



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011年4月8日

零售

研究部

郭海燕

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080200010008

guohy@cicc.com.cn

钱炳

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080200010028

qianbing@cicc.com.cn

推荐

合肥百货 (000417.SZ)

1 季度净利润预增 250%，显著超市场预期

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	5,885	7,062	8,705	10,715
(+/-%)	16.8%	20.0%	23.3%	23.1%
经营性净利润	175	279	373	493
(+/-%)	50.3%	59.1%	33.6%	32.1%
净利润(含股票投资/资产出售)	201	286	473	523
(+/-%)	66.9%	42.3%	65.7%	10.4%
经营性每股收益(元)	0.37	0.58	0.78	1.03
市盈率(经营性每股收益)	45.2	28.4	21.3	16.1
每股收益(元)-考虑增发备考, 全年化		0.61	0.82	1.11
市盈率		26.9	20.2	14.9
市净率	7.7	6.3	5.0	4.0
股价/经营现金	11.7	9.4	7.2	6.2
净资产收益率(%)	21.1%	25.0%	26.3%	27.7%
投入资本回报率(%)	13.5%	18.3%	19.8%	21.0%
股息收益率(%)	0.6%	0.6%	0.8%	1.0%

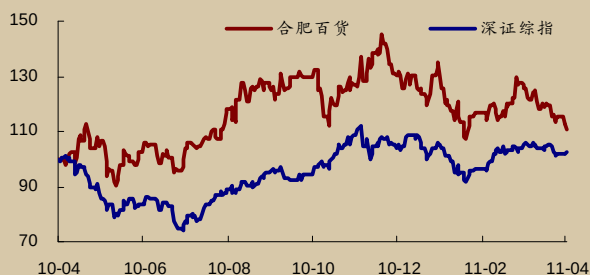
股票信息

当前股价	16.52
股票代码	000417.CH
日成交量(百万股)	5.0
总市值(百万)	7925.0
52周最高价/最低价	21.60/12.92
总股数(百万股)	480
其中: 流通股(百万股)	479
主要股东(持股比例)	合肥市建设投资控股(集团)有限公司(23.99%)

最近估值走势

	1周变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
合肥百货	-4.3	-12.6	-11.8	-14.8
深证综指	-0.3	-2.5	-1.6	-1.5
零售指数	-0.3	-5.6	-2.8	-2.7

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

公司近况:

合肥百货发布 2011 年 1 季度业绩预增公告, 预计实现净利润约 2.23 亿元, 同比增长 250% 左右; 扣除出售拓基地产股权 1.34 亿元投资收益影响, 净利润约 1.22 亿元, 同比大幅增长高达 85%, 对应每股收益 0.25 元 (增发摊薄后 0.23 元)。

我们预计考虑部分可能存在的因素影响, 公司 1 季度经营性净利润增长至少有望达到 60%-70%, 大幅超出市场预期。公司将于 4 月 22 日公布季报, 届时将会进行详细点评。

评论:

- **增速显著超预期, 处于板块最快水平, 金花大放异彩。**我们认为, 公司 1 季度经营性净利润增速超预期主要得益于收入较快增长, 毛利率稳中有升, 期间费用有效控制。从重点门店层面来看, 去年公司对鼓楼商厦、铜陵、黄山百大进行了升级改造, 为今年以及明后几年的快速增长奠定坚实基础; 而新店中典型门店 CBD 店净利润突破 1500 万元, 进入盈利快速提升期, 淮南、六安、高新店均开始逐步扭亏为盈, 也成为了业绩增长的重要推动力量。
- **市场经营性盈利预测至少存在 5%-10% 的上调空间。**目前市场对公司不考虑增发的经营性净利润预测在 3.4 亿元左右, 1 季度业绩已经占全年的 37%, 上调空间明确。我们的预测在市场的中高端 (1 季度占全年 33%), 超预期的 1 季度表现使我们的盈利预测也略显保守, 但审慎起见暂时维持不变, 将会视 1 季报具体情况做出相应评价。
- **中长期业绩较快增长具备可持续性, 且提升空间大, 体现在:**受益于安徽区域经济和消费快速增长, 同店和外延扩张均具备很好潜力; 百货和超市毛利率低于行业平均水平, 随着区域经济进步, 存在改善空间。规模效应带来区域控制力度加强, 费用率有望略有下降。此外, 周谷堆大兴农产品物流园、宿州农产品物流中心建成将会进一步提升区域控制和优势。

估值与建议:

重申“推荐”评级和“中西部五朵金花”组合首选地位。2011 年考虑增发后市盈率只有 20 倍 (摊薄每股收益 0.82 元), 处于板块最低端, 但业绩增速处于高端, 性价比优势最为显著。

我们认为, 超预期的 1 季度业绩表现有望进一步提振市场信心并成为短期催化剂。同时公司增发正在推进, 预计上半年有望获得突破, 目前股价已经略低于 16.8 元的增发价格, 提供了有效的安全边际。12 个月目标价 24.5 元 (30 倍), 具备 48% 的上升空间。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1：公司增发收购情景分析

增发收购资产	收购股权	2009	2010	2011E	2012E
合家福超市	51%	74	84	100	125
		-	13.7%	20.0%	25.0%
乐普生	40%	7.2	14.5	17.5	20.9
		-	101.2%	20.0%	20.0%
巢湖			-5.7	-4.0	4.0
大兴农产品批发市场	55%			-12.0	10.0
补充流动资金带来费用节约				8.0	8.0
权益净利润合计			43	56	90
全年考虑增厚盈利			15.4%	15.0%	18.3%
原经营性净利润		175	279	373	493
增发后经营性盈利预测（全年备考）		216	322	429	583
			49.1%	33.1%	35.9%
原有股本			480		
增发后股本（新拟增发价格16.83元，最多4500万股）			525		
摊薄			9.4%		
EPS（全年考虑,备考）			0.61	0.82	1.11
目前股价			16.5	16.5	16.5
市盈率(增发后)			26.9	20.2	14.9

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2：合肥百货门店网络分布(2010)



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 3：盈利对比

百万元	1Q10	1Q11	YOY
净利润	63	223	251%
公允价值损益	-4	0	
投资收益	1	134	
扣除投资收益等之后的净利润	66	122	85%

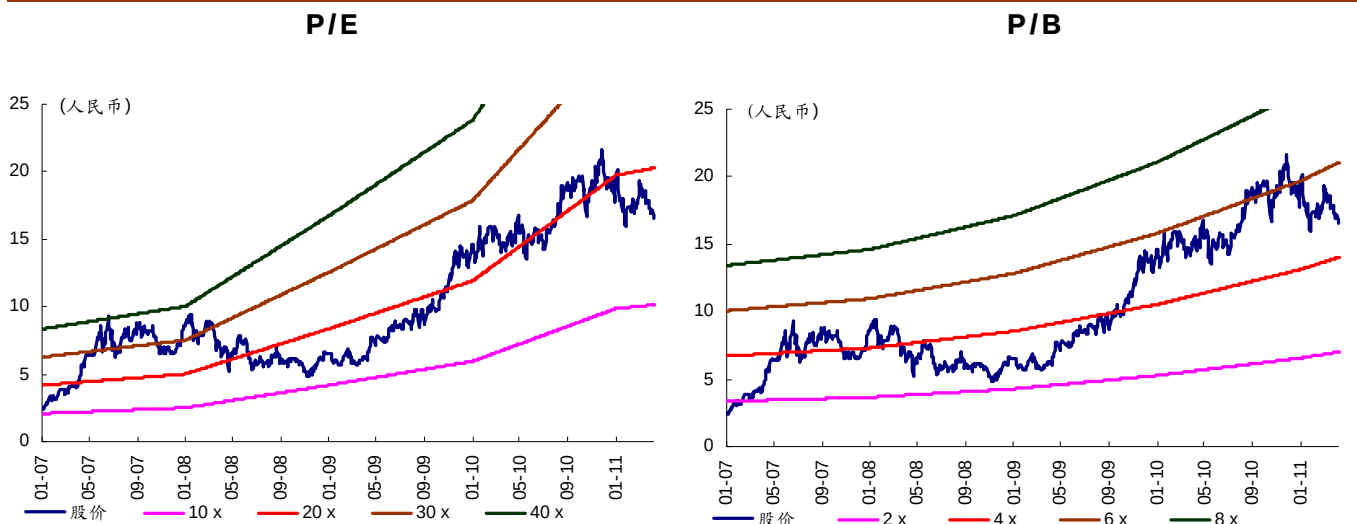
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表4：可比公司估值

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)					每股收益			市盈率			10年底-12年底 净利润CAGR	PEG		
					2010E	YoY	2011E	YoY	2012	YoY	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E			
百货类公司																			
跨区域发展	600694.CH	大商股份	39.48	11,596	122	-	260	113.6%	442	70.1%	0.41	0.89	1.51	95.2	44.6	26.2	90.6%	0.5	
	600859.CH	王府井(经营性)	39.29	18,168	430	19.4%	707	64.5%	931	31.6%	0.93	1.53	2.01	42.3	25.7	19.5	47.1%	0.5	
	002419.CH	天虹商场	43.90	17,564	485	36.3%	655	35.1%	870	32.7%	1.21	1.64	2.17	36.2	26.8	20.2	33.9%	0.8	
	3368.HK	百盛集团	11.22	31,534	992	8.9%	1092	10.1%	1,269	16.3%	0.41	0.47	0.56	27.3	23.7	19.9	13.1%	1.8	
	825 .HK	香港新世界	5.66	9,544	578	5.5%	685	18.6%	818	19.4%	0.34	0.41	0.48	16.5	13.9	11.7	19.0%	0.7	
	000417.CH	合肥百货(增发后整体)	16.52	7,925	322	49.1%	429	33.1%	583	35.9%	0.61	0.82	1.11	26.9	20.2	14.9	34.5%	0.6	
中西部和东北	000501.CH	鄂武商	17.37	8,811	294	22.9%	374	27.5%	504	34.7%	0.58	0.74	0.99	30.0	23.5	17.5	31.0%	0.8	
	600778.CH	友好集团	11.85	3,691	109	80.2%	156	43.3%	228	46.4%	0.35	0.50	0.73	33.9	23.7	16.2	44.8%	0.5	
	600729.CH	重庆百货	39.78	14,842	527	30.5%	689	30.6%	918	33.4%	1.41	1.85	2.46	28.1	21.6	16.2	32.0%	0.7	
	600697.CH	欧亚集团	27.31	4,345	132	18.5%	165	25.0%	215	26.2%	0.83	1.04	1.35	32.9	26.3	20.2	27.7%	1.0	
	600785.CH	新华百货	24.94	5,173	215	12.3%	259	20.2%	365	21.2%	1.04	1.25	1.76	24.0	20.0	14.2	30.3%	0.7	
	002277.CH	友阿股份	23.20	8,101	216	44.5%	287	32.8%	417	45.1%	0.62	0.82	1.19	34.2	25.8	17.8	38.8%	0.7	
	000419.CH	通程控股	9.69	3,401	94	65.0%	120	28.2%	149	24.1%	0.27	0.34	0.42	36.3	28.3	22.8	26.1%	1.1	
	600858.CH	银座股份	20.79	6,007	111	-39.3%	205	85.0%	259	26.2%	0.38	0.71	0.90	54.2	29.3	23.2	52.8%	0.6	
	600828.CH	成商集团	15.64	5,719	138	8.2%	215	55.2%	273	27.2%	0.38	0.59	0.75	41.4	26.6	20.9	40.5%	0.7	
	000564.CH	西安民生	8.59	2,614	59	21.8%	78	31.7%	102	30.3%	0.20	0.26	0.33	44.0	33.4	25.6	31.0%	1.1	
长三角地区	600827.CH	百联股份(合并后)	17.04	29,351	1082	30.9%	1371	26.6%	1721	25.6%	0.63	0.80	1.00	27.1	21.4	17.1	26.1%	0.8	
	600628.CH	上海新世界	11.60	6,169	207	15.0%	232	12.0%	277	19.2%	0.39	0.44	0.52	29.7	26.6	22.3	15.5%	1.7	
	600655.CH	豫园商城	12.41	17,837	673	39.7%	812	20.7%	976	20.2%	0.47	0.57	0.68	26.5	22.0	18.3	20.5%	1.1	
	1833.HK	银泰百货(收购信诚)	11.10	21,202	513	54.8%	702	36.8%	913	30.1%	0.31	0.45	0.60	35.5	24.8	18.6	33.4%	0.7	
	3308.HK	金鹰商贸(经营性)	19.26	37,422	959	24.9%	1208	26.0%	1536	27.1%	0.57	0.76	0.99	33.6	25.4	19.5	26.5%	1.0	
北京和广州地区	000987.CH	广州友谊	23.00	8,256	327	14.7%	410	25.1%	533	30.1%	0.91	1.14	1.48	25.2	20.2	15.5	27.6%	0.7	
	600723.CH	西单商场	12.26	8,072	239	47.9%	305	27.6%	382	25.2%	0.36	0.46	0.58	33.8	26.5	21.1	26.4%	1.0	
超市类公司																			
	000759.CH	武汉中百	12.18	8,295	251	17.6%	317	26.2%	413	30.3%	0.37	0.46	0.61	33.1	26.2	20.1	28.2%	0.9	
	600361.CH	华联超市	10.07	6,705	93	53.0%	166	78.1%	249	50.3%	0.14	0.25	0.37	72.1	40.5	26.9	63.6%	0.6	
	601933.CH	永辉超市	26.69	20,495	306	20.2%	480	57.1%	696	44.9%	0.40	0.63	0.91	67.1	42.7	29.5	50.9%	0.8	
	002336.CH	人人乐	21.99	8,796	239	4.1%	299	25.2%	410	37.1%	0.60	0.75	1.03	36.8	29.4	21.4	31.0%	0.9	
	002251.CH	步步高	24.42	6,602	171	3.4%	214	25.0%	270	26.5%	0.63	0.79	1.00	38.6	30.9	24.4	25.7%	1.2	
	002264.CH	新华都	24.34	3,902	77	26.0%	139	80.0%	173	24.2%	0.48	0.87	1.08	50.5	28.1	22.6	49.5%	0.6	
	980.HK	联华超市	33.00	20,526	623	22.8%	773	24.2%	956	23.6%	1.16	1.52	1.92	28.4	21.8	17.2	23.9%	0.9	
	814.HK	京客隆	9.74	4,015	181	22.1%	226	25.0%	278	23.3%	0.51	0.67	0.84	19.1	14.6	11.5	24.2%	0.6	
	8277.HK	物美集团	4.72	5,760	530	21.0%	648	22.3%	805	24.2%	0.50	0.65	0.82	9.3	7.3	5.7	23.2%	0.3	
	家电及电子消费品零售及分销公司																		
	家电零售及分销	002024.CH	苏宁电器	13.26	92,770	4012	38.8%	5259	31.1%	6732	28.0%	0.57	0.75	0.96	23.1	17.6	13.8	29.5%	0.6
		493.HK	国美电器	2.85	47,934	1,962	40.7%	2,437	24.2%	2,965	21.7%	0.13	0.16	0.21	22.5	17.3	13.9	22.9%	0.8
手机分销	000829.CH	天音控股	12.20	11,552	325	71.4%	430	32.4%	574	33.3%	0.34	0.45	0.61	35.5	26.8	20.1	32.9%	0.8	
	002416.CH	爱施德	39.38	19,426	607	27.0%	718	18.2%	853	18.8%	1.23	1.46	1.73	32.0	27.1	22.8	18.5%	1.5	
商业地产开发或购物中心经营型公司																			
	600415.CH	小商品城	30.38	41,341	1008	10.1%	1680	66.7%	2,134	27.0%	0.74	1.23	1.57	41.0	24.6	19.4	45.5%	0.5	
	000882.CH	华联股份(增发后盈利)	7.96	5,926	50	-33.3%	120	140.8%	196	63.1%	0.07	0.16	0.27	117.6	48.9	30.0	98.2%	0.5	

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表5：历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 6: 历史和预测的财务指标

损益表(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	3,271	3,967	5,038	5,885	7,062	8,705	10,715
营业成本	-2,842	-3,384	-4,244	-4,914	-5,885	-7,229	-8,865
营业费用	-82	-96	-124	-156	-191	-227	-279
管理费用	-223	-262	-360	-407	-464	-572	-693
财务费用	-19	-14	-23	-15	-9	-9	-9
税前利润	99	209	242	398	479	615	797
所得税	-32	-68	-53	-109	-112	-144	-186
少数股东权益	-20	-41	-69	-88	-81	-98	-118
净利润	48	100	120	201	286	373	493
现金流量表(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流	187	381	656	679	847	1,093	1,286
投资活动现金流	-32	-21	-208	-166	-89	-228	-238
融资活动现金流	-135	-176	-108	-348	-123	-79	-136
资产负债表(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
银行存款	553	737	1,076	1,242	1,877	2,663	3,575
应收帐款	10	15	18	21	23	27	33
存货	272	315	438	459	569	611	700
固定资产净值	758	717	988	1,012	975	1,101	1,219
无形资产	143	201	199	217	284	290	295
总资产	2,338	2,489	3,341	3,694	4,474	5,285	6,496
短期借款	298	227	330	113	23	18	11
应付帐款	331	330	464	447	560	618	734
预收帐款	226	445	803	1,059	1,477	1,563	1,953
总负债	1,445	1,481	2,154	2,385	2,823	3,225	3,908
少数股东权益	167	203	311	283	387	485	604
归属母公司股东权益	726	805	876	1,026	1,264	1,574	1,984

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED