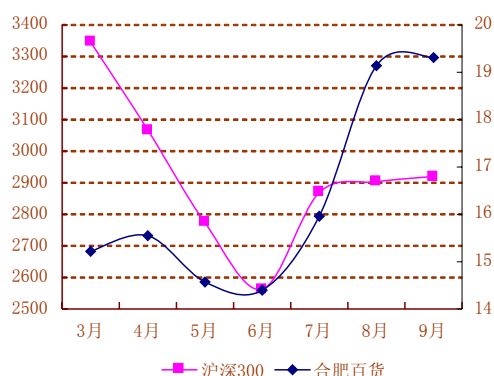




合肥百货（000417）：本土化集群竞争坐稳一方“军阀”

——农产品批发市场或成公司重要看点

近半年该股相对沪深 300 走势



基础数据

总股本（百万股）	480
实际流通 A 股（百万股）	479
实际流通 A 股市值（亿元）	92.63

研 究 员 尹建辉

投资咨询证书号 S0620207050048

研 究 员 周 飞

电 话 (025)83367888-3305

M S N Zhou991985@hotmail.com

● 内容提要

评级： 中性

1.作为泛长三角地区，安徽区域经济具备良好的区位优势，零售总额增速和消费价格弹性高于全国平均水平。但是，与可比省会公司相比，合肥的消费能力尚处在落后地位。随着国家发展重心的西移以及消费的启动，我们看好该地区具备人口基础的合肥、安庆、六安、阜阳的市场空间。

2.百货业以合肥为大本营逐步在省内扩张，形成“集团军群”应对外来竞争。合肥市六家百货门店定位相互补充，在这种自上而下的战略规划和自下而上的本土营销综合作用下，公司的百货销售稳步增长。同时，由于竞争的不断加剧以及零售业态结构的演变，品牌升级和经营模式创新将有望缓解公司的毛利率水平压力。

3.超市业以“合家福”为品牌，积极参与市场扩张。近四年来，合家福连锁超市规模已经扩大 3X+，我们预计今年仍可以增加 14 家左右，实现超市业 19%左右的增长。毛利率方面，预计全年毛利率水平低于上半年，为 12%。

4. 在农产品消费量和价格上行趋势下，周谷堆农产品批发市场的“租金+佣金”模式将增强公司的盈利能力，发展“生产基地+交易市场+加工配送+安全保证”的模式则强化公司的市场地位。市场覆盖半径达 400 公里，将成为合肥地区重要的也是独一无二的农产品贸易霸主，后来者进入门槛甚高。

5.公司加强资产负债表管理，不断提高企业的现金流价值，同时为公司的下一步资本支出做好准备，转让房地产股权集中精力做主业；在盈利质量控制方面，2010 上半年公司在费用控制十分有效。我们

预计全年销售费用率为 3.06%，管理费用率为 7.65%，财务费用率为 0.1%。

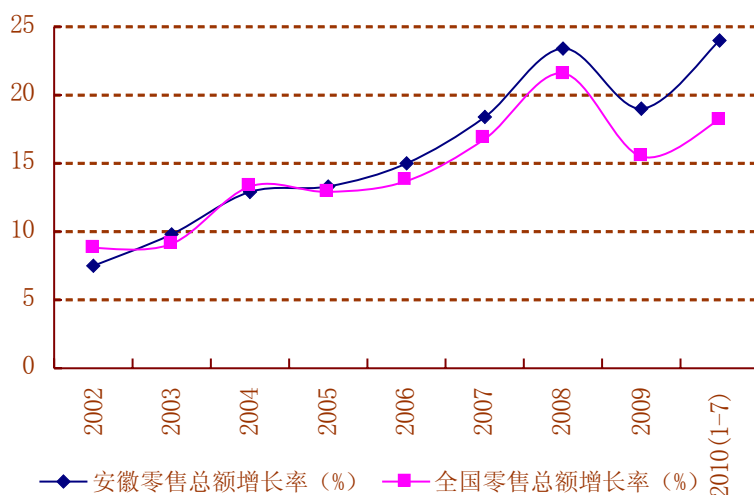
6.我们认为 2010 年公司百货业务的增长将在 27%，超市业的增长将在 20%，农产品批发业增长将在 21%，全年公司销售收入增长 25%；净利润预计为 3.4 亿元，归属于母公司所有者的净利润为 2.48 亿元，折合每股收益 0.52 元对于 2010 年动态 PE 为 36.8¹X。

¹ 以 2010 年 9 月 30 日的收盘价为基准

1.作为泛长三角地区，安徽区域经济具备良好的区位优势，零售总额增速和消费价格弹性高于全国平均水平。但是，与可比省会公司相比，合肥的消费能力尚处在落后地位。随着国家发展重心的西移以及消费的启动，我们看好该地区具备人口基础的合肥、安庆、六安、阜阳的市场空间。

作为我国仅靠长三角的中部地区，安徽具备良好的区位优势。近些年来，全省零售总额增速高于全国平均水平。2009年，安徽零售总额增长19%，比全国同期快3.5个百分点；今年1-7月，安徽零售总额增长24%，比全国同期快5.8个百分点。

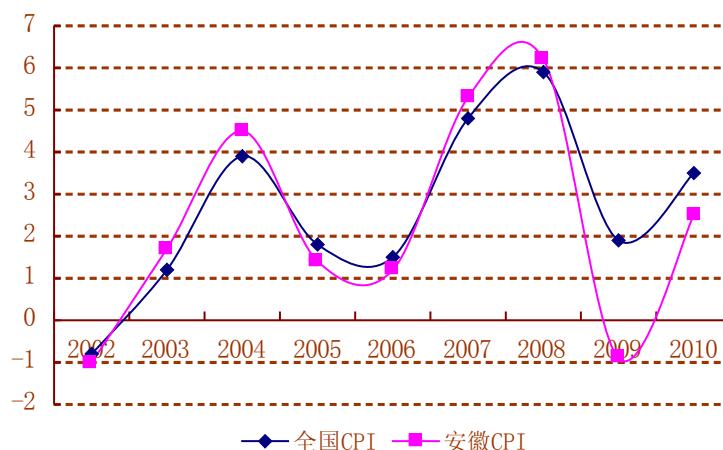
图 1：安徽零售增速高于全国平均水平



数据来源：安徽统计局、国家统计局、南京证券研究所

消费价格方面，安徽的CPI指数比全国水平具备更大的弹性。2005-2007的经济牛市中，安徽的CPI比全国平均水平高；2008-2009的经济熊市中，安徽的CPI比全国平均水平低。我们认为这是“新兴经济体”的普遍特征，市场经济基础薄弱，经济人的预期敏感性更强。伴随着全国性的经济结构转型以及区域经济振兴，我们倾向于认为安徽地区的CPI将击穿全国均值水平。

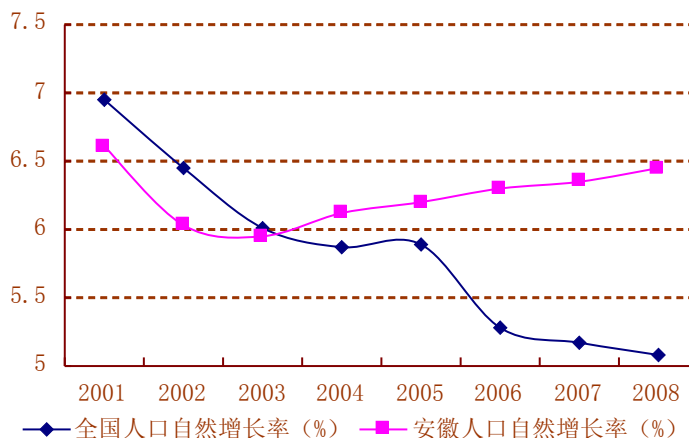
图 2：安徽 CPI 指数具有较大的弹性



数据来源：安徽统计局、国家统计局、南京证券研究所

2001-2003 年，全国的人口自然增长率高于安徽，2004 年之后数据出现逆转。随着安徽地区生活水平的提高，人口死亡率在下降，同时人口出生率却相对高于全国平均水平。我们认为人口的增长是市场容量增长的基础，2001-2008 年安徽人口自然增长率保持在 6%+，我们有理由得出这样的判断：安徽消费市场具有更大的潜力。

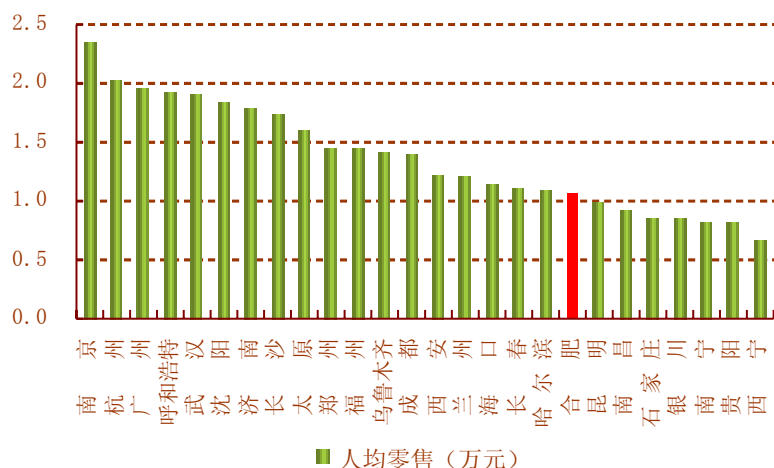
图 3：安徽人口增长开始超越全国水平



数据来源：安徽统计局、国家统计局、南京证券研究所

通过对科比省会城市比较，我们发现安徽目前的消费潜力仍然处在启动阶段。以 2009 年的人口为基础，我们测算了 26 个省会城市的人均零售总额，2010 年合肥 1-8 月人均零售总额仅 1.07 万元，落后均值 0.3 万元左右，排名 19 位。从合肥区位优势看，该城市处在泛长三角经济带，受江浙经济影响，拥有其他中西部城市所没有的地理优势。逻辑上，合肥具备更加强有力的经济增长动力和活力。

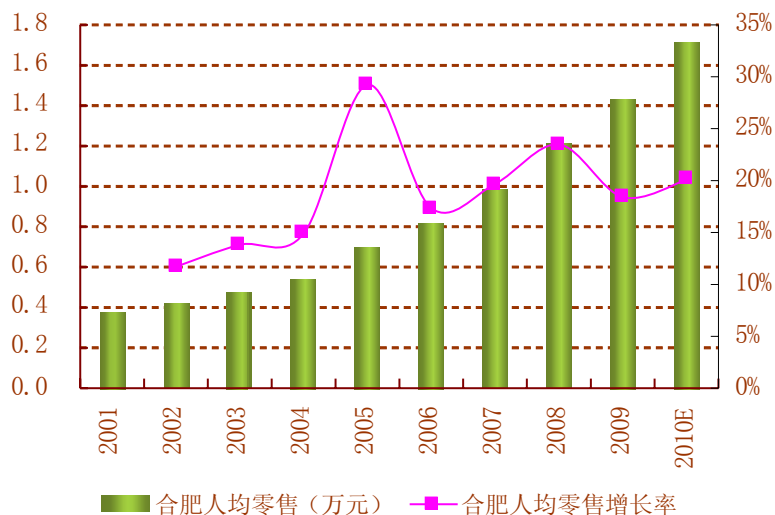
图 4：安徽消费潜力尚需挖掘



数据来源：各市统计局、国家统计局、南京证券研究所

在对合肥历史数据分析中，我们发现合肥的人均零售额增长有一个关键时间：2005 年合肥人均零售额增长 29.2%，之后合肥市的消费进入新的消费阶段。2009 年人均零售额为 1.43 万元，在消费示范效应和棘轮效应作用下，我们预计 2010 年人均零售额为 1.71 万元，增长 20.1%。

图 5：合肥消费水平已经步入新的增长阶段

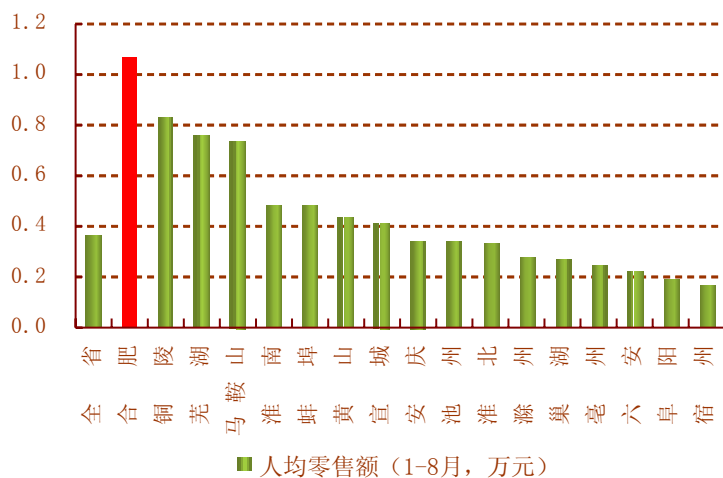


数据来源：合肥统计局、南京证券研究所

站在安徽省角度看，该省的消费差距十分明显。以 2010 年 1-8 月社会零售总额数据和 2009 年人口基数测算，全省的人均零售总额问哦 0.36 万元。超过全省均值水平的有 8 个城市，另有 10 个城市的人均零售总额不到平均水平。其中，合肥、铜陵、芜湖、马鞍山属于第一阵营，人均零售额都在 0.7+万元以上；淮南、蚌埠、黄山、宣城处在第二阵营，人均零售额在 0.41-0.48 万元；其它城市处在均值之下，从 0.16 万

元到 0.34 万元不等。

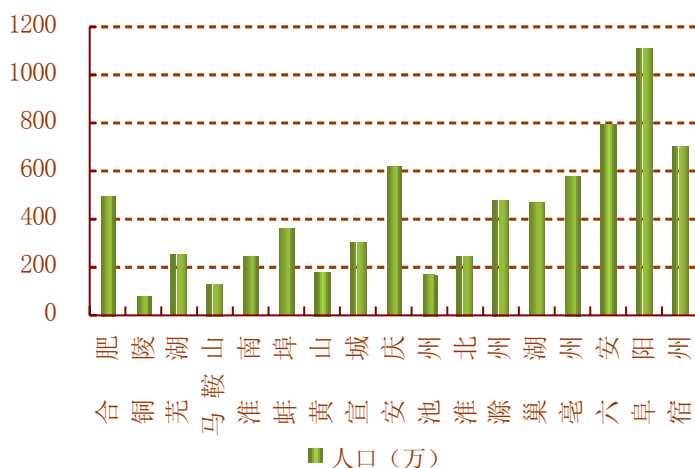
图 6：安徽区域内消费差距明显，消费尚处于较低层次阶段



数据来源：安徽统计局、南京证券研究所

但从人口角度来看，我们看好阜阳、宿州、六安、安庆等城市的中低档零售业发展空间。其中，阜阳人口 1104 万左右，人均零售总额仅为 0.19 万元；六安人口 788 万，人均零售额为 0.22 万元。

图 7：人口大市可能孕育强劲的市场机遇



数据来源：安徽统计局、南京证券研究所

2.百货业以合肥为大本营逐步在省内扩张，形成“集团军群”应对外来竞争。合肥市六家百货门店定位相互补充，在这种自上而下的战略规划和自下而上的本土营销综合作用下，公司的百货销售稳步增长。同时，由于竞争的不断加剧以及零售业态结构的演变，品牌升级和经营模式创新将有望缓解公司的毛利率水平压力。

公司以百货作为主导产业，百货业占公司销售收入近七成；旗下卖场分布在安徽八个城市，以合肥为大本营向安徽各地级市逐步外延，现已占领蚌埠（2家）、铜陵、六安、淮南、黄山、亳州、巢湖六地。

图 8：公司以百货为主业

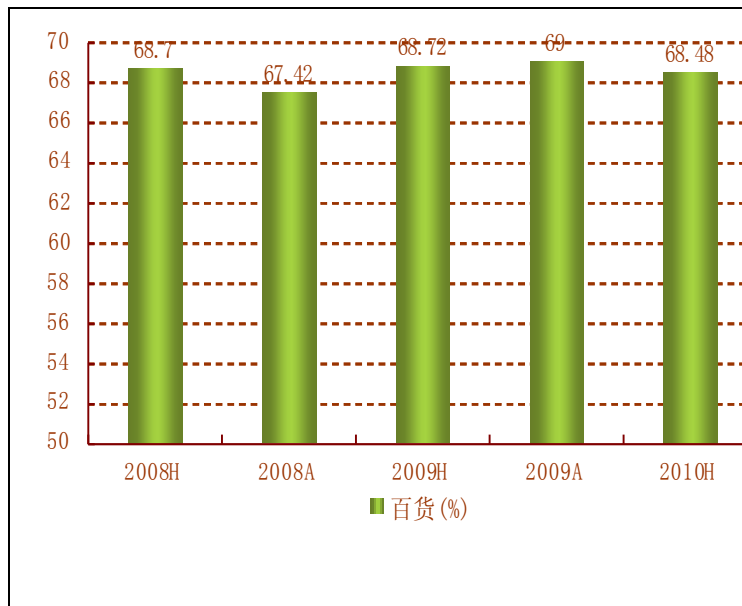


图 9：百货业分布全省各市



数据来源：公司报告、南京证券研究所

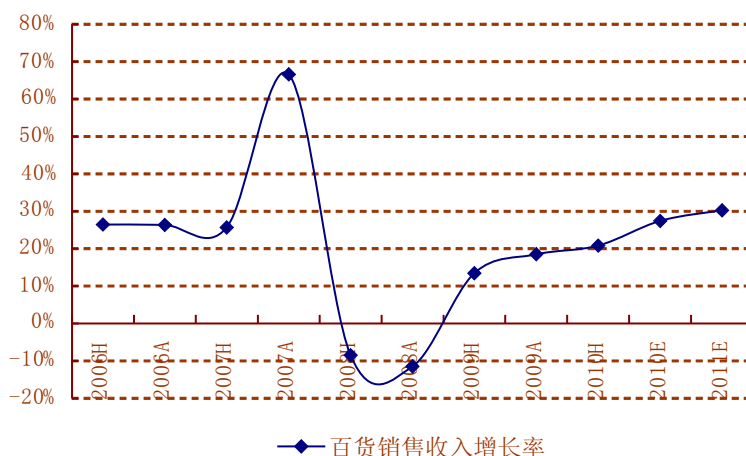
其中，在合肥地区分布 6 家百货门店，形成有层次的集团军群应对竞争态势。六家百货公司中，百货大楼、鼓楼商厦、百大 CBD 聚集在合肥核心商业圈，形成犄角之势。百货大楼定位于一般的卖场，主要针对普通消费群体；鼓楼商厦定位于白领消费阶层；CBD 定位于时尚消费阶层，三位一体的局部优势十分的明显。除此以外，其余三家门店各自定位不同，乐普生品牌定位主要是青春活泼，商业大厦和鼓楼高新店皆为社区店，主要服务周边居民社区。

除了利用集群优势应对瑞景、百盛等外来竞争对手外，公司利用本土优势和品牌优势积极营销。除了正常的销售手段外，公司每年通过各种渠道销售会员卡，既锁定当年的部分收益又可以增加消费的粘性，逐步形成一个稳定的服务受众网络。

正是在这种自上而下的战略规划和自下而上的本土营销综合作用下，公司的百货销售稳步增长。2010 上半年，合肥市实现销售收入 25.78 亿元，同比增长 17.44%；百货业实现销售收入 25.05 亿元，同比增长 20%+。我们预计随着鼓楼高新店的逐渐培育、巢湖店的开业以及自身定位的更新升级（如黄金城²的打造），公司 2010 年的销售收入有望增长 27.43%，实现销售 51.4 亿元。

² 公司目前垄断安徽地区的黄金等贵重饰品的销售，今年黄金城的打造巩固和提升了公司在奢侈品行业的区域地位。

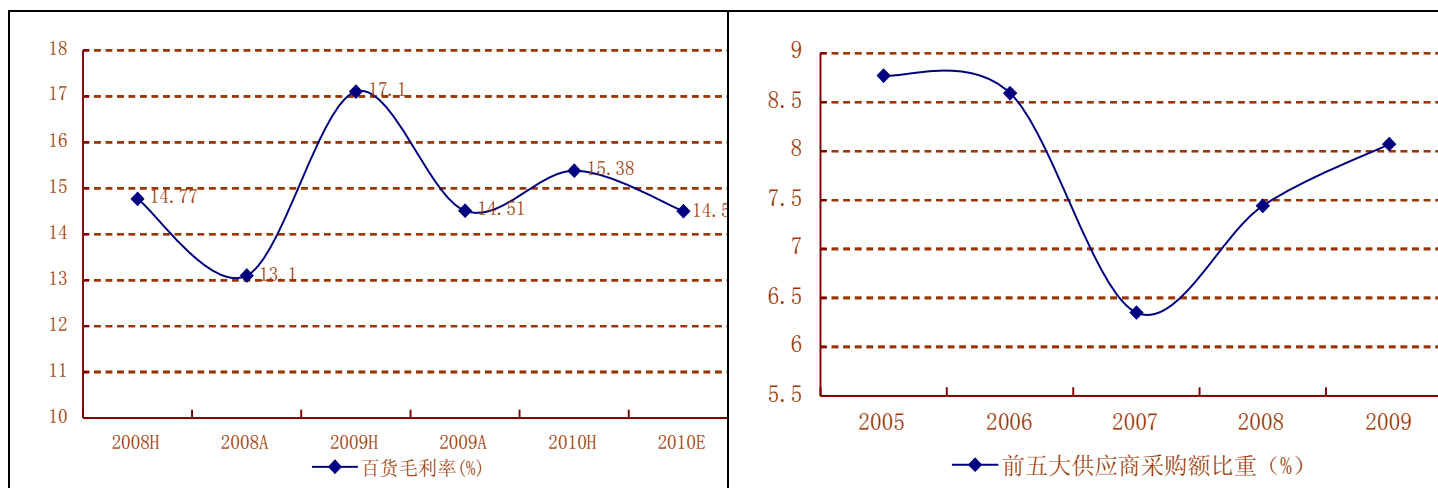
图 10：经济危机后百货收入稳定增长



数据来源：公司报告、南京证券研究所

公司百货业的毛利率水平较去年同期下滑 1.72 个百分点，这一定程度上影响了公司的业绩。我们认为百货业毛利率下降是百货竞争的必然结果，公司近三年的对主要供应商依赖程度在加大，导致在采购上的议价能力有所下滑。公司正在增加直营模式在百货业中的比重（目前为 3%），直营模式的毛利率一百都在 30%+，这将一定程度上缓解毛利压力。同时，公司在加快合肥市的百货业调整，加快消费升级的步伐，从而稳定和提高毛利率水平。由于下半年的毛利率水平低于上半年的历史规律，我们认为全年毛利率水平在 14.5%左右。

图 11/12：业态竞争以及对供应商的依赖性加强可能是毛利率下降的主要原因

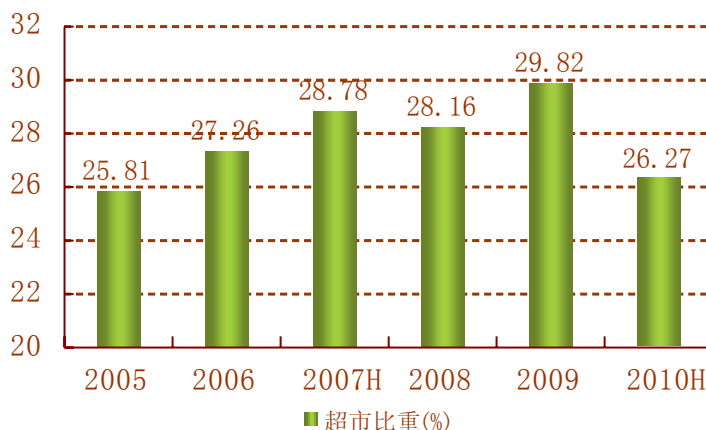


数据来源：公司报告、南京证券研究所

3.超市业以“合家福”为品牌，积极参与市场扩张。近四年来，合家福连锁超市规模已经扩大 3X+，我们预计今年仍可以增加 14 家左右，实现超市业 19%左右的增长。毛利率方面，预计全年毛利率水平低于上半年，为 12%。

连锁超市是公司的另一块重要补充，占比在 26%-30%之间。超市大多是 2000 平米左右的社区店（另外还有 15 家左右的 5000 平米的大卖场），分布在全省各城市，其中合肥拥有 50+家，以合家福为品牌形成一个有效的区域连锁网络。利用连锁网络覆盖整个市区，将有助公司消费会员制度的实践和建设，增加公司客户的粘性，稳定公司的业绩。

图 13：超市业作为百货业的主要补充



数据来源：公司报告、南京证券研究所

超市连锁店是合肥市“民生工程”的主要组成部分，公司抓住市场机遇积极向外扩张。近四年来，合家福连锁超市规模已经扩大 3X+，我们预计今年仍可以增加 15 家左右，实现超市业 19%左右的增长。

图 14：超市直营店逐步增加，单店收入趋于稳定

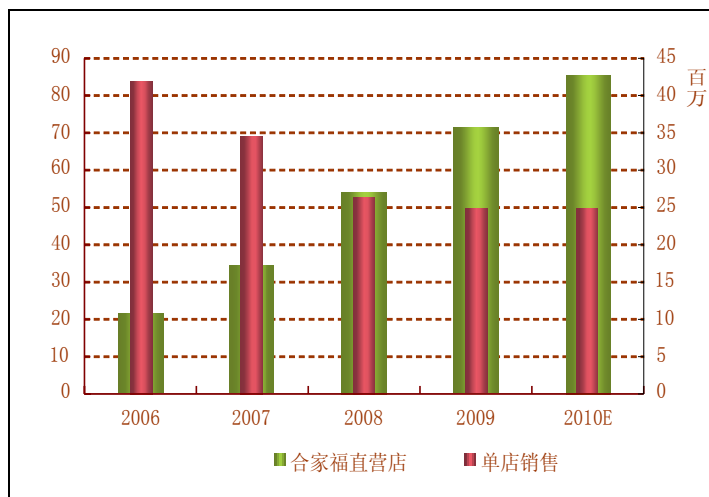
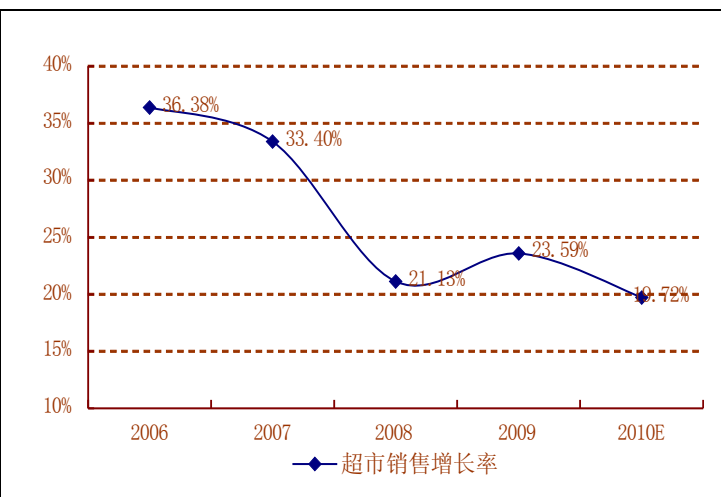


图 15：超市收入有望增长 19%+

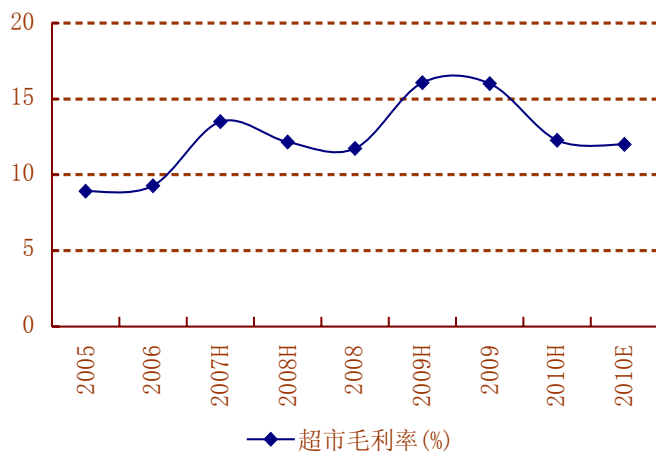


数据来源：公司报告、南京证券研究所

经过 2005-2007 年毛利率波浪式提升之后，超市业的毛利率开始出现较为明显的下滑，我们认为这将是超市业进入稳定期后的竞争所致。预计 2010 年毛利率将进一步

步下滑，全年估计在 12% 上下。

图 16：超市业毛利率将在 12%



数据来源：公司报告、南京证券研究所

4. 在农产品消费量和价格上行趋势下，周谷堆农产品批发市场的“租金+佣金”模式将增强公司的盈利能力，发展“生产基地+交易市场+加工配送+安全保证”的模式则强化公司的市场地位。市场覆盖半径达 400 公里，将成为合肥地区重要的也是独一无二的农产品贸易霸主，后来者进入门槛甚高。

