

百货零售



向涛

合肥百货（000417）

商业零售行业研究员

稳健前行

021-3856 5942

Xiangtao@xyzq.com.cn

推荐

（维持）

2009年9月23日

投资要点

- 我们近期对公司进行了调研，并就公司最新经营情况与公司董秘进行了交流。

点评：

- **较多促销或影响下半年毛利率水平。**7月份销售相对平淡，8月份百大集团迎来50周年的店庆，公司进行了较多的促销活动，销售增长较乐观，我们预期在15%以上。目前经营上面临的一个问题是消费者偏爱在促销打折期间消费，不促不销的局面在部分门店体现较为突出。上半年公司综合毛利率为17.82%，同比增长2.02个百分点，我们预期下半年及全年的综合毛利率水平较上半年会有所回落。
- **成熟百货门店增长稳定。**鼓楼商厦在正常营业的同时也在进行一些小规模的装修改造，预计今年收入增速在个位水平，我们预计该店今年收入在10亿元，利润有望与去年持平。公司计划在未来将7楼办公区域改造为经营场所，主要做配套（如餐饮等），我们认为此举有望进一步增加该店的人气聚集效应；合肥百货大楼年销售在6个亿，商业大厦在2个亿，这两家门店主要对象为老顾客，未来相对稳定。
- **成长型门店体现公司经营管理能力。**目前处于成长期的百货门店主要包括百大CBD、乐普生，其中CBD在经过3年培育后已经顺利跨过盈亏平衡点，预计今年销售额有望突破3个亿，盈利在600万左右；乐普生经营品牌上仍然在继续转型，未来打造的方向是青春休闲，以求与同一商圈的百货大楼和鼓楼形成错位，09年乐普生销售有望达到2个亿左右，这较08年初接手时年均1亿的销售额已经翻番。
- **异地门店强者恒强。**蚌埠、铜陵店继续在区域维持强势格局，我们乐观预计两家门店年收入增长有望在15%以上，黄山店面临的竞争压力相对大一些，我们预计该店年收入增长在10%以上，但是利润方面由于促销偏多，同比或不会有增长。
- **新门店尚在培育期。**08年新开三家门店中，高新商厦经营受到了区域基建的影响，淮南属于资源性城市（煤炭），门店经营对宏观经济波动更加敏感，六安竞争相对激烈，三家新开门店都还处于培育期，预计09年合计亏损在1000万左右。
- **超市业务已经具备规模效益。**合家福超市09年上半年新开店不多，下半年维持在每个月2-3家的水平，目前公司超市业态拥有直营店60多家，若考虑加盟店合计门店数超过90家，其中卖场业态在6-7家，其余多为标超；超市业务经过几年的拓展已经逐渐体现出规模效益，预计09年有望实现17-18个亿的收入，同比增幅超过20%，我们预计有望实现净利润在5000万左右。目前合家福超市的毛利率在11-12%，如果考虑通道费则在15~18%，这已开始与行业平均水平看齐。
- **家电零售收入同比增长在15%左右。**百大电器目前门店数量已经超过20家（含百货店中店），该业态目前在合肥地区公司主要竞争对手是苏宁电器（在合肥有3-4家门店），预计电器业务09年收入在16亿左

右，同比有近 15% 的增长。

- 综合来看，核心业务中百货业务方面公司各主要门店销售情况符合我们此前预期，我们认为随着乐普生店未来成功转型，公司在步行街这一核心商圈将构筑一个坚固的铁三角（百货大楼、百大鼓楼、百大乐普生），异地门店方面我们预期将继续体现强者恒强（蚌埠、铜陵店）的格局，新开的淮南、六安等地门店经营前景则尚需进一步观察。公司超市、家电业务增长处于提速期，我们对其前景保持乐观。
- **盈利预测和估值：**公司经营情况符合我们预期，我们维持此前的盈利预测，我们预计公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.39 元、0.46 元和 0.63 元，对应 PE 为 27 倍、23 倍和 17 倍，我们维持对公司“推荐”的投资评级。
- **投资风险。**甲型 H1N1 流感在秋季的演化超出大众预期。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2021	2201	2857	3577
货币资金	1224	1247	1716	2254
交易性金融资产	10	20	20	20
应收账款	18	22	27	31
其他应收款	59	73	90	107
存货	438	503	606	703
非流动资产	1319	1261	1185	1120
可供出售金融资产	7	0	0	0
长期股权投资	80	80	80	80
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	988	934	879	822
在建工程	5	3	1	1
油气资产	0	0	0	0
无形资产	197	191	186	180
资产总计	3341	3462	4042	4697
流动负债	2130	2041	2413	2767
短期借款	330	0	0	0
应付票据	350	403	489	562
应付账款	464	544	647	752
其他	986	1094	1277	1453
非流动负债	24	25	24	25
长期借款	13	13	13	13
其他	11	12	11	12
负债合计	2154	2066	2437	2792
股本	369	480	480	480
资本公积	85	-26	-26	-26
未分配利润	219	332	438	599
少数股东权益	311	379	459	569
股东权益合计	1187	1397	1605	1905
负债及权益合计	3341	3462	4042	4697

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	120	187	221	301
折旧和摊销	80	76	76	77
资产减值准备	10	-5	2	1
无形资产摊销	15	14	14	14
公允价值变动损失	-16	10	0	0
财务费用	23	9	1	1
投资损失	-6	-10	0	0
少数股东损益	69	68	80	109
营运资金的变动	-395	-107	-187	-175
经营活动产生现金流量	667	426	577	662
投资活动产生现金流量	-268	-4	-14	-14
融资活动产生现金流量	-9	-399	-94	-110
现金净变动	390	23	469	538
现金的期初余额	838	1224	1247	1716
现金的期末余额	1228	1247	1716	2254

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5044	6158	7378	8605
营业成本	4244	5099	6099	7045
营业税金及附加	35	41	50	58
销售费用	129	197	236	267
管理费用	360	493	590	688
财务费用	23	9	1	1
资产减值损失	10	0	0	0
公允价值变动	-16	10	0	0
投资收益	6	10	0	0
营业利润	233	340	402	547
营业外收入	13	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	242	340	402	547
所得税	53	85	101	137
净利润	189	255	302	410
少数股东损益	69	68	80	109
归属母公司净利润	120	187	221	301
EPS (元)	0.25	0.39	0.46	0.63

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	27.1%	22.1%	19.8%	16.6%
营业利润增长率	9.4%	46.0%	18.3%	36.0%
净利润增长率	20.1%	55.4%	18.3%	36.0%
盈利能力(%)				
毛利率	15.9%	17.2%	17.3%	18.1%
净利率	2.4%	3.0%	3.0%	3.5%
ROE	13.7%	18.4%	19.3%	22.5%
偿债能力(%)				
资产负债率	64.5%	59.7%	60.3%	59.4%
流动比率	0.95	1.08	1.18	1.29
速动比率	0.74	0.83	0.93	1.03
营运能力(次)				
资产周转率	173.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	29351.00	29560.00	29081.00	28709.00
每股资料(元)				
每股收益	0.25	0.39	0.46	0.63
每股经营现金	1.37	0.89	1.20	1.38
每股净资产	1.83	2.12	2.39	2.79
估值比率(倍)				
PE	36.9	23.7	20.1	14.8
PB	5.1	4.4	3.9	3.3

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列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。