

合肥百货（000417） 百货商店

安徽地区百货龙头

投资评级	推荐	公司评级	A	收盘价	19.30	元
------	----	------	---	-----	-------	---

投资要点:

- 1、合肥百货是安徽地区的商业龙头。安徽地区地处中部，与江浙接壤。GDP 绝对值水平较低，未来将会保持较高的增长水平。区域消费增速将会保持较高的水平；
- 2、合肥百货拥有超市、百货与家电三大业态。三大业态的经营主体鼓楼商厦、商业大厦、合家福连锁超市与百大电器连锁近三年增长趋势明显。
- 3、终端增加与股权收购保证未来增长。终端增长是零售业增长的主要手段与方式，公司目前处在扩张的高峰区间。公司积极通过股权收购完成绝对控制权的集中，也为未来的增长提供动力。
- 4、毛利提升尚有空间、期间费用控制得当。从公司毛利率看，公司的定位相对中低端，整体毛利水平处于行业中下游。百货业态经营档次的提升、超市业务自采产品与自有品牌的发展是未来毛利率增长的来源。
- 5、预售账款高、负债合理。预收账款是零售企业重要的资金来源，合肥百货由于其广泛的网点与政府背景，预售账款的比重相对较高。同时公司负债水平略高，较高的使用了资金杠杆，保证了较高的净资产收益率。
- 6、给予推荐的投资评级。预计 2010/2011 年 EPS0.53/0.68 元，PE36.55/28.47 倍。考虑供公司增长稳健，给予 2011 年 30 倍的估值水平，目前市场状况合理价位 20.4 元。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5885	7004	8264	9752
同比 (%)	17%	19%	18%	18%
归属母公司净利润	201	253	325	399
同比 (%)	67%	26%	28%	23%
毛利率 (%)	16.5%	16.5%	17.0%	17.0%
ROE (%)	19.6%	20.6%	20.9%	20.4%
每股收益 (元)	0.42	0.53	0.68	0.83
P/E	46.11	36.55	28.47	23.22
P/B	9.03	7.52	5.95	4.74
EV/EBITDA	16	16	13	11

2010 年 12 月 20 日

主要数据

52 周最高/最低价 (元)	21.60/13.00
上证指数/深圳成指	2893.74/12759.60
50 日均成交额 (百万元)	72.33
市净率 (倍)	9.03
股息率	0.52%

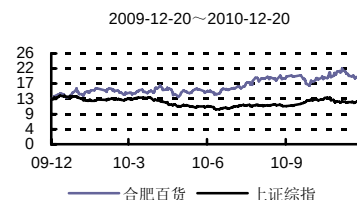
基础数据

流通股 (百万股)	478.67
总股本 (百万股)	479.72
流通市值 (百万元)	9238.35
总市值 (百万元)	9258.65
每股净资产 (元)	2.14
净资产负债率	232.49%

股东信息

大股东名称	合肥市建设投资控股 (集团) 有限公司
持股比例	23.99%

52 周行情图



相关研究报告

《国元证券公司研究-合肥百货非公开增发方案点评》，2009-10-27

《国元证券公司研究-合肥百货中报点评》，

2008-8-5

《合肥百货调研报告：受益内需稳健增长》，

2008-7-4

联系方式

研究员：施雪清
 职业证书编号：S0020209100753
 电话：021-51097188-1826
 电邮：shixueqing@gyzq.com.cn
 联系人：赵喜娟
 电话：(86-21) 51097188-1952
 电邮：zhaoxijuan@gyzq.com.cn
 地址：中国上海市浦东南路 379 号
 金穗大厦 15F (200120)

目 录

一、安徽地区零售龙头.....	4
1.1 地区经济发展低基数高增长	4
1.2 地区零售行业龙头.....	5
二、三大业态并重，增长趋势明显.....	6
三、终端增加与股权收购保证未来增长	6
四、毛利提升尚有空间、期间费用控制得当	7
五、预售账款高、负债合理.....	8
六、盈利预测与投资建议	8

图 表

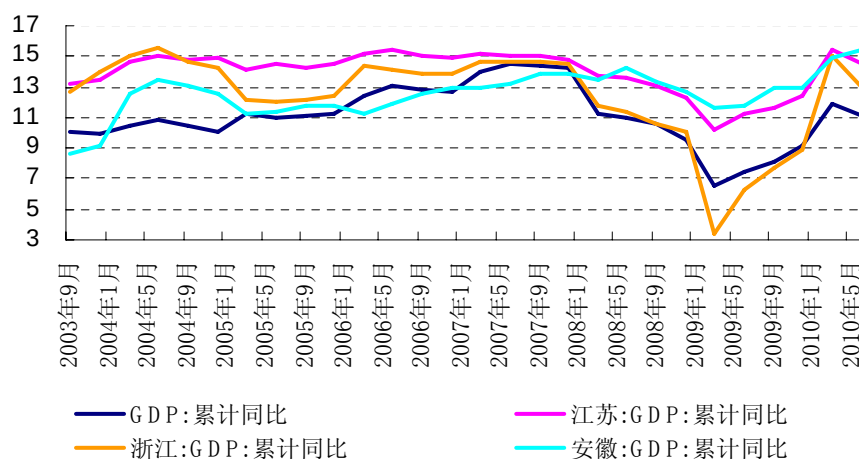
图 1: 各个区域 GDP 同比增长	4
图 2: 各个区域 GDP 绝对值对比	4
图 3: 各个区域人均 GDP 与城市化率	4
图 4: 合肥百货分区域销售收入	5
图 5: 合肥 PE、PB 历史比较	8
表 1:安徽省批发零售值与合肥百货销售收入	5
表 2:合肥百货各分公司经营状况（单位：万元）	6
表 3:合肥百货分行业销售分析	6
表 4:合肥百货终端数量变化	7
表 5:近三年扩张一览	7
表 6:计划非公开增发项目	7
表 7:同行业毛利率比较	7
表 8: 同行业期间费用比较	8
表 9:预售账款比重与资产负债率	8
表 10:同行业估值水平比较	9

一、安徽地区零售龙头

1.1 地区经济发展低基数高增长

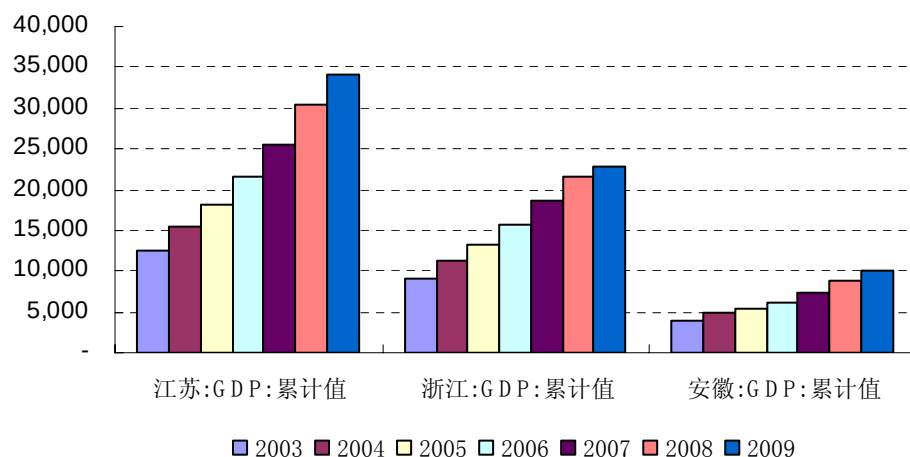
安徽省地处中部，与江苏、浙江接壤，安徽省经济发展相对于东部沿海较为滞后。从绝对发展水平看其 GDP 累计值明显低于江苏、浙江，但是从相对增长来看近年来保持了较高的增速。我们认为，由于该区域的城市化率较低，低基数与高增长将会是相关区域未来一段时间的主基调。

图 1：各个区域 GDP 同比增长



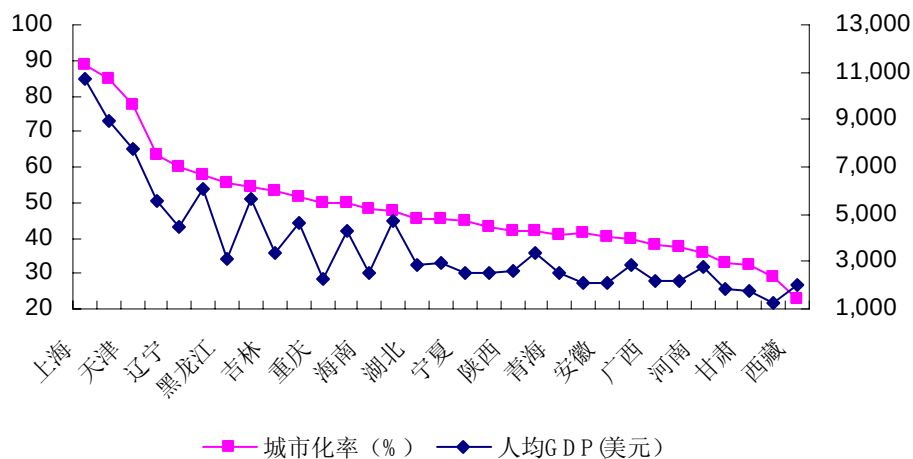
资料来源:WIND,国元证券投资研究中心

图 2：各个区域 GDP 绝对值对比



资料来源:WIND,国元证券投资研究中心

图 3：各个区域人均 GDP 与城市化率



资料来源:WIND, 国元证券投资研究中心

1.2 地区零售行业龙头

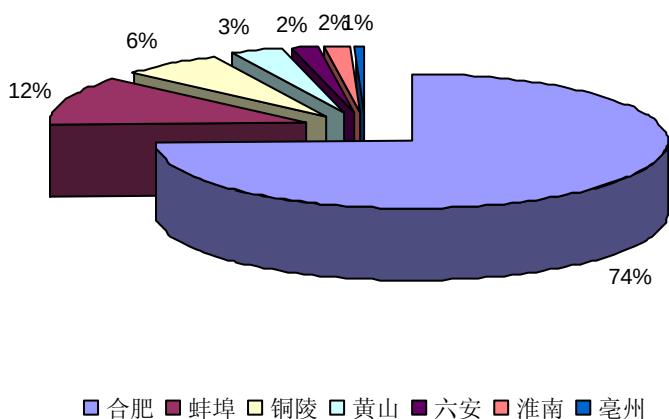
合肥百货是安徽地区零售行业的龙头，主要业务在安徽省合肥地区。零售行业属于充分竞争的，市场分散、集中度低。作为当地的零售龙头，其整体的销售收入占安徽省零售总额的比重较高。

表 1:安徽省批发零售值与合肥百货销售收入

	安徽省 (亿元)	yoy	合肥百货 (亿元)	yoy	合肥百货占有率
2005-12	283.7	32.01%	24.97	20.11%	8.80%
2006-12	335.99	18.43%	32.71	31.00%	9.74%
2007-12	410.32	22.12%	39.67	21.28%	9.67%
2008-12	512.51	24.90%	50.43	27.12%	9.84%
2009-12	614.48	19.90%	58.85	16.70%	9.58%

资料来源:WIND, 公司定期报告、国元证券投资研究中心

图 4: 合肥百货分区域销售收入



资料来源:公司定期报告、国元证券投资研究中心

二、三大业态并重，增长趋势明显

合肥百货作为零售企业，拥有超市、百货与家电三大业态。三大业态的经营主体鼓楼商厦、商业大厦、合家福连锁超市与百大电器连锁近三年增长趋势明显。

表 2:合肥百货各分公司经营状况（单位：万元）

		2007 年	2008 年	2009 年
合肥鼓楼商厦有限责任公司	利润总额	3,601.0	5,101.0	6,832.2
	净资产	18,802.4	20,603.3	24,280.7
	总资产	45,742.7	54,885.5	63,488.8
合肥商业大厦有限责任公司	利润总额	438.0	789.4	1,146.9
	净资产	8,443.9	2,473.9	9,170.3
	总资产	13,162.9	14,372.5	17,459.1
合肥百大合家福连锁超市有限责任公司	利润总额	2,765.0	6,633.2	7,663.6
	净资产	13,718.5	19,351.7	20,935.1
	总资产	38,425.6	58,112.9	56,265.5
安徽百大电器连锁有限公司	利润总额	499.8	431.3	661.0
	净资产	2,897.1	3,328.3	7,317.7
	总资产	29,943.0	38,804.0	58,016.4
周谷堆	利润总额	1,940.3	2,497.0	4,170.7
	净资产	7,973.4	8,470.4	10,641.1
	总资产	14,516.9	14,822.7	18,596.5

资料来源:公司定期报告、国元证券投资研究中心

表 3:合肥百货分行业销售分析

	2006 年报	2007 年报	2008 年报	2009 年报
百货(万元)	230,631.29	276,733.93	340,065.34	403,006.46
毛利率	11.97%	13.31%	13.10%	15.38%
yoy	26.35%	19.99%	22.89%	18.51%
超市(万元)	87,899.25	107,478.53	142,030.11	175,529.06
毛利率	9.47%	10.47%	11.74%	16.01%
yoy	36.38%	22.27%	32.15%	23.59%
农产品(万元)	3,900.06	6,083.97	8,102.40	9,735.17
毛利率	66.53%	66.74%	66.09%	70.85%
yoy	41.80%	56.00%	33.18%	20.15%

资料来源:公司定期报告、国元证券投资研究中心

三、终端增加与股权收购保证未来增长

终端增长是零售业增长的主要手段与方式，公司目前处在扩张的高峰区间。作为安徽的龙头企业，未来在二线城市的扩张之路刚刚打开。公司从事零售行业经营时间长经验丰富，未来增长可以保证。同时，公司积极通过股权收购完成绝对控制权的集中，也为未来的增长提供动力。

表 4:合肥百货终端数量变化

	06 年	07 年	08 年	09 年	10 年半
百货(家)	+1		+3	+1	
合家福超市(家)	+25	+13	+20	+17	+7
百大电器(家)	+3	+3	+7		
合计(家)	76	92	125	133	

资料来源:公司定期报告、国元证券投资研究中心

表 5:近三年扩张一览

时间	资本运作
2008 年 2 月	收购乐普生 60%股权
2008 年 8 月	设立百大淮南(100%) 设立百大六安(51%)
2008 年 10 月	设立肥西百大(74.28%)
2009 年 8 月	1、收购合肥百大合家福 0.365% 2、收购周谷堆 2.64% 3、收购合肥鼓楼商厦 6.58% 4、收购合肥百货大楼 1.48%

资料来源:公司定期报告、国元证券投资研究中心

表 6:计划非公开增发项目

	2010 年非公开发行股票
1、	收购百大合家福 51.375% 收购乐普生 40%
2、	巢湖百大项目
3、	周谷堆大兴农产品批发市场项目
4、	补充流动资金

资料来源:公司定期报告、国元证券投资研究中心

四、毛利提升尚有空间、期间费用控制得当

从公司毛利率看,公司的定位相对中低端,整体毛利水平处于中下游。未来,百货业态经营档次的提升、超市业务自采产品与自有品牌的发展是未来毛利率增长的来源。由于公司历史原因,主要经营网点位置极其优越,未来档次提升的空间较大。

表 7:同行业毛利率比较

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
合肥百货	11.76%	13.12%	14.69%	15.86%	16.51%
鄂武商	15.34%	19.71%	20.80%	21.13%	20.16%
天虹商场	25.67%	24.33%	23.78%	24.30%	22.96%
新华百货	18.09%	18.51%	18.90%	17.29%	18.72%
重庆百货	14.78%	14.39%	15.37%	15.82%	15.86%
大商股份	15.53%	20.73%	20.36%	19.46%	18.52%
武汉中商	12.27%	17.62%	17.82%	18.51%	17.93%
南京新百	10.70%	15.69%	23.57%	24.95%	26.71%

资料来源:WIND、国元证券投资研究中心

期间费用率是合肥百货的优势所在。行业同业比较，合肥百货的期间费用率是最低的，可以看出公司管理层的管理意识与能力较强。随着经营规模的扩大，期间费用率有望维持稳定与略降，保证净利润增速高于销售收入的增速。

表 8: 同行业期间费用比较

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
合肥百货	9.91%	9.90%	9.39%	10.17%	9.82%
鄂武商	15.07%	15.21%	13.92%	14.75%	14.54%
天虹商场	18.34%	16.83%	17.73%	18.15%	16.90%
新华百货	17.13%	14.45%	13.80%	11.53%	10.08%
重庆百货	12.63%	12.04%	12.70%	12.45%	12.91%
鄂武商	15.07%	15.21%	13.92%	14.75%	14.54%
大商股份	15.17%	15.02%	15.63%	18.03%	17.02%
武汉中商	19.85%	16.69%	15.64%	16.51%	15.17%
南京新百	8.67%	10.49%	15.98%	18.73%	17.80%

资料来源:WIND、国元证券投资研究中心

五、预售账款高、负债合理

预收账款是零售企业重要的资金来源，合肥百货由于其广泛的网点与政府背景，预收账款的比重相对较高。同时公司负债水平略高，较高的使用了资金杠杆，保证了较高的净资产收益率。

表 9: 预收账款比重与资产负债率

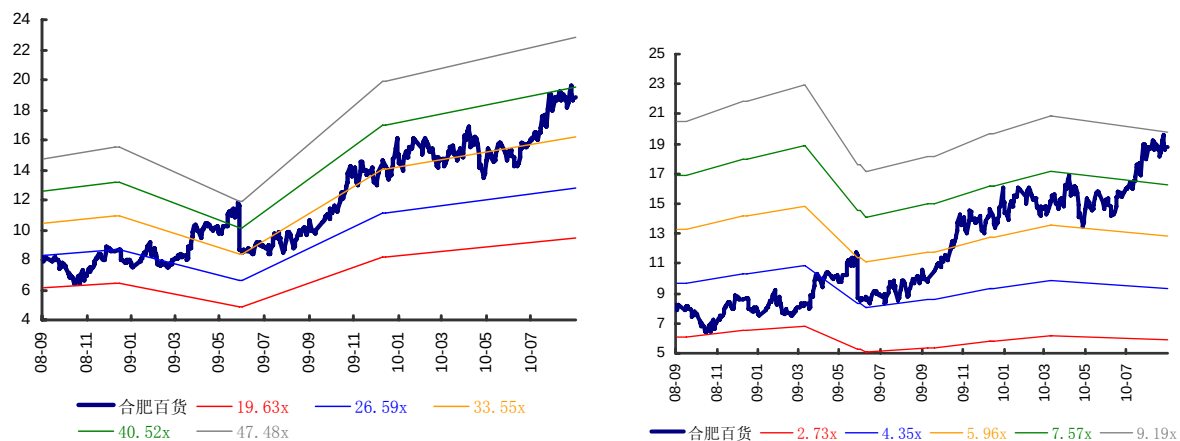
	预收账款/总资产	资产负债率	净资产收益率
合肥百货	30%	61.22%	10.39%
鄂武商	14.47%	71.08%	11.52%
天虹商场	24.42%	49.56%	22.80%
南京新百	3.16%	59.25%	5.35%
新华百货	17.57%	46.19%	12.81%
重庆百货	2.80%	61.52%	10.93%
大商股份	9.00%	70.96%	2.30%
武汉中商	9.1%	73.37%	8.05%

资料来源:公司公告、国元证券投资研究中心

六、盈利预测与投资建议

给予推荐的投资评级。预计 2010/2011 年 EPS0.53/0.68 元，PE36.55 /28.47 倍。考虑供公司增长稳健，给予 2011 年 30 倍的估值水平，目前市场状况合理价位 20.4 元。

