

2010-12-21

百货商店

合肥百货 000417-SZ

立足合肥，做大亦能做强

◇ 事件：公司公布一处对外投资公告

◆公告概要：

公司公告拟租赁合肥市望江路与潜山路交口港汇广场 B1-7F 共计 5.4 万平方米商业物业，投资运营大型综合百货店。为加强投资管控，公司拟投资 1000 万元成立分公司或全资子公司具体负责本项目运营。该门店租赁期自 2012 年 9 月 8 日开始，租期 20 年，交付日期为 2012 年 3 月 1 日。本次交易不构成关联交易，投资事项和房屋租赁协议已经董事会审议通过。

◆立足合肥，辐射安徽：

本次门店扩张，旨在强化公司在合肥大本营市场的领先地位。项目建成后，公司旗下百货、超市、家电三大业态同时入驻，并与公司其他门店联动、错位经营，力图打造辐射合肥政务区、高新区和蜀山区的大型综合门店。我们认为公司外延扩张“立足合肥”的策略，有利于在区域内实现规模效益，并通过合肥市内的协同效应增强公司整体竞争实力，巩固目前合百在省内的市场领先地位。此外由于项目于 2012 年 9 月后方可运营，短期对公司业绩不造成实质性影响。

◆调升至买入评级，优质的商业蓝筹股：

我们假定 2011 年初公司定增成功且捆绑销售地产业务于 2011 年初结算完毕，根据目前非公开定增最新 4500 万股本上限，调整 2010-2012 年全面摊薄后 EPS 分别至 0.49/1.03（扣除出售地产业务后为 0.79 元）/0.92 元（定增前 0.51/0.96（扣除地产业务后 0.68 元）/0.82 元），以 2009 年为基期未来三年 CAGR34.1%，认为公司合理价值在 23.95 元，对应主营业务 2011 年 30 倍市盈率。我们认为公司经营稳健，随着安徽地区居民收入的提高和城镇化进程深化，合百能因外延规模扩张而享受一定的零供溢价能力。此外未来安徽地区金鹰、大洋、银泰以及万达等竞争对手的加入，不但验证了安徽消费能力持续提升，还能加速公司在品牌调整上的力度从而推动公司毛利率的持续提升。此外公司一贯较为优质的管理能力以及未来部分少数股东权益收购的预期（股权整合预期）亦能推动未来利润的飞跃式提升。我们不认为未来几年外域百货门店对合百的经营能力将造成休克式冲击，相反凭借公司复合业态的布局以及多年品牌知名度，未来有理由相信公司主营业务不仅能做大亦能做强，上调公司评级至“买入”，建议长期关注并逢低积极配置。

◆风险分析：

公司非公开增发进程低于预期，安徽零售市场竞争加剧。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	5,044	5,885	7,141	8,347	9,581
营业收入增长率	27.14%	16.69%	21.33%	16.89%	14.79%
净利润（百万元）	120	201	259	542	484
净利润增长率	20.14%	66.93%	28.88%	109.33%	-10.65%
定增前 EPS（元）	0.25	0.42	0.51	0.96	0.82
定增后 EPS（元）	0.23	0.38	0.49	1.03	0.92
ROE（归属母公司）	13.72%	19.58%	20.93%	22.01%	17.13%
P/E	77	46	36	19	21
P/B	11	9	7	4	4
EV/EBITDA	22	23	16	13	11

调升

买入

当前价格	19.30 元
目标价格	23.95 元
目标期限	6 个月

分析师：

唐佳睿(执业证书编号：S0930210060002)

021-22169161

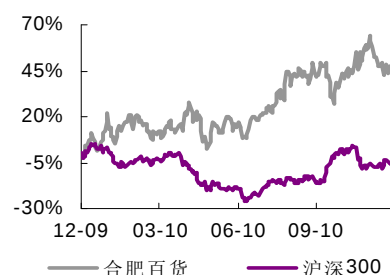
tangjiarui@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	480
总市值(百万元)	9,259
流通比例(%)	99.78%
12 个月最高/最低(元)	21.60/12.76
近 3 月日均成交量(百万股)	3.70

主要股东
合肥市建设投资控股(集团)有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-6.67	-8.10	53.76
绝对收益	-6.68	2.99	47.48

