



批零贸易业/可选消费品

合肥百货 (000417)

今年超预期，来年更辉煌

——合肥百货 (000417) 2010 年报点评

刘冰
021-38676703
liubing6168@gtjas.com
S0880511010042

本报告导读：

作为中西部地区安徽省内的商业龙头，将受益于中西部由于经济及居民收入快速提高所带来的快于全国平均水平的商业发展速度。

投资要点：

- 2010 年公司营业收入 70.62 亿元，同比增长 19.99%，实现净利润 2.86 亿元，同比增长 42.31%，对应 EPS 为 0.60 元；其中扣除非经常性损益后净利润 2.79 亿元，同比增长 59.11%。
- 利润大幅增长原因：外延扩张以及原有门店内生增长所带来的收入 19.99% 增长；毛利率提升：公司超市业务规模效应显现，随着区域内门店数的增多，超市毛利率提升明显；费用率下降明显：公司严格控制费用，2010 年期间费用率为 9.4%，较去年同期下降 0.4 个百分点；
- 少数股东权益减少：公司全资控股的门店，如合百大楼、百大 CBD 等利润增速高于一些低比率控股的门店，如合家福超市、周谷堆市场，导致公司少数股东权益减少。
- 公司之前的房地产业务因素，2009 年就计划的定向增发方案一直迟迟未批。但公司已与 2010 年底挂牌并捆绑转让了旗下所有房地产业务，并为公司 2011 年带来 1.34 亿投资收益。完成转让后，修改后的增发方案已无障碍，预计上半年有望获批。
- 公司作为中西部地区安徽省内的商业龙头，将受益于中西部由于经济及居民收入快速提高所带来的快于全国平均水平的商业发展速度。不考虑投资收益，我们预计公司 2011-2013 年收入为 87.9/104.9/124.5 亿元，实现净利润为 4.20/5.37/6.37 亿元，对应摊薄后 EPS 0.78/1.02/1.21 元。给予增持评级，目标价 23.4 元，对应 11 年 30 倍市盈率。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5,885	7,062	8,697	10,493	12,451
(+/-)%	17%	20%	23%	21%	19%
经营利润 (EBIT)	364	456	589	735	873
(+/-)%	32%	25%	29%	25%	19%
净利润	201	286	520	537	637
(+/-)%	67%	42%	82%	3%	19%
每股净收益 (元)	0.42	0.60	0.99	1.02	1.21
每股股利 (元)	0.15	0.10	0.10	0.15	0.15

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	6.2%	6.5%	6.8%	7.0%	7.0%
净资产收益率 (%)	19.6%	22.6%	21.0%	18.3%	18.2%
投入资本回报率 (%)	19.7%	25.8%	17.2%	17.9%	17.6%
EV/EBITDA	16.0	12.2	10.2	7.9	4.9
市盈率	43.6	30.7	18.4	17.8	15.0
股息率 (%)	0.8%	0.5%	0.5%	0.8%	0.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：23.40

上次预测：20.21

当前价格：18.26

2011.03.03

交易数据

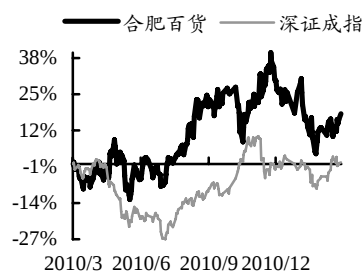
52 周内股价区间 (元)	12.92-21.60
总市值 (百万元)	8,760
总股本/流通 A 股 (百万股)	480/479
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	3
日均成交值 (百万元)	65

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,168
每股净资产	2.43
市净率	7.5
净负债率	6%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.13	0.37
Q2	0.10	0.13
Q3	0.16	0.22
Q4	0.20	0.27
全年	0.60	0.99

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	5%	-9%	18%
相对指数	-3%	-14%	15%

相关报告

- 《收购少数股东权益带来利润快速增长》
2010.08.14
- 《2009 年主业增长稳健，2010 年增速加快》
2010.03.11
- 《收购少数股东权益提升业绩 新建项目》
2009.10.27
- 《业绩大幅提升源于证券投资获益》
2009.08.24
- 《地区零售龙头 将受益于地区零售业发展》
2009.08.13

模型更新时间: 2011.03.03

股票研究

可选消费品
批零贸易业

合肥百货 (000417)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 23.40

上次预测: 20.21

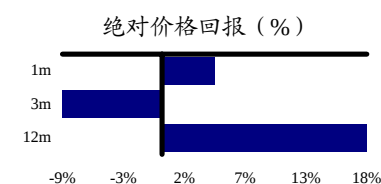
当前价格: 18.26

公司网址

www.hfbh.com.cn

公司简介

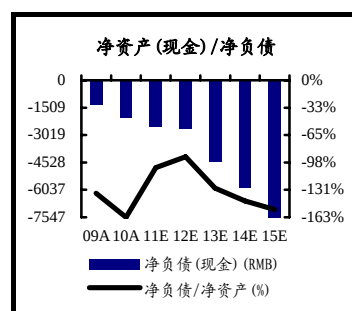
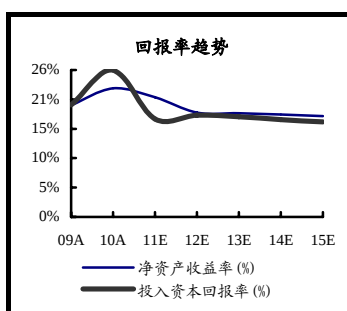
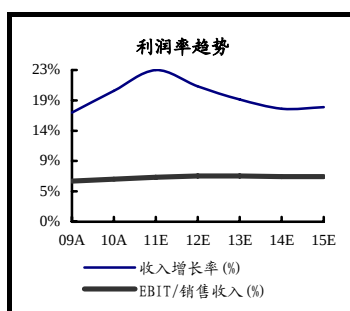
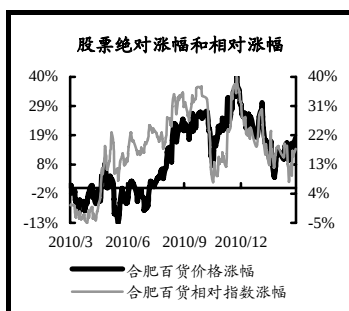
公司是迄今为止安徽省唯一的商业上市公司、安徽省最大的综合性商业集团和省政府重点扶持的商贸流通企业。公司以零售为主业,业态分布上呈现现代百货连锁、百大合家福超市连锁、百大电器连锁三轮驱动的格局,拥有合肥百货大楼、合肥鼓楼商厦、百大 CBD 购物中心、百大商业大厦、百大乐普生、铜陵百合商厦、蚌埠百货大楼、黄山百大商厦、六安百大金商都、亳州百大购物广场、淮南购物中心、六安购物中心、鼓楼商厦高新店 13 家大型百货零售商场, 89 家合家福超市和 23 家安徽百大电器连锁店。



52 周价格范围 12.92-21.60
市值 (百万) 8,760

财务预测 (单位: 百万元)

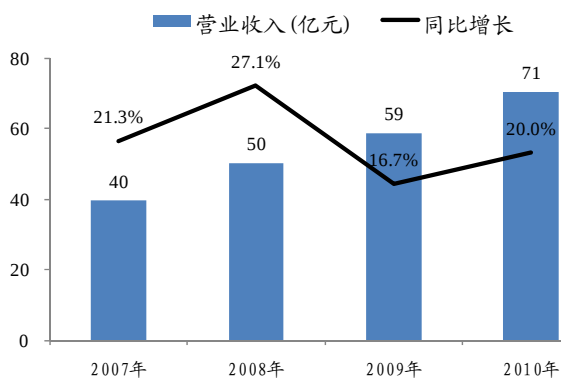
损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业总收入	5,885	7,062	8,697	10,493	12,451	14,607	17,162
营业成本	4,914	5,885	7,223	8,696	10,305	12,086	14,196
税金及附加	45	65	80	97	115	135	158
销售费用	156	191	252	283	336	394	463
管理费用	407	464	552	682	822	979	1,167
EBIT	364	456	589	735	873	1,013	1,178
公允价值变动收益	18	4	0	0	0	0	0
投资收益	27	28	150	25	25	25	25
财务费用	15	9	-22	-26	-36	-52	-67
营业利润	386	475	762	786	933	1,090	1,270
所得税	109	112	184	190	225	262	306
少数股东损益	88	81	61	63	75	87	102
净利润	201	286	520	537	637	743	866
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	1,505	2,097	2,584	2,688	4,500	5,959	7,571
其他流动资产	1	0	0	0	0	0	0
长期投资	68	63	63	63	63	63	63
固定资产合计	1,013	1,003	2,104	2,963	2,184	1,985	1,786
无形及其他资产	250	335	401	468	534	600	666
资产合计	3,694	4,474	6,357	7,597	8,977	10,565	12,420
流动负债	2,347	2,776	3,423	4,138	4,883	5,741	6,728
非流动负债	38	47	12	14	17	21	26
股东权益	1,026	1,264	2,475	2,933	3,492	4,130	4,891
投入资本(IC)	1,342	1,355	2,600	3,123	3,760	4,489	5,357
现金流量表							
NOPLAT	264	350	448	559	663	770	895
折旧与摊销	98	97	99	141	180	199	199
流动资金增量	379	398	380	479	462	571	611
资本支出	-127	-126	-1,263	-1,063	537	-63	-63
自由现金流	615	719	-336	117	1,842	1,477	1,642
经营现金流	679	847	913	1,192	1,325	1,572	1,749
投资现金流	-166	-89	-1,113	-1,038	562	-38	-38
融资现金流	-348	-123	688	-50	-76	-75	-100
现金流净增加额	166	635	488	104	1,812	1,459	1,611
财务指标							
成长性							
收入增长率	16.7%	20.0%	23.2%	20.7%	18.7%	17.3%	17.5%
EBIT 增长率	32.3%	25.4%	29.2%	24.8%	18.7%	16.1%	16.3%
净利润增长率	66.9%	42.3%	82.1%	3.2%	18.6%	16.7%	16.5%
利润率							
毛利率	16.5%	16.7%	16.9%	17.1%	17.2%	17.3%	17.3%
EBIT 率	6.2%	6.5%	6.8%	7.0%	7.0%	6.9%	6.9%
净利润率	3.4%	4.0%	6.0%	5.1%	5.1%	5.1%	5.0%
收益率							
净资产收益率(ROE)	19.6%	22.6%	21.0%	18.3%	18.2%	18.0%	17.7%
总资产收益率(ROA)	5.4%	6.4%	8.2%	7.1%	7.1%	7.0%	7.0%
投入资本回报率(ROIC)	19.7%	25.8%	17.2%	17.9%	17.6%	17.1%	16.7%
运营能力							
存货周转天数	33	32	32	32	32	32	32
应收账款周转天数	1	1	1	1	1	1	1
总资产周转天数	218	211	227	22	20	20	20
净利润现金含量	3.38	2.96	1.75	2.22	2.08	2.12	2.02
资本支出/收入	2%	2%	15%	10%	-4%	0%	0%
偿债能力							
资产负债率	64.6%	63.1%	54.0%	54.7%	54.6%	54.5%	54.4%
净负债率	-134.5%	-163.3%	-104.0%	-91.2%	-128.4%	-143.8%	-154.3%
估值比率							
PE	43.6	30.7	18.4	17.8	15.0	12.9	11.1
PB	8.5	6.9	3.9	3.3	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	16.0	12.2	10.2	7.9	4.9	3.0	1.5
P/S	1.5	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6
股息率	0.8%	0.5%	0.5%	0.8%	0.8%	1.1%	1.1%



1. 2010 年收入、利润快速增长

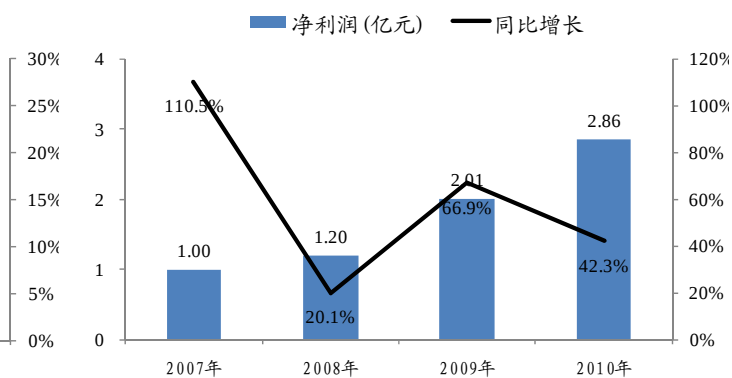
- 2010 年公司营业收入 70.62 亿元，同比增长 19.99%，利润总额 4.79 亿元，同比增长 20.49%；实现净利润 2.86 亿元，同比增长 42.31%，对应 EPS 为 0.60 元；其中扣除非经常性损益后净利润 2.79 亿元，同比增长 59.11%，略超之前我们的预期。

图 1：公司收入增长情况



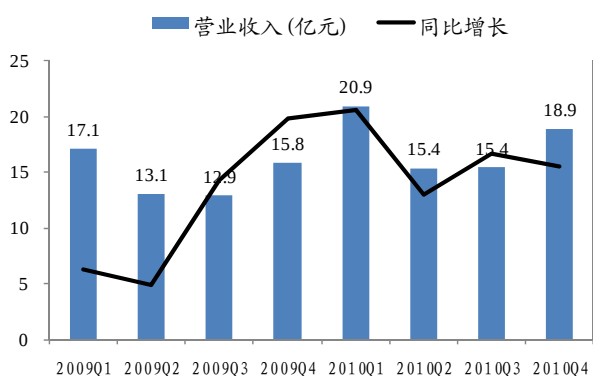
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 2：公司利润增长情况



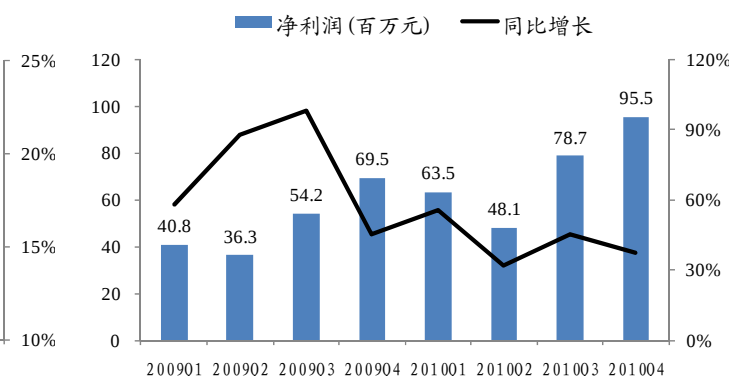
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 3：公司收入分季度增长情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

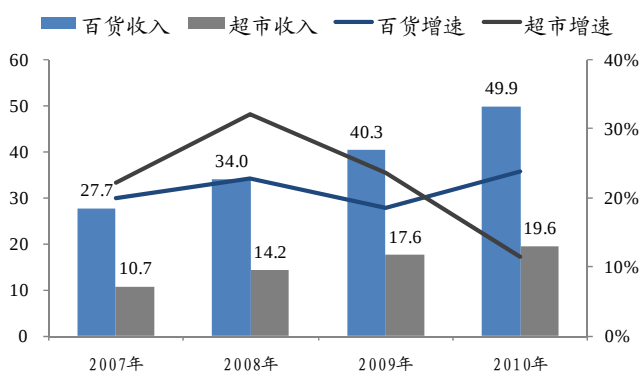
图 4：公司利润分季度增长情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

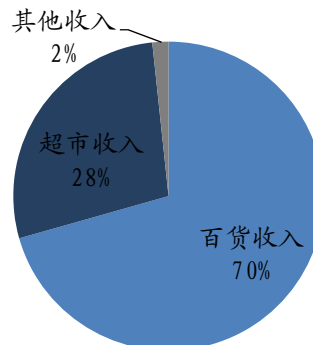
- 主营收入中，百货业务收入 49.9 亿元，同比增长 23.7%，占总收入 70%；超市业务收入 19.6 亿元，同比增长 11.5%，占总收入 28%。

图 5：公司分业务收入增长情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 6：公司分业务收入贡献



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

● 利润大幅增长原因:

- ✓ 外延扩张——公司全年新开一家百货商店、36 家超市（其中 5 家加盟店）及 1 家电器店，以及原有门店内生增长所带来的收入 19.99% 增长；

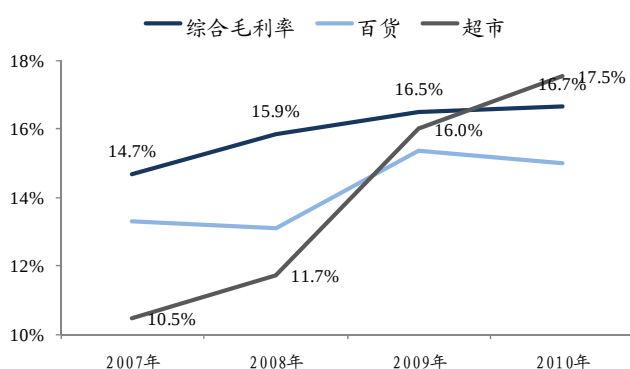
表 1: 公司门店扩张情况

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
新增网点	29	16	23	18	38
其中: 百货	1	0	3	1	1
合家福超市	25	13	20	17	36

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

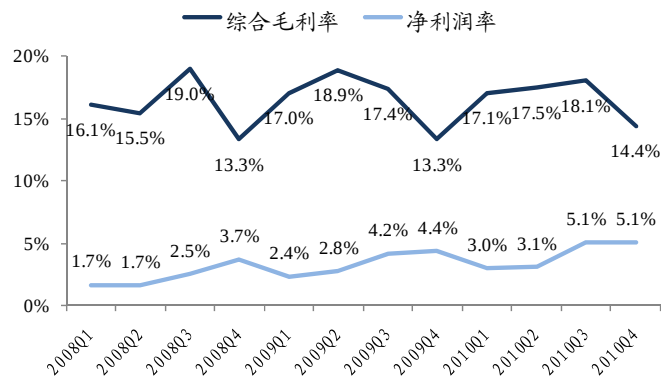
- ✓ 毛利率提升: 公司超市业务规模效应显现, 随着区域内门店数的增多, 超市毛利率提升明显, 2010 年超市业务毛利率达到 17.5%, 同比提高 1.5 个百分点, 导致公司综合毛利率提高了 0.2 个百分点, 达到 16.7%。

图 7: 公司毛利率情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

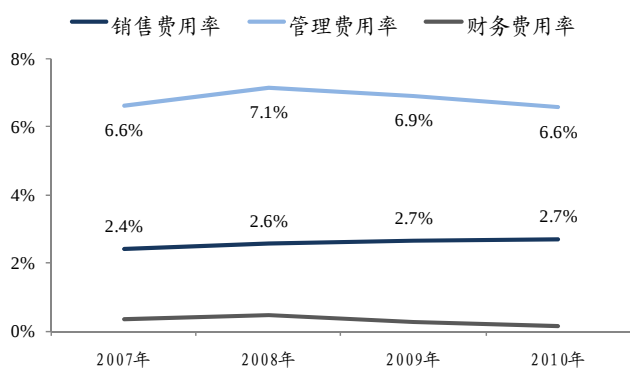
图 8: 公司利润率分季度情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

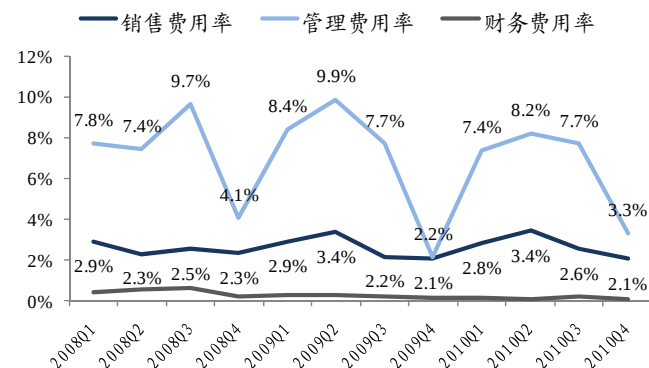
- ✓ 费用率下降明显: 公司严格控制费用, 2010 年期间费用率为 9.4%, 较去年同期下降 0.4 个百分点;

图 9: 公司费用率情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 10: 公司费用率分季度情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

- ✓ 少数股东权益减少：公司全资控股的门店，如合百大楼、百大 CBD 等利润增速高于一些低比率控股的门店，如合家福超市、周谷堆市场，导致公司少数股东权益减少。

表 2: 2010 年主要子公司经营情况:

业态	子公司	物业	建筑面积	开业时间	股权比例	2009 年 净利润	2010 年 净利润	同比增长
百货	合肥鼓楼商厦	自有	30000	1998 年	79.57%	6832	5935	-13.1%
	商业大厦	自有	28000	2006 年改造	92.29%	1147	1484	29.4%
	蚌埠百货大楼	自有	20000	2003 年重开	86%	1590	2076	30.6%
	铜陵合百商厦	自有	33000	2006 年	100%	1556	1897	21.9%
超市	合肥百大 CBD	租赁	35500	2006 年	100%	-	1545	-
	合肥百大合家福连锁超市			2003 年	48.63%	7664	8362	9.1%
家电连锁	百大电器连锁			2005 年 5 月	100%*	661	1376	108.1%
农产品批发	周谷堆农产品批发市场			2005 年扩建	54.83%	4171	4092	-1.9%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

*: 直接 75%，间接 25%

- 分配预案：每 10 股派发现金股利 1 元（含税）。

2. 剥离地产后，定向增发有望上半年获批

公司之前的房地产业务因素，2009 年就计划的定向增发方案一直迟迟未批。但公司已与 2010 年底挂牌并捆绑转让了旗下所有房地产业务，并为公司 2011 年带来 1.34 亿投资收益。完成转让后，修改后的增发方案已无障碍，预计上半年有望获批。

修改后的方案计划发行不超过 4500 万股，每股价格不低于 16.83 元，不计资金不超过 7.11 亿元，用于进一步收购少数股东权益以及扩张计划。

表 3: 非公开增发募集资金投资项目

序号	项目名称	项目投资 总额	募集资金投入 金额
1	股权收购项目	16,505.25	16,505.25
	合家福 51.375% 股权	6,876.78	6,876.78
2	巢湖百大购物中心项目	11,674.51	11,674.51
3	周谷堆大兴农产品批发市场项目	110,193.00	23,088.00
4	补充流动资金	10,000.00	10,000.00
合计		155,249.54	68,144.54

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

3. 盈利预测及投资评级

公司作为中西部地区安徽省内的商业龙头，将受益于中西部由于经济及居民收入快速提高所带来的快于全国平均水平的商业发展速度。我们预

计公司此次定增收购的少数股东权益、周谷堆市场和新近储备的门店扩张计划将继续支持公司在未来 1-3 年内业绩高速增长。

不考虑 1.34 亿投资收益，考虑增发股本，我们预计公司 2011-2013 年收入为 87.9/104.9/124.5 亿元，实现净利润为 4.20/5.37/6.37 亿元，同比增长 46.8%/27.9%/18.6%，对应摊薄后 EPS0.78/1.02/1.21 元。给予增持评级，目标价 23.4 元，对应 11 年 30 倍市盈率。

作者简介:**刘冰:**

S0880511010042

021-38676703

liubing6168@gtjas.com

汪睿（贡献作者）:

S0880110024644

021-38674657

wangrui008182@gtjas.com

汪睿:会计硕士，毕业于美国纽约州立大学 Binghamton 分校。09 年 10 月加入国泰君安销售交易总部，先后从事餐饮旅游，商贸零售行业研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		