周谷堆农产品批发市场是公司未来着力打造的农产品交易平台，我们看好这块资产的升值空间。其理由主要基于以下几点：

(1) 农产品消费量上行趋势。我们认为随着国家经济结构的转型，消费得以逐步的释放，人们对农产品的需求也将增加；

图 17：食品消费逐年增加

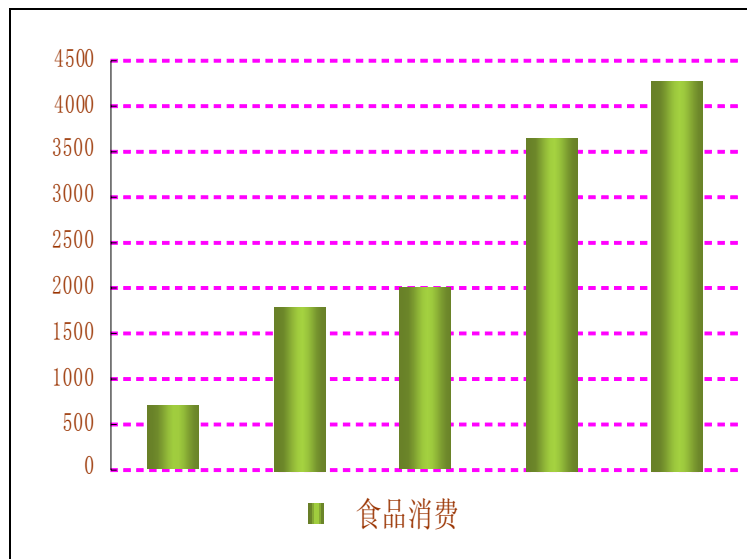
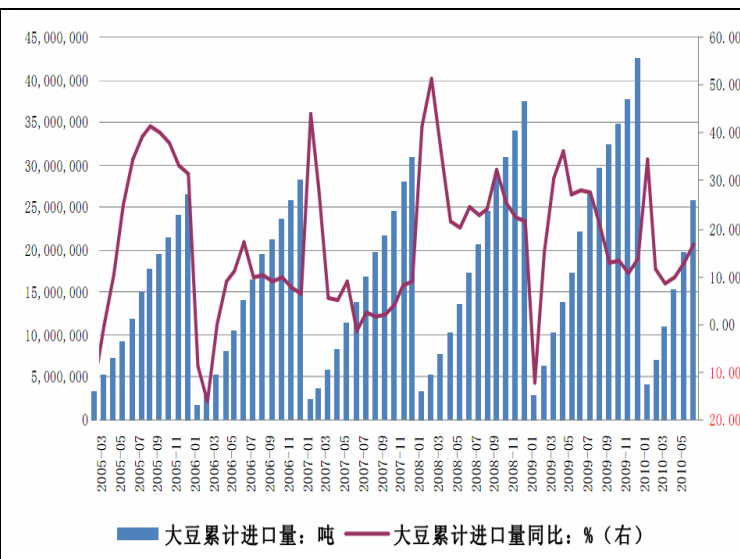


图 18：大豆进口透视国内农产品消费状态



数据来源：国家统计局、Wind 资讯、南京证券研究所

(2) 城市化进程不改意味着农业人口将逐渐的减少，城市化过程中必然伴随着农产品和工业品之间的矛盾，农产品价格将行上行之势；

图 19：猪肉价格

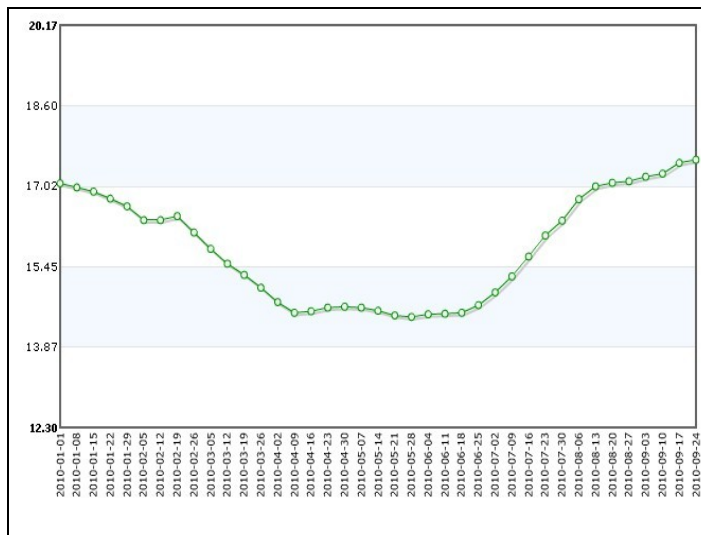
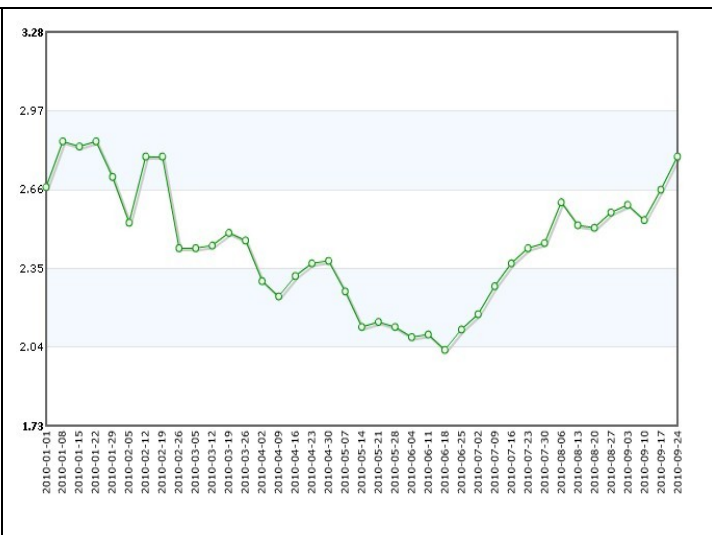


图 20：芹菜价格



数据来源：商务部

(3) 公司正在打造“航母级”农产品交易平台，由原来的 280 亩升级为 2200 亩。其中，一期 564 亩中的 164 亩已经填土，全部工程明年年底完成。老市场搬迁将在完工后 3-5 年全部搬迁至新的批发市场；

(4) 公司的农产品交易市场盈利模式独特。公司采取租金+佣金的商业模式经营周谷堆农产品批发市场，除了针对不同的摊位收取级差租金外，还按照交易量或者交易额针对农产品交易收取交易佣金；

(5) 发展“生产基地+交易市场+加工配送+安全保证”的模式强化公司的市场地位。公司打造农产品物流、交易、后勤服务一体化，实时掌握区域农村价格和交易量信息，有助于公司在议价方面能力的提升；

(6) 周谷堆农产品批发市场覆盖半径达 400 公里，将成为合肥地区重要的也是独一无二的农产品贸易霸主，后来者进入门槛甚高。

6.公司加强资产负债表管理，不断提高企业的现金流价值，同时为公司的下一步资本支出做好准备，转让房地产股权集中精力做主业；在盈利质量控制方面，2010 上半年公司在费用控制十分有效。我们预计全年销售费用率为 3.06%，管理费用率为 7.65%，财务费用率为 0.1%。

在存货和应收账款管理方面，2010 年上半年出现质变向好的迹象。存货周转天数

由全年同期的 30.01 天降至 25.51 天，应收账款周转天数由去年同期的 1.38 降至 1.24 天。营业周期的下降反映出公司在物流和现金流方面的加强管理，公司上半年现金流指标——经营活动产生的现金流量净额 / 经营活动净收益——由 1.03 上升至 1.53。

图 21：营业周期在质变向好

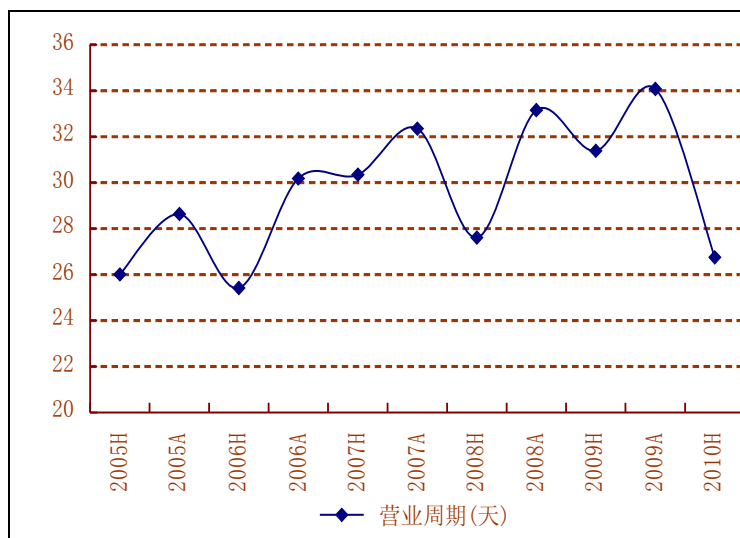
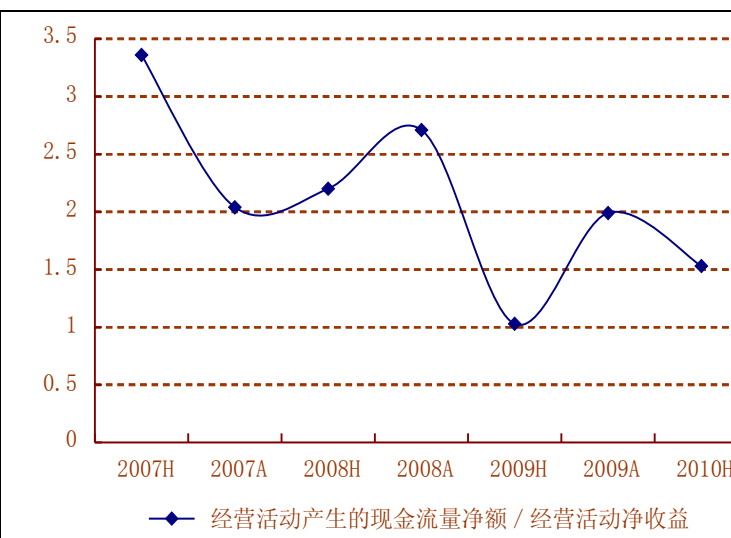


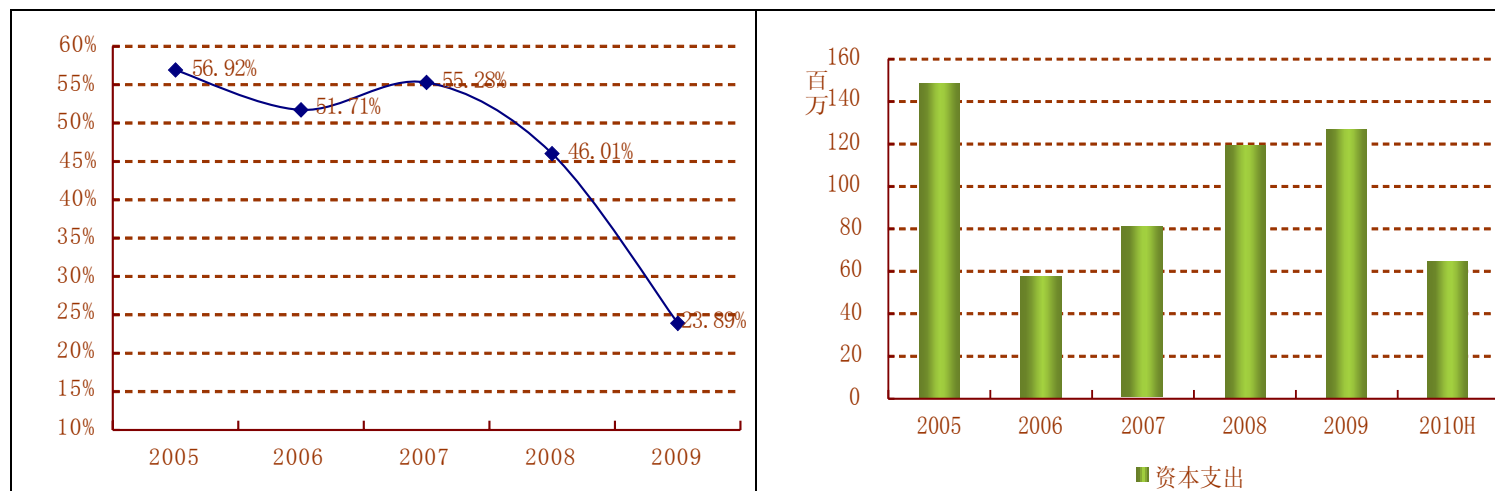
图 22：经营现金流质量较同期显著提升



数据来源：Wind 资讯、南京证券研究所

在分红方面，公司表现出较高的历史分红记录，2005-2005 年的分红率高达 50%+。但是，2009 年的分红率降至 23.9%，这主要是因为公司在 2010 年将预计发生重大资本支出所致。2010 年下半年，公司挂牌出让旗下的房地产股权用以补充募集资金项目。出售的标的资产为公司持有的拓基地产 1433.6 万元股权、百大置业 450 万元股权，占注册资本比例分别为 19.6%、45%；合家福持有的百大置业 100 万元股权，占注册资本比例为 10%；铜陵合百持有的铜陵拓基 300 万元股权，占注册资本比例为 10%。经我们估算，扣除成本和税收，估计本次交易公司将一次性获益 7000-8000 万元。