相关报告：

捆绑出售业务，旨在加速定增进程——合肥百货公告点评

业绩略超预期，优质区域百货龙头——合肥百货 2010 年三季报点评

推“陈”出“新”，奠定非公开增发夯实基础——合肥百货新门店开业及公告点评

2010-11-22
2010-10-26
2010-10-08

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

图表 1：合肥百货 EPS 预测拆分

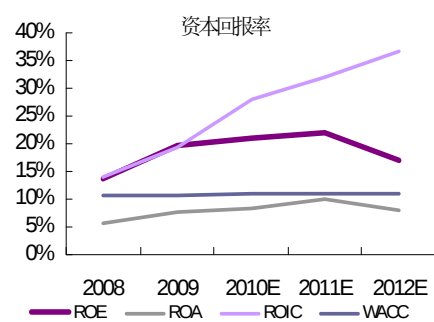
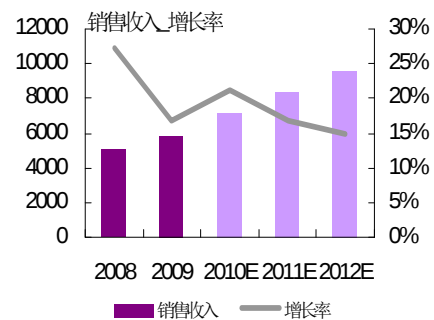
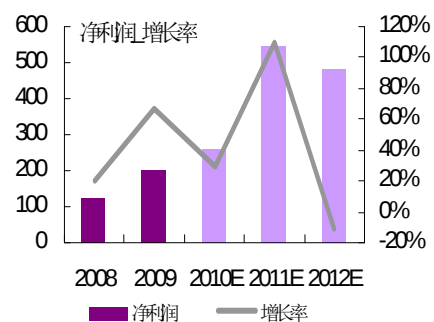
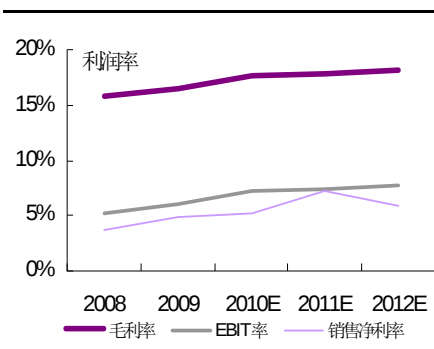
2010-2012 年合肥百货业务 EPS 拆分 (2010 年 12 月 20 日更新)

全面摊薄后 单位：元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
百货	0.11	0.14	0.22	0.38	0.45	0.50
超市	0.02	0.06	0.06	0.09	0.23	0.27
农产品	0.02	0.02	0.04	0.07	0.09	0.12
电器	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02
公允价值变动收益	0.02	-0.02	0.02	-0.01	0.01	0.01
出售拓基等房地产业务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.24	0.00
合计	0.21	0.25	0.35	0.54¹	1.03	0.92
	2011	2011E	价值			
百货	0.45	30.00	13.50			
超市	0.23	30.00	6.90			
农产品	0.09	30.00	2.70			
电器	0.02	30.00	0.60			
公允价值变动收益	0.01	1.00	0.01			
出售拓基等房地产业务	0.24	1.00	0.24			
合计	1.03		23.95			

资料来源：公司公告、光大证券研究所

¹以 2011 年定增后 52472 万股本计算，2010 年 EPS 全面摊薄后为 0.49 元，若以 2010 年股本 47972 万股计算，2010 年 EPS 基本 EPS 约 0.54 元。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5,044	5,885	7,141	8,347	9,581
营业成本	4,244	4,914	5,881	6,855	7,842
折旧和摊销	102	72	90	94	98
营业税费	35	45	54	63	72
销售费用	129	156	182	213	249
管理费用	360	407	514	593	680
财务费用	23	15	8	4	-6
公允价值变动损益	-16	18	-8	0	0
投资收益	6	27	0	179	0
营业利润	233	386	495	798	744
利润总额	242	398	495	798	744
少数股东损益	69	88	113	57	74
归属母公司净利润	120.30	200.81	258.80	541.75	484.03

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	3,341	3,694	4,395	6,062	6,940
流动资产	2,021	2,350	3,053	4,696	5,572
货币资金	1,224	1,477	1,960	3,426	4,122
交易型金融资产	10	28	30	30	30
应收账款	18	21	26	30	34
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	59	68	82	96	110
存货	438	459	584	682	780
可供出售投资	7	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	80	68	68	86	86
固定资产	988	1,012	1,014	1,014	1,013
无形资产	197	217	212	206	201
总负债	2,154	2,385	2,762	3,147	3,587
无息负债	1,811	2,260	2,753	3,142	3,585
有息负债	343	125	9	6	3
股东权益	1,187	1,309	1,632	2,914	3,353
股本	369	480	480	525	525
公积金	288	229	285	1,087	1,171
未分配利润	219	317	472	849	1,130
少数股东权益	311	283	396	453	527

