

2011-06-23

批发和零售贸易

合肥百货 000417-SZ

弱市定增溢价发行，彰显机构未来信心

◇ 事件：公司非公开发行情况报告

◆公告梗概：

本次非公开发行价格最终确定为 17.55 元/股，相对于公司定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%即 16.73 元（考虑利润分配对发行价的影响）溢价 104.90%，相对于本次非公开发行日前 20 个交易日公司股票交易均价 19.17 元/股折价 91.55%。发行对象为 7 名机构投资者，自发行结束后 12 个月内不得转让。

◆中长期两大利好，未来仍有较大提升空间：

1) **消费升级将拉动未来毛利率提升**：东部发达百货的消费升级正逐渐转向内陆地区，而合肥百货仍然处于尚未升级的阶段，未来盈利方面借助消费升级来提升盈利能力的空间较大。

2) **渠道下沉将受益于城市化进程发展**：我们认为公司在安徽省内发展空间仍然巨大，主要逻辑基于未来省内城镇化进程的加速发展（未来规划 19 个镇级市），而目前合肥城区 280 万人口未来五年加速增长（初步预计未来五年达到 400 万），形成区域型特大城市的中心优势有利于合百在安徽二三线城市的渠道下沉。目前公司尚有 8 个地市没有门店覆盖，因此未来外延扩张空间仍然很大。

◆短期看好公司经营能力和区域垄断优势：

1) **单店经营能力以及门店整合能力极强**：目前 15 家门店中 13 家门店处于盈利状态（亏损 2 家中一家为 2010 年 9 月底开业的巢湖百大），因此我们对未来肥西以及港汇广场项目的盈利能力较有信心，已营业门店中较好的盈利情况能为未来新店扩张做坚实的业绩支撑后盾。

2) **安徽地区的垄断优势、多业态同步发展**：截至 2010 年底，公司拥有 15 家大型百货零售商场、126 家合家福超市以及 22 家百大电器连锁卖场，门店总数达 163 家，我们认为多业态齐头并进的策略以及较强的垄断优势，对于未来抵抗宏观系统性风险的能力较强，较强的经营壁垒也有利于公司未来网点下沉和区域市场辐射。

◆建议投资者仍能积极参与，逢低买入：

我们以非公开定增后 5.2 亿股本为基础，维持 2011-2013 年全面摊薄后 EPS 分别 1.06（扣除出售地产业务后为 0.81 元）/0.98/1.16 元，以 2010 年为基期未来三年 CAGR28.6%，认为公司合理价值在 24.26 元，对应主营业务 2011 年 30 倍市盈率，买入评级不变。从公司的财报分析来看，我们认为无论哪个财务分析指标，ROE/PB/PCF/企业价值等指标，合百都属于靠前的百货龙头地位，因此较好的财报质量也增强我们对于未来公司财务情况较为乐观的看法。

◆风险分析：

安徽零售市场竞争加剧，宏观经济下滑抑制居民消费需求。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	5,885	7,062	8,731	10,794	12,440
营业收入增长率	16.69%	19.99%	23.63%	23.63%	15.25%
净利润（百万元）	201	286	553	507	602
净利润增长率	66.93%	42.29%	93.50%	-8.23%	18.69%
EPS（元）	0.39	0.55	1.06	0.98	1.16
ROE（归属母公司）	19.58%	22.61%	22.35%	17.77%	18.00%
P/E	46	32	17	18	15
P/B	9	7	4	3	3
EV/EBITDA	13	10	12	11	9

维持

买入

当前价格	17.59 元
目标价格	24.26 元
目标期限	6 个月

分析师：

唐佳睿 CFA CAIA FRM

（执业证书编号：S0930510120009）

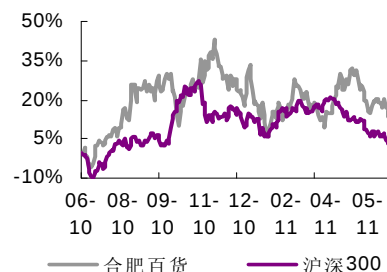
021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	520
总市值(百万元)	9,145
流通比例(%)	92.07%
12 个月最高/最低(元)	21.60/13.85
近 3 月日均成交量(百万股)	3.36
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	2.16	9.42	12.60
绝对收益	-4.66	-0.33	17.08

相关报告：

合肥百货：业绩符合预期，毛利率提升仍有较大空间——1Q2011 季报点评
..... 2011-04-22
业绩超预期，雄风不减当年——1Q2011 季报业绩预增公告点评
..... 2011-04-08
合肥百货：业绩略超预期，经营结构调整初见成效——2010 年报点评
..... 2011-03-02

图表 1：合肥百货 EPS 预测拆分

2007-2013 年合肥百货全面摊薄 EPS 拆分 (2011 年 4 月 8 日更新)

单位：元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
百货	0.12	0.15	0.23	0.37	0.47	0.56	0.67
超市	0.03	0.06	0.07	0.08	0.22	0.26	0.30
农产品	0.02	0.02	0.04	0.04	0.08	0.11	0.13
电器	0.01	0.01	0.01	0.02	0.03	0.04	0.04
公允价值变动收益	0.02	-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	0.25	0.00	0.00
合计	0.21	0.25	0.38	0.54	1.06	0.98	1.16
	2011	2011E	价值				
百货	0.47	30.00	14.1				
超市	0.22	30.00	6.6				
农产品	0.08	30.00	2.4				
电器	0.03	30.00	0.9				
公允价值变动收益	0.01	1.00	0.01				
出售拓基地产	0.25	1.00	0.25				
合计	1.06		24.26				

资料来源：公司公告、光大证券研究所

相关报告：

2010-10-08 推“陈”出“新”，奠定非公开增发夯实基础---合百新门店开业暨出售地产业务点评

2010-10-26 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

2010-11-22 捆绑出售业务，旨在加速定增进程---合肥百货公告点评

2010-12-21 合肥百货：立足合肥，做大亦能做强---公司对外投资公告点评

2010-12-30 合肥百货：恪守零售主业，持之以恒发展---公司调研简报

2011-01-04 合肥百货：地产业务受让方浮出水面，融资进程拨云见日---公司公告点评

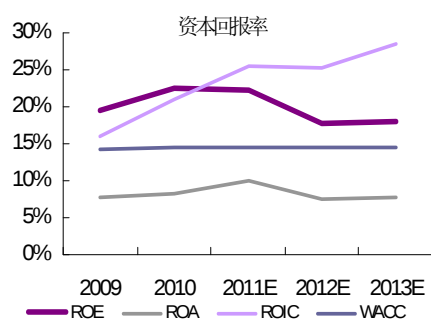
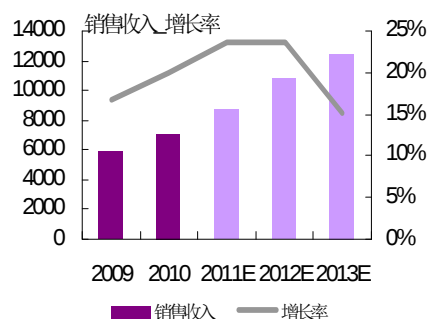
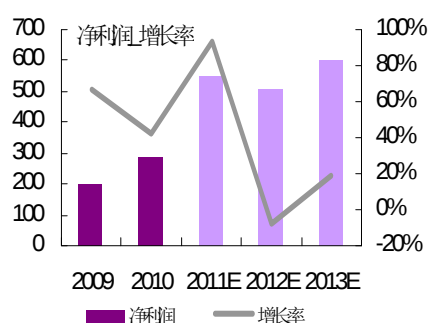
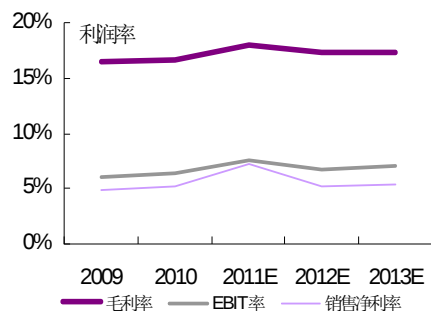
2011-01-25 合肥百货：转让进程符合预期，静待定增方案逐步落实---公司公告点评

2011-03-02 合肥百货：业绩略超预期，经营结构调整初见成效---2010 年年报点评

2011-04-08 合肥百货：业绩超预期，雄风不减当年---1Q2011 季报业绩预增公告点评

2011-04-22 合肥百货：业绩符合预期，毛利率提升仍有较大空间---1Q2011 季报点评

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5,885	7,062	8,731	10,794	12,440
营业成本	4,914	5,885	7,165	8,932	10,279
折旧和摊销	72	83	95	102	108
营业税费	45	65	83	103	118
销售费用	156	191	244	302	323
管理费用	98	97	585	723	833
财务费用	15	9	-23	-12	-12
公允价值变动损益	18	4	-8	0	0
投资收益	27	28	175	0	0
营业利润	386	475	845	746	898
利润总额	398	479	845	746	898
少数股东损益	88	81	81	52	71
归属母公司净利润	200.81	285.74	552.90	507.38	602.21

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	3,694	4,474	6,314	7,445	8,605
流动资产	2,350	3,061	4,866	5,973	7,116
货币资金	1,477	2,064	3,540	4,328	5,227
交易型金融资产	28	32	30	30	30
应收账款	21	23	31	39	45
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	68	61	100	124	143
存货	459	569	713	889	1,024
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	68	63	80	80	80
固定资产	1,012	975	1,001	1,022	1,040
无形资产	217	284	277	270	263
总负债	2,385	2,823	3,373	4,070	4,669
无息负债	2,260	2,790	3,365	4,065	4,668
有息负债	125	33	8	5	2
股东权益	1,309	1,651	2,942	3,375	3,936
股本	480	480	520	520	520
公积金	229	276	941	941	941
未分配利润	317	509	1,014	1,394	1,885
少数股东权益	283	387	468	520	591

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	679	847	777	1,009	1,111
净利润	201	286	553	507	602
折旧摊销	72	83	95	102	108
净营运资金增加	-124	-47	272	258	152
其他	530	524	-144	142	249
投资活动产生现金流	-166	-89	27	-125	-125
净资本支出	127	126	125	125	125
长期投资变化	68	63	-18	0	0
其他资产变化	-360	-277	-81	-250	-250
融资活动现金流	-348	-123	672	-97	-87
股本变化	111	0	40	0	0
债务净变化	-218	-92	-26	-3	-3
无息负债变化	449	530	575	700	603
净现金流	166	635	1,476	788	899

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	16.69%	19.99%	23.63%	23.63%	15.25%
净利润增长率	66.93%	42.29%	93.50%	-8.23%	18.69%
EBITDA 增长率	31.43%	21.10%	-16.95%	11.36%	18.96%
EBIT 增长率	34.25%	27.19%	-20.16%	12.10%	20.74%
估值指标					
PE	46	32	17	18	15
PB	9	7	4	3	3
EV/EBITDA	13	10	12	11	9
EV/EBIT	14	11	14	12	10
EV/NOPLAT	36	27	18	16	13
EV/Sales	2	1	1	1	1
EV/IC	6	6	5	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	16.51%	16.66%	17.93%	17.25%	17.37%
EBITDA 率	7.71%	7.78%	8.59%	7.74%	7.99%
EBIT 率	6.05%	6.41%	7.50%	6.80%	7.12%
税前净利润率	6.76%	6.78%	9.67%	6.91%	7.22%
税后净利润率 (归属母公司)	3.41%	4.05%	6.33%	4.70%	4.84%
ROA	7.82%	8.21%	10.03%	7.51%	7.82%
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.58%	22.61%	22.35%	17.77%	18.00%
经营性 ROIC	15.89%	21.11%	25.58%	25.24%	28.48%
偿债能力					
流动比率	1.00	1.10	1.47	1.50	1.55
速动比率	80.54%	89.81%	125.37%	127.32%	133.06%
归属母公司权益/有息债务	8.20	38.22	326.73	624.31	2126.58
有形资产/有息债务	27.43	124.78	790.50	1557.72	5270.57
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.39	0.55	1.06	0.98	1.16
每股红利	0.09	0.09	0.24	0.22	0.26
每股经营现金流	1.31	1.63	1.49	1.94	2.14
每股自由现金流(FCFF)	0.70	0.71	0.36	0.52	0.95
每股净资产	1.97	2.43	4.76	5.49	6.43
每股销售收入	11.32	13.58	16.79	20.76	23.93

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

唐佳睿, CFA CAIA FRM, 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。

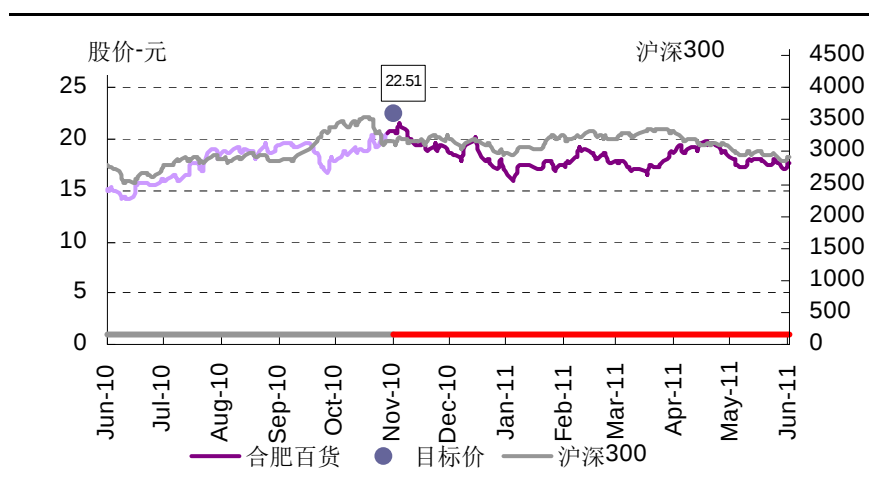
分析师声明

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, 本证券研究报告中关于任何发行人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
2010-11-21	20.68	22.51	增持
2010-12-21	19.30	23.95	买入
2010-12-29	17.80	24.25	买入
2011-01-04	19.40	24.25	买入
2011-01-25	16.88	24.25	买入
2011-03-02	18.26	24.25	买入
2011-04-08	16.83	24.26	买入
2011-04-21	18.77	24.26	买入

资料来源: 光大证券研究所

买入	增持	中性
减持	卖出	

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。

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
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	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
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@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

本证券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（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。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发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。