

合肥百货(000417)

地区零售龙头 将受益于地区零售业发展

——合肥百货调研报告

✍ 许娟娟 刘冰
 ☎ 021-38676545 021-38676703
 ✉ xujuanjuan@gtjas.com liubing@gtjas.com

本报告导读:

➢ 地区零售龙头，长期将受益于地区零售行业的快速发展，短期可能的收购合家福少数股东权益是公司股价的催化剂。

投资要点:

- 安徽省是传统的农业大省，2008年人均GDP在全国31个省和直辖市中的排名较靠后，经济发展的基数较低。随着安徽省承接产业转移，地区经济将迎来蓬勃发展。我们认为批零贸易业的发展将滞后于地区经济的发展3-5年，预计2-3年以后，地区批零贸易业将进入高速发展期。
- 公司是安徽省的零售龙头，市场占有率较高，占据合肥市核心商圈的半壁江山。安徽省内各地区经济差异较大，尽管目前安徽省内未布点地区较多，但有效市场较小，合肥、蚌埠、铜陵是公司的主力盈利地区。
- **百货业务09年盈利增速放缓**：09年下半年合肥市的两家主力门店面临改造因素，全年业绩增速较慢；外地主力门店盈利增速较高，但盈利贡献较小，08年新开门店尚未进入盈利期，预计全年百货业务同比增速低于上年同期。**10年百货业务将迎来高速增长，主要来自——改造后的鼓楼店和商业大厦、步入成熟期的乐普生店和CBD店，外地成熟门店高速发展，以及08年新开门店的减亏。**
- 与合肥市现有的内外资大卖场相比，公司在卖场经营方面不具备优势，而社区超市竞争力较强。
- **家电连锁品牌优势极强**，对业绩贡献较小、提供丰富现金流。**周谷堆农贸市场近年稳步小幅增长。**
- 公司是安徽省的商业龙头，长期将受益于地区零售行业的快速发展，短期可能的收购合家福少数股东权益是股价的催化剂，预计09、10年归属母公司所有者的净利润增速分别为41%、22%，EPS分别为0.35、0.43元，建议按照09年行业平均估值给予30倍PE，目标价10.6元，给予“谨慎增持”评级。

财务摘要(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,967	5,044	5,271	6,232	7,383
(+/-)	21	27	5	18	18
经营利润(EBIT)	201	265	272	323	406
(+/-)	95	32	2	19	26
净利润	100.14	120.30	169.99	208.04	271.20
(+/-)	110	20	41	22	30
每股净收益(元)	0.27	0.33	0.35	0.43	0.57
每股股利(元)	0.15	0.15	0.16	0.20	0.26

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率(%)	5.1	5.3	5.2	5.2	5.5
净资产收益率(%)	12.4	13.7	17.6	19.3	22.1
投入资本回报率(%)	38.3	97.7	83.3	56.0	48.3
EV/EBITDA	11.0	10.1	8.7	7.8	6.3
市盈率	30.9	25.7	23.6	19.3	14.8
股息率(%)	1.8	1.8	1.9	2.4	3.1

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级: 首次评级

目标价格: ¥10.6

上次预测: ¥0.00

当前价格: ¥9.17

2009.08.17

交易数据

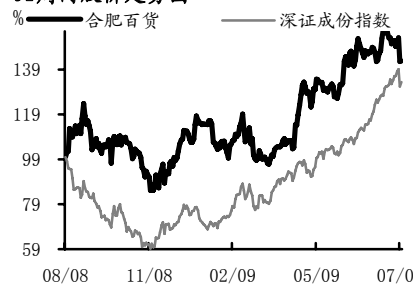
52周内股价区间(元)	6.22 ~ 11.97
总市值(百万元)	4,644
总股本/流通A股(百万股)	480/477
流通B股/H股	0/0
流通股比例	0.99
日均成交量(百万股)	4.6
日均成交值(百万元)	40.4

资产负债表摘要(12/08)

股东权益(百万元)	1,187.25
每股净资产	2.38
市净率	3.5
净现金(百万元)	880.89

EPS(元)	2008A	2009E
Q1	0.07	0.11
Q2	0.05	0.05
Q3	0.07	0.07
Q4	0.13	0.12
全年	0.33	0.35

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	7.9	27.2	49.1
相对指数	5.8	-4.3	-9.7

模型更新时间: 2009.08.17

股票研究

批零贸易业
批发零售业

合肥百货(000417)

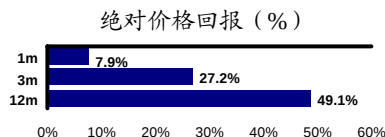
评级: 谨慎增持

上次评级: 首次评级

目标价格: ¥ 10.60

上次预测: ¥ 0.00

当前价格: ¥ 9.17



52 周价格范围 6.22~11.97
市值 (百万) 4,644

财务预测 (单位: 百万元)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
损益表					
营业收入	396,711	504,374	527,072	623,177	738,323
营业成本	338,443	424,399	447,787	526,744	622,042
税金及附加	2,378	3,514	3,672	4,342	5,144
营业费用	55,890	76,460	75,612	92,091	111,136
管理费用	0	0	0	0	0
EBIT	9,609	12,934	14,570	15,980	18,933
公允价值变动收益	26,248	36,028	32,882	37,626	44,434
投资收益	20,073	26,510	27,172	32,296	40,581
财务费用	1,377	2,314	-720	-1,494	-1,087
营业利润	21,277	23,271	29,592	34,290	42,168
所得税	6,774	5,295	6,688	7,755	9,525
少数股东损益	4,101	6,859	6,859	6,859	6,859
净利润	10,014	12,030	16,999	20,804	27,120
资产负债表					
货币资金、交易性金融	838	1,224	1,113	1,316	1,559
其他流动资产	1,460	2,009	1,841	2,158	2,538
长期投资	76	80	92	92	92
固定资产合计	720	993	953	1,187	1,429
无形及其他资产	210	226	216	207	198
资产合计	2,489	3,341	3,166	3,677	4,292
流动负债	1,434	2,130	1,762	2,092	2,492
长期负债	42	22	22	22	22
股东权益	805	876	968	1,081	1,227
投入资本(IC)	347	217	246	438	643
现金流量表					
NOPLAT	133	212	205	245	311
折旧与摊销	67	62	83	85	99
流动资金增量	205	419	(79)	32	28
资本支出	(44)	(352)	(33)	(277)	(332)
自由现金流	(16)	(360)	(38)	(334)	(399)
经营现金流	416	713	228	436	522
投资现金流	(16)	(360)	(38)	(334)	(399)
融资现金流	(203)	(13)	(301)	101	119
现金流净增加额	197	340	(110)	203	243
财务指标					
成长性					
收入增长率	21.3%	27.1%	4.5%	18.2%	18.5%
EBIT 增长率	94.8%	32.1%	2.5%	18.9%	25.7%
净利润增长率	110.5%	20.1%	41.3%	22.4%	30.4%
利润率					
毛利率	14.7%	15.9%	15.0%	15.5%	15.7%
EBIT 率	5.1%	5.3%	5.2%	5.2%	5.5%
净利润率	2.5%	2.4%	3.2%	3.3%	3.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	12.4%	13.7%	17.6%	19.3%	22.1%
总资产收益率(ROA)	4.0%	3.6%	5.4%	5.7%	6.4%
投入资本回报率	38.3%	97.7%	83.3%	56.0%	48.3%
运营能力					
存货周转天数	31.65	32.41	33.16	27.80	26.86
应收账款周转天数	1.15	1.21	1.20	1.06	1.06
总资产周转天数	222.08	210.95	225.31	200.42	196.99
净利润现金含量	415.51	592.65	134.25	209.41	192.64
资本支出/收入	-110%	-698%	-62%	-444%	-449%
偿债能力					
资产负债率	59.5%	64.5%	57.0%	58.1%	59.1%
净负债率	30.1%	39.1%	11.6%	27.3%	43.0%
估值比率					
PE	30.9	25.7	23.6	19.3	14.8
PB	3.8	3.5	3.2	2.9	2.5
EV/EBITDA	11.0	10.1	8.7	7.8	6.3
P/S	0.78	0.61	0.76	0.65	0.54
股息率	1.8%	1.8%	1.9%	2.4%	3.1%

1. 安徽省百货零售行业尚处于起步阶段

1.1. 安徽省是传统的农工业大省、地区经济发展基数较低

安徽省是传统的农业大省，1992 年至 2008 年期间，安徽省的第一产业增加值在 GDP 中的比重一直大幅高于全国平均水平。

安徽省作为一个农业大省，其 2008 年人均 GDP 在全国 31 个省和直辖市中的排名是倒数第四位，经济发展的基数较低。

图 1: 第一产业占 GDP 比重 (全国 VS 安徽省)

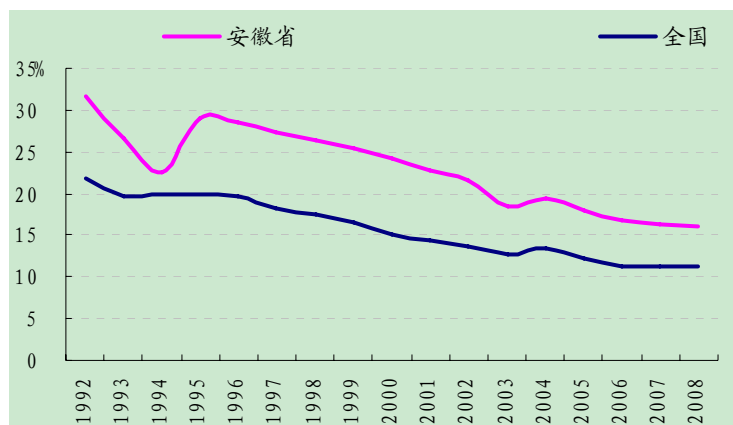
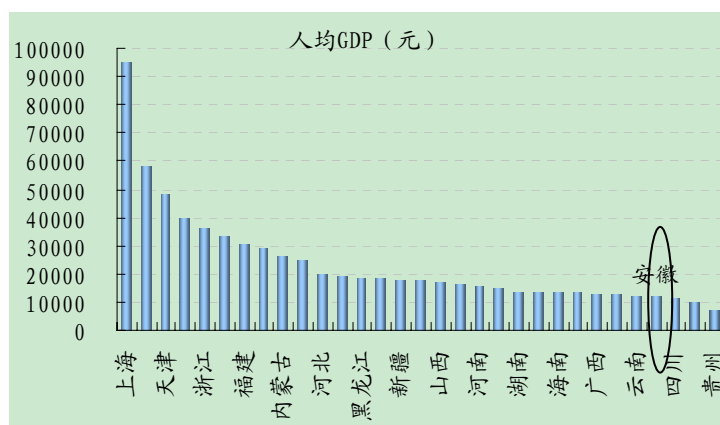


图 2: 人均 GDP 排名 (2008 年)



数据来源: 上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

数据来源: 上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

1.2. 承接产业转移, 地区经济将迎来蓬勃发展

受国际经济危机的影响, 东部沿海地区正加速经济转型和结构升级, 产业高级化成为结构调整的主方向, 而能源资源型、劳动密集型产业和部分资本密集型产业正开始向中西部地区大规模转移, 安徽将承接装备制造业、原材料产业、轻纺产业、高技术产业五大产业, 目前安徽省已成为家电、汽车的制造基地, 承接包括海尔、三洋、美的、长虹、格力在内的家电生产加工。

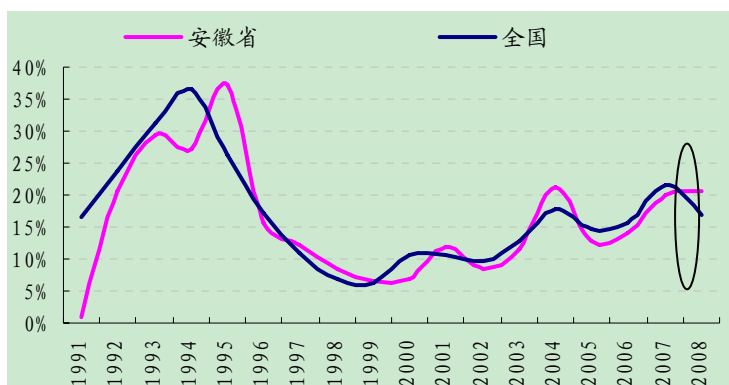
表 1: 安徽省主要产业

产业类型	代表企业
装备制造业——汽车	奇瑞、江汽
装备制造业——家电	海尔、三洋、美的、长虹、格力
原材料产业——冶金	马钢、铜陵有色、新兴铸管

数据来源: 上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

2008 年, 安徽省的 GDP 名义增速高于全国平均水平, 我们认为一方面是中部地区受到经济危机的影响小于沿海城市, 另一方面是由于安徽省经济的发展基数较低。未来几年, 随着安徽省承接制造业, 地区经济将迎来蓬勃发展。

图 3: GDP 增速 (全国 VS 安徽省)



数据来源: 上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

1.3. 地区餐饮、批零贸易的发展速度赶上全国平均水平

2003 年之前, 安徽省的批零贸易业/社零总额指标一直大幅低于全国平均水平, 2003 年之后, 该指标逐步赶上全国平均水平。

96 年至 08 年间, 安徽省的社会消费品零售总额名义增速略高于全国平均水平, 其中批零贸易业增速和餐饮业增速均与全国平均水平相当。

图 4: 批零贸易业 / 社零总额 (全国 VS 安徽省)

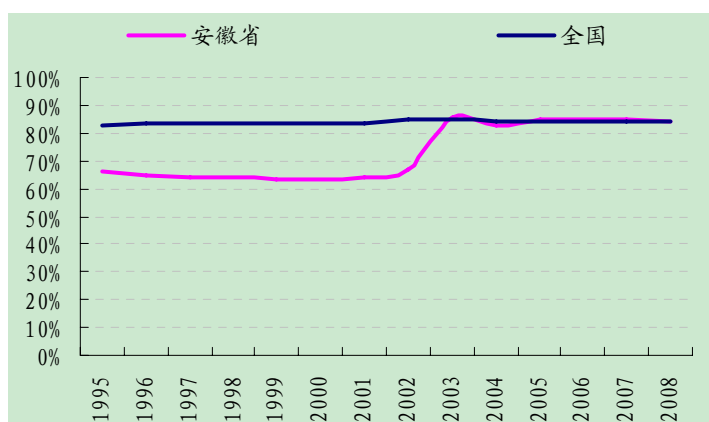


图 5: 社零增速 (全国 VS 安徽省)

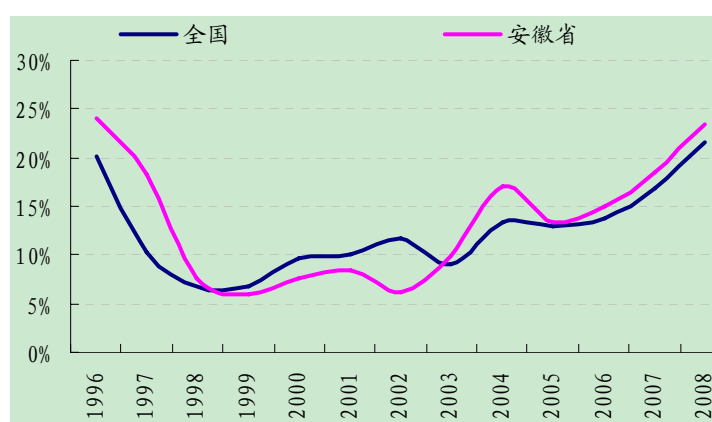


图 6: 批零贸易业社零增速 (全国 VS 安徽省)

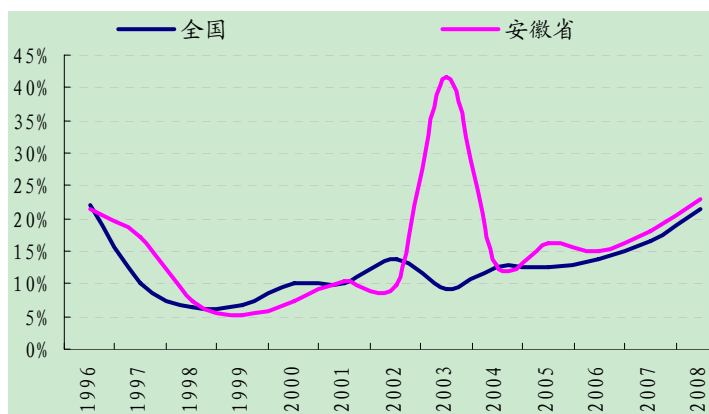
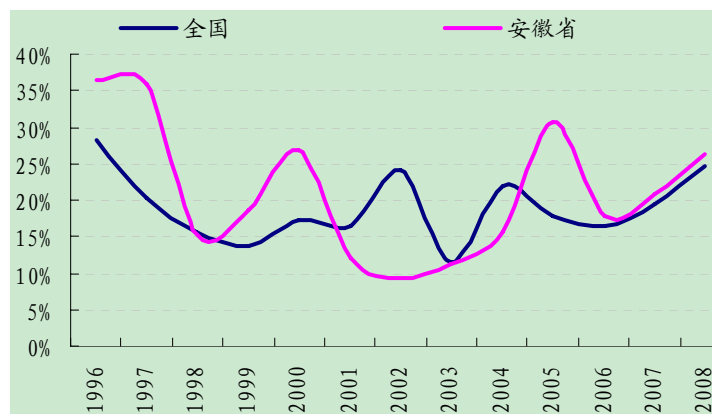


图 7: 餐饮业社零增速排名 (全国 VS 安徽省)



数据来源: 上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

数据来源: 上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

我们认为批零贸易业的发展将滞后于地区经济的发展较长时间，目前地区经济将迎来蓬勃发展，但批零贸易业的蓬勃发展短期 2 年内难有较高增速，预计 2-3 年以后，地区批零贸易业的发展进入高速发展期。

1.4. 东中部地区受到危机影响较小，上半年主营利润同比有所提升

09 年上半年，公司出售了全部合肥三洋的股权，以及青岛海尔的公允价值变动，剔除这些因素，09 年上半年主营业务利润同比增速略 9.9%。

表 2: 公司证券投资

	账面净利润	可供出售金融资产 (合肥三洋)	公允价值变动 (青岛海尔)	调整后净利润
2008H1	4514	0	-1181	3569
2009H1	7700	1105	374	7115
		YOY		9.9%

数据来源：上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

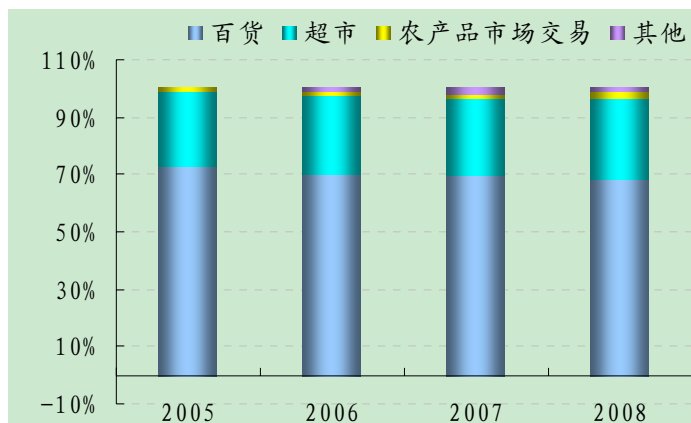
2. 现有市场精耕细作是中短期发展方向

合肥、蚌埠、铜陵是盈利主力——安徽省共 17 个地区，公司业务主要分布于其中 7 个区，分别为合肥、铜陵、蚌埠、黄山、亳州、淮南、六安。2008 年，合肥、蚌埠、铜陵地区的营业收入占比为 77%、12%、7%，2006 年合肥、蚌埠、铜陵的营业利润占比分别为 75%、15%、6.6%。

安徽省内各地区经济差异较为明显——2007 年，马鞍山的人均 GDP 是阜阳的 9 倍，阜阳位列 2007 年全国各地区人均收入最末位。公司主力盈利地区合肥、铜陵、蚌埠的人均 GDP 分别位列安徽省的第三位、第二位、第九位。

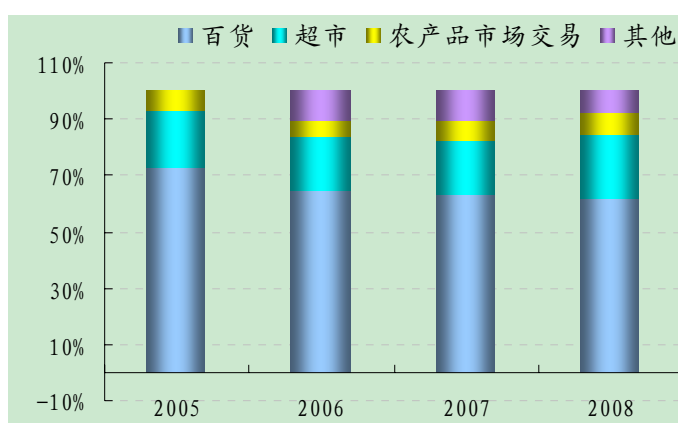
从地理分布上，未布点市场广阔，但实际的有效市场较小——尽管公司门店仅覆盖安徽省 17 个地区中的 7 个，但根据地区 GDP 排名和地区收入占公司营业收入的比重，我们认为近 2-3 年，仅合肥、铜陵等地区是公司有效市场，其余大部分地区无法提供足够的市场。

图 8: 公司收入构成



数据来源：上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

图 9: 公司主营业务利润构成



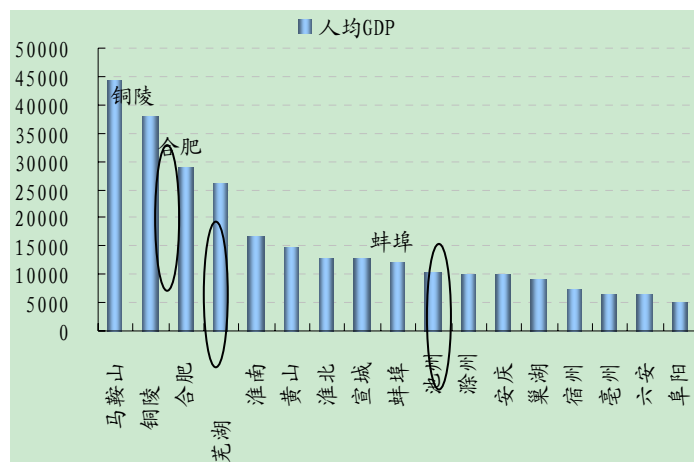
数据来源：上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

图 10: 公司业务分布 (2008 年)



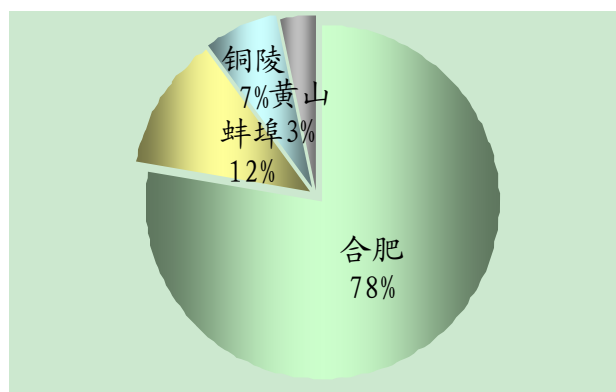
数据来源: 上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

图 11: 安徽省各地区人均 GDP 排名 (2007 年)



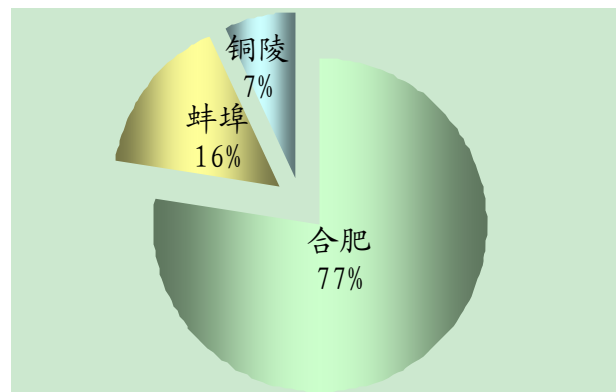
数据来源: 上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

图 12: 公司主营业务收入构成——按地区分 (2008 年)



数据来源: 上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

图 13: 公司营业利润构成——按地区分 (2006 年)



数据来源: 上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

我们认为公司 2、3 年内的发展方向在于合肥、铜陵等富裕地区市场的继续挖掘和精细化管理。

3. 安徽省零售龙头

百货和超市是盈利的主力——公司主营百货、超市、家电连锁、周谷堆农产品交易市场，百货和超市是盈利的主力。08 年百货、超市业务收入占营业总收入的比例分别为 67%、28%，其营业利润占公司营业总利润的比例分别为 62%、23%。

3.1. 市场份额占比较高

2008 年中国零售行业百强企业中，合肥百货大楼集团股份有限公司以 194 亿元的销售规模位列第十三位，销售收入增速达 24%，门店数量 125 家，安徽省内尚无其他商业集团能够达到如此规模。（需要说明的是 194 亿元包括周谷堆的结算金额 106 亿元）

公司目前共有百货门店 13 家，其中合肥市 6 家，7 家位于安徽省其他地级市。

表 3: 公司网点 (截至 2009 年 6 月)

类型	子公司	城市	建筑面积 万平米	开业时间	股权比例
百货	合肥鼓楼商厦	合肥	3	1998	73%
	安徽百大乐普生		1.85	2008.2	60%
	商业大厦		2.8	1998	91%
	百大 CBD 中央购物中心		3.6	2006.1	100%
	高新店		2	2008.12	
	合肥百货大楼	蚌埠	2.2	1959	
	蚌埠百货大楼		2.4	2003.11	86%
	铜陵合百商厦		3.3	2003.05	70%
	黄山百大		1.9	2005.09	70%
	淮南		2.2	2008.9	100%
	六安		2.7	2008.1	51%
超市	铜陵百大合家福	铜陵			
	亳州百大合家福	亳州			
	合肥百大合家福连锁超市			2003 年	48%
家电连锁	百大电器连锁			2005 年 5.16	49%
农产品批发	周谷堆农产品批发市场	合肥	280 亩	05 年扩建	52%

数据来源: 上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

3.2. 合肥市零售龙头——占据核心商圈半壁江山

合肥市的主要商圈包括四牌楼、三孝口、古井赛特, 他们是政府着重关注和着力打造的‘城市名片’。其中“四牌楼”是目前合肥市最大的城市核心商圈, 曾被合肥市、庐阳区定位合肥市的核心商业地带。

除四牌楼、三孝口等成型的商圈以外, 元一、三里庵、马鞍山路等正成为城市商业副中心, 但其商区分布较为零散, 因而该部分副商圈更多地是提供社区商业配套, 与三大核心商圈无法相比。新商圈的形成需要较长时间, 我们认为 2-3 年内, 尚不可能出现一个新商圈能够取代四牌楼商圈。

表 4: 合肥市商圈分析

商圈	门店	物业	定位	说明
核心商圈	合肥鼓楼商厦	自有	时尚百货 (化妆品占比较多)	定位部分与商之都重合, 部分与百盛重合
	安徽百大乐普生	自有	中档百货 (年轻定位)	与百盛定位类似
	合肥百货大楼	自有	大众百货 (传统定位)	
	四牌楼			省国资委直属企业, 合肥市两家百货, 四牌楼店为主要盈利店。
	商之都		百货	
	百盛		百货	合肥地区的百盛与其余地区相比, 门店面积、品类均较少。
	苏宁电器、国生电器、五星电器、百大电器		家电	
三孝口	百大 CBD 中央购物中心	租赁	高档时尚	男性精品较多
古井赛特	瑞景名品中心		高档百货	属于古井集团, 定位高档, 与酒店相配套。
	瑞景国际购物广场		中高档时尚	古井集团, 定位中偏高档, 所属商圈次于四牌楼。
非核心商圈	商业大厦		大众百货	
	高新店		大众百货	

我们认为公司在合肥市业绩较好的原因是: 百货和家电占据合肥市的半壁江山——目前公司在合肥共有 6 家百货门店, 其中 3 家集中于四牌楼商圈, 物业自有; 公司位于四牌楼地区的家电销售收入约占合肥市整个家电市场成交额的一半。

四牌楼商圈的百货、家电较为集中, 公司在此商圈的三家百货门店中, 鼓楼商厦的定位部分与商之都重合, 部分与百盛重合; 百货大楼是传统百货, 有稳定的客户群和较高的扣点; 乐普生的定位于百盛重合。

3.3. 百货——09 年内忧外患、10 年进入盈利释放期

09 年上半年百货业务收入增速放缓, 下半年合肥市的三家主力门店均面临改造因素业绩增速较慢, 外地门店贡献利润较小或者尚未进入盈利期, 电费上调对业绩亦有一定影响, 预计全年百货业务同比增速低于上年同期。

核心商圈——四牌楼

◇ 合肥鼓楼商厦——电梯改造提升客单价

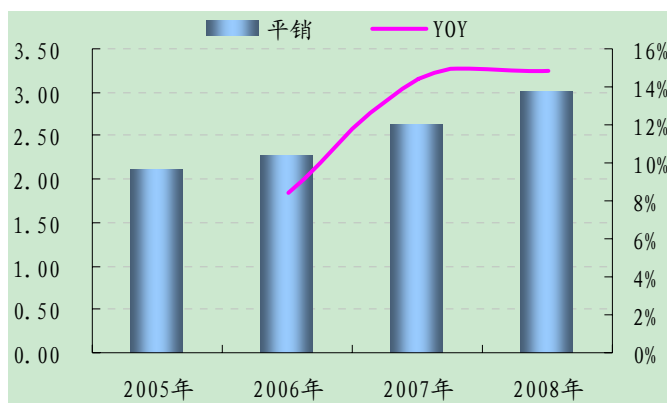
鼓楼商厦物业自有, 其收入占公司百货业务收入的 30% 左右, 05 年至 08 年间, 该门店的收入增速逐步上升, 08 年平销已达 3 万元, 高于行业平均水平。

鼓楼商厦的净利润占归属于母公司所有者净利润的 40% 左右, 05 年至 08 年间, 随着收入的快速提升, 门店相关费用较为固定, 该门店的净利润保持高速增长, 尤其 07 年, 净利润同比增速达到 65%。07 年随着收入快速增长, 超过盈亏平衡点后, 净利润增幅更快; 07 年门店进行了装修和结构调整, 从而 08 年净利润增速较快, 但仍低于 07 年。

表 5: 合肥鼓楼商厦经营情况

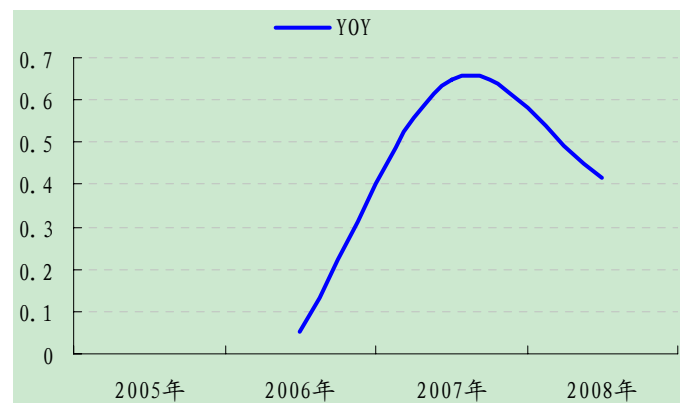
	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
营业收入 (单位: 万元)	63307	68621	78526	90209
YOY		8%	14%	15%
面积	30000	30000	30000	30000
平销	2.11	2.29	2.62	3.01
收入/百货主营收入	35%	30%	28%	27%
净利润 (单位: 万元)	2076	2183	3601	5101
YOY		5%	65%	42%
净利润率	3%	3%	5%	6%
净利润/归属母公司所有者净利润	62.4%	45.9%	36.0%	42.4%

图 14: 合肥鼓楼商厦销售情况



数据来源: 上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

图 15: 合肥鼓楼商厦净利润增速



数据来源: 上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

由于鼓楼店客流较大, 公司现有的一副扶梯不够用, 该店于 09 年 6 月份开始非停业装修, 方案为打掉步行梯改为电梯, 同时再扩充部分经营面积, 预计最快与 10 月份完工, 另外, 公司正打算将 7、8 楼改为餐饮、美容类的主营配套服务, 意在带动 1-6 楼的百货客流量。

该店 09 年 1-7 月份营业收入同比增长 4-5%, 考虑到下半年的装修并未停业, 仅对顾客通行有一定影响, 同时下半年收入增速本该高于上半年, 因而该店 09 年收入预计同比增长 10% 左右, 同时电梯改造产生的费用并不多, 对 09 年净利润影响不多。我们更多地看好该门店装修过后, 客流量的提升和客单价的提升, 将对 10 年及以后的经营业绩产生长远利好影响。

◇ 百货大楼——客户群稳定, 中低档定位扣点高

百货大楼店即母公司, 物业自有, 定位于传统百货, 主力购买群体为中年妇女, 大楼由新老两栋连通构成。09 年 1-7 月份, 该店的营业收入同比增速同比持平, 门店定位于中档传统品牌的, 该部分品牌的扣点较高约为 20%, 从而净利润率亦较高, 接近 5%。

表 6: 合肥百货大楼经营情况

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
营业收入 (单位: 万元)			57000	60000
YOY				5%
面积	22000	22000	22000	22000
平销	0.00	0.00	2.59	2.73
净利润 (单位: 万元)	64	516	2765	2873
YOY		708%	436%	4%
净利润率			4.9%	4.8%

注: 由于总部费用算入该门店, 因而百货大楼店的账面净利润低于表中数据

数据来源: 上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

百货大楼店拥有稳定的客户群, 中低档定位扣点高, 预计该门店 09 年收入同比增速 5%, 净利润同比增速 4%。

◇ 乐普生——新的盈利增长点

公司于 08 年 2 月份收购乐普生店 60% 股权并着手改造, 于 08 年 7、8 月份投入使用, 08 年产生的装修费已全部计入 08 年利润表。该门店经营面积 1.85 万平米, 目前大部分面积已开始营业, 少部分面积正在招租或者装修。

乐普生店的定位与同一商圈的百盛重合, 其门店位置优于百盛, 且合肥市的百盛较其他地区的百盛品类少、面积小, 随着乐普生店 08 年完成装修改造, 其竞争力高于百盛。

乐普生店物业位置较好, 且 08 年进行了装修和品牌调整, 因而 09、10 年的收入同比将有较大增长; 另外, 08 年的装修和品牌调整费用大多计入了当年财报, 且物业自有, 因而费用较低。预计 09、10 年乐普生店分别贡献净利润 1000 万、1300 万, 同比上年同期分别增加 1120、300 万元。

核心商圈——三孝口

◇ 百大 CBD

百大 CBD 物业租赁, 其所在的合肥 CBD 中央广场, 是合肥市的中央商务区, 地处合肥市三孝口商业中心, 总建筑面积 13 万平米, 是一座集现代百货商场、高档住宅、酒店式商务公寓、甲级写字楼为一体的商业建筑群。该店于 06 年开业, 将于今年进入成熟期。该店物业面积 3.5 万平米, 年租金略低于 2000 万, 签约为 20 年。

百大 CBD 最大的弱势是门店所处的 CBD 商务区并非百货集群区, 目前仅公司一家百货门店, 且物业租赁方式。

由于 09 年上半年家电销售受到经济危机冲击较大, 而百大 CBD 店的家电占销售额的 10%, 因而预计 09 年增速远远低于 08 年, 预计 09 年扭亏为盈, 营业收入同比提升 10-20%。

副商圈——高新店、商业大厦

◇ 高新店——外因导致今明两年经营情况不理想、但影响有限

销售情况低于预期——高新店开业于 08 年 12 月, 09 年属于门店培育期, 但上半年营业收入低于公司预期。09 年 7 月至 10 年 10 月, 通往该门店的主干道开始整修, 将继续影响销售。

门店难以定位——高新店坐落于高新区一高档小区的边上，原定位于中档社区百货，由于小区入住率较低，其客群购买力不足以满足高新店容量，因而高新店必须向相邻区域的低购买力住户提供商品服务，导致门店定位较难。

对公司的负面影响有限——尽管该店销售情况不理想，但由于高新店的租金与销售额挂钩，前两年销售的 2-3% 作为租金，因而目前亏损额不大。

预计随着 2010 年 10 月份主干道整修完成，高新店将迎来收入的大幅增长，但盈利增长尚待商圈形成，中期内该门店对公司盈利贡献较小。

◇ 商业大厦店——外立面装修有利于今后业绩提升

该店位于合肥市的南大门南七，公司原计划期望原有的超市与商业大厦及其他餐饮娱乐共同形成地区的购物中心，但目前商圈尚未形成。该店 08 年平销仅 7000 元，处于行业较低水平，09 年 7-10 月份，门店外立面改造对经营产生较大影响，预计 09 年净利润同比持平，10 年同比大幅提升。

表 7：合百商业大厦经营情况

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
营业收入（单位：万元）			17800	20000
YOY				12%
面积			28000	28000
平销			6400	7100
净利润（单位：万元）	252	289	439	789
YOY		15%	52%	80%
净利润率			2%	4%

数据来源：上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

合肥以外的主力盈利门店

蚌埠百货大楼、铜陵合百商厦——异地主力盈利门店

蚌埠店物业自有，平销较高，达到 2 万以上，净利润增速较高。铜陵店平销依然较低，未来平销有较大的提升空间，预计该两家门店 09 年净利润同比增长 20% 以上。

表 8：蚌埠百货大楼

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
平销（单位：元）	13099	16308	17791	20636
净利润率	2%	1%	2%	2%
YOY	67%	36%	26%	40%

注：平销为估计值

数据来源：上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

表 9：铜陵合百商厦

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
平销（单位：元）	75	2680	3604	5274
净利润率	1%	2%	2%	2%
YOY	232%	64%	44%	108%

注：平销为估计值

数据来源：上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

08 年新开外地门店

六安店——低租金、黄金位置、战略进入；地区竞争激烈，09 年依然亏损

六安百大金商都购物中心是由合肥百大集团与安徽金商都有限责任公司共同投资设立的时尚精品百货店，公司占 51% 股权，门店总面积 3.2 万平方米，位于六安市核心商业地段，公司开设该门店的原因是物业租金较低，地理位置较好，从而战略性进入。

六安的百货竞争相对过度，城市人口不多，但辐射的县较多，商圈内现有 5 家 1 万平方米以上的百货店，包括合百六安店，商之都店，徐州白云百货，西都百货。

08 年该店贡献收入 1900 万元，亏损 285 万元；09 年门店依然处于培育期，预计 09 年依然亏损；预计 2010 年将迎来快速增长和盈利，但由于盈利的绝对数额较小，从而短期对公司盈利贡献较低。长期看，商圈竞争激烈，门店经营堪忧。

淮南店——核心商圈边缘，地理位置欠佳

淮南店是目前淮南市营业面积最大、设施最为完善的单体商场，在租金方面公司优势较大，08、09 年的年租金为 400-500 万，其后的年租金为 800-900 万。该店的弱点是尽管该店位于核心商圈，但并非位于核心位置，人气不旺。

总结

合肥鼓楼商厦、商业大厦、蚌埠百货大楼、铜陵合百商厦是主要盈利门店，08 年单店权益净利润/控股子公司权益净利润分别为 38%、7%、12%、9%。09 年鼓楼店的电梯改造、商业大厦的外立面改造对当年业绩有轻微影响，但我们更多地看好改造后的客单价提升；蚌埠店和铜陵店是目前合肥以外门店中大幅盈利的门店，二者均于 2003 年开业，物业自有，铜陵店平销有较大的提升空间。

百大 CBD 店预计将于 2009 年开始扭亏为盈，但考虑到较高的物业租金和所处 CBD 的购物氛围不浓，预计进入高速发展期的时间拉长。高新店由于主力道路整修和“门店定位难”问题，预计 09、10 年将轻微亏损，但对公司盈利影响不大。

乐普生店物业位置较好，且 08 年进行了装修和品牌调整，因而 09、10 年业绩将有较大提升。母公司合肥百货大楼拥有稳定的客户群，中低档定位扣点高，预计将保持低速稳定增长。08 年开业的六安和淮南店目前尚未盈利，但未来也可贡献部分利润。

表 10：单店权益净利润/控股子公司权益净利润

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
合肥鼓楼商厦	46%	46%	41%	38%
商业大厦	7%	8%	6%	7%
蚌埠百货大楼	15%	20%	13%	12%
铜陵合百商厦	6%	9%	7%	9%

数据来源：上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

3.4. 超市业务——社区店是未来的盈利主力

与合肥市现有的内外资大卖场相比，公司在大卖场经营方面不具备优势，而社区店是公司未来发展的重点。

截止 09 年 7 月底，公司共有超过 60 家超市门店，主要分布于合肥、蚌埠、铜陵、黄

山、六安和亳州，其中合肥有 27 家、蚌埠有 15 家左右。

合肥市的大卖场竞争激烈，社区店竞争优势明显。合肥市目前共有大卖场 16 家，公司在大卖场方面不具备经营优势，公司目前大部分门店为面积 2000-3000 平米的社区店，社区店是公司发展的主力。

09 年上半年受到经济危机影响，超市行业几乎所有企业的同店收入同比有所下降，但公司通过加大自采商品，自有品牌的力度，09 年上半年超市的同店增速为正。

表 11：合肥市超市分布

	家乐福	沃尔玛	北京联华	世纪联华	麦德龙	易初莲花	大润发	乐购	好又多
门店数量	3	2	3	2	1	1	1	1	2

数据来源：上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

05 年至 08 年间，超市的营业收入增速保持 30% 左右，08 年净利润高速增长，尽管受到经济危机影响，预计 09 年实现净利润 8000 万，收入同比增长 10-20%，净利润同比增长 12%。

表 12：超市经营情况

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
营业收入（单位：万元）	64453	87899	107479	142030
YOY	30%	36%	22%	32%
门店数量		32	45	65
单店收入		2747	2388	2185
净利润（单位：万元）	994	1377	2765	6632
YOY	145%	39%	101%	140%
净利润率	2%	2%	3%	5%

数据来源：上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

受经济危机和物业租金提升的影响，公司 09 年开店速度放缓，上半年仅新开 6 家，全年计划新开 20 家网点，因而下半年开店压力增加。

3.5. 家电连锁——品牌优势极强、对业绩贡献较小、提供丰富现金流

合肥市的家电竞争十分激烈，四牌楼商圈是家电销售的聚集地，该商圈原有 6 家国美，现已关闭 4 家。

公司目前共有 15 家以上家电连锁店，有四家门店位于合肥四牌楼商圈，其中鼓楼商厦店税前销售额为 3 亿元、百货大楼店税前销售额为 2 亿元、花园店税前销售额为 1 亿元，乐普生店税前销售额为几千万，该四家门店的税后营业收入为 5.7 亿元左右，约占家电业务营业收入的 1/3。

