

合肥百货

000417

增持/ 维持评级

惊喜如期而至

股 价	2009/08/24
RMB9.25	

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）	4417

财务数据

市净率 (X)	4.97
TRACING P/E (X)*	29.15
EPS (元)	0.16
股息率 (%)	1.62

*最近四季盈利计算。

相关研究

《区域霸主，或有惊喜》

20090806

《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	2009H1	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	5043.7	3017.0	5951.6	7347.3	8724.7
(+/-%)	27.1	13.4	18.0	23.5	18.7
归属母公司净利润(百万元)	120.3	77.1	179.5	246.9	295.6
(+/-%)	20.1	70.8	49.2	37.6	19.7
EPS(元)	0.25	0.16	0.37	0.51	0.62
P/E(倍)	36.9	57.6	24.7	18.0	15.0

■ 公司 8 月 22 日公告，拟出资 6557 万元，现金收购职工联合会、合家福超市、拓基地产持有的公司部分少数股东权益。我们了解到国资委的政策是推动此次收购的主要原因，由于收购以净资产定价，此次收购价格极为优惠，对应 08 年静态 PE 仅为 4.3 倍。

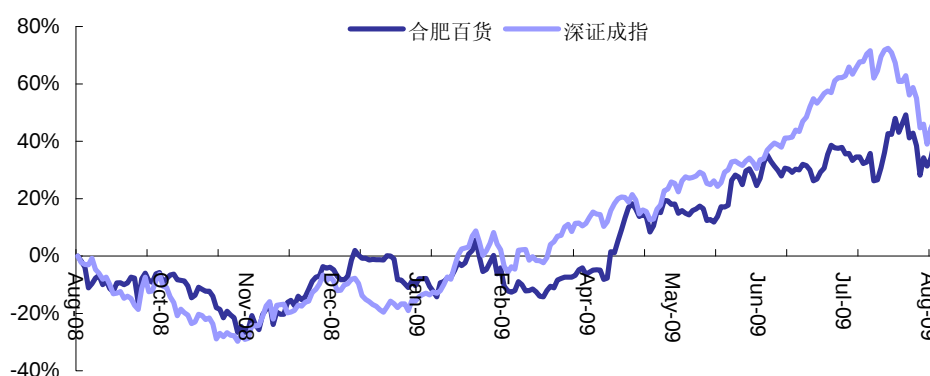
■ 公司收购部分资产经营状况良好，由于收购部分股权贡献的净利润 9 月份开始并表，因此增厚今年 EPS 约 0.015 元，2010 年起收购带来的增厚效应开始显现，预计 2010-2011 年 EPS 将增厚 0.06 和 0.09 元。

■ 公司未来仍旧存在资本市场运作预期，我们认为公司可能通过向机构定向增发或直接向拓基地产增发，收购其持有的合家福超市股权。根据我们的假设，不同方案下公司收购合家福超市后 09 年 EPS 波动区间为 0.37-0.40。

■ 公司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%；鼓楼商厦、百大 CBD、蚌埠百货大楼等门店有望实现超预期业绩。季度数据和分业态经营情况来看，公司受经济危机的影响较小，受益于提档升级、家电销售超预期及促销力度的削减，公司毛利率水平大幅上升，中报之中蕴含惊喜。

■ 公司成为安徽地区零售业的整合者已毋庸置疑，此次低价收购旗下百货门店的少数股东权益，不仅可以提高未来百货门店的盈利能力，短期内也带来业绩的明显提升。我们调高公司 09-11 年 EPS 预测至 0.37、0.51 和 0.62，维持增持评级。

