

合肥百货（000417）点评报告

——业绩快速增长

基本数据 2010-03-02

收盘价（元）	19.31
市盈率	32
市净率	7.34
每股净资产（元）	2.63
资产负债率 %	63.09
总股本（亿股）	4.8
流通 A 股（亿股）	4.79
流通 A 股市值（亿元）	92.49

一年内股价走势：



研究员：欧阳瑾娟

电 话：020-37865165

EMAIL：ouyangjj@wlzq.com.cn

执业证书编号：S0270510120005

报告日期：2011-03-02

事件：合肥百货公布 2010 年年报：报告期内，公司实现主营业务收入 68.58 亿元，同比增长 19.88%；实现归属于母公司普通股股东的净利润 2.86 千元，同比增长 42.31%，其中，扣除非经常性损益的经营性净利润 2.79 亿元，同比增长 59%，超出了市场的一致预期；每股收益 0.59 元。

点评要点：

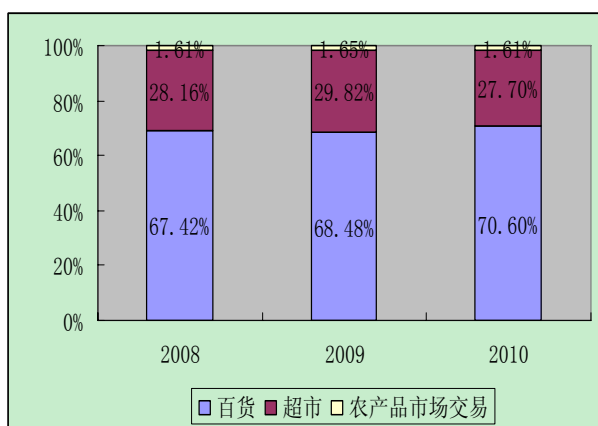
- 2010 年公司百货（含家电）业态收入增长最快，达 24%，对收入增长贡献最大；来自超市和农产品交易市场的综合毛利率有所提升，带动公司综合毛利率上升 0.15%。
- 2010 年，合肥市外其他区域收入总体增速较合肥市高出 9.5%，扩张成效可见一斑。
- 除了收入增长、毛利率提升的积极影响外，公司期间费用率整体下降 0.41%，这也是公司经营性利润大幅增长的重要因素。
- 近三年来，公司的盈利能力显著提升，净资产收益率、总资产报酬率、销售净利率从低于行业平均水平走向高于行业平均水平，均大幅提升。
- 除了受益安徽经济增长带来公司现有门店的同店收入增长和业绩提升，目前，公司只进入了安徽省 17 个地级市中的 8 个，我们认为剩余的 8 家地级市市场为公司组合业态的发展留下了充足空间，因此我们看好公司的收入增长势头和盈利提升能力。
- 按公司增发成功的股本 5.24 亿股计算，预计公司 2011 年、2012 年每股收益可分别达 0.99 元（经营性每股收益 0.70 元）、0.90 元。考虑到公司主业成长性突出，我们认为按照行业公认的 30 倍给公司估值较为合适，考虑到一次性投资收益带来的溢价，预计公司六个月目标股价在 22 元左右，我们给予公司“强烈推荐”评级。

1. 2010 年公司百货（含家电）业态收入增长最快，综合毛利率有所提升

在公司主营的百货（含家电）、超市、农产品交易市场三大主要业态中，百货营业收入增长最快，增速达 24%。剔除 2010 年 10 月新开的巢湖百大购物中心 3065.97 万元营业收入的贡献，我们看到，百货业务同店收入增速达 15%，增速非常可观。除此之外，收入占比较大的超市业务由于新开门店 31 家，销售收入也增长了 11%。再加上来自农产品易市场交 17% 的收入贡献，公司主营业务收入增长近 20%。

除了百货业务毛利率略有下降外，公司超市业务和农产品市场交易毛利率分别上升 1.53%、0.7%，因此，总体来看，公司综合毛利率仍提升了 0.15%。

图 1 公司收入分主业占比



资料来源：公司年报，万联研发整理

表 1 2010 公司各主业收入及毛利率概况

	营业收入（亿）	同比增长
百货（含家电）	49.86	24%
超市	19.57	11%
农产品市场交易	1.14	17%
	毛利率	同比增幅
百货（含家电）	15.02%	-0.36%
超市	17.54%	1.53%
农产品市场交易	71.55%	0.70%

2. 积极布局整个安徽省，省内其他区域收入同比增长加快

随着万达、百盛、金鹰等商业公司纷纷进驻合肥市场、与公司的百货、超市业务展开竞争，公司除了保持合肥市各项业务的有序发展外，也通过“百货+超市+农产品市场”组合业态方式倾力于进驻省内其他城市，提前布局，分享这些城市经济增长带来的消费支出增加。2010 年，蚌埠、黄山等四城市门店的收入增长均快于合

图 2 2010 年公司主业分地区占比

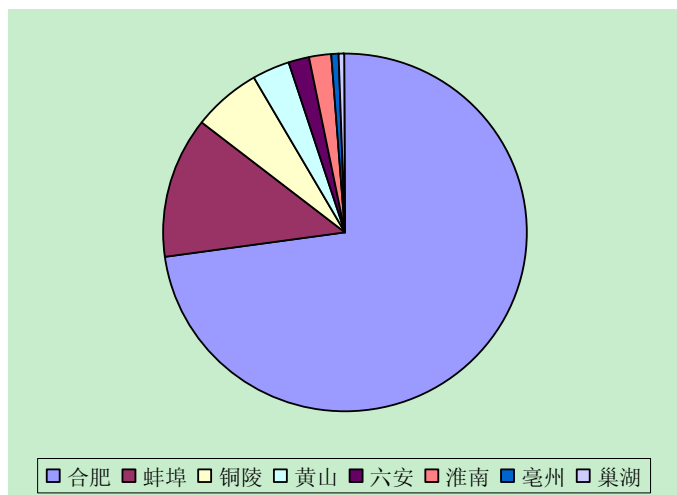


表 2 2010 年公司各地区收入规模及增长情况

	营业收入（亿）	同比增长
合肥	51.36	17.05%
蚌埠	8.97	29.53%
铜陵	4.36	15.26%
黄山	2.34	23.32%
六安	1.47	39.60%
淮南	1.40	49.55%
亳州	0.39	7.01%
巢湖	0.31	----

肥市，带动合肥市外其他区域收入总体增速较合肥市高出 9.5%，扩张成效可见一斑。

3. 费用控制成效显著也是公司经营性利润大幅增长的重要原因

除了收入增长、毛利率提升的积极影响外，公司期间费用率整体下降 0.41%，这也是公司经营性利润大幅增长的重要因素。

表 3 公司盈利能力显著提升

	2008 年	2009 年	2010 年
净资产收益率-加权 (%)	14.36	20.24	25.04
净资产收益率-扣除非经常损益 (%)	13.88	18.44	24.37
总资产报酬率 (%)	8.7	11.31	11.96
销售净利率 (%)	3.75	4.91	5.2
销售毛利率 (%)	15.86	16.51	16.66
销售期间费用率 (%)	10.17	9.82	9.41
净利润 / 营业总收入 (%)	3.75	4.91	5.2
营业利润 / 营业总收入 (%)	4.61	6.56	6.73
息税前利润 / 营业总收入 (%)	5.03	6.76	6.92
营业总成本 / 营业总收入 (%)	95.2	94.21	93.72
销售费用 / 营业总收入 (%)	2.56	2.65	2.7
管理费用 / 营业总收入 (%)	7.14	6.91	6.57
财务费用 / 营业总收入 (%)	0.46	0.25	0.13
资产减值损失 / 营业总收入 (%)	0.2	0.13	0.05

数据来源：WIND 资讯

我们看到，近三年来，公司的盈利能力显著提升，净资产收益率、总资产报酬率、销售净利率从低于行业平均水平走向高于行业平均水平，均大幅提升。

4. 看好公司在安徽省内的发展，收入增长、盈利提升有空间

除了受益安徽经济增长带来公司现有门店的同店收入增长和业绩提升，目前，公司只进入了安徽省 17 个地级市中的 8 个，鉴于公司多年来省内扩张的经验和先发优势，我们认为剩余的 8 家地级市市场为公司组合业态的发展留下了长足空间，因此我们看好公司的收入增长势头和盈利提升能力。

未来两年，公司较确定的业绩增长将主要来自：

1) 百货业务方面，公司 2010 年新开业的百大购物中心、对鼓楼商厦、铜陵、黄山百大进行的升级改造、CBD 店扭亏为盈以及其他新门店的扭亏为盈，为今后两年快速增长奠定了基础；

2) 中国合肥农产品国际物流园（周谷堆大兴农产品批发市场）主体工程已开工建设，预计 2011 年底建成，总建筑面积 36.5 万平米，相当于现有周谷堆农贸批发市场的两倍，粗略估算，每年可为公司贡献 9000 万元左右的利润；

3) 超市业务方面, 随着合家福超市继续加大自采、自营、自有品牌经营力度, 同时加强自身的仓储物流, 减少中间流通环节, 超市的毛利水平有望进一步得到提高; 另外, 公司超市门店扩张正在进行中, 这也将为公司带来增量的收入和利润;

4) 公司 2011 年初以成交价格 19994.55 万元转让其地产相关资产, 该股权转让将使得公司 2011 年增加投资收益约 1.34 亿元;

5) 公司有望在 2011 年完成其非公开发行项目, 如募资收购安徽百大合家福连锁超市 51.375%股权以及安徽百大乐普生商厦 40%股权顺利完成(我们认为问题不大), 预计 2011-2012 年少数股东权益的减少将增加公司利润约 5300 万元;

除此之外, 已顺利奠基的宿州百大农产品物流中心项目、肥西百大购物中心项目以及公司第一家真正意义的大型商业综合体中的核心商业项目储备港汇广场项目将是更长时期内公司业绩增长的亮点。

5. 盈利预测及评级

我们按公司增发成功的股本 5.24 亿股计算, 预计公司 2011 年、2012 年每股收益可分别达 0.99 元(经营性每股收益 0.70 元)、0.90 元。考虑到公司主业成长性突出, 我们认为按照行业公认的 30 倍给公司估值较为合适, 考虑到一次性投资收益带来的溢价, 预计公司六个月目标股价在 22 元左右。根据万联研发中心新启用的评级标准, 我们首次给予公司“强烈推荐”评级。

证券研究报告投资评级说明：

公司投资评级：

买入	预计6 个月内，股价表现优于市场指数30%以上
强烈推荐	预计6 个月内，股价表现优于市场指数15%~30%之间
推荐	预计6 个月内，股价表现优于市场指数5%~15%之间
中性	预计6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计6 个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

行业投资评级：

强于大市	报告日后6 个月内，行业指数表现优于市场指数5%以上
中性	报告日后6 个月内，行业指数表现介于市场指数-5%~5%之间
弱于大市	报告日后6 个月内，行业指数表现弱于市场指数5%以上

风险提示：

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深 300 指数

免责条款：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

万联证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或或类似的金融服务。

本报告版权归本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络万联证券研究所客户服务部，并注明出处为万联证券研发中心，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

万联证券研究发展中心

地址：广州市中山二路 18 号电信广场 36 层

邮编：510081

公司客户服务热线：400-8888-133