公司凭借在四牌楼商圈的黄金地理位置、强大的品牌号召力以及供货商对打折促销的大力支持，公司的家电销售占合肥家电销售市场的 50%。09 年上半年，在受到经济危机影响的情况下，公司上半年家电销售的同店增速均为正值。

与苏宁国美相比，公司传统家电的价格和功能都优于国美和苏宁，但在 3C、IT 产品上

竞争力较差。

家电行业利薄且过度竞争，其优点在于可提供丰富的现金流，预计 09 年家电业务实现销售收入 16-18 亿元，同比有所提升，但该业务的净利润同比难以上升，08 年净利润为 500 万左右，09 年与之相当，对公司业绩贡献较小。

3.6. 周谷堆农贸市场——近年稳步小幅增长

周谷堆农贸市场于 92 年开始建，分五期建设，目前共有经营面积 280 亩，其中 40 亩自有，30 亩国有，200 亩租赁。其主要的业务模式是收佣金，其中租赁收入、佣金收入、停车费分别占农贸市场收入的 50%、40%、10%。

周谷堆农贸市场的收益较为稳定，08 年投入了五期项目后，08 年净利润同比大幅提升 29%，09 年净利润增速将有所下降，预计为 10%。

目前的农贸市场位于市内主干道，在政府指导下，农贸市场正在选址重建。长期看，若搬迁后原有地方能保留，则新建的农贸市场面向全省服务，现有的农贸市场面对合肥市，届时公司农贸市场的业务范围将有较大扩张。

4. 短期股价催化剂——合家福剩余股权收购的预期

公司目前持有 48% 的合肥百大合家福连锁超市（简称“合家福”）股权，其余股权由少数法人持有。从战略布局看，合家福在合肥市超市市场的占有率较高，回收该部分股权有利于超市业务的进一步发展；从业绩上看，08 年合家福并表净利润占公司权益子公司净利润的 33%，若年内可以收回该部分股权，将提升 09 年 EPS0.08 元。我们推断公司将以现金收购该部分股权，收购价格亦为收购的衡量指标。

5. 盈利预测及投资建议

盈利假设：09 年安徽省实行了峰谷电价，电费将同比增加 20 至 30%。实施峰谷电价前，公司正常电费为 7000 至 8000 万，09 年预计增加电费 2000 万，降低 EPS0.03 元。

公司现仍持有 115 万股青岛海尔，成本 7.9 元，若出售该部分股权，预计将增厚 EPS 0.034 元，09 年盈利预测计入了该部分投资收益和第四季度合家福剩余股东权益，10 年计入了 100% 合家福权益。

表 13：盈利预测

子公司	股权比例	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
合肥鼓楼商厦	73%	1625	2076	2183	3601	5101	5713	6856
合肥百货大楼（母公司）		241	-512	883	2,522	1,560	2,200	3,000
商业大厦	91%	102	252	289	439	789	789	1105
蚌埠百货大楼	86%	336	561	761	960	1339	1607	2089
铜陵合百商厦	70%	81	268	439	632	1312	1574	2047
百大 CBD 中央购物中心	100%			(621)	(560)	-664	300	500
黄山百大	70%		(133)					
安徽百大乐普生	60%					-120	600	1300
淮南	100%					-506	-200	500
六安	51%					-285	-100	300
高新店							-100	-300

亳州百大合家福

铜陵百大合家福

合肥百大合家福连锁超市	48%	405	994	1377	2765	6632	7428	8913
百大电器连锁	49%		286	211	500	431	465	568
周谷堆农产品批发市场	52%	412	614	923	1940	2497	2747	3076
子公司合计		2035	3261	3446	6432	9838	13026	17645
投资收益		787	576	428	1060	632	2000	
净利润合计		3063	3324	4758	10014	12030	17226	20645
EPS			0.18	0.19	0.27	0.33	0.35	0.43

数据来源：上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

公司是安徽省的商业龙头，长期将受益于地区零售行业的快速发展，短期可能的收购合家福少数股东权益是公司股价的催化剂，预计 09、10 年归属母公司所有者的净利润增速分别为 41%、22%，EPS 分别为 0.35、0.43 元，建议按照 09 年行业平均估值给予 30 倍 PE，目标价 10.6 元，给予“谨慎增持”评级。

表 14：行业估值一览

	代码	简称	投资 评级	收盘价 08.13	总市值 (亿元)	EPS			PE		
						08E	09E	10E	08E	09E	10E
百货	600859.SH	王府井	增持	27.0	106	0.88	1.00	1.17	31	27	23
	000987.SZ	广州友谊	谨慎增持	19.2	69	0.72	0.77	0.91	27	25	21
	002187.SZ	广百股份	谨慎增持	26.1	42	0.89	0.96	1.19	29	27	22
	600729.SH	重庆百货	增持	22.5	46	0.80	0.88	1.01	28	25	22
	600858.SH	银座股份	谨慎增持	20.2	47	0.58	0.71	0.94	35	28	21
	600785.SH	新华百货	增持	18.2	31	0.63	0.71	0.82	29	26	22
	600631.SH	百联股份	谨慎增持	13.6	150	0.33	0.40	0.64	41	34	21
	600628.SH	新世界	谨慎增持	12.0	64	0.30	0.34	0.57	40	35	21
	000417.SZ	合肥百货	谨慎增持	9.5	45	0.25	0.35	0.43	38	27	22
	600693.SH	东百集团		8.4	29	0.37	0.43	0.54	23	20	16
	000501.SZ	鄂武商		11.2	57	0.36	0.45	0.52	31	25	22
	600828.SH	成商集团	中性	19.6	40	0.50	0.60	0.75	39	33	26
	600694.SH	大商股份	中性	32.9	97	0.79	0.78	1.05	42	42	31
	3368.HK	百盛集团		12.4	0	0.3	0.3	0.4	41	41	31
	3308.HK	金鹰商贸		9.6	0	0.3	0.3	0.4	32	32	24
	0848.HK	茂业国际		2.1	0	0.1	0.1	0.1	21	21	21

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com