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	656	679	753	717	901
净利润	120	201	259	542	484
折旧摊销	102	72	90	94	98
净营运资金增加	-159	-166	51	102	57
其他	593	572	352	-21	262
投资活动产生现金流	-208	-166	-110	61	-100
净资本支出	-199	-219	100	100	100
长期投资变化	80	68	0	-18	0
其他资产变化	-90	-14	-210	-21	-200
融资活动现金流	-108	-348	-160	688	-105
股本变化	0	111	0	45	0
债务净变化	64	-218	-116	-3	-3
无息负债变化	608	449	493	388	443
净现金流	339	166	483	1,466	696

资料来源: 光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	27.14%	16.69%	21.33%	16.89%	14.79%
净利润增长率	20.14%	66.93%	28.88%	109.33%	-10.65%
EBITDA 增长率	38.61%	16.80%	40.51%	19.16%	16.58%
EBIT 增长率	32.07%	34.25%	43.68%	21.87%	18.49%
估值指标					
PE	77	46	36	19	21
PB	11	9	7	4	4
EV/EBITDA	22	23	16	13	11
EV/EBIT	30	28	19	15	13
EV/NOPLAT	39	38	26	21	17
EV/Sales	2	2	1	1	1
EV/IC	5	7	7	7	6
盈利能力 (%)					
毛利率	15.86%	16.51%	17.65%	17.87%	18.16%
EBITDA 率	7.27%	7.28%	8.43%	8.59%	8.72%
EBIT 率	5.26%	6.05%	7.16%	7.47%	7.71%
税前净利润率	4.79%	6.76%	6.94%	9.57%	7.76%
税后净利润率 (归属母公司)	2.39%	3.41%	3.62%	6.49%	5.05%
ROA	5.65%	7.82%	8.45%	9.88%	8.04%
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.72%	19.58%	20.93%	22.01%	17.13%
经营性 ROIC	14.09%	19.40%	28.02%	31.90%	36.62%
偿债能力					
流动比率	0.95	1.00	1.12	1.52	1.58
速动比率	74.33%	80.54%	90.94%	129.88%	136.07%
归属母公司权益/有息债务	2.56	8.20	139.81	421.12	993.21
有形资产/有息债务	9.05	27.43	469.24	996.24	2357.26
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.25	0.42	0.54	1.03	0.92
每股红利	0.12	0.10	0.15	0.23	0.21
每股经营现金流	1.37	1.42	1.57	1.37	1.72
每股自由现金流(FCFF)	1.23	1.39	0.67	0.68	0.94
每股净资产	1.83	2.14	2.58	4.69	5.39
每股销售收入	10.51	12.27	14.89	15.91	18.26

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

唐佳睿, CAIA, FRM, CFA Charter pending candidate, 德国波恩大学国民经济学硕士(Dipl.-Vw.), 同济大学高分子材料与工程系工学学士, 精通英日德三国语言。2010年5月加盟光大证券研究所, 现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

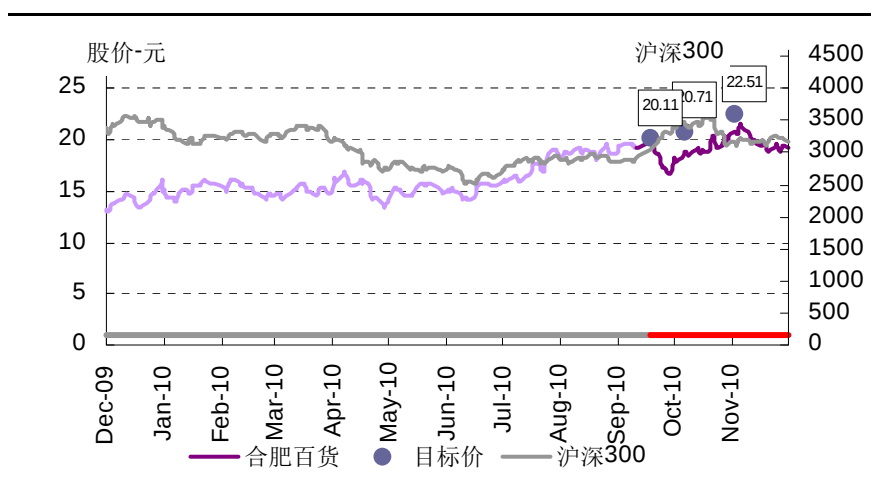
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

合肥百货 (000417)

分析师: 唐佳睿



日期	股价	目标	评级
2010-10-07	19.31	20.11	增持
2010-10-26	18.29	20.71	增持
2010-11-21	20.68	22.51	增持

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

资料来源: 光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下, 光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此, 投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。