

主业平缓增长，非经常性损益将增厚业绩

——合肥百货调研简报

报告关键点：

- 主业增长平缓
- 非经常性损益增厚利润
- 按最新的股本调整每股收益和目标价

报告摘要：

- 百货老门店增长平缓：**鼓楼商厦预计上半年销售收入增长5%-8%，全年增长在5%左右。鼓楼商厦6月份进行改造，争取十一之前完工，可能对客流产生一些负面影响。该门店营业面积还存在扩大可能，公司计划把办公楼层改成营业楼层，预计可净增6000-7000平米，最快明年实施。合肥百货大楼预计上半年销售收入增长基本持平，全年打平的可能性较大。预计蚌埠合百和铜陵合百上半年销售收入增长8%-10%左右。
- 百货成长门店和新开门店：**百大CBD和乐普生上半年都赢利，预计今年扭亏。鼓楼高新店预计今年上半年包括家电的销售收入在7000-8000万，六安店预计上半年销售收入5000万。去年10-12月份新开的三家店今年难以盈利。
- 合家福超市：**同店增长受食品CPI的影响；如扣除新增门店，上半年超市收入同比增长是下滑的，如果加上新增门店，销售收入增长我们估计在5%左右。
- 非经营损益对业绩的影响：**公司持有115万股青岛海尔的股票，按照09年中期和09年初股价的差价，公允价值收益大约为460万左右；09年中期相对于08年中期，公允价值损益增加税后利润2000万左右，每股收益增加4分钱左右，一季度和二季度分别增加2分钱。
- 盈利预测和投资建议：**按照送股后的最新股本计算，预计09年、2010年、2011年每股收益分别为0.33元、0.41元和0.50元。公司在合肥市百货地位突出，长期将受益于安徽经济和商业的成长；公司管理能力逐步提升，风格稳健务实，是中长期可以获得稳定收益的投资品种，目前对应09年、2010年、2011年PE分别为26倍、21倍、17倍，给予公司增持-A的投资评级。
- 市场关注的收购问题。**商之都隶属的徽商集团是省属企业，而百大集团是市属企业，收购商之都难度大。而收购子公司少数股东权益的操作性比较强，我们认为公司一直有规划并且有融资的想法，近2年也许会有所举动。

评级：

增持-A

上次评级：增持-A

目标价格：**10.00 元**

期限：3 个月 上次预测：11.60 元

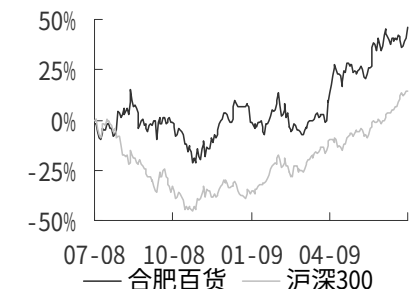
现价：8.97 元

报告日期：**2009-07-10**

市场数据

总市值(百万元)	4,303.11
流通市值(百万元)	4,280.02
总股本(百万股)	479.72
流通股本(百万股)	477.15
12 个月最高/最低	6.22/11.97 元
十大流通股东(%)	42.65%
股东户数	36,217

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(9.80)	2.51	31.58
绝对收益	3.87	33.44	45.86

研究员

储丽雯

助理行业分析师

021-68765335

chulw@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,967.1	5,043.7	5,843.2	6,820.7	7,864.3
Growth(%)	21.3%	27.1%	15.9%	16.7%	15.3%
净利润	141.1	188.9	239.0	295.0	359.9
Growth(%)	110.5%	20.1%	32.2%	24.5%	22.2%
毛利率(%)	14.7%	15.9%	15.8%	15.8%	15.8%
净利润率(%)	2.5%	2.4%	2.7%	2.9%	3.1%
每股收益(元)	0.27	0.25	0.33	0.41	0.50
每股净资产(元)	2.10	2.47	2.86	3.43	3.92
市盈率	31.5	34.1	25.8	20.7	17.0
市净率	4.1	3.5	3.0	2.5	2.2
净资产收益率(%)	14.0%	15.9%	17.5%	18.0%	19.2%
ROIC(%)	17.0%	27.6%	38.4%	42.1%	45.5%
EV/EBITDA	11.0	9.2	8.9	7.4	6.1
股息收益率	0.6%	1.3%	1.6%	1.9%	2.4%

敬请参阅报告结尾处免责声明

前期研究成果

合肥百货：一季度各项指标基本健康

2009-04-21

合肥百货：扩张扎实稳健，增长较为确定

2009-04-17

合肥百货：循序渐进的成长之路

2008-12-22

我们于 6 月 30 日拜访了公司的董事兼董事会秘书戴登安先生。

1. 近期经营情况——上半年增长平缓

1.1. 百货老门店预计基本持平

鼓楼商厦

预计上半年销售收入增长 5%-8%，全年增长在 5% 左右。作为公司成熟的旗舰门店，上半年销售收入增长能保持在 5% 以上，是比较不容易的。鼓楼商厦 6 月份进行改造，争取十一之前完工。施工内容是增加 4 部电梯，缩小中庭面积，每层大约增加 90 平米的营业面积；投入不大，施工多在晚上进行，可能对客流产生一些负面影响。

鼓楼商厦是公司的旗舰门店，08 年贡献净利润 5101 万（含少数股东权益）；鼓楼商厦物业自有，各项费用已经比较稳定，净利润的增长主要来自于销售和毛利率的提升。可关注营业面积扩大：公司有计划把鼓楼商厦上面的办公楼层改成营业楼层，预计可以净增 6000-7000 平米（鼓楼商厦目前营业面积 3 万不到），对增长的促进将很明显。

合肥百货大楼

预计上半年销售收入增长基本持平，全年打平的可能性比较大；合肥百货大楼前几年有 10% 左右的增长；08 年销售收入 6 个亿左右，税前利润 3000-4000 万之间，09 年利润增长的空间不大。合肥百货大楼历史最为悠久，定位是针对中老年人群的中低档百货，这部分人群的消费欲望、消费频率和品牌意识较弱，销售的提升比较缓慢而稳定。

商业大厦、蚌埠和铜陵合百

商业大厦作为社区型百货，盈利能力相对较弱，但是增长比较平稳，但高架桥的修建对客流产生不利影响。蚌埠合百和铜陵合百上半年销售收入增长 8%-10% 左右。

1.2. 亏损门店有望扭亏

百大 CBD 购物中心

预计上半年销售收入增长 10% 以上；估计今年可以扭亏，08 年仍然亏损 664 万。品牌引进仍然是最大的问题。合肥本身引进国际一线品牌比较困难，而且瑞景已经引进了一些一线的化妆品品牌和珠宝首饰品牌。公司目前仍然在努力寻找突破口招商国际一线品牌。CBD 的定位和购物环境与商圈购买力比较契合，一旦有高端品牌陆续进入，门店发展将进入一个新的阶段。

乐普生

收购乐普生后去年 5、6 月份整合初步到位，公司很快将品牌、渠道、人才注入到乐普生。今年销售预计能超过 2 亿，上半年已经开始盈利。我们了解到 2-3 年之后，乐普生另外 40% 的股权有可能收回。

1.3. 08 年新开的 3 家门店

鼓楼高新店

鼓楼高新店于去年 12 月底开业，预计今年上半年包括家电的销售收入在 7000-8000 万，其中家电 2000-3000 万。高新店存在品牌定位有一定难度：由于合肥市比较小，许多在高新区上班的人都在城里居住，附近的居民都是城乡结合部的农民，购买力和品牌意识比较差。原来的定位偏中高端，培育期可能会延长。

六安店和淮南店

六安店预计上半年销售收入 5000 万，今年仍然亏损。六安和淮南店的毛利率均在 15% 左右。淮南店：比当地百货店的档次要高，但是地理位置不是最好，人气还有待培养，煤炭价格下跌对淮南地区的消费也有一定的影响。淮南店和六安店都在培育期中，预计今年较难盈利。

1.4. 合家福超市

同店增长受食品 CPI 的影响,今年超市经营仍然有压力。如果扣除新增门店,上半年同比增长是下滑的,如果加上新增门店,上半年销售收入呈个位数增长(估计 5%左右)。今年新开超市主要仍是 2000 平米左右的社区店,计划新开 20 家,但是现在选址有点困难。08 年合家福超市由于超市同店增长较高、成长门店毛利率逐渐提高,实现净利润 6632 万,相对于 07 年的 2765 万增长了一倍多。随着 CPI 同比和环比上升,超市同店增长下半年将有所好转。

1.5. 周谷堆农批市场

公司认为周谷堆农批市场已经接近饱和,未来将保持平稳增长;重建新市场和搬迁估计是 3-5 年以后的事情。周谷堆 280 亩的土地,只有 30 亩是自有的,其余为无偿使用的划拨地,因此以后较难享受到土地升值带来的收益。

1.6. 百大电器连锁

上半年销售收入增长 12%左右,合肥的住房需求主要是自住;百大电器在合肥市的市场份额有一半左右,合肥的居民较喜欢去百货店购买电器。目前公司家电的唯一对手是苏宁电器,国美已经关了 4 家店。除此之外,百大电器还有 1 个物流配送中心、1 个客服分公司和近百个售后服务网点。但是相对于家电专业连锁,百大电器的规模还是比较小,毛利率只有 6%-7%,利润率也比较微薄。公司经营电器业务主要是为了满足顾客一站式购物需求和公司的现金流需求。百大电器在百货店的经营,一部分毛利给商场,相当于扣点,剩下的属于百大电器。

1.7. 非经常性损益对 09 年业绩的影响

08 年公司持有的青岛海尔股票造成公允价值损失 1555 万,对净利润的影响为 1168 万;08 年第四季度公司计提了黄金、铂金及一些高档服装的存货跌价准备为 1000 万,对净利润的影响为 750 万,估计 09 年存货跌价准备将会大幅减少;公司 08 年营业外收入税前有 1261 万,主要为补贴收入和赔偿金,09 年部分专项补贴和赔偿金可能不复存在。股票公允价值损益主要影响 09 年上半年。

公司仍然持有 115 万股青岛海尔的股票,按照 09 年中期和 09 年初股价的差价,公允价值收益大约为 460 万左右;09 年中期相对于 08 年中期,公允价值损益增加税后利润 2000 万左右,每股收益增加 4 分钱左右,一季度和二季度分别增加 2 分钱。

2. 盈利预测和投资建议

09 年百货老门店增长比较乏力,销售收入的增长主要依靠新开门店(高新店、六安、淮南店)、成长门店(乐普生和 CBD)、地级市的成熟门店(蚌埠和铜陵)、合家福超市的增长;利润的增长主要依靠乐普生和 CBD 扭亏、部分成熟门店、合家福超市利润的增长。按照最新的股本计算,我们预计 09 年、2010 年、2011 年每股收益分别为 0.33 元、0.41 元和 0.50 元。

表 1 单季度业绩预测(单位:元)

	2008 Q1	2008 Q2	2008 Q3	2008 Q4	合计
EPS	0.054	0.040	0.057	0.100	0.25
	2009 Q1	2009 Q2 E	2009 Q3 E	2009 Q4 E	合计
EPS	0.085	0.064	0.062	0.121	0.33

数据来源:安信证券研究中心

安徽经济基础比较差,合肥市相比其他中部地区的省会城市相对比较落后。但近几年随着招商引资等的推动,低廉的成本吸引了大量企业落户,安徽省的经济增速较快,商业成长的空间比较大。

合肥的主导产业为装备制造、家电、汽车等(详见我们去年年底的调研报告),受到金融危机的冲击这些行业和公司目前仍没有摆脱景气低迷的局面。这对合肥市的整体

消费环境还是造成了明显的影响，公司门店二季度的销售增长的反弹相对比较迟缓。

公司百货业务在合肥市的优势明显，管理能力不断提升，成本控制能力也很强；旗下重要的子公司少数股东权益有收回的可能性；公司管理风格稳健务实，是可以获得稳定收益适合中长期投资的品种，目前对应 09 年、2010 年、2011 年 PE 分别为 26 倍、21 倍、17 倍，给予公司增持-A 的投资评级。

3. 市场关注的收购问题

对于市场上关于收购子公司少数股东权益和竞争对手商之都的传闻，公司认为商之都虽然管理层出了较大的问题，但是隶属的徽商集团是省属企业；而合肥百大集团是市属企业，收购商之都比较困难。除非省政府层面推动，并同时协调好商业局和国资委，或者徽商集团改变产业布局，把零售业务卖掉。但是这两条路目前看来比较难。而收购子公司少数股东权益的操作性比较强，我们认为公司一直有规划并且有融资的想法，近 2 年也许会有所举动。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间		2009-7-8	
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,967.1	5,043.7	5,843.2	6,820.7	7,864.3	成长性					
减:营业成本	3,384.4	4,244.0	4,918.8	5,743.1	6,624.1	营业收入增长率	21.3%	27.1%	15.9%	16.7%	15.3%
营业税费	23.8	35.1	38.0	44.3	48.8	营业利润增长率	110.3%	9.4%	36.5%	23.2%	21.6%
销售费用	96.1	129.3	152.5	171.2	195.0	净利润增长率	110.5%	20.1%	32.2%	24.5%	22.2%
管理费用	262.5	360.3	403.2	460.4	513.5	EBITDA 增长率	60.9%	14.5%	31.9%	18.5%	17.2%
财务费用	13.8	23.1	23.0	23.0	20.0	EBIT 增长率	87.8%	12.9%	33.2%	21.6%	19.7%
资产减值损失	-0.4	9.9	2.0	0.4	2.0	NOPLAT 增长率	86.6%	30.5%	27.9%	21.6%	19.7%
加:公允价值变动收益	15.2	-15.6	5.0	5.0	5.0	投资资本增长率	-19.4%	-8.2%	11.1%	10.6%	-3.3%
投资和汇兑收益	10.6	6.3	7.0	8.0	10.0	净资产增长率	12.9%	17.8%	15.4%	19.9%	14.2%
营业利润	212.8	232.7	317.7	391.3	475.9	利润率					
加:营业外净收支	-3.9	9.1	1.0	2.0	4.0	毛利率	14.7%	15.9%	15.8%	15.8%	15.8%
利润总额	208.9	241.8	318.7	393.3	479.9	营业利润率	5.4%	4.6%	5.4%	5.7%	6.1%
减:所得税	67.7	52.9	79.7	98.3	120.0	净利润率	2.5%	2.4%	2.7%	2.9%	3.1%
净利润	141.1	188.9	239.0	295.0	359.9	EBITDA/营业收入	7.1%	6.4%	7.3%	7.4%	7.5%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	5.7%	5.1%	5.8%	6.1%	6.3%
货币资金	837.8	1,223.6	1,391.4	1,663.6	2,002.2	运营效率					
交易性金融资产	26.0	10.4	15.0	15.0	15.0	固定资产周转天数	67	61	61	52	45
应收帐款	54.6	76.8	81.9	123.3	129.3	流动营业资本周转天数	-18	-31	-35	-26	-21
应收票据	-	-	8.0	9.3	10.8	流动资产周转天数	126	125	131	129	131
预付帐款	235.1	272.3	298.0	303.7	310.4	应收帐款周转天数	1	1	1	1	1
存货	315.4	438.3	458.5	535.5	617.9	存货周转天数	27	27	28	26	26
其他流动资产	-	-0.0	-9.4	-9.4	-9.4	总资产周转天数	219	208	213	199	191
可供出售金融资产	7.3	7.2	7.0	8.0	8.0	投资资本周转天数	74	50	43	41	37
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	76.3	80.5	82.0	82.0	82.0	ROE	14.0%	15.9%	17.5%	18.0%	19.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.7%	5.7%	6.7%	7.4%	8.2%
固定资产	716.9	987.6	985.3	984.4	972.7	ROIC	17.0%	27.6%	38.4%	42.1%	45.5%
在建工程	2.9	5.3	5.0	5.0	5.0	费用率					
无形资产	199.4	196.7	196.8	196.9	197.0	销售费用率	2.4%	2.6%	2.6%	2.5%	2.5%
其他非流动资产	17.7	42.1	48.6	49.0	54.2	管理费用率	6.6%	7.1%	6.9%	6.8%	6.5%
资产总额	2,489.2	3,340.7	3,568.2	3,966.4	4,395.0	财务费用率	0.3%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%
短期债务	226.5	329.7	311.9	311.8	311.7	三费/营业收入	9.4%	10.2%	9.9%	9.6%	9.3%
应付帐款	417.5	597.2	444.7	377.6	435.6	偿债能力					
应付票据	245.4	349.6	336.9	314.7	363.0	资产负债率	59.5%	64.5%	61.6%	58.6%	57.3%
其他流动负债	544.2	853.2	1,083.0	1,297.4	1,386.4	负债权益比	146.9%	181.4%	160.5%	141.4%	134.2%
长期借款	33.8	13.0	13.0	13.0	13.0	流动比率	1.02	0.95	1.03	1.15	1.23
其他非流动负债	13.7	10.7	8.9	8.9	8.9	速动比率	0.80	0.74	0.82	0.91	0.98
负债总额	1,481.2	2,153.5	2,198.4	2,323.4	2,518.6	利息保障倍数	16.45	11.06	14.81	18.01	24.79
少数股东权益	202.9	310.8	296.0	460.4	560.7	分红指标					
股本	369.0	369.0	479.0	479.0	479.0	DPS(元)	0.05	0.12	0.13	0.17	0.20
留存收益	436.2	507.5	594.8	703.6	836.7	分红比率	24.6%	46.0%	40.0%	40.0%	40.0%
股东权益	1,008.1	1,187.2	1,369.8	1,643.0	1,876.4	股息收益率	0.6%	1.3%	1.6%	1.9%	2.4%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	141.1	188.9	239.0	295.0	359.9	EPS(元)	0.27	0.25	0.33	0.41	0.50
加:折旧和摊销	66.8	80.3	72.0	78.0	80.0	BVPS(元)	2.10	2.47	2.86	3.43	3.92
资产减值准备	-0.4	9.9	2.0	0.4	2.0	PE(X)	31.5	34.1	25.8	20.7	17.0
公允价值变动损失	-15.2	15.6	5.0	5.0	5.0	PB(X)	4.1	3.5	3.0	2.5	2.2
财务费用	22.6	17.4	25.0	23.0	23.0	P/FCF	29.3	16.8	47.0	34.2	15.3
投资收益	-10.6	-12.2	-7.0	-8.0	-10.0	P/S	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5
少数股东损益	41.0	68.6	80.0	97.0	118.0	EV/EBITDA	11.0	9.2	8.9	7.4	6.1
营运资金的变动	199.3	325.6	456.3	529.4	630.7	CAGR(%)	27.9%	24.0%	18.5%	28.3%	23.1%
经营活动产生现金流量	381.1	655.8	869.3	1019.6	1205.8	PEG	1.1	1.4	1.4	0.7	0.7
投资活动产生现金流量	-20.8	-208.3	-74.0	-74.1	-51.1	ROIC/WACC	1.8	3.0	4.1	4.5	4.9
融资活动产生现金流量	-176.3	-108.3	25.3	-102.3	-116.9	REP	2.3	1.5	1.2	1.0	0.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

储丽雯，北京大学世界经济专业硕士，曾就职于泰达荷银基金管理公司机构理财部，2008 年 3 月加入安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn	张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034