



# 上市公司年报点评

批发和零售贸易

增持 维持

合肥百货 (000417)

2009 年 4 月 16 日

## 业绩符合预期，区域扩张能力提高增长潜力

2009 年 4 月 15 日收盘于 9.52 元

6 个月目标价: 11.90 元 (调高)

批发和零售贸易行业首席分析师: 路颖

luying@htsec.com

021-23219403

批发和零售贸易行业分析师: 汪盛

wangs@htsec.com

021-23219390

消费组助理分析师: 潘鹤

panh@htsec.com

021-23219423

**年报概述:** 今日 (2009 年 4 月 16 日) 公司发布 2008 年报, 2008 年公司 实现营业收入 50.44 亿元, 同比增长 27.14%; 实现利润总额 2.42 亿元, 同比增长 15.77%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.20 亿元, 同比增长 20.14%, 扣除非经常性损益的净利润 1.17 亿元, 同比增长 34.46%。

2008 年公司全面摊薄每股收益为 0.326 元 (基本符合我们此前 0.336 元的预期)。 2008 年公司净资产收益率为 13.72%, 较去年同期的 12.44% 提高了 1.28 个百分点; 公司 08 年归属于上市公司股东的每股净资产为 2.30 元, 而去年同期为 2.14 元。此外, 公司每股经营性现金流在报告期为 1.78 元, 较去年同期增长了 72.82%, 相对于 0.326 元的每股收益, 公司经营性现金流非常高, 从某种意义上也反映了公司在业绩核算方面的保守性。

公司的分配预案是: 每 10 股派发现金股利 1.5 元 (含税), 每 10 股以资本公积金转增 2 股, 以任意公积金转增 1 股。

**业绩预测与投资建议:** 根据年报披露的情况, 以及公司相对保守的财务会计口径, 我们略调整了对公司 2009-10 年 EPS 的预测分别为: 0.451 和 0.561 元, 分别同比增长 38.48% 和 24.26% (参见表 4), 维持“增持”的投资评级不变, 公司作为经济快速发展区域的商业龙头企业, 当前股价相对于 2009 年 PE 为 21 倍, 估值仍具有较大吸引力。考虑到 A 股市场和区域零售板块近期估值水平的整体提升, 以及公司未来的增长潜力, 我们提高公司六个月目标价至 11.90 元 (对应 2009 年 EPS 以 25 倍 PE)。

### 年报分析:

**1. 2008 年公司百货、超市、家电三大零售业态均有不同程度扩张和增长, 综合毛利率有所提升, 规模经济不断体现。** 2008 年公司实现营业收入 50.43 亿, 同比增长 27.14%, 较高的收入增长即有外延贡献也有内生贡献。

2008 年公司新增了 41 个门店, 其中百货业态增加了 4 个门店, 分别是: 并购的乐普生商厦, 新开的淮南百大、六安百大和鼓楼高新店; 超市业态 (合家福) 新增 30 个门店, 其中直营网点 20 个, “万村千乡市场工程” 加盟店 10 个; 家电业态 (百大电器) 新增门店 7 个。截至 2008 年底, 公司经营网点达到 125 个。

三种业态实现的主营收入 (不包含其他业务收入) 均呈现出了不同程度的增长 (参见表 1)。其中百货和家电实现主营业务收入 34 亿, 同比增长 22.89%, 由于家电占据了一定的收入比重, 因此这块业务的毛利率只有 13.10%, 而且由于百货新开门店以及家电销售收入的增幅较大等原因, 毛利率同比略下降了 0.21 个百分点。超市业务不仅贡献主营收入超过了 14 亿, 同比增长 32.15%, 毛利率也大幅提升了 1.27 个百分点, 达到 11.74%, 规模经济开始得到更大体现。农产品市场经营业务 (周谷堆) 由于农产品市场本身的发展和租金及佣金收入计价方式的革新等, 实现主营收入 8102 万元, 同比增长 33.18%。各项业务的快速增长和盈利能力的提升导致公司主营收入同比增长超过 25%, 毛利率同比提高了 0.22 个百分点。而且从合并报表看, 公司 2008 年综合毛利率达到 15.86%, 同比也提高 0.83 个百分点。

表 1 合肥百货主营业务收入分行业构成及毛利率（2007-08 年）

|           | 2007       |        | 2008       |         |        |
|-----------|------------|--------|------------|---------|--------|
|           | 主营业务收入（万元） | 毛利率（%） | 主营业务收入（万元） | 同比增长（%） | 毛利率（%） |
| 百货（含家电）   | 276734     | 13.31  | 340065     | 22.89   | 13.10  |
| 超市        | 107479     | 10.47  | 142030     | 32.15   | 11.74  |
| 农产品市场交易收入 | 6084       | 66.74  | 8102       | 33.18   | 66.09  |
| 合计        | 390296     | 13.36  | 490198     | 25.60   | 13.58  |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

**2. 报告期内销售费用和管理费用占营业收入的比重均有不同程度提升，与新开门店较多以及公司较为保守的财务会计口径有关。**从表 4 可以看到，公司 2008 年销售费用和管理费用占营业收入的比重分别达到 2.56%和 7.14%，分别同比增加了 0.14 和 0.52 个百分点，管理费用比例较大幅度的增加我们认为与公司 2008 年新开 31 家直营门店（其中包括 4 家百货门店）有一定关系，同时结合公司经营性现金流与净利润越来越大的差异，我们认为这与公司处理费用相对比较保守有关。

**3. 投资青岛海尔的证券投资损失 2008 年为 1557 万元，抵消了 632 万的投资收益后，非经营性净收益为-925 万**（参见表 4），我们预计 2009 年这部分证券投资将体现为略有盈利，再加上其他部分的投资收益，2009-10 年公司的非经营性净收益有望分别达到 650 万和 700 万。

2008 年公司 1200 多万的营业外收入主要来自于 420 多万的政府补贴利得和 550 万的赔偿金收入，我们的业绩预测中在 2009-10 年将不再包含这部分营业外收入。

**4. 整体看，2008 年公司净利润率达到 3.74%，同比增加了 0.18 个百分点；归属于公司股东的净利润同比增加 20.14%；扣除非经常性损益的净利润 1.17 亿元，同比增长 34.46%。公司子公司大部分利润增幅显著。**公司的少数股东权益主要由三家子公司形成（参见表 2）：（1）控股 72.99%的合肥鼓楼商厦 2008 年实现净利润 5101 万元；（2）相对控股 48.27%的合家福连锁超市 2008 年实现净利润 3431 万元；（3）控股 52.185%的周谷堆农产品批发市场 2008 年实现净利润 1194 万元。

表 2 合肥百货 2008 年子公司收入利润情况

| 子公司            | 持股（%）  | 2007     |         | 2008     |         |         |         |
|----------------|--------|----------|---------|----------|---------|---------|---------|
|                |        | 营业收入(万元) | 净利润(万元) | 营业收入(万元) | 同比增长（%） | 净利润(万元) | 同比增长（%） |
| 合肥鼓楼商厦         | 72.99  | 78526    | 3601    | 90209    | 14.88   | 5101    | 41.66   |
| 合肥百货大楼集团商业大厦   | 90.812 |          | 439     |          |         | 789     | 79.94   |
| 合肥百货大楼集团蚌埠百货大楼 | 86     |          | 960     |          |         | 1339    | 39.50   |
| 合肥百货大楼集团铜陵合百商厦 | 70     |          | 632     |          |         | 1312    | 107.61  |
| 安徽百大合家福连锁超市    | 48.27  | 78616    | 2765    | 108535   | 38.06   | 6633    | 139.90  |
| 合肥周谷堆农产品批发市场   | 52.185 |          | 1940    | 9530     |         | 2497    | 28.69   |
| 安徽百大中央购物中心     | 67.5   |          | -560    |          |         | -664    |         |
| 安徽百大电器连锁       | 49     |          | 500     |          |         | 431     | -13.71  |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

合肥鼓楼商厦 2008 年净利润较大幅度的提高与其 2007 年进行了装修和结构调整有关；合家福连锁超市收入接近 40% 的增长与其外延扩张有关，而净利润 140% 的增幅则与其毛利率的提升和规模效益的体现有关；周谷堆收入和净利润均维持了 30% 左右的增幅。

此外，合肥百货大楼、蚌埠合百、铜陵合百虽然贡献净利润占比并不高，但净利润的增长幅度却非常突出，分别达到 80%、40% 和 108%，说明公司在门店培养的过程中利润增长较为显著。

表 3 是 2008 年公司分区域收入构成情况，淮南和六安是公司新进入的区域，亳州地区也未进行大的扩张，蚌埠的增速也相对稳定；合肥、铜陵和黄山三地营业收入的增长较为显著。整体看，合肥仍旧是公司收入的主要来源：2008 年仍旧贡献了超过 76% 的收入。

**表 3 合肥百货 2008 年主营收入地区构成**

| 地区  | 主营业务收入（万元） | 同比增长（%） | 占比（%）  |
|-----|------------|---------|--------|
| 合肥市 | 375078     | 25.88   | 76.48  |
| 铜陵市 | 32766      | 25.59   | 6.68   |
| 蚌埠市 | 58960      | 15.99   | 12.02  |
| 黄山市 | 15981      | 33.55   | 3.26   |
| 亳州市 | 3798       | 9.98    | 0.77   |
| 淮南市 | 1971       |         | 0.40   |
| 六安市 | 1901       |         | 0.39   |
| 合计  | 490454     |         | 100.00 |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

**5. 公司 2008 年所得税费用减少幅度较大，有效所得税率只有 21.89%，低于 25% 左右的水平，的主要原因是：本报告期公司由于购置国产设备抵免所得税 887 万元。**我们对 2009-10 年的预测未考虑这类减免。

表 4 是我们根据公司年报披露的数据，以及我们之前的分析更新的对 2009-10 年的业绩预测，我们预计 2009-10 年公司营业收入有望达到 61.5 亿和 73.8 亿，同比增幅分别为 22% 和 20%，预计归属于公司股东的净利润分别为 1.67 亿和 2.07 亿，分别同比增长 38.48% 和 24.26%，EPS 分别为 0.451 元和 0.561 元。

**6. 表 5 是我们对公司合并损益表的季度分拆及分析。2008 年四季度公司营业收入增幅接近 20%，在食品 CPI 下降和宏观经济环境波动的不利环境下，取得这个程度的增长速度已经是非常理想的了，与我们之前的判断基本一致：安徽区域整体经济环境好于其他东部和南部区域，公司在安徽零售行业中的优势地位非常明显。**

四季度公司综合毛利率同比下降了 0.41 个百分点，公司各季度毛利率的波动幅度要高于其他区域零售企业，与其业务结构相对多元和扩张速度较快有关。

而由于公司处理费用的季度波动也比较大，公司管理费用的同比和环比参考意义不是非常大。公司在 2007 年四季度回冲了很大一部分管理费用，而 2008 年四季度管理费用相对比较正常，所以导致 2008 年四季度净利润的增长相对于 2007 年四季度并不明显。我们认为判断一个公司季度经营状况的更重要指标应该是营业收入的增长和毛利率的同比。

表 4 合肥百货合并损益表及预测（2006-2010 年）

|                   | 2006   | 2007   | 2008   | 2009E  | 2010E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(万元)         | 327128 | 396711 | 504374 | 615336 | 738403 |
| 同比增长 (%)          | 29.77  | 21.27  | 27.14  | 22.00  | 20.00  |
| 营业总成本(万元)         | 318770 | 378015 | 480178 | 582800 | 698552 |
| 营业成本(万元)          | 284197 | 338443 | 424399 | 517620 | 620997 |
| 营业成本/营业收入 (%)     | 86.88  | 85.31  | 84.14  | 84.12  | 84.10  |
| 营业税金及附加(万元)       | 1637   | 2378   | 3514   | 3692   | 4430   |
| 营业税金及附加/营业收入 (%)  | 0.50   | 0.60   | 0.70   | 0.60   | 0.60   |
| 销售费用(万元)          | 8184   | 9609   | 12934  | 15506  | 18460  |
| 销售费用/营业收入 (%)     | 2.50   | 2.42   | 2.56   | 2.52   | 2.50   |
| 管理费用(万元)          | 22259  | 26248  | 36028  | 44181  | 53165  |
| 管理费用/营业收入 (%)     | 6.80   | 6.62   | 7.14   | 7.18   | 7.20   |
| 财务费用(万元)          | 1944   | 1377   | 2314   | 1800   | 1500   |
| 资产减值损失(万元)        | 549    | -40    | 988    | 0      | 0      |
| 非经营性净收益(万元)       | 1759   | 2581   | -925   | 650    | 700    |
| 营业利润(万元)          | 10118  | 21277  | 23271  | 33186  | 40551  |
| 同比增长 (%)          | 58.24  | 110.29 | 9.37   | 42.61  | 22.19  |
| 营业外收入(万元)         | 36     | 302    | 1261   | 0      | 0      |
| 营业外支出(万元)         | 243    | 690    | 348    | 0      | 0      |
| 利润总额(万元)          | 9911   | 20889  | 24183  | 33186  | 40551  |
| 同比增长 (%)          | 56.60  | 110.76 | 15.77  | 37.23  | 22.19  |
| 所得税费用(万元)         | 3171   | 6774   | 5295   | 8296   | 10138  |
| 有效所得税率 (%)        | 32.00  | 32.43  | 21.89  | 25.00  | 25.00  |
| 净利润(万元)           | 6740   | 14115  | 18889  | 24889  | 30413  |
| 同比增长 (%)          | 35.10  | 109.43 | 33.82  | 31.77  | 22.19  |
| 净利润率 (%)          | 2.06   | 3.56   | 3.74   | 4.04   | 4.12   |
| 归属于母公司所有者的净利润(万元) | 4758   | 10014  | 12030  | 16659  | 20701  |
| 同比增长 (%)          | 43.11  | 110.47 | 20.14  | 38.48  | 24.26  |
| 少数股东损益(万元)        | 1982   | 4101   | 6859   | 8230   | 9712   |
| 摊薄每股收益(元)         | 0.129  | 0.271  | 0.326  | 0.451  | 0.561  |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 5 合肥百货单季度合并损益表分析（2007-08 年）

|                   | 1Q2007 | 2Q2007 | 3Q2007 | 4Q2007 | 1Q2008 | 2Q2008 | 3Q2008 | 4Q2008 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(万元)         | 111259 | 92482  | 84697  | 108272 | 150389 | 115635 | 108575 | 129774 |
| 同比增长 (%)          |        |        |        |        | 35.17  | 25.04  | 28.19  | 19.86  |
| 营业总成本(万元)         | 107301 | 90772  | 82535  | 97406  | 143918 | 110356 | 102579 | 123325 |
| 营业成本(万元)          | 94149  | 79309  | 71598  | 93387  | 126232 | 97748  | 87952  | 112467 |
| 营业成本/营业收入 (%)     | 84.62  | 85.76  | 84.53  | 86.25  | 83.94  | 84.53  | 81.01  | 86.66  |
| 营业税金及附加(万元)       | 609    | 363    | 434    | 972    | 970    | 641    | 687    | 1216   |
| 营业税金及附加/营业收入 (%)  | 0.55   | 0.39   | 0.51   | 0.90   | 0.65   | 0.55   | 0.63   | 0.94   |
| 销售费用(万元)          | 3091   | 2767   | 2020   | 1732   | 4436   | 2693   | 2763   | 3042   |
| 销售费用/营业收入 (%)     | 2.78   | 2.99   | 2.38   | 1.60   | 2.95   | 2.33   | 2.55   | 2.34   |
| 管理费用(万元)          | 8988   | 7945   | 8371   | 944    | 11665  | 8594   | 10488  | 5281   |
| 管理费用/营业收入 (%)     | 8.08   | 8.59   | 9.88   | 0.87   | 7.76   | 7.43   | 9.66   | 4.07   |
| 财务费用(万元)          | 484    | 400    | 202    | 292    | 631    | 689    | 678    | 316    |
| 资产减值损失(万元)        | -20    | -11    | -88    | 80     | -16    | -9     | 11     | 1003   |
| 非经营性净收益(万元)       | 775    | 1103   | 1591   | -889   | -1036  | -495   | 54     | 551    |
| 营业利润(万元)          | 4733   | 2813   | 3753   | 9978   | 5435   | 4784   | 6051   | 7001   |
| 同比增长 (%)          |        |        |        |        | 14.83  | 70.09  | 61.23  | -29.84 |
| 营业外收入(万元)         | 6      | 21     | 24     | 251    | 117    | 30     | 104    | 1010   |
| 营业外支出(万元)         | 5      | 32     | 48     | 605    | 29     | 147    | 18     | 154    |
| 利润总额(万元)          | 4734   | 2802   | 3729   | 9623   | 5523   | 4667   | 6136   | 7857   |
| 同比增长 (%)          |        |        |        |        | 16.66  | 66.57  | 64.55  | -18.35 |
| 所得税费用(万元)         | 1419   | 905    | 1366   | 3084   | 1256   | 1173   | 1656   | 1210   |
| 有效所得税率 (%)        | 29.98  | 32.29  | 36.64  | 32.04  | 22.75  | 25.13  | 26.98  | 15.40  |
| 净利润(万元)           | 3315   | 1897   | 2363   | 6540   | 4267   | 3494   | 4481   | 6647   |
| 同比增长 (%)          |        |        |        |        | 28.70  | 84.19  | 89.63  | 1.64   |
| 净利润率 (%)          | 2.98   | 2.05   | 2.79   | 6.04   | 2.84   | 3.02   | 4.13   | 5.12   |
| 归属于母公司所有者的净利润(万元) | 2258   | 1320   | 1816   | 4619   | 2577   | 1937   | 2736   | 4780   |
| 同比增长 (%)          |        |        |        |        | 14.14  | 46.69  | 50.62  | 3.49   |
| 少数股东损益(万元)        | 1057   | 577    | 547    | 1921   | 1689   | 1558   | 1745   | 1867   |
| 摊薄每股收益(元)         | 0.061  | 0.036  | 0.049  | 0.125  | 0.070  | 0.052  | 0.074  | 0.130  |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

## 相关报告：

合肥百货一季度预增公告点评：09 年一季度净利润增长约 60%，其中主业增长 16.67%，行业不景气环境下凸显优势（增持，维持）20090411

合肥百货三季报点评：利润率提升推动经营性利润同比增长 126%（增持，维持）20081018

合肥百货深度研究报告：区域经济快速发展的受益者（增持，维持）20081007

合肥百货半年报点评：扣除非经常性损益后净利润增幅高达 140%（增持，维持）20080806

合肥百货 2007 年报点评：股价下跌显现投资价值，调高投资评级至“增持”（增持，调高）20080421



## 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

汪盛：批发和零售贸易行业分析师

潘鹤：消费组助理分析师

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、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、广百股份、东百集团、鄂武商、武汉中百、农产品、步步高、新华都、美邦服饰、新华百货、开元控股。

### 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。