

零售业

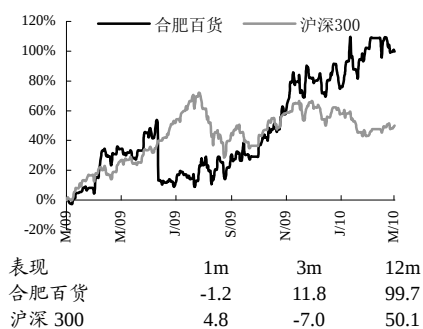
2010 年 3 月 10 日

市场数据	2010 年 3 月 9 日
当前价格 (元)	15.32
52 周价格区间 (元)	7.48
总市值 (百万)	7349
流通市值 (百万)	7310
总股本 (万股)	47972.28
流通股 (万股)	47714.8504
日均成交额 (百万)	7307
近一月换手 (%)	12.8
Beta (2 年)	0.68
第一大股东	合肥市建设投资控股 (集团)有限公司
公司网址	http://www.hfbh.com

盈利能力波动

	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
毛 利 率	17.02	18.87	17.38	13.30
净 利 率	3.69	4.10	5.54	6.36

一年期收益率比较



吕丽华

+86 755 83199599ext8202

lvlh@csc.com.cn

分析师申明:

本人, 吕丽华, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

持续提升后劲依然充足

—合肥百货 (000417) 2009 年报分析

评级: 增持

预测指标	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	5043.74	5885.41	6524.27	8557.30
净利润 (百万元)	120.30	200.81	244.66	316.62
每股收益 (元)	0.33	0.42	0.51	0.66
净利润增长率%	20.14	66.93	22.43	29.41
每股净资产 (元)	1.82	2.14	2.48	2.97
市盈率	46.42	36.48	30.04	23.21
P/EG	2.31	0.54	1.34	0.79
市净率	8.42	7.16	6.18	5.16

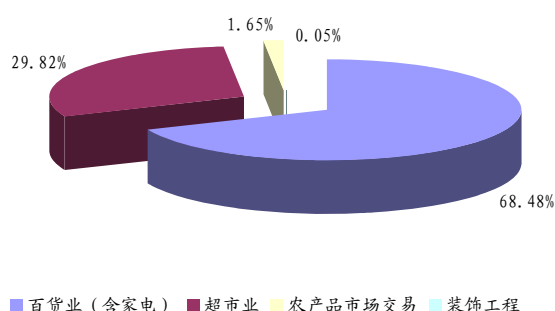
资料来源: 世纪证券研究所

- **业绩高于预期。**2009 年, 公司实现主营业务收入 57.21 亿元, 同比增长 16.78%; 归属于母公司股东的净利润 2.01 亿元, 同比增长 66.93%; 每股收益 0.42 元。扣非后, 归属于母公司股东的净利润 1.75 亿元, 同比增长 50.31%; 每股收益 0.37 元。业绩高于预期的主要原因是非经常损益对净利润的贡献超出预期。
- **外延扩张稳步推进。**近年来, 公司一直处于快速发展阶段, 经营网点数量逐年增加, 市场覆盖面不断扩大, 目前覆盖全省 6 个地级市和 1 个县。截止报告期门店总数达 133 家, 其中百货店 15 家, 超市门店 94 家, 电器专卖店 24 家。
- **内涵增长持续提高。**报告期内, 公司综合毛利率同比提升了 0.71 个百分点至 16.51%, 主要归功于 2009 年经营“质量年”的推动, 措施包括强化源头采购和品牌建设, 减少采购中间环节, 加强百货自营品牌、超市自采自有品牌、家电买断品牌经营能力, 不断完善品牌结构调整。
- **2010 年公司业绩释放点。**主要有: 2008 年新开的 4 家百货店渡过培育期和 2009 年改造后的鼓楼商厦盈利水平的提升、新开蚌埠百大购物中心的扭亏转盈; 2010 年拟定向增发收购合家福和乐普生剩余股权, 预计可增厚每股收益 0.08 元。
- **维持“增持”投资评级。**不考虑公司拟实施的定向增发, 基于公司 2009 年业绩表现和 2010 年业绩增长释放点分析, 我们预测 2010、2011 年每股收益分别为 0.50 元、0.66 元, 当前股价对应下的动态市盈率分别为 30.64 倍、23.2 倍, 处于同行业估值中端。我们认为, 公司未来良好业绩的持续绽放, 是继续维持“增持”投资评级的价值所在。
- **风险因素。**经济下滑、市场竞争加剧、定向增发未果。