图 5: 合肥 PE、PB 历史比较



资料来源: WIND、国元证券投资研究中心

表 10: 同行业估值水平比较

		收盘价	2010PE	2011PE	P/S
000417.SZ	合肥百货	18.79	36.55	28.47	1.53
000501.SZ	鄂武商 A	18.85	31.43	25.32	1.2
000785.SZ	武汉中商	12.59	45.80	38.61	0.94
002419.SZ	天虹商场	43.58	36.47	28.19	2.16
600280.SH	南京中商	30.24	59.33	28.95	1.03
600694.SH	大商股份	63.31	80.59	46.76	0.88
600729.SH	重庆百货	52.15	54.77	42.91	1.45
600785.SH	新华百货	33.91	29.27	23.71	2.17

资料来源: 国元证券投资研究中心

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2350	2857	3874	5110	营业收入	5885	7004	8264	9752
现金	1477	1898	2740	3787	营业成本	4914	5848	6859	8094
应收账款	21	23	28	34	营业税金及附加	45	53	62	73
其它应收款	68	70	80	90	营业费用	156	175	207	244
预付账款	296	351	412	486	管理费用	407	490	579	663
存货	459	495	594	693	财务费用	15	-30	-46	-65
其他	29	20	20	20	资产减值损失	8	0	0	0
非流动资产	1344	1457	1585	1727	公允价值变动收				
长期投资	68	80	80	80	益	18	0	0	0
固定资产	1012	1127	1265	1417	投资净收益	27	10	10	10
无形资产	217	212	207	202	营业利润	386	478	614	752
其他	47	38	33	27	营业外收入	14	0	0	0
资产总计	3694	4314	5459	6836	营业外支出	2	0	0	0
流动负债	2347	2673	3356	4166	利润总额	398	478	614	752
短期借款	113	0	0	0	所得税	109	119	153	188
应付账款	447	526	617	728	净利润	289	358	460	564
其他	1787	2147	2738	3437	少数股东损益	88	105	135	166
非流动负债	38	22	24	27	归属母公司净利润	201	253	325	399
长期借款	12	12	12	12	EBITDA	499	499	625	751
其他	26	10	12	15	EPS (元)	0.42	0.53	0.68	0.83
负债合计	2385	2695	3380	4193	主要财务比率				
少数股东权益	283	388	523	689	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	480	480	480	480	成长能力				
资本公积	15	15	15	15	营业收入	16.8%	19.0%	18.0%	18.0%
留存收益	531	736	1062	1460	营业利润	65.8%	23.9%	28.4%	22.6%
归属母公司股东权益	1026	1231	1556	1955	归属于母公司净利润	66.9%	26.1%	28.4%	22.6%
负债和股东权益	3694	4314	5459	6836	获利能力				
现金流量表					毛利率	16.5%	16.5%	17.0%	17.0%
单位:百万元					净利率	3.4%	3.6%	3.9%	4.1%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	19.6%	20.6%	20.9%	20.4%
经营活动现金流	679	709	976	1182	ROIC	-414.0%	-130.6%	-78.0%	-56.7%
净利润	289	358	460	564	偿债能力				
折旧摊销	98	51	57	63	资产负债率	64.6%	62.5%	61.9%	61.3%
财务费用	15	-30	-46	-65	净负债比率	5.24%	0.44%	0.35%	0.28%
投资损失	-27	-10	-10	-10	流动比率	1.00	1.07	1.15	1.23
营运资金变动	313	346	512	625	速动比率	0.80	0.88	0.98	1.06
其它	-8	-7	3	4	营运能力				
投资活动现金流	-166	-153	-180	-200	总资产周转率	1.67	1.75	1.69	1.59
资本支出	127	150	180	200	应收账款周转率	291	281	271	271
长期投资	-22	12	0	0	应付账款周转率	10.79	12.01	12.00	12.03
其他	-61	9	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-348	-134	46	65	每股收益 (最新摊薄)	0.42	0.53	0.68	0.83

					每股经营现金流(最新摊				
短期借款	-217	-113	0	0	薄)	1.42	1.48	2.04	2.46
长期借款	-1	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.14	2.57	3.24	4.08
普通股增加	111	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-70	0	0	0	P/E	46.11	36.55	28.47	23.22
其他	-171	-21	46	65	P/B	9.03	7.52	5.95	4.74
现金净增加额	166	422	842	1047	EV/EBITDA	16	16	13	11

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn