

合肥百货

000417

增持/ 维持评级

区域霸主，或有惊喜

股 价	2009/08/06
RMB9.8	

基础数据

总股本（百万股）	480
流通 A 股（百万股）	477
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	4677

财务数据

市净率 (X)	5.11
TRACING P/E (X)*	34.75
EPS (元)	0.08
股息率 (%)	1.53

*最近四季盈利计算。

相关研究

《厚积薄发 成就零售霸业》

20090510

吴红光

 +0755-82492069
 wuhg@lhzq.com

耿邦昊

 +0755-82080081
 gengbh@lhzq.com

李珊珊

 +0755-82364411
 liss@lhzq.com

经营预测与估值	2008A	20091Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	5043.7	1710.6	6075.1	7347.3	8724.7
(+/-%)	27.1	13.7	20.4	20.9	18.7
归属母公司净利润(百万元)	120.3	40.8	161.1	213.2	251.9
(+/-%)	20.1	58.2	33.9	32.4	18.1
EPS(元)	0.25	0.08	0.35	0.45	0.53
P/E(倍)	39.1	115.3	28.0	21.8	18.5

■ 合肥市经济外向型比例不高，GDP 及工业增加值等指标今年以来均排名全国省会城市前列，受经济危机的影响较小，居民消费水平稳健增长，区内零售公司受益于安徽省经济的强势崛起，经营情况较好。

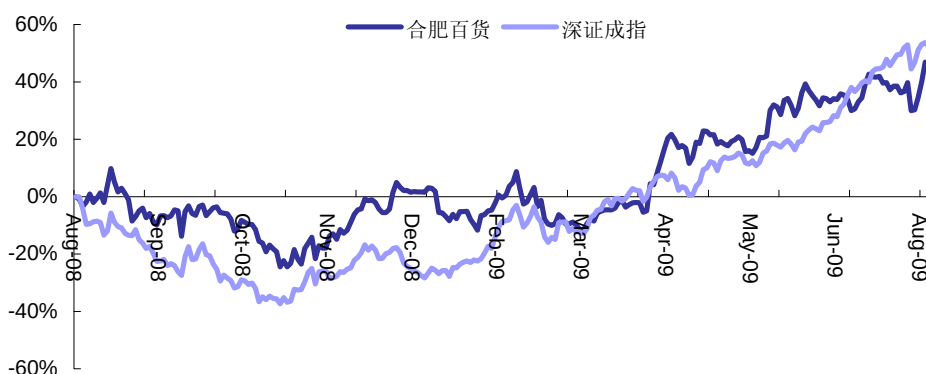
■ 尽管合肥地区商业竞争较激烈，但公司作为区域整合的领导者的地位已经确立，除合肥地区外公司在省内其他地区如蚌埠和铜陵等地的市场霸主地位也日益加强。

■ 公司今年上半年成熟百货门店收入接近 10%，部分门店收入超过或接近 15%；超市部分公司上半年门店数略有增长，成熟门店保持正增长，增速在 5% 以下。公司通过转嫁促销费用、提高 VIP 客户消费比例及自营比例，保持综合毛利率稳定。

■ 目前合肥市政府要求旗下国有企业清理职工持股问题，公司的子公司合家福超市存在职工持股问题，为响应市政府关于清理旗下国有企业职工持股问题的要求，我们认为公司可能会增发收购这部分少数股东股权。从目前公司股权结构来看，公司多家百货门店是与合家福超市共同持有，若公司将合家福超市股权回收，还可进一步加强对百货和超市控制力。

■ 从公司经营状况、扩张历史、收购绩效和市场地位等多角度考察，我们认为公司是安徽地区零售业的整合者已毋庸置疑。不考虑收购因素，我们预测公司 09-11 年 EPS 0.35、0.45、0.53 元，如公司通过资本运作收购少数股东权益将进一步增厚公司业绩，维持增持评级。

最近 52 周股价表现



合肥市由于经济外向型比例不高，因此受经济危机冲击的影响较小，今年以来合肥市 GDP 及工业增加值等指标均排名全国省会城市前列，经济增长保证居民消费支出的增长。作为过去的劳动力输出省份，经济危机下劳动力回流造成本地消费基数增加，区内零售公司经营情况较好。

百货老门店收入增长接近 10%，综合毛利率保持稳定

公司 1-7 月份百货成熟门店的收入接近 10%（大多数门店在 7、8%左右），其中合肥百货大楼由于受市政影响，收入增长 5%左右，而百大 CBD 及部分外埠门店收入增长超过或接近 15%；公司上半年超市门店略有增加，成熟门店的同店增长在 0-5%之间。

公司在合肥及部分省内二线城市百货销售份额超过 50%，对品牌控制能力较强，经济危机时期公司通过向供应商转嫁促销活动费用、提升 VIP 客户比例和自营产品比例等保证了公司综合毛利率的稳定。

公司的主力门店合肥百货鼓楼店上半年收入增长 8%，综合毛利率 15%左右，预计全年净利润将超过 5500 万；合肥百货大楼上半年收入增长 5%，预计全年净利润 3500 万左右；百大 CBD 上半年实现扭亏，预计全年收入超过 3 亿元的盈亏平衡点，实现微利；公司在外埠的门店逐渐进入成熟期，其中蚌埠店 09 年收入预计达到 3.7 亿元，净利润 1800 万元左右；六安和淮南店仍有一定亏损，但亏损额收窄。

公司下半年存在增发预期，以收购少数股东权益，解决职工持股问题

今年以来合肥市政府正大力清除旗下国有企业的职工持股情况，而公司的子公司合家福超市的少数股东权益由职工和拓基地产持有，我们预计为了顺应市政府的要求，公司今年内可能会通过资本运作处置掉合家福的少数股权问题。若公司年内收回合家福少数股东权益，不仅能够加强对百货和超市控制力，同时能够大幅增厚公司业绩。

表 1：公司百货门店主要状况

	股权比例(%)		建筑面积(万平方米)	物业性质	纳入公司时间	2008收入(亿元)	2008年净利润(万元)
	直接	间接					
合肥百货大楼	82.60%		2.20	自有	1959-8-1	6	3500-4000
合肥鼓楼商厦	72.99%		3.00	自有	1996-12-28	11	5100
百大CBD购物中心	50.00%	50.00%	3.00	自有	2006-1-21		-664
合肥商业大厦	90.81%		1.80		1998-9-1	2.5	789
百大乐普生商厦	60.00%		3.00	自有1.8万平	2008-2-1	2	
合肥高新店	80.00%	20.00%	2.00	自有	2008-12-28		
蚌埠百货大楼	45.00%	41.00%	2.00	自有	2003-11-1	3.4	1339
蚌埠合百商厦	100.00%		2.00	自有	2009-12-28		
铜陵合百商厦	40.00%	30.00%	3.20	自有	2003-12-20	2.6	1312
黄山百大商厦	40.00%	30.00%	1.50	租赁	2005-9-10	1.6	亏损
亳州百大购物广场	35.00%	45.00%	0.80	租赁	2005-8-28	0.4	亏损
淮南百大商厦	100.00%		2.62	租赁	2008-9-26		新开业亏损
六安百大金商都	51.00%		3.15	租赁	2008-10-12		新开业亏损

数据来源：公司公告，联合证券研究部

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文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。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。