业绩高于预期

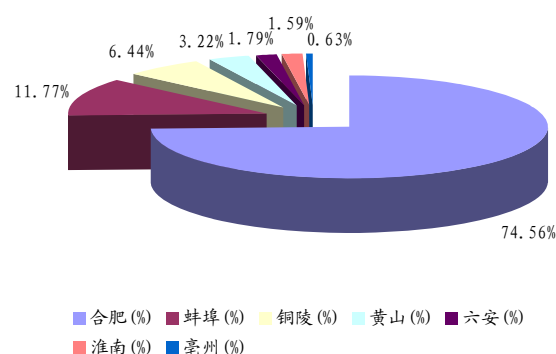
2009 年，公司实现主营业务收入 57.21 亿元，同比增长 16.78%；实现营业利润 3.86 亿元，同比增长 65.82%；实现归属于母公司普通股股东的净利润 2.01 亿元，同比增长 66.93%；每股收益 0.42 元。扣除非经常损益后归属于母公司普通股股东的净利润 1.75 亿元，同比增长 50.31%；每股收益 0.37 元。利润分配预案为每 10 股派发现金股利 1 元（含税）。

Figure 1 公司 2009 年营业收入分行业构成



资料来源：公司 2009 年报、世纪证券研究所

Figure 2 公司 2009 年营业收入分地区构成



资料来源：公司 2009 年报、世纪证券研究所

公司 2009 年业绩高于我们之前的预测的 0.40 元，主要原因有：

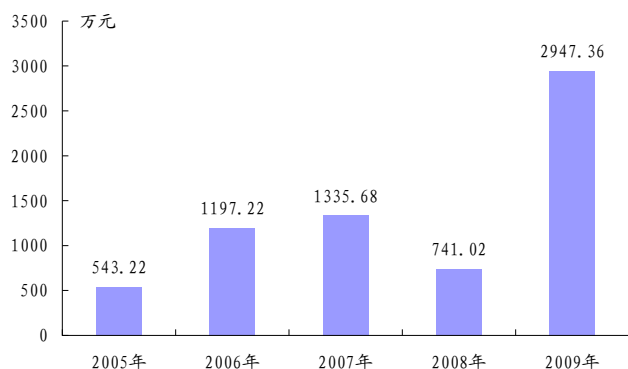
一是，降低了公司交易性金融资产和政府补贴等非经常性损益对业绩的贡献。报告期内，公司非经常性损益对利润总额的影响达 3932.16 万元，对净利润的影响达 2947.36 万元，增厚每股收益 0.05 元。其中，公司出售所持有可供出售金融资产产生的投资收益 1105 万元；持有股票价格上涨导致交易性金融资产的公允价值变动净收益为 1345 万元，而 2008 年同期为-1168 万元。

二是，公司的三项费用率低于我们预期。报告期内，公司三项费用率为 9.82%，同比下降了 0.35 个百分点。其中，销售费用率仅上升 0.09 个百分点至 2.56%、管理费用率下降 0.23 个百分点至 6.91%、财务费用率下降 0.35 个百分点至 0.25%。

三是，淮南市和六安市的销售收入高于我们预期。报告期内，该两市实现销售收入分别为 9340.83 万元、10553.57 万元，同比分别增长 373.87%、455.22%。

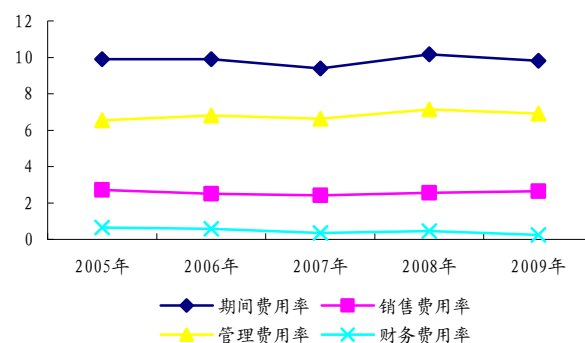
四是，少数股东权益减少低于预期。报告期内，公司收购部分子公司的职工股股权，以及收购安徽百大合家福超市公司和合肥拓基房地产公司持有的百货店股权，使少数股东本期损益占税后利润同比减少 5.87 个百分点。

Figure 3 公司非经常性损益对净利润影响数



资料来源：公司各年年报、世纪证券研究所

Figure 4 公司期间费用率及构成

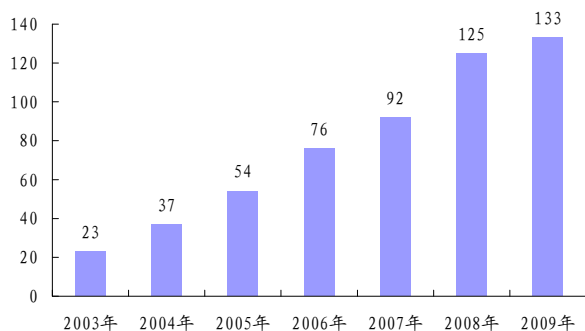


资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

外延扩张稳步推进

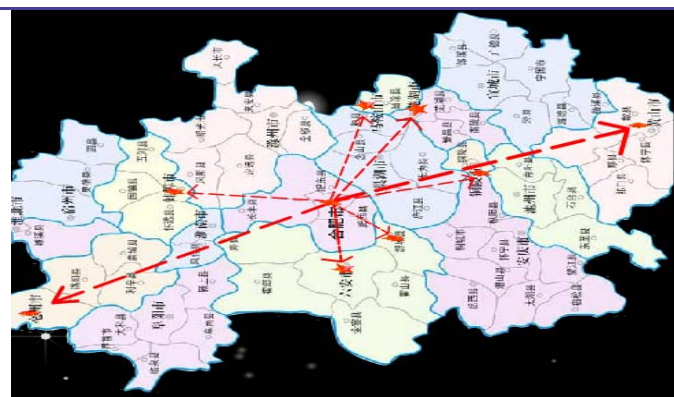
近年来，公司一直处于快速发展阶段，经营网点数量逐年增加，市场覆盖面不断扩大，目前覆盖全省 6 个地级市和 1 个县。报告期内，公司新增百货店 1 家，超市门店 17 家，截止报告期门店总数达 133 家，其中百货店 15 家，超市门店 94 家，电器专卖店 24 家。

Figure 5 公司门店发展情况



资料来源：公司各年报、世纪证券研究所

Figure 6 公司门店覆盖区域



资料来源：公司网站、世纪证券研究所

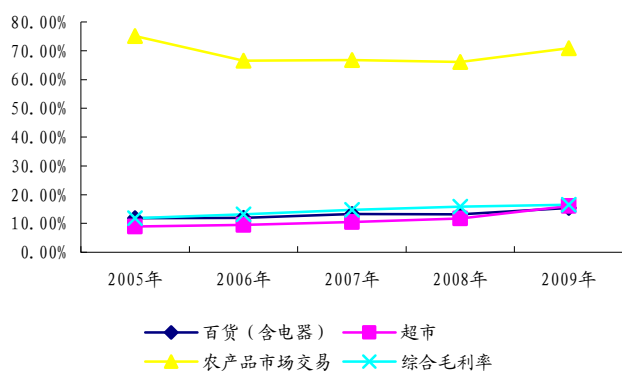
报告期内，公司外延发展的重要举措是收购了部分子公司少数股东股权，实现对铜陵合百商厦、黄山百大商厦和安徽百大中央购物中心的全资控股，对蚌埠百货大楼的高度控股。收购完成后，公司对合家福、周谷堆、鼓楼商厦、商业大厦的控股比例分别提升至 48.625%、54.82%、79.57%和 92.29%，以上收购的标的股权累计增加报告期归属于母公司普通股股东的净利润 329 万元。

内涵增长持续提高

报告期内，公司综合毛利率同比提升了 0.71 个百分点至 16.51%，主要归功于 2009 年经营“质量年”的推动，措施包括强化源头采购和品牌建设，减少采购中间环节，加强百货自营品牌、超市自采自有品牌、家电买断品牌经营能力，不断完善品牌结构调整。

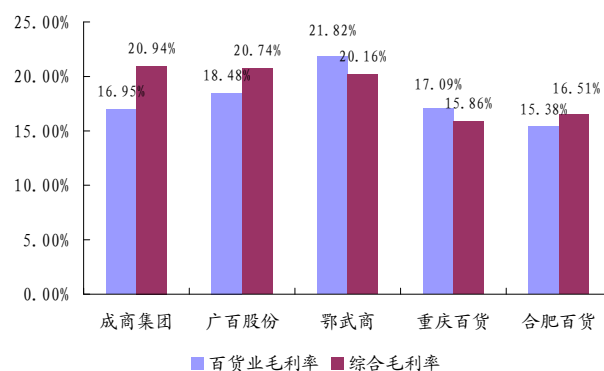
从业态看，除超市因 CPI 低位运行造成毛利率下降 0.22 个百分点至 16.01%外，其余业态的毛利率均有不同程度的提升：百货业（含家电）毛利率上升 1 个百分点至 15.38%、农产品市场交易业务的毛利率上升 4.76 个百分点至 70.85%、装饰工程业务的毛利率上升 60.47 个百分点至 75.57%。

Figure 7 公司综合毛利率及主业毛利率变化



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

Figure 8 2009 年公司与部分同行业综合和百货毛利率比较



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

但与同行业可比上市公司相比，公司综合毛利率处于行业低端，尤其是百货业的毛利率，这主要是由于低毛利的电器业务影响所致，如与公司业务结构相近的重庆百货在 2009 年电器业务毛利率仅 8.91%，估计合肥百货的电器毛利率也维持在该水平。

2010 年公司业绩释放点和增长源动力

业绩释放点：

一、近两年新开百货门店步入成长期

公司目前拥有 15 家百货门店，2008 年-2009 年新开的 5 家百货门店在未来两年将逐步进入成长期。（1）2008 年新开的 4 家百货门店，乐普生已经扭亏为盈，预计 2010 年净利润增速在 45% 左右；余下 3 家门店在报告期内亏损 1500 万元左右，预计 2010 年淮南店和六安店将实现盈利，高新店仍小幅亏损。（2）2009 年 11 月新开的蚌埠百大购物中心，2009 年亏损-655.58 万元，预计在蚌埠百货大楼成熟门店的带动下，2010

年实现盈利 300 万元。(3)2009 年经改造的鼓楼商厦实现净利润 6832.24 万元, 同比增长 33.94%, 超过预期, 预计 2010 年该店净利润增速不低于 20%。

二、定向增发进一步巩固公司区域市场核心地位, 增强盈利能力

目前公司非公开发行方案正在中国证监会审核之中, 方案为: 拟非公开发行股票不超过 9000 万股 (含 9000 万股), 发行价格不低于 9.54 元/股, 募集资金约 8.2 亿元, 主要用于收购安徽百大合家福连锁超市股份有限公司、安徽百大乐普生商厦有限责任公司的少数股东权益、投资建设蚌埠百大购物中心、巢湖百大购物中心和周谷堆大兴农产品批发市场项目以及补充公司流动资金。

定向增发项目完成后, 公司对 2 家门店持股比例提高, 同时新增 2 家百货门店, 新增经营面积约 5 万平米, 新进入 1 个经济较好城市——巢湖市, 巩固和提升 2 个已进入城市——合肥市和蚌埠市, 周谷堆批发市场容量得到扩大, 区域内市场核心地位更为巩固, 在获得新的利润增长点的同时, 更进一步增强了公司的可持续发展能力。

Figure 9 公司非公开发行募投方向

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	募集资金投入金额 (万元)
1	收购 收购安徽百大合家福连锁超市股份有限公司 51.375%股权收购项目 收购安徽百大乐普生商厦有限责任公司 40%股权	16,505.25 6,876.78	16,505.25 6,876.78
2	蚌埠百大购物中心项目	17,310.00	14,031.00
3	巢湖百大购物中心项目	11,674.51	11,674.51
4	周谷堆大兴农产品批发市场项目	110,193.00	23,088.00
5	补充流动资金	10,000.00	10,000.00
	合计	172,559.54	82,175.54

资料来源: 公司非公开发行股票预案、世纪证券研究所

1、收购合家福和乐普生少数股东权益: 提高门店的决策效率和战略实施能力

合家福一直以来都是公司主要的收入和利润来源之一, 2009 年实现营业收入 15.35 亿元, 同比增长 41.42%; 实现净利润 7663.65 万元, 同比增长 15.53%。公司预计未来五年合家福超市实现年平均营业收入 189729.97 万元、净利润 6161.48 万元; 年平均新增 5.375%股权对应的净利润 3165.46 万元。

乐普生 2009 年成功扭亏为盈, 前三季度实现营业收入 1.41 亿元、净利润 738.4 万元。乐普生是中国达标百货店, 具有优越的地理位置和鲜明的市场定位, 未来发展势头良好。公司预计未来五年乐普生年平均

实现营业收入 32266 万元、净利润 1745 万元；年平均新增 40%股权对应的净利润为 698 万元。

尽管上述两家控股子公司都是由公司负责其具体经营管理工作，但是各公司的少数股东在其中也拥有相应的权利。为了适应门店单体经营的需要，实现公司向连锁百货方向发展的战略目标，提高公司的决策效率，需要收购两家子公司的其余股权，以确保公司战略意图的顺利执行。

2、蚌埠和巢湖百大购物中心项目：占据优质商业资源，完善零售网络布局

蚌埠市和巢湖市是安徽省的城市人口密集地区和传统经济强区，蚌埠百大购物中心项目已于 2008 年 6 月启动，2009 年 11 月 28 日正式投入运营，截至报告期末，蚌埠百大购物中心实现营业收入 1261.26 万元，净利润-655.58 万元。公司预计第 1 年可实现含税销售收入 15000 万元，净利润 261.11 万元；培育期后，预计年平均实现营业收入 28725 万元、净利润 2040.19 万元。巢湖百大购物中心已于 2009 年 10 月 26 日签定租赁协议，预计 2010 年 2 季度投入运营，公司预计第 1 年可实现含税销售收入 15500 万元，净利润-379.98 万元；培育期后，预计年平均实现营业收入 29630.54 万元、净利润 1318.26 万元。

这两个项目投入运营后，公司将在蚌埠核心商圈拥有两家中高档百货门店，进一步巩固公司在蚌埠零售行业的优势地位，协同效应显著；在巢湖市人民路拥有一家中高档百货店，正式进军巢湖市场。此举将进一步完善公司在安徽省的战略布局，提升公司品牌价值，为公司发展提供新的利润增长点。

3、周谷堆大兴农产品批发市场项目：完善公司业务链，创造新的经济增长点。

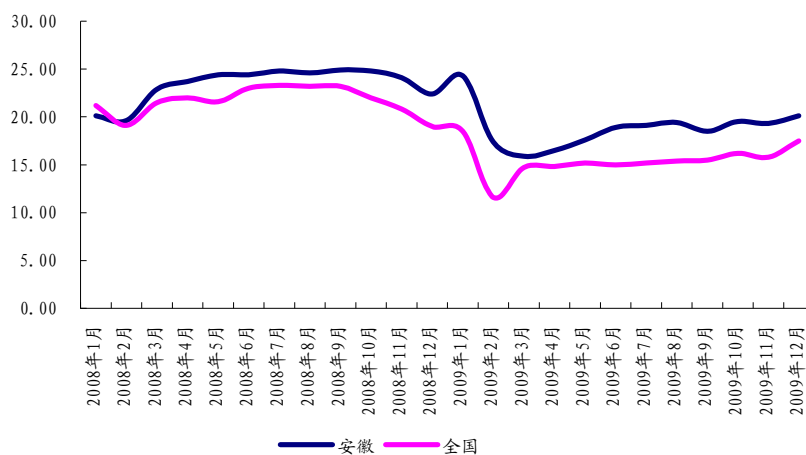
安徽省为我国重要的农业大省，各项农产品资源丰富，近年来随着安徽省农业经济结构不断调整，农产品批发市场得到快速发展。公司农产品批发业务是公司重要的收入和利润来源之一，公司控股 54.815%的周谷堆农产品批发市场是目前安徽省内规模最大、效益最好的大型农产品批发市场，2009 年实现营业收入 1.09 亿元，同比增长 14.7%；净利润 4170.71 万元，同比增长 67.03%。周谷堆大兴农产品批发市场项目总建筑面积约为 36.52 万平方米，计划建设蔬菜、水果、水产、土特产、粮油、冻品、畜禽肉等 7 个批发市场，加工配送区域，1 万吨冷库，农产品大厦，农兴乐园生活配套区、展销中心、农产品拍卖中心等。该项目建设期 4 年，目前已完成了前期准备及设计阶段，并通过合肥市规划

局审批。项目投入运营后，公司预计第 1 年可实现主营业务收入 23097.35 万元，净利润 8795.70 万元；预计年平均实现营业收入 20477.33 万元、净利润 6277.13 万元。该项目的实施有助于突破目前市场规模不足的限制，进一步提高周谷堆市场在安徽省及全国的影响力，有利于完善公司产业链，为百货、超市业的发展提供强有力的支撑。

增长源动力：

2010 年，“促消费”依然是中央政府拉动经济增长的着力点，目前正在召开的“两会”亦再度强调将提高居民收入增长、消费升级和促进内需力度，这均将继续增强居民的消费能力。而且，国务院批复皖江城市带承接产业转移示范区规划，合芜蚌自主创新综合配套改革试验区建设，深入实施促进中部地区崛起战略，承接长三角产业转移，为安徽经济新一轮发展注入强劲动力。合肥经济圈建设，滨湖大城市建设，城市空间的不断放大，城市化进程的明显加快，居民收入水平的稳步提高，这些都为公司创造了优越的区域发展环境，后续发展空间更值得期待。

Figure 10 安徽社会消费品零售总额月同比增速明显快于全国同指标



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

维持“增持”投资评级

我们认为对 2010 年业绩增厚比较显著的是两个收购项目，预计可贡献净利润 4000 万元，增厚每股收益 0.082 元。另外，预计 2010 年蚌埠百大购物中心项目将实现扭亏为盈至 300 万元。而巢湖百大购物中心项目和周谷堆大兴农产品批发项目预计在 2012 年对利润的贡献才会显现。

不考虑公司拟实施的定向增发，基于公司 2009 年业绩表现和 2010 年业绩增长释放点分析，我们预测 2010、2011 年每股收益分别为 0.50

元、0.66 元，当前股价对应下的动态市盈率分别为 30.64 倍、23.2 倍，处于同行业估值中端。我们认为，公司未来良好业绩的持续绽放，是继续维持“增持”投资评级的价值所在。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.