

全业态绽放的区域龙头

——合肥百货（000417）2010 年中报点评

2010 年 8 月 13 日

推荐/维持

合肥百货

财报点评

银国宏

S1480207120048

联系人：高坤

零售行业分析师 gaokun@dxzq.net.cn

010-66507320

事件：

公司于8月13日公布了2010年中期报告。报告期，公司实现营业收入36.3亿元，比上年同期增长20.35%；实现归属于母公司的净利润1.1亿元，比上年同期增长44.66%，每股收益0.23元。

公司分季度财务指标

指标	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
营业收入（百万元）	1,297.74	1,710.62	1,306.36	1,287.05	1,581.38	2,092.43	1,538.40
增长率（%）	27.14	13.75	13.41	14.9	16.82	22.32	20.35
毛利率（%）	13.34	17.02	18.87	17.38	13.3	17.07	17.49
期间费用率（%）	10.17	11.69	12.5	11.79	9.82	10.4	10.97
营业利润率（%）	4.61	4.79	5.22	6.02	6.56	5.61	5.57
净利润（百万元）	66.47	63.19	53.61	71.27	100.63	88.29	64.83
增长率（%）	20.14	58.16	70.79	81.16	66.93	55.71	44.66
每股盈利（季度，元）	0.13	0.11	0.08	0.11	0.14	0.13	0.10
资产负债率（%）	64.46	62.02	61.69	64.26	64.56	63.72	61.22
存货周转率（%）	11.26	3.3	6	7.63	10.95	3.99	7.05
应收帐款周转率（%）	302.08	76.41	130.81	136.94	299.47	71.75	145.17

评论：

积极因素：

- **全面深挖内涵空间。**报告期内，公司利润总额增长27.83%，高出营业收入7.8个百分点，主要得益于公司内生增长的战略取向。百货业态方面：通过强化一线化妆品、女装等品类建设，促进品牌提档升级，但高端品牌需要一定的培养期，家电以旧换新等促销活动一定程度上拉低了包括家电在内的百货整体毛利率水平1.11个百分点；超市方面：加大源头采购力度，深化“农超对接”模式，扩大自营、自采、买断经营比例，发展、推广自有品牌，在外部CPI整体上扬的环境下，毛利率同比上升了1.58个百分点；农批市场方面，周谷堆大兴农产品批发市场项目被列入安徽省“861”及合肥市“1346”行动计划，现已开始一期启动区建设，可望明年初建成，上半年毛利率为62.89%；公司同时对部分门店进行装修改造，完善服务功能，使购物环境和商场布局得到进一步优化。

此外，公司2009年度收购的部分子公司的少数股东股权，使本报告期归属于母公司普通股股东的净利润

占比增加，同比增长44.66%。期间费用率同比小幅上升5.6%主要是财务费用大幅下降54%所致。

- **稳步推进重点外延。**巢湖百大购物中心项目开业前期各项工作进入收尾阶段，预计“十一”前可正式开业运营；肥西百大购物中心项目破土动工，项目建设全面启动；合家福超市网点拓展取得新成果，上半年新增直营网点7家，并积极推进万村千乡市场工程建设，连锁网络进一步向县城及农村市场延伸；百大电器紧抓政策机遇，积极寻求业务规模新突破，在深入开展家电下乡业务同时，成功申报成为“家电以旧换新销售回收双中标企业”，进一步扩大了市场份额和影响力。

分地区看，六安和淮南两地的收入增速位居前列，均达到了40%以上，黄山市的收入规模也同比上升了36.34%，一定程度上体现了公司在省域范围内均衡化发展的成效和品牌号召力的快速提升。一年内预付账款比例达到了79.66%，较年初提升12.4%，也从另一侧面反映了公司对全省范围下游终端号品牌号召力的提升。每股经营活动产生的现金流量净额，同比大幅提升106.67%，同样充分证明了公司是在充分享有对上下游控制力的基础上进行的稳步外延扩张。

消极因素：

- **省内扩张有限，省外扩张难以突破。**公司目前覆盖了安徽省所辖8个地级城市，还有一半城市没有进入，以芜湖为代表的经济发达地市，目前核心商圈资源较难获得，同时面临商之都的积极外延步伐竞争。其他地级市的市场容量有限，随着交通网络便捷性的提高，将呈现中高端购物“省会化”的趋势，公司目前以百货业态为外延桥头堡的战略可能面临一定瓶颈。而对于省外的扩张，周边江苏、浙江等地的商业竞争均较为激烈，公司现有的网络体系和后台体系或难以在短期内支撑跨区扩张，同样面临省内扩张的瓶颈。

近年来安徽经济的迅速崛起有目共睹，也由此吸引了以金鹰、大洋为代表的百货巨头和以永辉、乐购为代表的国际国内一线超市品牌的强势进驻，如何在整个行业快速的跑马圈地中利益不败之地，需要公司在不断优化内涵结构的同时，积极寻找外延发展的突破口。

业务展望：

从扩张战略来看，公司目前的区位分布可以归纳为三个层次，以合肥为代表的成熟饱和地区；以铜陵、蚌埠为代表的成长地区和包含六安、淮南、黄山等地在内的快速成长地区。第一层次的成熟地区的外延空间有限，内生增长将成为主导方向，而公司将重点推进第二区域梯队的建设，强化皖南（铜陵）、皖北（蚌埠）区域市场中心功能，支撑异地市场加快扩张，壮大市场规模，使其呈现内外兼修的发展态势；而第三层次区域处于培育初期，低基础效应使得量增成为重要的看点，但这类地区由于市场空间不大，反而拥有高于成熟地区的毛利率水平，也有望快速步入第二梯队量价齐升的行列。

而在内涵方面，公司上半年16.46%的毛利率水平目前仍处于行业平均以下，以化妆品和服饰为代表的国际一线品牌引进明显滞后于中部其他省份。随着众多大型百货的纷至沓来，阶段性的价格战在所难免，国际一线品牌的引入也暂时拉低了百货整体毛利率。中短期内盈利的提升可能需要农超对接、自有品牌以及农批市场的侧面效应来维持百货业态毛利的培育期，从而奠定了百货成功转型和多业态范围积极同时迸发的双重红利。公司将继续强化直采、定牌、农超对接等源头采购；促进品牌更新升级，提升一线品牌招商能力，从而全面加速毛利率的提升速度。随着金秋十月消费旺季的来临，公司整体的毛利率在下半年或有小幅提升的空间。

盈利预测及投资建议：

安徽省消费市场的战略优势和公司多业态齐头并进的良好态势，为公司内外兼修的发展战略提供了进可攻退可守的发展机遇。我们维持 2010-2011 年 EPS 0.51 元和 0.69 元的盈利预测，对应 PE 分别为 33 倍、24 倍。综合考虑到定向增发落定的预期，维持公司“推荐”的评级。

表 1：投资组合盈利预测和估值

万元	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	5043.74	5885.41	7405.01	8528.21
(+/-)%	27.14	16.82	18.48	15.17
经营利润（EBIT）	253.52	412.56	425.50	528.50
(+/-)%	17.89	62.73	3.14	24.21
净利润	120.30	141.15	243.84	330.69
(+/-)%	20.14	66.93	18.2	35.62
每股净收益（元）	0.33	0.42	0.51	0.69

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司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。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。