

规模初具，进入业绩释放周期

研究结论

- **公司经营规模初具：**新华都一直以来是上市超市企业中经营规模偏小的一家，但是经过过去两年的较快扩张，目前公司门店网络已经超过 100 家，我们预计年内销售规模接近 60 亿元，我们认为公司已经渡过超市类企业一个规模效应逐步显现的临界点，从我们过去定义的“基数小、增长快”进入一个真正意义上，基于规模的、可持续较快增长的发展阶段，区域龙头超市连锁的体量和气质开始显露。
- **规模效应推动费用率仍有下降空间：**前期披露的中报也显示，由于次新门店的快速成长，以及可比门店的同店增长较快，公司经营费用率下降超过 1%，此为规模效应的典型表现。我们预计随着下半年行业景气持续上升，同店数据仍有小幅上升空间，此外加上新门店培育期有望缩短，我们预计年内公司整体费用率仍有下降空间。
- **毛利率显著提升之后趋于稳定：**2010 年公司主业综合毛利率同比上升 1.14%至 20.07%，为 2008 年以来的最高值。2011 年中报继续同比上升 0.28%至 19.62%。我们预计年内公司毛利率将维持在目前的水平。
- **2011 年业绩应有逐步释放的过程：**2011 年一月份公司完成了首期股票期权激励计划，其行权条件中对公司业绩 2011 年的要求是收入较 2009 年增长达到或超过 56.3%，净利润较 2009 年同比达到或超过 96.2%。以公司调整后的收入和净利润倒推出来，2011 年公司的收入要达到 48.40 亿元，显然不难达到；净利润达到 12019 亿元，需要同比 2010 年增长 56%。结合公司正在筹备的非公开增发事项，我们预计 2011 年公司将有一个利润逐渐释放的过程。
- **投资建议：**考虑到公司规模已过临界点，进入业绩集中释放的阶段，同时中报的快速增长也基本印证了我们的判断，因此我们上调对公司的盈利预测，预计 2011-2012 年公司 EPS 分别增长 87%和 38%至 0.90 和 1.25 元，维持公司增持评级，目标价为 29 元。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

郭洋

8621 - 63325888 x 6073

guoyang@orientsec.com.cn

执业资格证编号：S0860209120214

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 9 月 15 日) 25.30 元

目标价格 29.00 元

总股本/A 股 (万股) 16032/16032

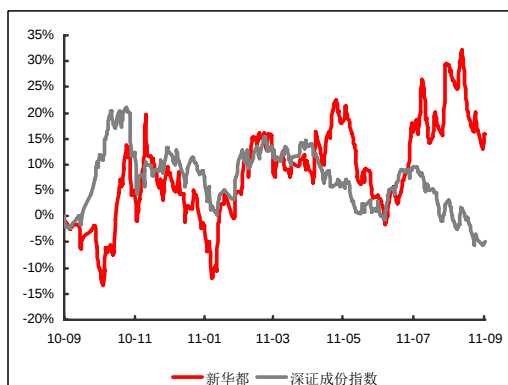
A 股市值 (百万元) 4056

国家/地区 中国

行业 商业

报告发布日期 2011 年 9 月 16 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-13.52	12.78	15.89
相对表现 (%)	-5.46	19.51	20.83

资料来源：WIND

财务预测

	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入 (百万)	4,364	5,770	7,228	8,749
主营业务利润 (百万)	81	164	220	298
净利润 (百万)	65	129	173	233
EBITDA (百万)	189	234	309	395
每股收益 (元)	0.48	0.90	1.25	1.66
每股经营现金流 (元)	1.86	1.73	2.22	2.70
市盈率(倍)	52.54	28.07	20.30	15.26
EV/EBITDA(倍)	24.12	19.45	14.76	11.54

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析
资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,132	1,505	1,891	2,276
现金	342	462	578	700
应收账款	9	15	16	21
其它应收款	125	140	190	221
预付账款	162	231	288	348
存货	488	652	811	980
其他	6	6	6	6
非流动资产	668	866	1,067	1,254
长期投资	0	0	0	0
固定资产	301	512	707	889
无形资产	2	2	2	2
其他	365	351	358	363
资产总计	1,799	2,370	2,958	3,530
流动负债	1,228	1,670	2,101	2,440
短期借款	0	104.32	160.64	126.327
应付账款	471	634	785	951
其他	757	931	1,155	1,362
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	1,228	1,670	2,101	2,440
少数股东权益	8	(8)	(35)	(68)
股本	160	160	160	160
资本公积	222	222	222	222
留存收益	181	326	510	775
归属母公司股东权益合	564	708	892	1,158
负债和股东权益	1,799	2,370	2,958	3,530

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	299	278	356	433
净利润	65	129	173	233
折旧摊销	105	66	84	92
财务费用	3	4	5	5
投资损失	(1)	0	0	0
营运资金变动	127	24	39	44
其它	0	55	56	58
投资活动现金流	(290)	(259)	(275)	(272)
资本支出	270	225	225	225
长期投资	0	0	0	0
其他	(20)	(34)	(50)	(47)
筹资活动现金流	(11)	100	35	(39)
短期借款	(3)	104.32	56.325	-34.317
长期借款	0	-	-	-
普通股增加	53	0	0	0
资本公积增加	(53)	0	0	0
其他	(8)	(4)	(21)	(5)
现金净增加额	(2)	119	117	122

利润表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,364	5,770	7,228	8,749
营业成本	3,488	4,617	5,766	6,955
营业税金及附加	24	31	40	48
营业费用	636	791	990	1,199
管理费用	112	153	192	232
财务费用	3	4	5	5
资产减值损失	20	10	15	13
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
营业利润	81	164	220	298
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	2	3	3	3
利润总额	82	165	221	299
所得税	18	36	49	66
净利润	65	129	173	233
少数股东损益	(13)	(16)	(27)	(33)
归属于母公司净利润	77	145	200	266
EBITDA	189	234	309	395
EPS (元)	0.48	0.90	1.25	1.66

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	40.4%	32.2%	25.3%	21.0%
营业利润	0.6%	102.9%	34.1%	35.4%
归属于母公司净利	12.4%	87.2%	38.2%	33.1%
获利能力				
毛利率	20.1%	20.0%	20.2%	20.5%
净利率	1.8%	2.5%	2.8%	3.0%
ROE	13.7%	20.4%	22.4%	23.0%
ROIC	11.6%	16.3%	17.3%	19.4%
偿债能力				
资产负债率	68.2%	70.4%	71.0%	69.1%
净负债比率	0.92	0.90	0.90	0.93
流动比率	0.46	0.45	0.46	0.47
营运能力				
总资产周转率	2.74	2.77	2.71	2.70
应收账款周转率	54	53	52	51
应付账款周转率	8.47	8.36	8.13	8.01
每股指标 (元)				
每股收益	0.48	0.90	1.25	1.66
每股经营现金流	1.86	1.73	2.22	2.70
每股净资产	3.52	4.42	5.56	7.22
估值比率				
P/E	52.54	28.07	20.30	15.26
P/B	7.20	5.73	4.55	3.50
EV/EBITDA	24.12	19.45	14.76	11.54

资料来源：东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn