	286	436	458	478	投资收益	-3	0	0	0	0
在建工程	0	0	48	49	50	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	80	80	81	179	277
无形资产	1	2	1	1	1	营业外收支净额	2	1	1	0	0
长期待摊费用	96	242	113	135	154	税前利润	83	82	83	179	277
资产总计	1063	1390	1747	2215	2831	减: 所得税	18	16	6	38	60
短期借款	0	3	12	0	0	净利润	65	66	77	141	217
应付票据	2	4	6	8	10	归属于母公司的净利润	64	69	77	141	217
应付账款	270	352	480	620	793	少数股东损益	1	-3	0	0	0
预收款项	244	397	571	771	1028	基本每股收益	0.60	0.64	0.48	0.88	1.19
应付职工薪酬	2	2	2	2	2	稀释每股收益	0.60	0.64	0.48	0.88	1.19
应交税费	9	-8	-8	-8	-8	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他应付款	23	108	62	62	62	成长性					
其他流动负债	2	5	9	13	18	营收增长率	38.8%	36.4%	40.3%	30.9%	28.4%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	34.3%	-14.4%	21.1%	86.5%	45.4%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	-11.7%	6.5%	11.9%	82.9%	54.7%
负债合计	552	864	1134	1468	1905	盈利性					
股东权益合计	512	526	603	744	1417	销售毛利率	19.0%	18.8%	19.7%	20.8%	21.0%
现金流量表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	2.8%	2.2%	1.8%	2.5%	3.0%
净利润	65	66	77	141	217	ROE	19.5%	12.6%	12.5%	14.2%	18.5%
折旧与摊销	0	31	38	45	52	ROIC	13.2%	6.2%	7.2%	8.3%	9.1%
经营活动现金流	129	244	207	311	413	估值倍数					
投资活动现金流	-3	-93	-90	-90	-90	PE	41.9	39.3	52.7	28.8	21.2
融资活动现金流	344	107	22	-71	490	P/S	1.2	0.9	0.9	0.7	0.6
现金净变动	470	258	139	149	814	P/B	5.3	5.1	6.7	5.4	3.3
期初现金余额	115	439	344	483	698	股息收益率	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	585	697	483	632	1512	EV/EBITDA	26.3	22.8	28.4	16.0	12.3

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部预测

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

卞晓宁，商贸行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908