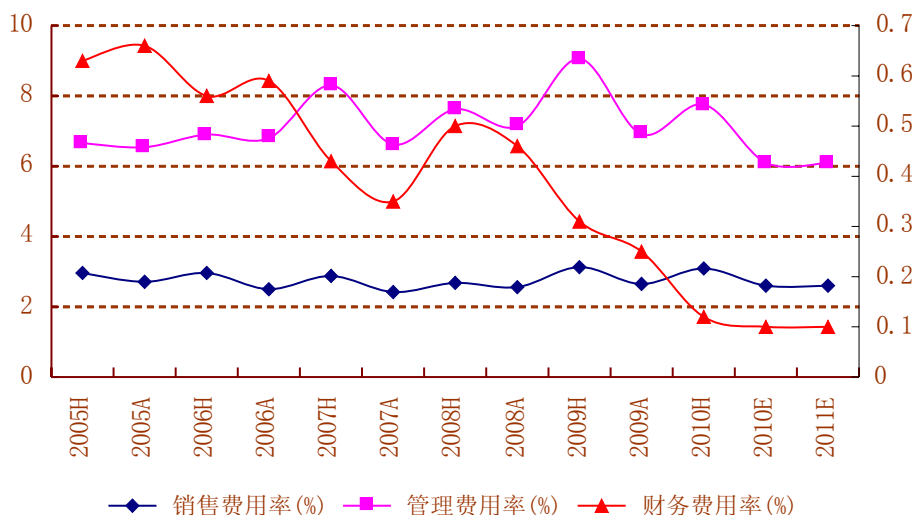
图 23/24：分红率下滑源自于资本支出预期



数据来源：Wind 资讯、南京证券研究所

在盈利质量控制方面，2010 上半年公司在费用控制十分有效。销售费用率下降 0.04 个百分点，管理费用率下降 1.3 个百分点，财务费用率下降 0.19 个百分点。我们预计全年销售费用率为 3.06%，管理费用率为 7.65%，财务费用率为 0.1%。据我们与公司沟通分析，2011 年公司的费用率将基本没有进一步控制的可能，预计会与 2010 年持平。唯一可以进一步控制的费用就是电费，目前公司仍然按 0.9 元/度的商业用电支付电费，公司有可能将享受 0.7 元/度的工业电。与此同时，公司已经开始在各商场布置节能，用以进一步节约能源支出费用。

图 25：三费控制效果显著，但进一步控制空间不大



数据来源：Wind 资讯、南京证券研究所

6. 利润预测与估值

我们认为 2010 年公司百货业务的增长将在 27%，超市业的增长将在 20%，农产品批发业增长将在 21%，全年公司销售收入增长 25%；净利润预计为 3.4 亿元，归属于母公司所有者的净利润为 2.48 亿元，折合每股收益 0.52 元对于 2010 年动态 PE 为 36.8³X，给予“中性”评级。

³ 以 2010 年 9 月 30 日的收盘价为基准

表 1：重要预测与假设

	2009A	2010E	2011E
收入			
百货	4,030,064,599.74	5,135,541,186.12	6,688,528,840.80
超市	1,755,290,564.93	2,101,404,197.50	2,521,685,037.00
农产品	97,351,678.50	117,864,010.89	129,650,411.98
成本			
百货	3,410,423,373.99	4,390,887,714.13	5,718,692,158.89
超市	1,474,271,164.22	1,828,221,651.83	2,188,822,612.12
农产品	28,377,968.63	43,739,334.44	46,674,148.31
毛利率			
百货	15.38%	14.50%	14.50%
超市	16.01%	13.00%	13.20%
农产品		62.89%	64%

表 2：利润预测

	2009A	2010E	2011E
营业总收入	5,885,411,394.09	7,354,809,394.52	9,339,864,289.79
营业总成本	5,544,501,675.98	6,965,232,997.58	8,846,145,958.99
营业成本	4,913,733,145.20	6,262,848,700.40	7,954,188,919.32
营业税金及附加	45,311,899.23	51,483,665.76	65,379,050.03
销售费用	156,067,211.33	191,225,044.26	242,836,471.53
管理费用	406,629,286.76	448,643,373.07	569,731,721.68
财务费用	14,972,398.92	7,354,809.39	9,339,864.29
资产减值损失	7,787,734.54	3,677,404.70	4,669,932.14
其他经营收益			
公允价值变动净收益	17,926,473.51	17,926,473.51	17,926,473.51
投资净收益	27,048,266.33	34,548,266.33	34,548,266.33
营业利润	385,884,457.95	442,051,136.78	546,193,070.64
加：营业外收入	13,835,254.01	13,835,254.01	13,425,417.41
减：营业外支出	2,133,971.19	2,133,971.19	2,582,386.59
利润总额(元)	397,585,740.77	453,752,419.60	557,036,101.45
减：所得税	108,880,544.06	113,438,104.90	139,259,025.36
净利润(元)	288,705,196.71	340,314,314.70	417,777,076.09
减：少数股东损益	87,893,139.54	91,884,864.97	112,799,810.54
归属于母公司所有者的净利润	200,812,057.17	248,429,449.73	304,977,265.54
每股收益：			
(一) 基本每股收益	0.42	0.52	0.64

(二) 稀释每股收益	0.42	0.52	0.64
------------	------	------	------

南京证券行业投资评级的说明：

- 强烈推荐：预期未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 20%以上；
推 荐：预期未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 5%—20%；
中 性：预期未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比涨幅在±5%之间；
回 避：预期未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比跌幅大于 5%。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；
推荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；
中性：六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间；
回避：六个月内预计涨幅为-10%及以下。

