

毛利率提升、费用率下降，推动净利润 增长 112%

新华都 (002264.SZ)

推荐 维持评级

分析师：董俊峰 电话：(8610) 6656 8876 邮箱：dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511010002

联系人：卞晓宁 电话：(8610) 6656 8482 邮箱：bianxiaoning@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130109054136

1. 事件

公司 2011 年 4 月 19 日发布一季度报告，实现营业收入 15.86 亿元，同比增长 40.59%，实现营业利润 5729 万元，同比增长 101.97%，实现归属于上市公司股东的净利润 5257 万元，同比增长 112.40%，扣除非经常性损益的净利润 4386 万元，同比增长 79.33%，全面摊薄每股收益 0.32 元。

2. 我们的分析与判断

(1) **外延扩张和内延增长推动营业收入实现 40.59% 增速。**一方面，新增门店贡献收入增长。公司 2011 年延续此前的高速开店节奏，在省内，选取泉州、福州等优势区域密集开店布局，并同步向县和镇下沉。在省外，选取当地消费能力最强的汕头、贵阳和遵义三个城市开店，通过加速开店尽快形成规模优势。另一方面，公司部分门店陆续度过培育期，收入开始释放。公司在 2009 年、2010 年分别开设 23 家和 25 家门店，占现有全部门店数量的 50%，2011 年这些次新门店将呈现较高增速。此外，CPI 持续的高位走势，也推动公司可比门店营业收入增幅呈现较高水平。我们预计，2011 年公司新增约 26 家连锁门店，营业收入增速将达到 30%。

(2) **销售毛利率为 18.97%，同比上升 0.57%。**毛利率的提升主要受益于 CPI 回升，以及超市渠道在与供货商的博弈中话语权有所增强。此外，随着公司省内外扩张收购门店计划的展开，以及配送中心的投入使用，公司在区域内的规模优势有望增强，供应链整合能力将有所提升。我们预计，公司 2011 年毛利率将维持在这一水平。

(3) **期间费用率为 14.80%，同比下降 0.50%。**其中，销售费用率为 11.72%，下降 1.16%，主要受益于公司优化销售模式、提升费用使用效率。管理费用率为 2.96%，上升 0.59%，主要原因为经营规模扩大、人工费用增加以及泉州华大店因限期拆迁加速了长期待摊费用的摊销等；另外，公司于 2011 年 1 月份完成首期股权激励计划股票期权的授予，假设首次授予的全部激励对象均符合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，公司的期权成本将按照相关会计准则的规定分 2011 年、2012 年、2013 年共三年进行分摊并计入管理费用，2011 年拟计提期权成本 2436.09 万元，报告期已计提期权成本 609.02 万元。财务费用率为 0.12%，同比上升 0.07%，主要系销售旺季银行卡手续费增加所致。

3. 投资建议

2011 年公司将保持门店布局的快节奏推进，有利于营业收入的稳步增长。同时，随着三明、沙县配送中心投入使用以及公司对供应链的整合，将为提升公司整体盈利能力的提升提供有力保障。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，在不考虑 2011 年增发的情境下，我们预计 2011-2013 年公司 EPS 分别为 0.88 元、1.12 元和 1.40 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 (002264.SZ) 财务报表预测

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	344	342	680	1080	1588	营业收入	3109	4364	5673	7262	9150
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	2523	3488	4535	5805	7314
应收账款	10	9	11	14	18	营业税金及附加	17	24	32	41	51
预付款项	77	162	272	412	590	销售费用	416	636	789	1009	1272
其他应收款	56	125	162	207	261	管理费用	80	112	146	187	236
存货	324	488	635	812	1023	财务费用	-7	3	1	1	1
其他流动资产	8	6	6	6	6	资产减值损失	0	20	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	286	301	112	131	147	投资收益	0	1	0	0	0
在建工程	0	26	32	26	23	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	80	81	171	219	277
无形资产	2	2	1	1	1	营业外收支净额	1	2	0	0	0
长期待摊费用	242	294	67	58	48	税前利润	82	82	171	219	277
资产总计	1390	1799	1977	2748	3706	减: 所得税	16	18	38	48	61
短期借款	3	0	0	0	0	净利润	66	65	134	171	216
应付票据	4	4	5	6	8	归属于母公司的净利润	69	77	142	179	224
应付账款	352	471	604	773	974	少数股东损益	-3.04	-12.55	-8.00	-8.00	-8.00
预收款项	397	639	953	1355	1862	基本每股收益	0.64	0.48	0.88	1.12	1.40
应付职工薪酬	2	2	2	2	2	稀释每股收益	0.64	0.48	0.88	1.12	1.40
应交税费	-8	30	30	30	30	财务指标					
其他应付款	108	56	56	56	56	成长性					
其他流动负债	5	26	49	76	109	营收增长率	36.4%	40.4%	30.0%	28.0%	26.0%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-14.4%	40.2%	66.8%	28.0%	26.0%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	6.5%	12.4%	83.4%	26.6%	25.0%
负债合计	864	1228	1699	2299	3041	盈利性					
股东权益合计	526	572	705	876	1092	销售毛利率	18.8%	20.1%	20.1%	20.1%	20.1%
现金流量表(百万元)						销售净利率	2.2%	1.8%	2.5%	2.5%	2.4%
净利润	66	65	134	171	216	ROE	13.6%	14.4%	15.6%	16.9%	16.7%
折旧与摊销	12	13	15	16	17	ROIC	11.2%	14.2%	19.1%	19.6%	19.8%
经营活动现金流	225	113	358	421	529	估值倍数					
投资活动现金流	-93	-40	-20	-20	-20	PE	38.2	51.0	27.8	22.0	17.6
融资活动现金流	7	-6	-1	-1	-1	P/S	0.8	0.9	0.7	0.5	0.4
现金净变动	139	66	337	400	508	P/B	5.0	6.9	5.6	4.5	3.6
期初现金余额	439	344	342	680	1080	股息收益率	2.3%	0.4%	1.1%	1.1%	1.1%
期末现金余额	578	411	680	1080	1588	EV/EBITDA	27.0	30.9	17.4	12.1	7.9

资料来源: 中国银河证券研究部

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