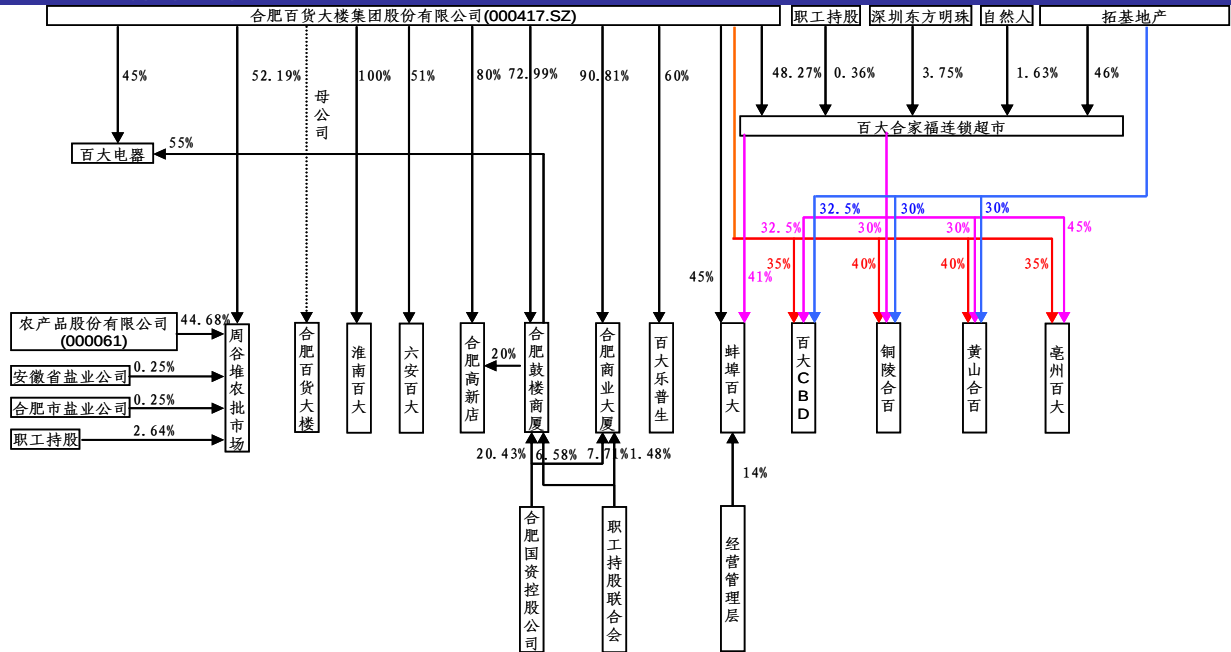
最近 52 周股价表现



低成本收购增厚业绩

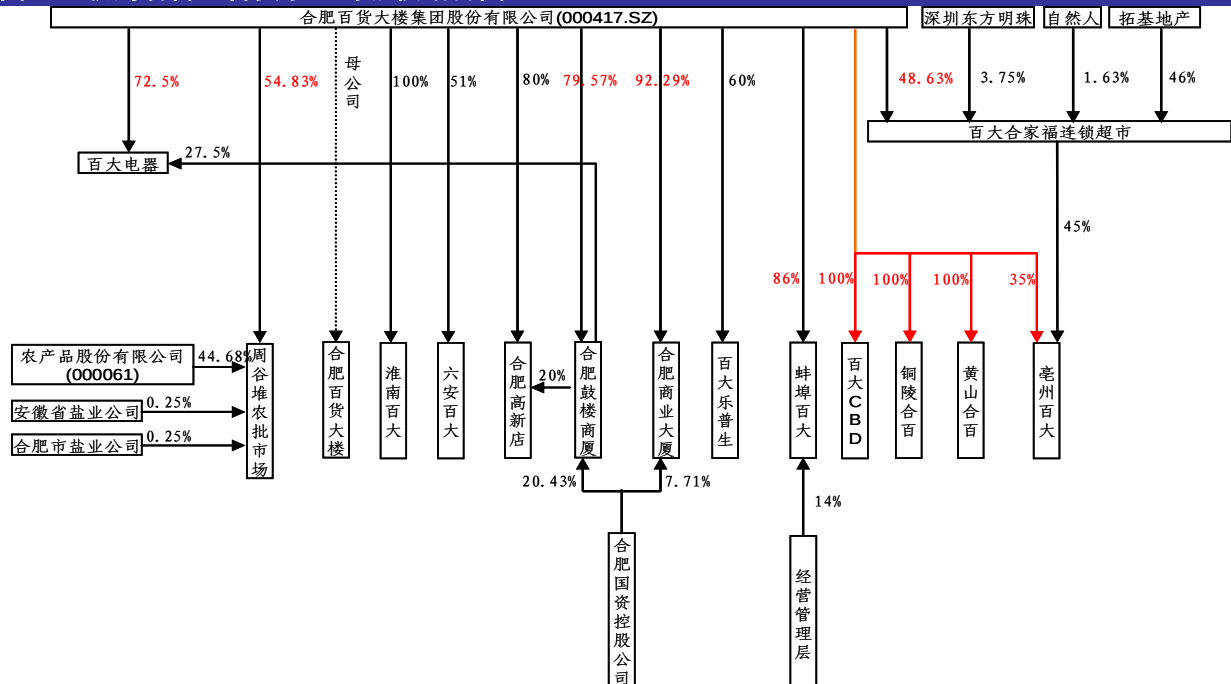
公司 8 月 22 日公告，拟通过现金出资收购职工持股联合会、拓基地产和合家福超市持有的少数股东权益，具体收购方案如图 1 和图 2 所示，收购总价为 6557 万元。

图 1：收购前合肥百货子公司股权结构图



资料来源：联合证券研究部

图 2：收购后合肥百货子公司股权结构图



资料来源：联合证券研究部

此次收购静态 PE 仅为 4.3 倍，增厚 09-11 年 EPS 0.015、0.06 和 0.09 元

国资委政策成为推动收购的主要原因

公司此次收购部分资产经营状况良好，而此次收购对应 08 年静态 PE 仅为 4.3 倍，收购价格极为优惠。由于收购部分股权 9 月份开始并表，因此对今年业绩增厚不是很明显，但 2010-2011 年收购将分别增厚公司 EPS0.06 和 0.09 元。

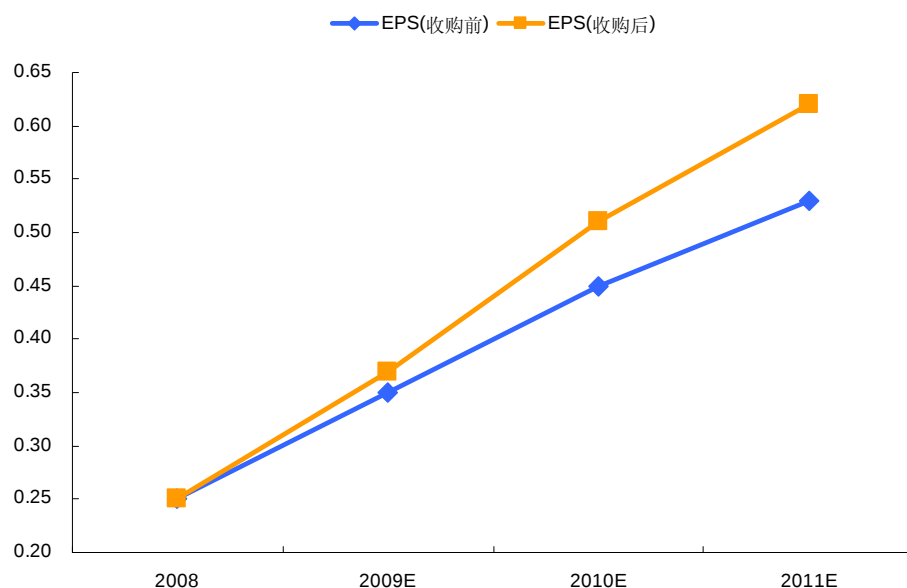
据我们了解，今年初合肥市国资委下发了《关于清理规范国有企业职工持股、投资的意见》，明确要求旗下企业清理职工持股，成为此次股权收购的重要契机。由于国资委提出收购的定价参照各部分资产的净资产，因此收购合家福超市和拓基地地产持有的少数股东权益以 2009 年 6 月 30 日各门店净资产作价，而收购职工持股则以 2008 年 12 月 30 日各部分资产净资产作价，最终收购价在此水平上又有 10%-20% 的折扣。净资产作价成为公司优惠价格收到少数股东资产的主要原因。

表 1：收购资产盈利情况列表

		收购价格(万元)	收购股权比例(%)	2008年净利润(万元)	收购静态PE	全年业绩预测(万元)	收购增厚业绩(万元)
收购职工持有股权	合家福超市	48.74	0.36%	6523.06	2.1	7200	25.9
	周谷堆农批市场	154.56	2.64%	2496.99	2.3	2900	76.6
	鼓楼商厦	1003.87	6.58%	5008.33	3.0	6000	394.8
	商业大厦	99.71	1.48%	789.45	8.5	1000	14.8
收购合家福持有股权	蚌埠百大	2460	41%	1198.03	5.0	2000	424.2
	铜陵合百	1017	30%	1301.85	2.6	1900	294.9
	黄山百大	378	30%	464.58	2.7	200	31.0
	百大CBD	0	32.50%	-696.56	0.0	375	63.0
收购拓基地产持有股权	铜陵合百	1017	30%	1301.85	2.6	1900	570.0
	黄山百大	378	30%	464.58	2.7	200	60.0
	百大CBD	0	32.50%	-696.56	0.0	375	121.9
汇总		6556.88		18155.6	4.3	24050	692.4

数据来源：公司公告，联合证券研究部。注：新收购部分股权贡献收益从 9 月份起并表

图 3：2009-2011E 合肥百货收购前后 EPS 对比



资料来源：联合证券研究部

后续收购预期犹存

公司未来仍然存在资本运作预期，我们认为公司可能通过二级市场、或直接向拓基地产定向增发，以收购合家福超市剩余的少数股东权益，我们结合目前公司的股价，并根据以下假设，进行了不同方案下公司增发收购后的业绩敏感性分析：

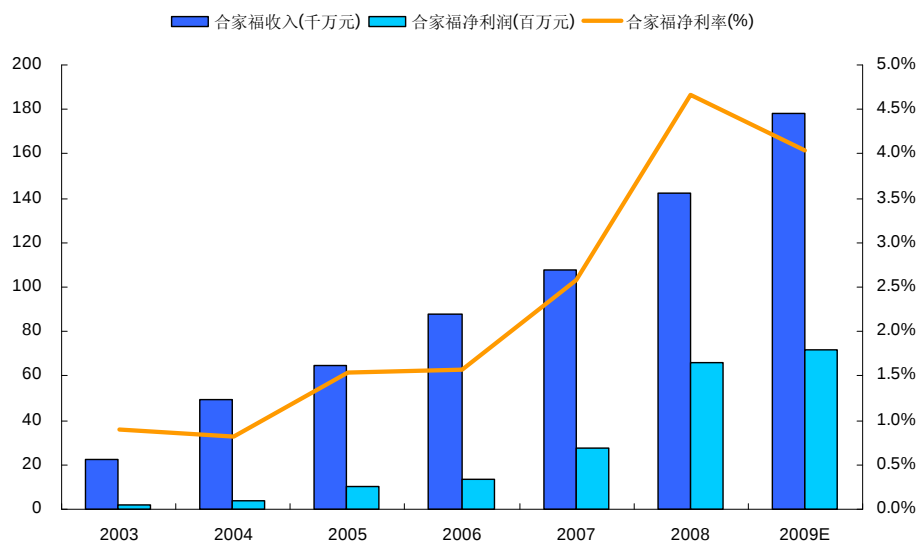
- 1、合肥百货 09 年预计净利润为 1.795 亿元，包括收购带来的 692 万元增厚；
- 2、合家福超市 09 年净利润 7200 万元，同比增长约 15.5%（以 2008 年年报审计后的净利润 6633 万元为基数，并扣除合家福持有的百货贡献净利润约 400 万元）；
- 3、以截止 2009 年 8 月 23 日止的 30 个交易日均价 9.07 元/股作为增发价格中值，并考虑了增发价上下浮动 5%情况下的业绩变动；
- 4、保守估算收购合家福超市以 PE 法定价，收购 PE 水平为 10 倍、15 倍和 20 倍；如收购合家福超市按净资产定价，则对公司业绩增厚将远大于按 PE 法定价下的水平。

表 2：公司收购合家福超市少数股东权益假设

收购合家福超市少数股东权益		增发价假设		
		8.64	9.07	9.52
收购 PE	10	0.40	0.40	0.40
	15	0.39	0.39	0.39
	20	0.37	0.38	0.38

数据来源：联合证券研究部

图 4：合家福超市收入及净利润数据及预测



资料来源：联合证券研究部

百货经营状况良好

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，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。从我们 8 月初对公司的调研情况来看，公司门店经营情况良好。

表 3：公司主要百货门店情况

	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)
	收购前	收购后					
合肥百货大楼	母公司	母公司	2.20	自有	1996-8-12	6.0	3500-4000
合肥鼓楼商厦	72.99%	79.57%	3.00	自有	1996-12-28	9.0	5,008
百大CBD购物中心	50.69%	100.00%	3.00	自有	2006-1-21	2.6	-697
合肥商业大厦	90.81%	92.29%	2.80	自有	1998-9-1	2.2	789
百大乐普生商厦	60.00%	60.00%	3.00	自有1.8万平	2008-2-1	2.0	-200
合肥高新店	94.60%	95.91%	2.00	租赁	2008-12-28		0
蚌埠百货大楼	64.79%	86.00%	2.00	自有	2003-11-1	3.4	1,198
蚌埠合百商厦	100.00%		2.00	自有	2009-12-28		
铜陵合百商厦	54.48%	100.00%	3.20	自有	2003-12-20	2.8	1,302
黄山百大商厦	54.48%	100.00%	1.50	租赁	2005-9-10	1.3	465
亳州百大购物广场	56.72%	56.88%	0.80	租赁	2005-8-28	0.4	-50
淮南百大商厦	100.00%	100.00%	2.62	租赁	2008-9-26		-200
六安百大金商都	51.00%	51.00%	3.15	租赁	2008-10-12		-100

数据来源：公司公告，联合证券研究部

市内老门店：鼓楼商厦、百货大楼

鼓楼商厦

鼓楼商厦目前是合肥市规模最大的百货门店，也是公司未来着力发展的门店之一。门店去年全年收入 9 亿元，今年上半年收入增长约为 7%-8%。公司目前正在对门店内部改造，增加 4 部电梯，以提升门店消费体验，此外公司将着力提高 VIP 卡销售比例，我们预计门店未来三年门店收入保持 10%以上增长。目前门店员工人数约 400 人，由于费用相对固定，我们预计未来三年鼓楼商厦净利润增速为 20%、20.5%、15%。

鼓楼旗舰店，有望百尺竿头更进一步

表 4：鼓楼商场门店经营状况测算

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(亿元)	9.0	10.1	11.1	12.2
毛利率(%)	14%	14.2%	14.5%	14.8%
人工费用(万元)	1500	1575	1650	1740
水电费用(万元)	1000	1000	1000	1000
折旧摊销费用(万元)	900	900	900	900
其他费用(万元)	2000-3000	2750	3025	3330
净利润(万元)	5008	约 6000	约 7137	约 8208

数据来源：联合证券研究部预测

百货大楼

百货大楼是公司传统主力门店，去年全年收入 6 亿元，今年上半年收入增长 5%，预计全年收入增长 6%；门店定位为大众百货，综合毛利率水平约在 14%左右；员工人数大约 400-500 人。门店的费用构成比较稳定，每年费用支出大约在

市内新门店：百大 CBD、百大乐普生

百大 CBD

百大 CBD 去年全年亏损近 700 万元，但今年上半年度已经开始盈利，主要由于品牌调整见效及市政项目结束。门店上半年门店收入增长超过 15%，是公司所有门店中增速最快的一家，预计全年收入达到 3 亿元。

百大 CBD，跳过盈亏平衡点，迎来业绩快速增长

门店员工人数约 200 人，由于物业是租赁的，并且公司刚对其进行装修，因此短期内门店的费用压力较大，但是门店的定位较为高端，且品牌引进得力，从今年上半年的营业情况来看，门店收入增长迅速，并快速扭亏为盈，我们认为百货门店一旦实现盈亏平衡后，由于费用刚性，因此净利润增速对于收入增速存在放大效应，未来几年 CBD 很可能是公司新的利润增长点。

表 5：百大 CBD 经营状况测算

	2009E	2010E	2011E
营业收入(亿元)	3.0	3.6	4.9
毛利率(%)	18%	18.5%	19%
人工费用(万元)	700	735	770
水电费用(万元)	800	800	800
折旧摊销费用(万元)	1000	1000	1000
租金(万元)	1800	1800	1800
其他费用(万元)	600	780	1014
净利润(万元)	375	约 1159	约 2118

数据来源：联合证券研究部预测

百大乐普生

百大乐普生位于公司两大主力门店之间，因此经营状况受到一定冲击，不过今年以来公司加快了品牌调整的节奏，上半年收入同比增长超过 10%。门店经营面积为 3 万平方米，其中 1.2 万平方米为租赁物业。预计今年仍将略微亏损。

省内门店：蚌埠百货大楼、铜陵百货大楼

蚌埠百货大楼

蚌埠百货大楼是公司外埠经营状况最好的门店之一，上半年门店收入增长 8%，预计全年收入能达到 3.7 亿元，同比增长 11%。门店是蚌埠定位最高端的百货，综合毛利率约为 15%，客单价为 350 元。公司员工总数 460 人，折旧和摊销支出均较少，预计全年净利润能达到 2000 万元。

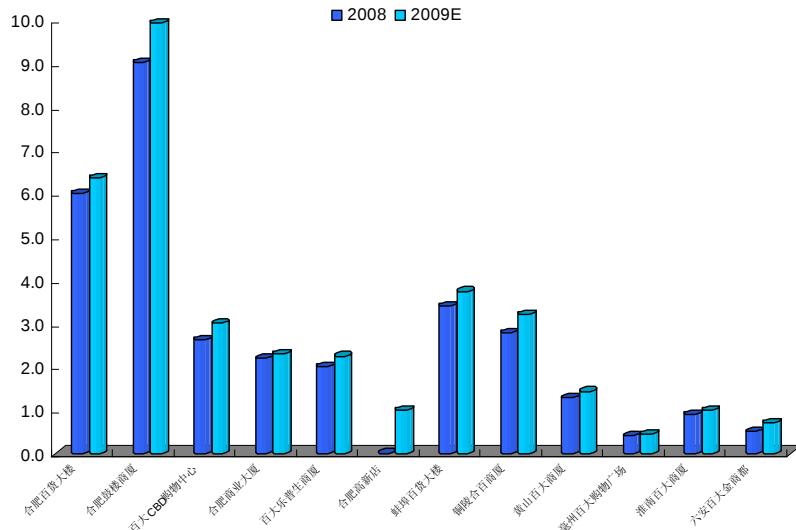
蚌埠百货大楼，新开门店分流员工实现费用压缩和业绩提升

公司预计于今年年底新开蚌埠合百商厦，届时百货大楼的部分员工将被分流至合百商厦，员工数的分摊将导致蚌埠地区的人工费用支出比例下滑，进而增加门店的盈利能力。

铜陵百货大楼

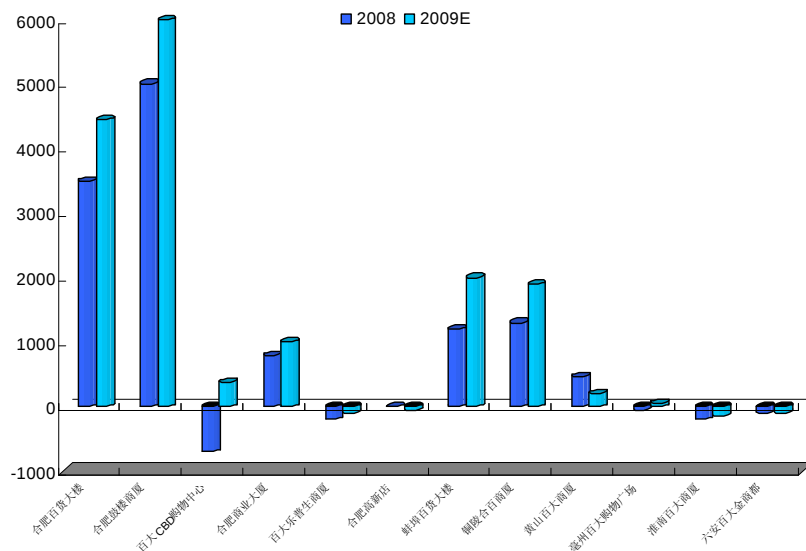
铜陵百货大楼上半年收入增长约 8%，预计全年收入 3.2 亿元，同比增长 15% 左右，08 年费用支出 2500 万元左右，预计今年净利润达到 1900 万元。

图 5：2008-2009E 合肥百货门店收入(亿元)



资料来源：联合证券研究部

图 6：2008-2009E 合肥百货门店净利润(万元)



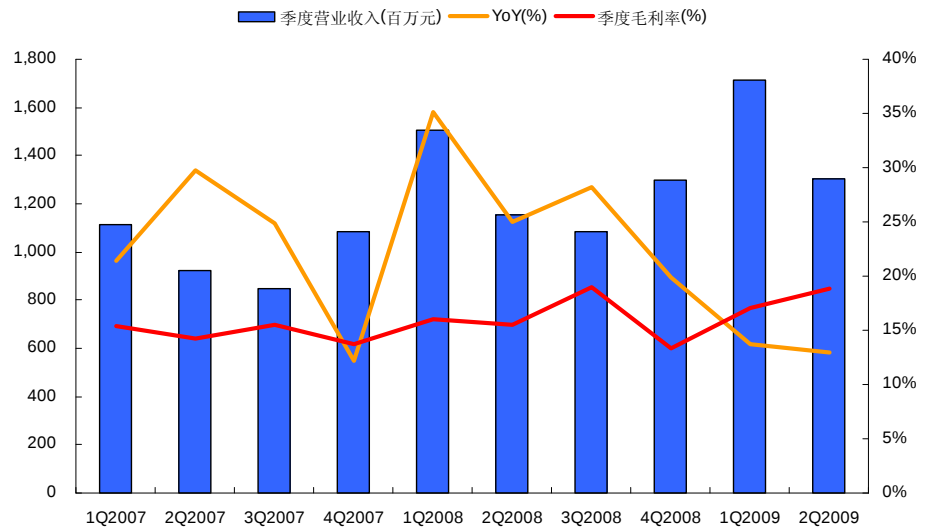
资料来源：联合证券研究部

中报点评，收入平稳增长，毛利率大幅提升

合肥市由于经济外向型比例不高，今年以来 GDP 及工业增加值等指标均排名全国省会城市前列，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人口增多、消费群体增加，区内零售公司经营情况较好。

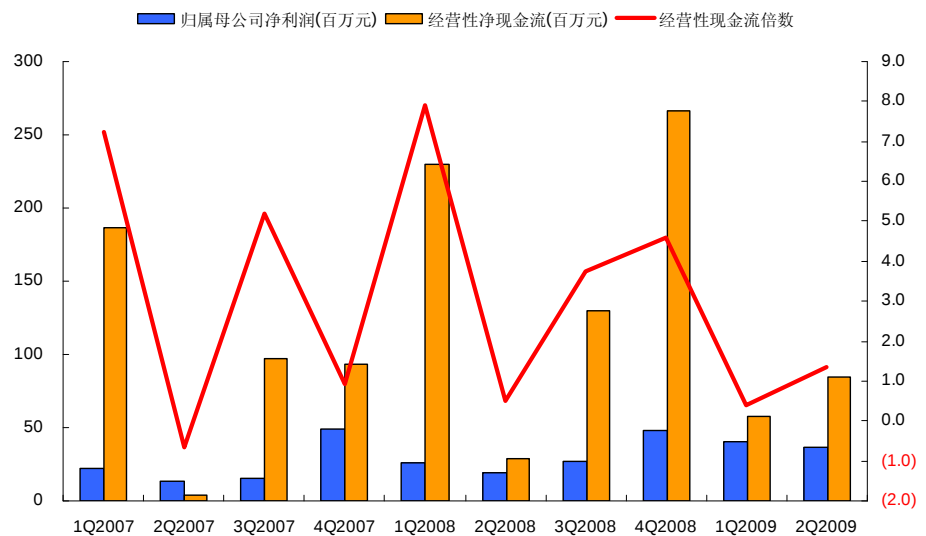
从季度数据来看，公司收入同比一直保持两位数以上增长，而毛利率水平在经历了 08 年 4 季度的低点以后，今年以来明显上升，已经超过去年最高水平。公司今年以来的单季度盈利情况明显改善，一季度和二季度净利润同比增速分别为 58%和 88%。

图 7：2007-2H2009 合肥百货季度收入和毛利率情况



资料来源：联合证券研究部

图 8：2007-2H2009 合肥百货季度收入和毛利率情况



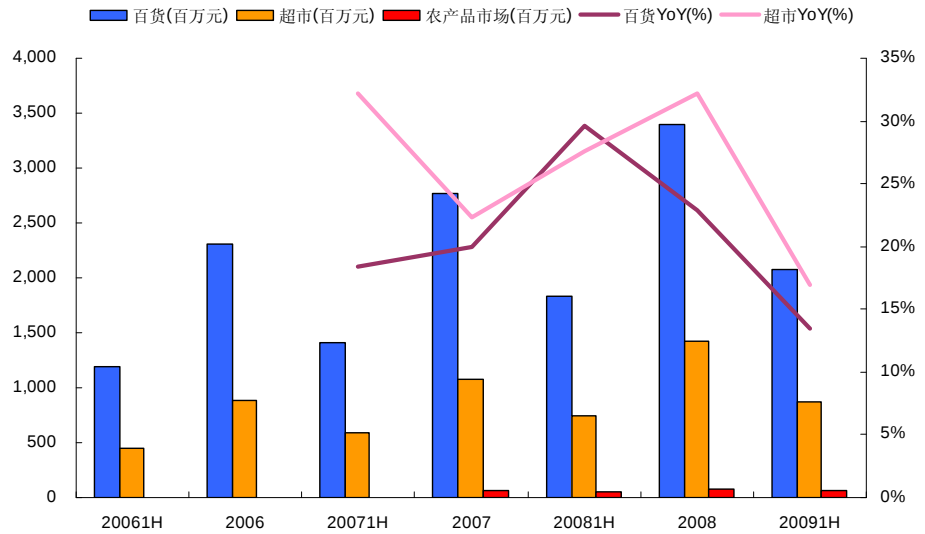
资料来源：联合证券研究部

分业态来看，公司的百货、超市业务收入增速仍处于相对低位，但是公司的百货业务毛利率水平有明显上升，我们认为这主要有以下几点原因：

三大因素促进毛利率快速提升

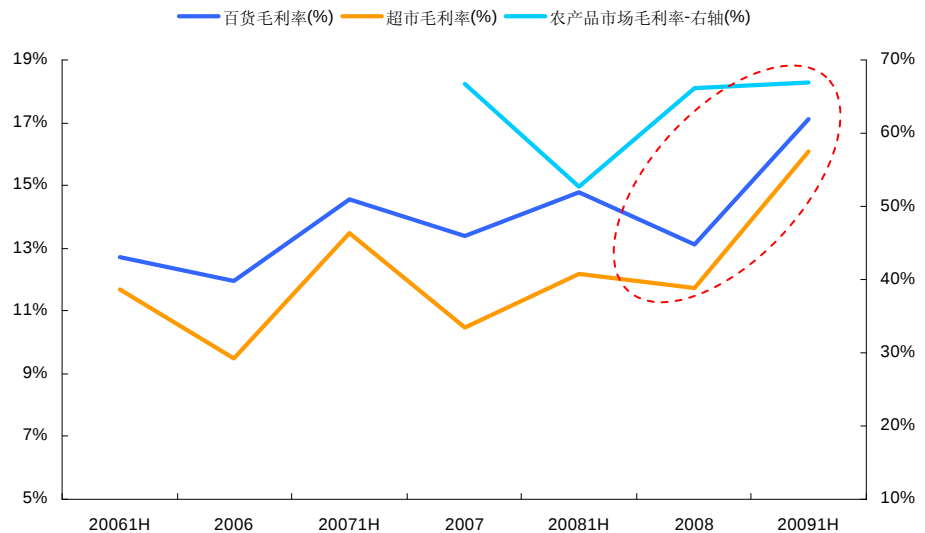
- 1、公司加强了品牌调整和档次提升，导致毛利率水平上升；
- 2、合肥地区房地产市场回暖明显，而由于合肥地区自住需求较多，因此房地产对家电销售拉动明显，公司来家电销售超预期，毛利率水平上升；
- 3、今年以来经济危机对合肥零售市场的冲击开始减小，公司降低了促销力度，导致毛利率水平提升。

图 9：2007-2H2009 合肥百货分业态收入情况



资料来源：联合证券研究部

图 10：2007-2H2009 合肥百货分业态毛利率变化



资料来源：联合证券研究部

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，公司此次低价收购旗下百货门店的少数股东权益，不仅可以提高未来百货门店的盈利能力，短期内也带来业绩的明显提升。考虑收购带来的业绩增厚效应，我们调高公司 09-11 年 EPS 预测至 0.37、0.51 和 0.62，维持增持评级。

盈利预测
资产负债表

单位: 百万元

	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2021	2412	2974	3523
现金	1224	1488	1837	2181
应收账款	18	21	27	30
其他应收款	59	66	83	98
预付账款	272	327	404	480
存货	438	500	613	725
其他流动资产	10	10	10	10
非流动资产	1319	1351	1396	1440
长期投资	80	80	80	80
固定资产	988	1037	1093	1154
无形资产	197	191	186	180
其他非流动资产	55	43	36	25
资产总计	3341	3763	4369	4964
流动负债	2130	2364	2727	3051
短期借款	330	510	713	863
应付账款	464	500	613	725
其他流动负债	1336	1355	1402	1463
非流动负债	24	22	22	22
长期借款	13	13	13	13
其他非流动负债	11	9	9	9
负债合计	2154	2386	2749	3073
少数股东权益	311	377	453	540
股本	369	480	480	480
资本公积	85	-26	-26	-26
留存收益	422	547	713	897
归属母公司股东权益	876	1001	1167	1351
负债和股东权益	3341	3763	4369	4964

现金流量表

单位: 百万元

	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	656	285	394	493
净利润	189	245	324	382
折旧摊销	80	82	91	102
财务费用	23	17	27	36
投资损失	-6	-7	-7	-8
营运资金变动	356	-66	-44	-23
其他经营现金流	14	13	3	3
投资活动现金流	-208	-128	-140	-152
资本支出	119	124	134	144
长期投资	-79	0	0	0
其他投资现金流	-169	-5	-6	-8
筹资活动现金流	-108	108	95	3
短期借款	103	180	203	151
长期借款	-21	0	0	0
普通股增加	0	111	0	0
资本公积增加	0	-111	0	0
其他筹资现金流	-191	-72	-108	-147
现金净增加额	339	264	349	344

利润表

单位: 百万元

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5044	5952	7347	8725
营业成本	4244	4996	6127	7245
营业税金及附加	35	48	66	87
营业费用	129	158	194	230
管理费用	360	426	525	624
财务费用	23	17	27	36
资产减值损失	10	0	0	0
公允价值变动收益	-16	0	0	0
投资净收益	6	7	7	8
营业利润	233	314	414	510
营业外收入	13	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	242	314	414	510
所得税	53	69	91	127
净利润	189	245	324	382
少数股东损益	69	66	77	87
归属母公司净利润	120	179	247	296
EBITDA	336	413	533	647
EPS (元)	0.33	0.37	0.51	0.62

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	27.1%	18.0%	23.5%	18.7%
营业利润	9.4%	35.0%	31.8%	23.0%
归属于母公司净利润	20.1%	49.2%	37.6%	19.7%
获利能力				
毛利率(%)	15.9%	16.1%	16.6%	17.0%
净利率(%)	2.4%	3.0%	3.4%	3.4%
ROE(%)	13.7%	17.9%	21.2%	21.9%
ROIC(%)	83.6%	74.7%	79.9%	82.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	64.5%	63.4%	62.9%	61.9%
净负债比率(%)	15.91%	21.92%	26.40%	28.53%
流动比率	0.95	1.02	1.09	1.15
速动比率	0.74	0.81	0.87	0.92
营运能力				
总资产周转率	1.73	1.68	1.81	1.87
应收账款周转率	294	295	296	297
应付账款周转率	10.69	10.37	11.02	10.84
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.37	0.51	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	1.37	0.59	0.82	1.03
每股净资产(最新摊薄)	1.83	2.09	2.43	2.82
估值比率				
P/E	35.81	24.01	17.45	14.57
P/B	4.91	4.31	3.69	3.19
EV/EBITDA	11	9	7	6

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。