

合肥百货（000417）：积极扩张，区域龙头地位进一步巩固 增持（维持）

商业

2009年11月12日

赵宪栋 010-66045462 zhaoxd@txsec.com

事件描述：

2009年11月10日，我们对合肥百货进行了调研，并就投资者关注的部分问题与公司进行了沟通，进一步了解了公司近期的经营情况和未来发展战略。

评论：

一、非公开增发方案兼顾公司短期和长期业绩表现。

1、收购合家福超市剩余51%的股权和乐普生剩余40%的股权；公司表示，非公开增发方案将于2010年上半年实施；以此推算，上述股权收购将增加公司2010年下半年净利润增加1900万元，按照增发后的总股本5.7亿股计算，2010年EPS增厚0.03元，2011年之后每年增厚EPS0.06元左右。

2、蚌埠购物中心已经于11月份开业，建筑面积2.1万平米，由于公司会采取从蚌埠百大分流员工的方式进行经营，依靠公司在当地的较强知名度，我们预计蚌埠购物中心将于2010年实现盈利。

3、巢湖购物中心，采取租赁物业的形式，建筑面积在2.7万平米，将会2010年三季度开业，公司表示该项目将会在2012年实现盈利。

4、周谷堆大兴农批市场项目；根据发展计划，现有的周谷堆农批将逐步搬迁到新建的大兴家批市场，新市场占地1200亩左右；一期工程估计在2011年完成，增加净利润在1500万左右；同时，原周谷堆市场在搬迁中，公司自有的30亩土地将得到相应的补偿，补偿款在1.5亿元左右；我们预计，周谷堆农批市场净利润每年都能保持10%以上的增速。

二、分业务介绍。

百货业务

1、鼓楼商厦，定位于时尚流行百货，公司今年对其进行了小规模改造，增加一部电梯；我们预计鼓楼商厦今年实现营业收入在10亿元以上，实现净利润6000万元以上；同时，公司准备2010年将商厦7楼办公区（2000平米左右）改造为餐饮区，进一步提高聚客能力。

2、合肥百货大楼，定位于传统百货，2009年收入7亿元，其中，家电销售收入2亿元；税前利润在3000万左右，净利润2300万。

3、乐普生，定位于青春休闲百货，经过一年多的市场培育，2009年前三季度实现净利润738万元，进入业绩增长期，我们预计2009年和2010年贡献净利润分别达到1000万和1500万左右。

4、百大CBD，定位于高档百货，经过3年的培育，今年实现扭亏为盈，预计2009年实现净利润500万左右。

5、铜陵百大：当地最大的百货门店，我们预计2009年实现收入3亿元，净利润2000万左右，目前正处于业绩的快速增长期。

- 6、蚌埠百大：在当地的市場影响力大，预计2009年实现收入4亿元，净利润2000万元，属于成长型门店。
- 7、合肥商业大厦：定位于社区百货店，所在地区远离核心商圈，估计2009年净利润与上年持平，达到800万。
- 8、六安百大、淮南购物中心和百大高新店：上述三家门店属于次新店，尚未渡过市场培育期，估计2009年带来1500万左右的亏损，其中，淮南店亏损700万左右；我们预计，六安百大和高新店在2010年有望扭亏为盈，而淮南店2011年可能达到盈亏平衡点。
- 9、黄山店，当地市场容量较小，估计净利润与上年持平，在400万元左右。

超市业务

1、公司的超市业务主要以合家福为载体进行扩张的，目前公司共有96家超市（包括部分加盟店），其中，包括7家大卖场，其它的均为标准超市；根据我们与公司的沟通，公司未来的超市扩张将会以标准超市为主要发展方向；由于合家福超市2008年之前的净利润是包括部分百货门店的少数股东损益的，扣除该因素的影响，我们预计合家福超市2009年收入达到18亿元，净利润在5000万元左右。

百大电器

公司的家电销售业务主要是以与百货混业经营表现的，单独核算家电销售业务的毛利率在9%左右，要低于以苏宁电器为代表的行业平均水平；公司看重的是家电销售对百货业务集客量的带动作用，同时，在产品构成方面也以大家电为侧重点；我们认为，百货和家电混业经营的模式适合当地的消费习惯，2009年家电销售在16亿元左右，净利润在500万元。

周谷堆农贸批发市场

周谷堆农贸批发市场是当地最大的农产品交易市场，市场垄断地位明显；根据公司的发展计划，该市场将陆续搬迁至大兴农贸市场，该市场占地1200亩地，公司投入2.3亿元，深圳农产品投入1.8亿元；工程分为三期进行，建设周期为4年；第一期工程将于2011年完工，将增加净利润1500万元；从短期来看，该搬迁对公司业绩不产生影响；我们预计，2009年周谷堆农批市场净利润达到2800万左右，以后每年都能保持10%以上的增速。

三、未来发展—进一步巩固公司在安徽零售市场龙头地位

根据我们与公司的沟通，除了非公开增发方案中提到的扩张计划外，公司还准备陆续进入安庆、滁州、宿州等之前未曾涉足的区域，做到基本覆盖安徽省内地级城市；我们认为，相比于东部地区，安徽省的零售竞争相对缓和，公司具有较强的先发优势，市场影响力大，我们看好公司的未来扩张计划。

四、盈利预测和投资评级。

暂不考虑非公开增发方案实施的条件下，我们维持公司2009年到2011年EPS分别为0.40元、0.49和0.61元的盈利预测，按最新收盘价13.16元计算，对应PE为33倍、27倍和22倍，维持公司“增持”投资评级。



图表 1：合肥百货各项业务净利润情况（单位：万元）

	各个门店	控股比例	2006A	2007A	2008A	2009E
百货业务						
1	合肥鼓楼商厦	79.57%	2183	3601	5101	6,000
2	合肥百货大楼	100%	883	2,522	1,560	2,300
3	商业大厦	92.29%	289	439	789	800
4	蚌埠百货大楼	86%	761	960	1339	2,000
5	铜陵合百商厦	100%	439	632	1312	2,000
6	百大 CBD	100%	-621	-560	-664	1,000
7	黄山百大	70%				400
8	安徽百大乐普生	60%			-120	1,000
9	淮南	100%			-506	-400
10	六安	51%			-285	-300
11	高新店	95.61%				-800
超市业务						
	合肥百大合家福连锁超市	48%	1377	2765	6632	5,000
家电连锁业务						
	百大电器连锁	49%	211	500	431	500
农产品批发市场						
	周谷堆农产品批发市场	55%	923	1940	2497	2,800
	各项业务累计		3446	6432	9838	22,300
投资收益和公允价值变动						3,300
合计的净利润						25,600

资料来源：公司报表，调研，天相投顾整理



图表 2：合肥百货盈利预测表（单位：万元）

报告期间	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	396,711	504,374	582,239	678,329	800,617
减：营业成本	338,443	424,389	478,643	556,901	658,155
毛利率	14.69%	15.86%	17.79%	17.90%	17.79%
营业税金及附加	2,378	3,531	4,367	4,748	5,604
资产减值损失	-40	988	0	0	0
销售费用	9,609	12,912	16,594	17,297	18,814
管理费用	26,248	36,012	50,422	56,980	65,651
财务费用	1,377	2,320	1,688	1,696	1,681
费用合计	37,234	51,244	68,704	75,973	86,146
投资净收益	1,060	632	2,600	0	0
加：公允价值变动净收益	1,521	-1,557	760	0	1
二、营业利润	21,277	23,297	33,885	40,707	50,712
加：营业外收入	302	1,261	0	0	0
减：营业外支出	690	348	0	0	0
其中：非流动资产处置净损失	0	17	0	0	0
三、利润总额	20,889	24,210	33,885	40,707	50,713
减：所得税费用	6,774	5,300	8,132	9,363	11,664
四、净利润	14,115	18,910	25,753	31,345	39,049
净利润率	3.56%	3.75%	4.42%	4.62%	4.88%
归属母公司所有者的净利润	10,014	12,051	19,253	23,345	29,049
少数股东权益	4,101	6,859	6,500	8,000	10,000
EPS(全面摊薄/元)	0.21	0.25	0.40	0.49	0.61

资料来源：天相投顾整理

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014