

合肥百货 (000417.SZ)

外延和内生增长同步推进

欧亚菲 分析师

 电话: 020-87555888-8641 eMail: oyf@gf.com.cn
 SAC执业证书编号: S0260511020002

瞿猛 分析师

 电话: 021-68825985 eMail: zimeng@gf.com.cn
 SAC执业证书编号: S0260511050001

前五个月销售保持快速增长态势, 毛利率逐步提升

前五个月百货收入增长 36%, 超市增长 25%, 家电增长 20%, 预计中报净利润同比增 150.18%左右, 零售主业净利润同比增 34%左右。分门店数据看, 鼓楼高新及百大乐普生增长 30%左右, 铜陵及黄山百大增长 38%左右, 商业大厦增长 40% (不含家电)。合家福超市同店增长 10%以上。通过产品结构调整、家电占比相对下降以及直营比例的提升, 公司毛利率将保持稳步提升趋势。

区域垄断优势明显, 逐步辐射全省

公司在合肥有很强的垄断优势和品牌认可度。经过多年的精耕细作, 已经形成以百货连锁、超市连锁、电器连锁三轮驱动的格局。截至 2010 年底, 门店总数达 172 家, 其中合肥门店总数占比达 40%, 优势明显, 初步完成立足合肥、辐射安徽的格局。预计此后百货店每年新增 2 家左右; 超市每年新增 15-20 家; 家电连锁主要跟随百货和超市发展, 每年新增 2-3 家。百大电器在合肥家电市场一直遥遥领先, 市场占有率超过 50%。

溢价定增促进项目加速推进, 储备项目支撑业绩快速增长

本次增发价 17.55 元高于之前定的 16.83 的价格, 定增 4020 万股, 募集资金 6.8 亿元, 有利于推进周谷堆大兴市场的快速建设, 以及其他项目的建设并专注商业主业发展。同时, 收购合家福及乐普生股权约增厚 2011-2013 年 EPS: 0.09 元, 0.11 元, 0.13 元。改扩建有利于短期业绩提升, 储备项目 (港汇广场、蚌埠百大购物中心、肥西百大购物中心、周谷堆及宿州农产品市场) 支撑业绩快速增长, 在谈项目有利于公司中长期发展。

盈利预测及投资建议

公司深耕安徽市场, 具有很强的区域垄断优势。外延式扩张和内生增长同步推进。预计 2011-2013 年 EPS 分别为: 1.05, 0.99, 1.22 元, 其中 2011 年商业 0.79 元, 投资收益 0.26 元, 按照公司 2011 年 30PE 估值, 目标价: 24 元, 给予 “买入” 评级。

风险提示: 区域竞争加剧, 成本大幅上涨, 行业增速下滑。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5,885.41	7,061.70	8711.54	10615.0	12759.4
增长率(%)	16.69%	19.99%	23.36%	21.85%	20.20%
EBITDA(百万元)	492.12	572.40	679.32	876.75	1114.85
净利润(百万元)	200.81	285.74	546.80	512.89	632.63
增长率(%)	66.93%	42.29%	91.36%	-6.20%	23.35%
每股收益 (元)	0.419	0.596	1.05	0.99	1.22
市盈率	35.05	32.57	17.86	19.04	15.43
市净率	6.86	7.36	3.86	3.21	2.66
EV/EBITDA	12.07	13.33	9.84	6.84	4.31

数据来源: 合肥百货大楼集团股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易, 亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考, 并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

买入

当前价格(元)	18.78
目标价格(元)	24.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	2.21%	6.67%	26.07%
沪深 300	-0.05%	-6.92%	17.05%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	519.92/478.67
主要股东:	
合肥市建设投资控股(集团)有限公司	
主要股东持股比例	22.13%

财务比率

ROE	22.61%
ROA	11.96%
资产负债率	63.10%
每股净资产(元)	2.63
2010 年报数据	

前五月销售保持快速增长态势，毛利率逐步提升

前五月百货业务收入增长 36%，超市增长 25%，家电增长 20%，预计中报净利润同比增长 150.18%左右，其中零售主业净利润同比增长 34%左右。从门店数据看，鼓楼高新店以及百大乐普生增长 30%左右，铜陵及黄山百大增长 38%左右，商业大厦增长 40%（不含家电）。合家福超市同店增长 10%以上。合家福超市同店增长 10%以上。

各门店毛利率有所提升，百货大楼、铜陵百大、蚌埠百大毛利率均超过 20%，鼓楼商厦毛利率在 18-19%。尽管公司毛利率一直处于提升趋势中，但仍然低于行业平均水平。未来毛利率提升主要来自四个方面：

- 1、产品结构调整。公司对乐普生、百大 CBD 等门店将持续进行商品品类的调整。产品品类调整分为两个方面，一方面是公司根据各个门店不同定位调整相应的产品品类；另外一方面是加大高毛利率产品的比例。目前黄金的扣点只有 10%左右，玉器扣点相对较多，未来还会加大服装等高毛利率产品的比例。
- 2、家电相对比例下降以及家电类毛利率的提升。家用电器是百货的重要组成部分，60%左右在百货店销售，未来家电类销售的将会平稳增长，但在百货店的比例会逐渐下降。同时，家电类产品毛利率提升也较为明显。目前家电类毛利率水平为 8-9%，手机毛利率为 5%，04-05 年家电类毛利率只有 4-5%，手机为 1-2%。
- 3、直营比例的不断增长。直营比例会逐渐提升，目前百货直营有 2000 多万，毛利率可以达到 50%，超市目前也有直营。
- 4、超市毛利率的提升主要来自于产品结构的调整，经营模式转变，做大规模从而提升溢价率。

图 1：合百百货毛利率与行业比较

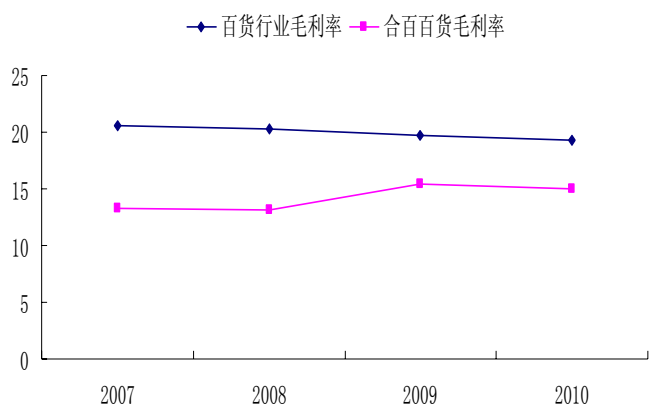
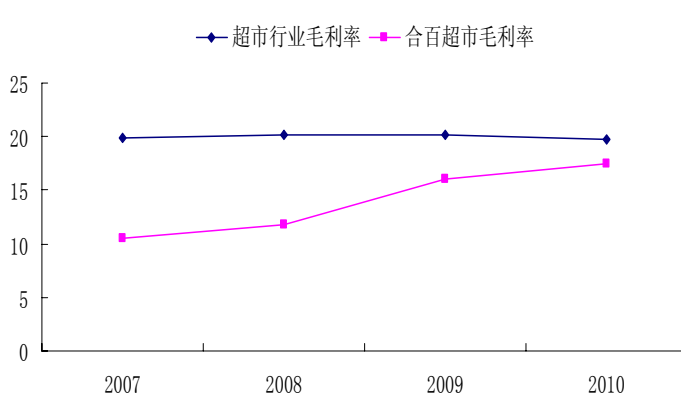


图 2：合百超市毛利率与行业比较



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

区域垄断优势明显，逐步辐射全省

公司在合肥有很强的垄断优势和品牌认可度，增发完成后将加速公司扩张

的步伐。经过多年的精耕细作，公司已经形成以零售为主业，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。截至 2010 年底，共拥有 15 家大型百货零售商场，133 家合家福超市和 24 家安徽百大电器连锁卖场（含量家加盟店），门店总数达 172 家，总营业面积逾百万平方米，经营网络遍布合肥、蚌埠、铜陵、黄山、亳州、六安、淮南、巢湖等安徽省主要地市及一批县级市，初步完成立足合肥、辐射安徽的战略部署。其中合肥门店总数占比达 40%，优势明显。预计此后百货店每年新增 2 家左右；超市每年新增 15-20 家；家电连锁主要跟随百货和超市发展，每年新增 2-3 家。

表 1：公司安徽省内门店分布

地区	百货	超市	家电	合计
合肥	6	53	10	69
蚌埠	2	18	2	22
铜陵	1	2	1	4
黄山	1	4	1	6
淮南	1	9	2	12
六安	2		1	3
亳州	1	1	1	3
巢湖	1		1	2
省内其他地区	0	46	5	51
合计	15	133	24	172

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

合百在合肥老门店基本都处在核心商圈。先入优势以及较为优异的管理和经营能力是公司能够扼守合肥核心商圈的关键。目前，鼓楼商厦、百货大楼、百大 CBD、百大乐普生均处在合肥市核心商圈。

新门店提前布局新兴商圈。合肥不断向西南进行拓展，市政府已经迁至合肥西南的政务区，省政府也将迁至滨湖新区，有利于促进新兴商圈的形成。万达等公司也逐渐在南七兴建购物广场，未来南七有望成为合肥潜力较大的新商圈。商业大厦以及 2012 年 9 月即将投入使用的 5.4 万平米的港汇广场均处在此商圈，较强的先入优势，以及敏锐的商业洞察力使公司能够较早进行新商圈的布局，为以后发展铺平道路。

表 2：公司合肥市内门店分布

百货门店	开业时间	权益比例	营业面积 (万平米)	物业性质	门店定位	所在商圈
鼓楼商厦	1996-12-28	79.57%	2.9	自有	时尚白领	步行街商圈
百货大楼	1959-8-25	100.00%	2.2	自有	大众百货	步行街商圈
百大 CBD	2006-1-21	100.00%	3.55	租赁	高档百货	三孝口商圈
百大乐普生	1995-7-26	100.00%	1.85	自有	青春时尚	步行街商圈
商业大厦	1998-9-1	92.29%	2.75	自有	社区店	南七新商圈
鼓楼高新店	2008-12-26	100.00%	2.4	自有	社区店	西区新商圈
港汇广场	2012-9	100%	5.4	租赁	大众百货	南七新商圈

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 3：公司合肥门店分布图



数据来源：广发证券发展研究中心

百大电器在全省已拥有 24 个专业卖场，经营面积逾 7 万平米，连续 5 年销售额增幅超过 20%，在合肥家电市场一直遥遥领先，市场占有率超过 50%，是合肥市乃至安徽省规模最大、实力最强的专业家电连锁公司。现在公司加快对外拓展步伐，把安徽百大电器做成全省乃至全国著名的专业家电销售与服务品牌。

公司合肥地区收入占整体收入的 72.74%，贡献了收入的绝大部分。从趋势上来看，合肥地区收入有逐渐下滑的趋势，已经从 2007 年的 76.34% 下降至 2010 年的 72.74%，充分显示了公司在稳固合肥市场的同时不断向外扩张。公司外延式扩张是内外部需求的共同推动，除了公司想走出去之外，也受到当地政府的非常欢迎。三、四线城市政府促进当地经济发展的力度较强，地方政府有加速城市化进程和推动城市升级的愿望，商业的扩张有利于拉动当地消费增长，因此当地政府非常欢迎并给予大力支持。

图 4：公司安徽省内各区域收入占比

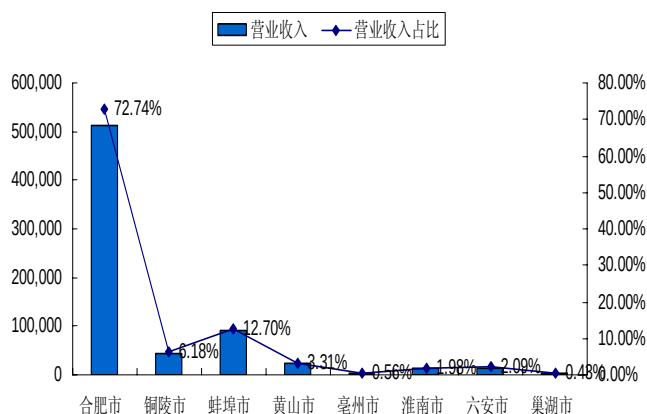
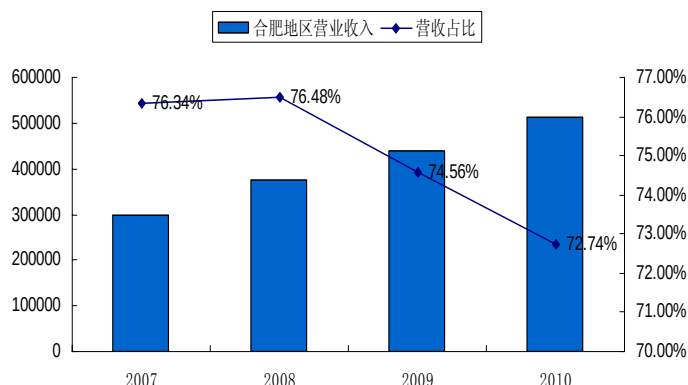


图 5：公司在合肥市内收入占比逐步下降



数据来源：年报、广发证券发展研究中心

溢价定增促项目快速推进，储备项目支撑中长期发展

溢价定增促项目快速推进

本次溢价（17.55 高于之前 16.83 约 4.3%）定增 4020 万股，募集资金 6.8 亿元，用于收购合家福 51.375%，收购乐普生 40% 股权，建设巢湖百大购物中心及周谷堆大兴农产品批发市场项目。本次增发意义较大：

1. 增发之后，有利于推进周谷堆大兴市场的快速建设，以及其他项目的建设。
2. 增发之前剥离了地产业务（拓基地产、蚌埠百大置业等），增加当期投资收益 1.34 亿元，增厚每股收益约 0.20 元，同时有助于公司专注商业经营和发展。
3. 通过测算，收购合家福及乐普生股权约增加 2011-2013 年净利润 4812 万，5800 万，6973 万元，折合每股收益：0.093 元，0.112 元，0.134 元。

储备项目支撑中长期发展

改扩建有利于短期业绩提升。1、鼓楼商厦改造已经完成，新增一个楼层面积，约 5000 平米，很快可以投入使用，预计 6 月份可以对外营业；2、黄山百大加建 2000 平米，改造完成后营业面积达 1.7 万平米；3、合家福是总店扩建，在现有基础上加盖一层，从现在 2 层扩建为 3 层，经营面积将达到 2.8 万平米。

储备项目支撑中长期发展。公司储备项目丰富：1、2012 年可以投入使用的项目有主要有：合肥港汇广场、蚌埠百大购物中心、周谷堆大兴农产品批发市场；2、2013 年可以投入使用的项目有：肥西百大购物中心、宿州百大农产品物流中心。另外还有较多在谈项目，如：淮北、宿州、滁州、安庆、阜阳等。在开店方式上，按照收购--买地自建--租赁--购买顺序进行。

1、港汇广场

港汇广场购物中心项目位于合肥市望江路与潜山路交口，隶属于新兴商圈-望潜商圈，该项目集商业、公寓住宅、高档写字楼等于一体的港汇广场（商业面积约 17 万平米）的核心组成部分，项目为 8 层裙楼建筑，公司拟租赁其中负 1-7 层共计 5.4 万平米商业物业，投资运营大型综合百货店。预计 2012 年 9 月可以投入使用。

2、肥西百大购物中心

该项目集大型购物中心、时尚街区、精品住宅、商务配套、娱乐休闲、餐饮等多种服务形态于一体，建设总规模达 15 万平米，商业达 3.6 万平米。公司百货、超市与家电三大业态同时进驻，引进各类配套，建成后将成为肥西首座城市综合体、商业的旗舰、住宅的典范。预计 2012 年底或 2013 年初可以投入使用。

肥西县正处于“西南组团”的核心位置。而肥西百大购物中心建成后，也将使公司稳固占据着省会合肥的商业龙头地位。公司本次投资目的是为实现公司区域领先的发展战略，进一步在合肥市各中心区域建立较为完善的连锁网络体系，深入巩固省会市场领先优势，持续做强做大零售主业。有利于进一步提升公司在合肥市场的联动经营能力，强化公司在省会市场的领先地位，完善公司以合肥为中心、覆盖全省的连锁网络体系建设。

3、蚌埠百大购物中心（二店）

项目位于蚌埠市禹会区长乐路与华光大道交叉口，商业建筑面积为 3.7 万平米，集百货、超市、家电于一体，预计 2012 年底可以投入使用。

禹会区总面积 125.21 平方千米，总人口 24 万人（2007 年末）。全区辖 5 个街道、1 个镇、1 个乡：朝阳街道、纬四街道、大庆街道、张公山街道、钓鱼台街道、秦集镇、长青乡。百大购物中心位于处在张公山街道。张公山户籍人口 8 万多人，常住人口 10 万人以上，附近没有大型百货店和超市。

4、周谷堆农产品批发市场

旧市场概况：周谷堆先后经过五期工程的滚动发展，现已形成占地 280 亩，交易场地 18 万多平方米的大型农副产品集散中心，场内建成各种形式的交易货仓、货位 3000 余个，场内蔬菜、水果、水产品、畜禽肉类、粮油、禽蛋干调等农副产品交易业务蓬勃发展，农产品交易辐射周边城市乡镇半径 400 公里范围，是国家发改委、国家商务部、农业部重点支持的全国定点市场之一，也是安徽省和合肥市两级政府审定的带动农业产业化发展的龙头企业。2009 年周谷堆市场实现综合成交量 238.8 万吨，成交额 106.9 亿元。2010 年市场共实现综合成交量 249.5 万吨，成交额 126 亿元。

旧市场不足：周谷堆现有市场规模和仓储区面积不足，硬件设施不完善以及交通条件限制等发展瓶颈问题。

新市场：周谷堆大兴农产品批发市场项目位于合肥市东南部瑶海区大兴镇，项目规划用地面积 1263 亩。项目规划建设蔬菜、水果、水产、土特产、粮油、冻品、畜禽肉等 7 个批发市场，加工配送区域，1 万吨冷库，农产品大厦，农兴乐园生活配套区、展销中心、农产品拍卖中心等，项目总建筑面积约为 365228 平方米。项目建成后将成为安徽省内规模最大，功能较为齐全的大型现代化农产品批发市场，实现年成交额 500 亿元，年创税收 2 亿元，满足 2000 万城镇人口农产品需求，发展“生产基地+交易市场+加工配送+安全保证”的模式，建设现代化的农产品物流集散基地，带动专业化生产基地 2 万个，生产农户 100 万户。预计 2012 年上半年可以建成。

项目建成并投入使用后，将进一步完善公司产业链，强化公司在食品质量控制、成本方面的优势地位，为百货、超市业的发展提供强有力的支撑；同时该项目凭借其现代化的管理手段、优质的配套资源及品牌优势，未来投资回报值得期待，将成为公司未来新的利润增长点。

表 3：周谷堆新旧市场比较

市场	规划面积（亩）	年成交量	年成交额
新市场	1263	1100	126
旧市场	280	249.5	500

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

经济效益分析：农产品批发市场的收入主要来自佣金、租金、车位费。蔬菜、肉、水果以佣金为主，进和出双向收费；粮油、摊货收租金。佣金根据不同产品采取随量和随价两种征收方式，比如蔬菜都是按量征收。未来逐渐实行电子交易，将会增加佣金收费品类，从而有利于提升佣金。租金采取长短租相结合的方式，一部分签长租，另一部分收短租，租金平均每年增长 1% 左右。目前主要受规模限制，成交量难以大幅增长，同时租金水平基本稳定，因此收入难以大幅增长。2010 年成交额 126 亿元，公司收入为 1.14 亿元。未来随着大兴镇新市场的投入使用，年成交额将大幅提升，预计可以达到 500 亿元。

同时，旧市场公司拥有 30 多亩土地使用权，目前该地段市场价在 1000/

亩，旧市场的搬迁将给公司带来 3 个亿的收益。

5、宿州农产品物流中心

项目位于埇城区经济技术开发区，占地约 600 亩，规划总建筑面积 312770 平方米，包含农产品交易中心、冷库仓储物流配送中心及商务配套服务中心三大功能区。预计 2012 年底可以建成。

宿州市是安徽省农业大市，全国著名的粮食产区、最大的连片水果产区、规模较大的畜牧业养殖基地，华东地区著名的菜篮子，农业资源丰富、产量大、品质好，地方特色明显。同时，宿州市也是黄淮海地区重要的交通枢纽，多条铁路，高速公路，国、省道穿行而过，交通区位优势明显。

项目建成后，将成为皖北地区乃至淮海经济协作区规模最大的集农产品交易、加工、冷藏及食品贸易、运输、服务于一体的规范化、现代化、多功能、高标准的大型农产品物流集散中心，有利于进一步完善公司产业链，成为公司未来新的利润增长点。

盈利预测及投资建议

盈利预测

1、各门店收入及利润预测

表 4：各门店及业务收入及盈利预测

百货门店	营收及利润	2009	2010	2011E	2012E	2013E
鼓楼商厦	营业收入	97281.91	116363.10	143126.61	171751.94	200949.76
	营业收入增速	7.84%	19.61%	23.00%	20.00%	17.00%
	净利润	6832.24	5935.4	7871.96	9446.36	11052.24
	净利润增速	33.94%	-13.13%	32.63%	20.00%	17.00%
	净利率	7.02%	5.10%	5.50%	5.50%	5.50%
百货大楼	营业收入	66787.67	80070.35	90479.50	101337.04	112484.11
	营业收入增速	19.98%	19.89%	13.00%	12.00%	11.00%
	净利润	4150.00	5100.00	5881.17	6586.91	7311.47
	净利润增速	30.18%	22.89%	15.32%	12.00%	11.00%
	净利率	6.21%	6.37%	6.50%	6.50%	6.50%
百大乐普生	营业收入	20974.98	24023.23	30029.04	36635.43	42863.45
	营业收入增速	24.30%	14.53%	25.00%	22.00%	17.00%
	净利润	723.08	1396	1741.68	2124.85	2486.08
	净利润增速	-372.13%	93.06%	24.76%	22.00%	17.00%
	净利率	3.45%	5.81%	5.80%	5.80%	5.80%
百大 CBD	营业收入	27500.00	33069.00	38029.35	42973.17	47700.21
	营业收入增速	17.52%	20.25%	15.00%	13.00%	11.00%
	净利润	525.00	1545.40	1901.47	2148.66	2385.01
	净利润增速	-179.07%	194.36%	23.04%	13.00%	11.00%
	净利率	1.91%	4.67%	5.00%	5.00%	5.00%
商业大厦	营业收入	27900.00	33500.00	41875.00	50250.00	58290.00

	营业收入增速	43.08%	20.07%	25.00%	20.00%	16.00%
	净利润	1146.90	1484.00	1884.38	2261.25	2623.05
	净利润增速	45.29%	29.39%	26.98%	20.00%	16.00%
	净利率	4.11%	4.43%	4.50%	4.50%	4.50%
鼓楼高新店	营业收入	6850.00	9247.50	12021.75	15027.19	18032.63
	营业收入增速		35.00%	30.00%	25.00%	20.00%
	净利润		560.00	745.35	931.69	1118.02
	净利润增速			33.10%	25.00%	20.00%
	净利率		6.06%	6.20%	6.20%	6.20%
铜陵合百商厦	营业收入	28000.00	35000.00	39550.00	44296.00	49611.52
	营业收入增速	16.67%	25.00%	13.00%	12.00%	12.00%
	净利润	1146.90	1484.00	1779.75	1993.32	2232.52
	净利润增速	45.29%	29.39%	19.93%	12.00%	12.00%
	净利率	4.10%	4.24%	4.50%	4.50%	4.50%
黄山百大商厦	营业收入	12800.00	17500.00	23625.00	31185.00	38981.25
	营业收入增速		36.72%	35.00%	32.00%	25.00%
	净利润	528.00	766.00	1063.13	1403.33	1754.16
	净利润增速		45.08%	38.79%	32.00%	25.00%
	净利率	4.13%	4.38%	4.50%	4.50%	4.50%
淮南百大购物中心广场	营业收入	6800.00	9500.00	12920.00	17312.80	22506.64
	营业收入增速		39.71%	36.00%	34.00%	30.00%
	净利润	-760.00	469.00	646.00	952.20	1282.88
	净利润增速		-161.71%	37.74%	47.40%	34.73%
	净利率	-11.18%	4.94%	5.00%	5.50%	5.70%
蚌埠百货大楼	营业收入	40000.00	50000.00	56500.00	62715.00	68986.50
	营业收入增速	20.00%	25.00%	13.00%	11.00%	10.00%
	净利润	1589.60	2075.80	2373.00	2634.03	2897.43
	净利润增速	18.73%	30.59%	14.32%	11.00%	10.00%
	净利率	3.97%	4.15%	4.20%	4.20%	4.20%
蚌埠购物中心	营业收入	1200.00	13000.00	18200.00	24570.00	31941.00
	营业收入增速		983.33%	40.00%	35.00%	30.00%
	净利润	-600.00	380.00	637.00	982.80	1437.35
	净利润增速		-163.33%	67.63%	54.29%	46.25%
	净利率	-50.00%	2.92%	3.50%	4.00%	4.50%
六安百大购物中心	营业收入	9800.00	14000.00	18900.00	24570.00	30712.50
	营业收入增速		42.86%	35.00%	30.00%	25.00%
	净利润	-780.00	-280.00	283.50	614.25	921.38
	净利润增速		-64.10%	-201.25%	116.67%	50.00%
	净利率	-7.96%	-2.00%	1.50%	2.50%	3.00%
亳州百大购物中心广场	营业收入	3000.00	3240.00	3499.20	3779.14	4081.47
	营业收入增速		8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
	净利润	87.00	96.00	104.98	113.37	122.44
	净利润增速		10.34%	9.35%	8.00%	8.00%

	净利率	2.90%	2.96%	3.00%	3.00%	3.00%
巢湖百大购物中心	营业收入		3066.00	15500.00	20925.00	27202.50
	营业收入增速			405.54%	35.00%	30.00%
	净利润		-572.82	310.00	627.75	1088.10
	净利润增速			-154.12%	102.50%	73.33%
	净利率		-18.68%	2.00%	3.00%	4.00%
港汇广场购物中心	营业收入				7000	23000
	营业收入增速					228.57%
肥西百大购物中心	营业收入					4500
	营业收入增速					
百货(含家电)合计	营业收入	348894.564	441579.181	544255.447	654327.687	781843.539
	营业收入增速	32.09%	26.57%	23.25%	20.22%	19.49%
百大电器连锁	营业收入	46050	57016	68419.2	82103.04	98523.648
	营业收入增速	25.99%	23.81%	20.00%	20.00%	20.00%
百货+独立家电	营业收入	394944.56	498595.18	612674.65	736430.73	880367.19
	营业收入增速	31.35%	26.24%	22.88%	20.20%	19.55%
合家福连锁超市	营业收入	175529.056	195667.038	244583.798	305729.747	366875.697
	营业收入增速	23.59%	11.47%	25.00%	25.00%	20.00%
周谷堆	营业收入	9735.16785	11393.7416	13330.6777	18662.9488	27994.4232
	营业收入增速	20.15%	17.04%	17.00%	40.00%	50.00%
装饰工程及其他	营业收入	270.46	513.67	565.04	621.54	683.70
	营业收入增速	5.66%	89.93%	10.00%	10.00%	10.00%
营业收入总计	营业收入	580479.24	706169.63	871154.16	1061444.96	1275921.00
	营业收入增速	28.69%	21.65%	23.36%	21.84%	20.21%

数据来源：公司调研、广发证券发展研究中心

2、假设2011-2013年毛利率分别为：16.9%，17.4%，18.1%。

3、假设2011-2013年销售费用和管理费用合计分别为：9.30%，9.40%，9.50%。

投资建议

公司深耕安徽市场，具有很强的区域垄断优势。外延式扩张和内生增长同步推进。增发完成后公司外延式扩张加速推进，同时，随着产品结构升级以及经营效率的提升，公司毛利率将逐渐提升。公司储备项目丰富，可支撑公司未来业绩快速增长。我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为：1.05，0.99，1.22 元，其中 2011 年商业 0.79 元，投资收益 0.26 元，按照公司 2011 年 30PE 估值，目标价：24 元，给予“买入”评级。

风险提示

区域竞争加剧，成本大幅上涨，行业增速下滑。

资产负债表

单位：百万元

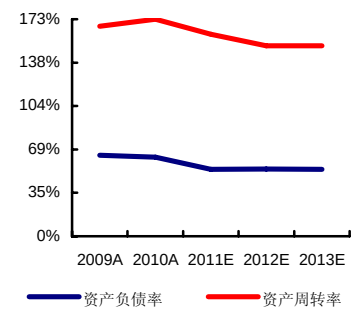
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,350	3,061	4,297	5,223	6,685
货币资金	1,477	2,064	3,109	3,804	4,993
应收及预付	385	396	513	613	736
存货	459	569	642	773	924
其他流动资产	29	32	32	32	32
非流动资产	1,344	1,412	2,051	2,430	2,492
长期股权投资	68	63	63	63	63
固定资产	1,012	975	1,189	1,380	1,356
在建工程	1	28	428	578	628
无形资产	250	335	360	398	434
其他长期资产	14	12	11	11	11
资产总计	3,694	4,474	6,347	7,652	9,177
流动负债	2,347	2,776	3,345	4,068	4,857
短期借款	113	23	23	23	23
应付及预收	2,234	2,752	3,322	4,044	4,833
其他流动负债	0	1	1	1	1
非流动负债	38	47	36	36	36
长期借款	12	11	11	11	11
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	26	36	25	25	25
负债合计	2,385	2,823	3,381	4,103	4,892
股本	480	480	520	520	520
资本公积	15	15	696	696	696
留存收益	531	769	1,316	1,829	2,462
归属母公司股东权益	1,026	1,264	2,532	3,045	3,677
少数股东权益	283	387	435	504	607
负债和股东权益	3,694	4,474	6,347	7,652	9,177

利润表

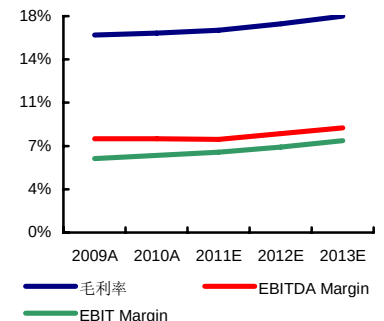
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5885	7062	8712	10615	12759
营业成本	4914	5885	7238	8763	10452
营业税金及附加	45	65	78	96	115
销售费用	156	191	235	292	357
管理费用	407	464	575	706	855
财务费用	15	9	-7	-3	14
资产减值损失	8	3	3	4	6
公允价值变动收益	18	4	4	4	4
投资净收益	27	28	190	3	3
营业利润	386	475	783	764	967
营业外收入	14	6	8	7	8
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	398	479	789	769	973
所得税	109	112	195	187	237
净利润	289	367	594	583	736
少数股东损益	88	81	48	70	103
归属母公司净利润	201	286	547	513	633
EBITDA	462	553	679	877	1115
EPS (元)	0.42	0.60	1.05	0.99	1.22

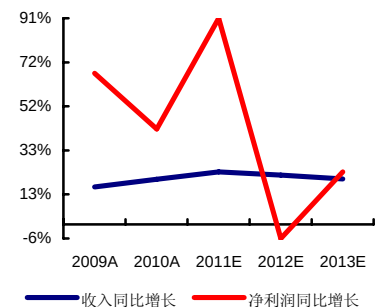
资产负债率趋势



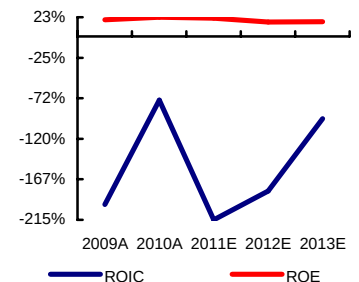
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	679	847	892	1,211	1,409
净利润	289	367	594	583	736
折旧摊销	98	97	94	118	134
营运资金变动	313	403	379	487	510
其它	-20	-20	-176	23	29
投资活动现金流	-166	-89	-533	-485	-184
资本支出	-127	-126	-727	-492	-191
投资变动	-4	27	190	3	3
其他	-35	10	4	4	4
筹资活动现金流	-348	-123	687	-31	-36
银行借款	111	20	0	0	0
债券融资	-328	-112	-5	0	0
股权融资	0	44	721	0	0
其他	-130	-76	-29	-31	-36
现金净增加额	166	635	1,045	695	1,189
期初现金余额	1,224	1,477	2,064	3,109	3,804
期末现金余额	1,390	2,111	3,109	3,804	4,993

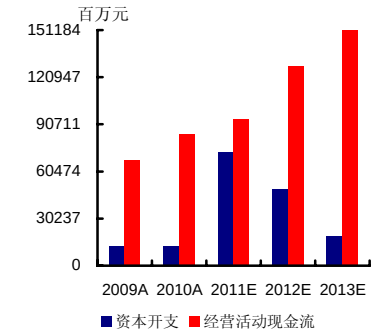
主要财务比率

单位：

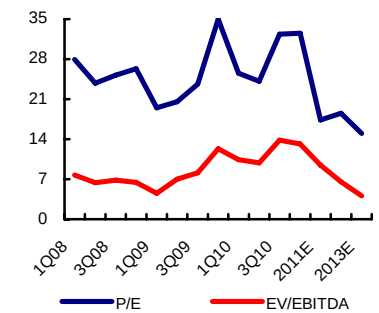
%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	16.7%	20.0%	23.4%	21.9%	20.2%
营业利润	65.8%	23.2%	64.7%	-2.4%	26.6%
归属于母公司净利润	66.9%	42.3%	91.4%	-6.2%	23.3%
获利能力					
毛利率	16.5%	16.7%	16.9%	17.4%	18.1%
净利率	4.9%	5.2%	6.8%	5.5%	5.8%
ROE	19.6%	22.6%	21.6%	16.8%	17.2%
ROIC	-196.8%	-74.4%	-215.0%	-181.2%	-96.2%
偿债能力					
资产负债率	64.6%	63.1%	53.3%	53.6%	53.3%
净负债比率	-105.4%	-125.0%	-104.8%	-107.2%	-116.5%
流动比率	1.00	1.10	1.28	1.28	1.38
速动比率	0.68	0.79	0.97	0.98	1.07
营运能力					
总资产周转率	1.67	1.73	1.61	1.52	1.52
应收账款周转率	299.47	320.26	313.02	315.40	314.60
存货周转率	10.95	11.45	11.28	11.34	11.32
每股指标 (元)					
每股收益	0.42	0.60	1.05	0.99	1.22
每股经营现金流	1.42	1.76	1.71	2.33	2.71
每股净资产	2.14	2.63	4.87	5.86	7.07
估值比率					
P/E	35.0	32.6	17.4	18.6	15.0
P/B	6.9	7.4	3.8	3.1	2.6
EV/EBITDA	12.3	13.2	9.5	6.6	4.1

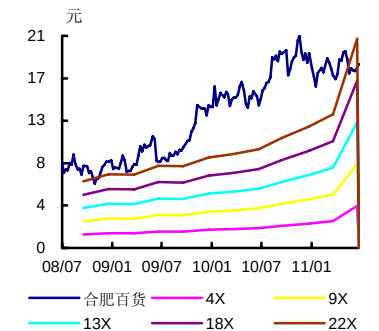
资本支出与经营活动现金流



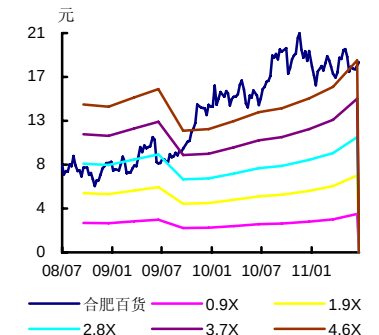
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发零售行业研究小组

欧亚菲，分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000 年进入广发证券，2005 年开始从事零售行业研究。2010 年度金牛分析师零售商业第四名，2009-2010 年度新财富零售行业第六名，2008 年度新财富零售行业第七名。

訾猛，分析师，复旦大学经济学硕士，3 年证券从业经历，2011 年进入广发证券发展研究中心。

刘旭，研究助理，厦门大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：liuxu@gf.com.cn，020-87555888-8423。

相关研究报告

合肥百货调研简报_公司调研简报

欧亚菲

2007-03-18

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。