

合肥百货 (000417.SZ)

业绩超预期, 打造百大易商城电子平台, 提升市场占有率

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

中报归属于母公司净利润增长 162.86%, 摊薄每股收益 0.56 元

公司实现营业收入 46.09 亿元, 同比增 26.95%, 百货(含家电)增长 28.91%, 超市 23.7%, 分地区看淮南、六安、铜陵增速较快, 分别为 100.93%, 64.9%, 37.97%, 其他地区均在 20% 以上。归属母公司净利润 2.93 亿元, 同比增 162.86%, 折合每股收益 0.56 元, 扣非后 EPS 0.30 元, 同比增 39.5%, 业绩超预期。收入的大幅增长主要因为公司进一步优化了产品结构和品类组合, 加大营销力度并持续增加营业网点。二季度营业收入同比增 25.49% (一季度 28.02%), 净利润同比增 34.17% (一季度扣除投资收益后 51.93%) 均低于一季度, 主要受预付卡等政策的短期影响, 预计下半年仍将保持较快增速。

内外生增长同步推进

公司强化商品品类和品牌结构调整, 促进品牌和环境提档升级; 继续加大源头采购力度, 深化“农超对接”、“厂商对接”模式, 自营、自采、买断经营比例快速提高, 从而使零售业毛利率同比提升 0.7 个百分点至 17.16%, 其中百货(含家电)提升 0.62 个百分点, 超市提升 0.95 个百分点。期间费用同比增 24.61%, 主要因为租赁、人工、广告费用有较大幅度增长。净利率同比提升 3.4 个百分点, 扣除投资收益后提升 0.4 个百分点。上半年超市新增 11 家, 电器新增 1 家, 周谷堆一期封顶, 宿州农产品物流中心一期年底竣工, 12 年上半年投入运营, 其他项目稳步推进。

打造电子商务平台, 提升市场占有率

公司顺应电子商务快速发展趋势, 拟投资 1000 万成立“百大易商城”。拟采取实体店与网店相结合的发展模式, 以实体店为依托, 充分发挥公司零售三大业态品牌、营销等优势, 实现项目专业化运营, 实现线上线下的资源整合, 带动实体门店和网上销售的互动增长, 持续提升公司整体市场占有率。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, 按照 2011 年 30PE 估值, 目标价: 24 元, 维持“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	20.92	22.30	18.08
市净率	6.86	7.36	4.52	3.76	3.11
EV/EBITDA	12.07	13.33	12.31	8.75	5.81

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。

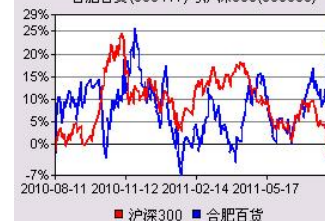
公司评级

买入

当前价格(元)	22.00
目标价格(元)	24.00
前次评级	买入

股价走势

合肥百货(000417)与沪深300(000300)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	15.42%	12.19%	28.72%
沪深 300	-7.91%	-8.84%	0.59%

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

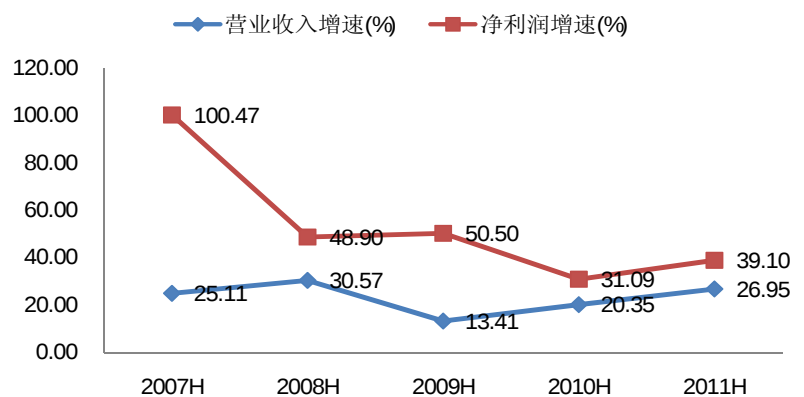
ROE	22.61%
ROA	11.96%
资产负债率	63.10%
每股净资产(元)	2.63
2010 年报数据	

中报业绩超预期，摊薄每股收益0.56元

公司上半年实现营业收入46.09亿元，同比增26.95%，受金融危机影响，2009年中期营业收入增速跌至谷底，而净利润仍保持50%以上的增速，主要得益于净利率提升0.95个百分点，2011年净利润触底反弹，快速增值39.10%（扣非后）。百货（含家电）增长28.91%，超市23.7%，分地区看淮南、六安、铜陵增速较快，分别为100.93%，64.9%，37.97%，其他地区均在20%以上，淮南地区的高速增长主要因为淮南百大购物中心为2008年9月新开门店，作为次新门店增速较快，同时，2010年10月收购8家集萃华超市；六安百大购物中心为2008年10月新开门店，增速较快。归属母公司净利润2.93亿元，同比增162.86%，折合每股收益0.56元，扣非后EPS0.30元，业绩超预期。

收入的大幅增长主要因为公司进一步优化了产品结构和品类组合并持续增加营业网点。二季度营业收入同比增25.49%（一季度28.02%），净利润同比增34.17%（一季度扣除投资收益后51.93%）均低于一季度，主要受预付卡等政策的短期影响，预计下半年仍将保持较快增速。

图 1：公司营业收入及净利润增长率



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 1：各地区收入及增速

地区	主营业务收入(万元)	主营业务收入比上年同期增减(%)
合肥市	311,086.95	20.68
蚌埠市	55,177.48	24.75
铜陵市	31,921.49	37.97
黄山市	15,509.49	24.51
亳州市	2,432.18	21.22
淮南市	11,586.48	100.93
六安市	11,615.65	64.9
巢湖市	7,078.72	2010年9月开业

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 2：各业态收入增速及毛利率

行业	营业收入(万元)	营业成本(万元)	毛利率(%)	收入同比增速(%)	毛利率变化(%)
零售	454,356.98	376,369.67	17.16	27.43	0.7
百货(含家电)	328,672.48	274,067.54	16.61	28.91	0.62

超市	125,684.50	102,302.13	18.6	23.7	0.95
----	------------	------------	------	------	------

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

内外生增长同步推进

公司上半年不断促进经营方式转变和经营结构调整，努力提升精细化管理和服务水平，全力推进重点项目建设和网点扩张，进一步壮大经营规模 and 市场份额。公司强化商品品类和品牌结构调整，优化调整经营布局，加强商场装修与改造，促进品牌和环境提档升级；继续加大源头采购力度，深化“农超对接”、“厂商对接”模式，自营、自采、买断经营比例快速提高，自有品牌商品种类得到进一步扩充和推广，从而使零售业毛利率同比提升0.7个百分点至17.16%，其中百货（含家电）提升0.62个百分点，超市提升0.95个百分点。

期间费用同比增24.61%，其中销售费用增27.93%，主要因为广告费用的增长；管理费用增24.39%，主要因为租赁及人工费用有较大幅度增长；财务费用同比降47.73%，主要因为上半年定增后，银行存款增加导致利息收入同比增92.65%。净利率同比提升3.4个百分点，扣非后提升0.4个百分点。预计下半年公司各项费用将保持相对平稳。

外延式扩张稳步推进。中国合肥农产品国际物流园（周谷堆大兴农产品批发市场）项目一期启动区部分主体工程建成封顶；宿州百大农产品物流中心一期工程于6月26日开工建设并将于年底竣工，预计明年上半年投入运营；肥西百大购物中心等项目稳步推进；鼓楼商厦内部改造、黄山百大扩建工程项目顺利完工，铜陵合百商厦等外立面装修改造工程启动建设。合家福超市和百大电器网点拓展取得成效，上半年合家福超市新增直营网点9家，发展万村千乡市场工程加盟店2家，百大电器新增卖场1家，连锁经营规模进一步壮大。此外，公司还重点加强了省内多处潜在项目的市场调研和研究论证，为下一步市场发展做好了扎实的项目储备工作。

图 2：公司毛利率及净利润变化

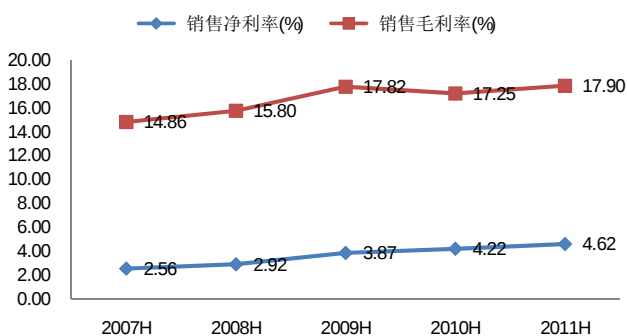
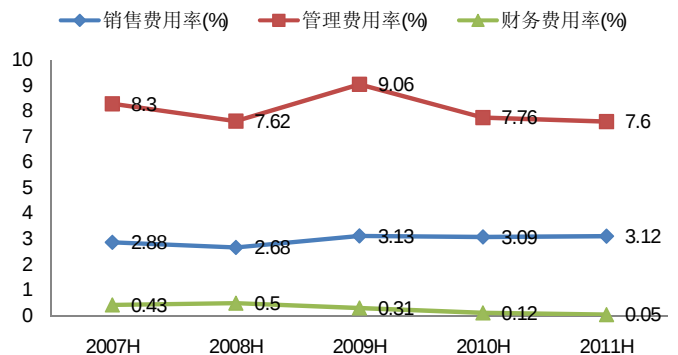


图 3：公司三项费用率变化



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 3：公司储备项目情况

项目	地点	竣工时间	面积（万平方米）	物业性质
港汇广场购物中心	合肥	2012年9月	5.4	租赁
肥西百大购物中心	肥西	2012年底或13年初	3.6	自有
蚌埠百大购物中心	蚌埠	2012年底	3.7	租赁
宿州农产品物流中心	宿州	2012上半年	一期200多亩	自有

周谷堆大兴农产品市场 | 合肥 | 2012 年上半年 | 36.52 | 自有

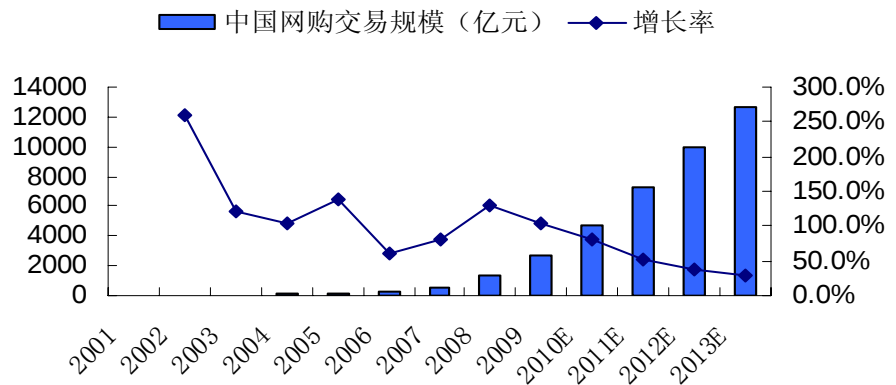
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

打造电子商务平台-百大易商城，提升市场占有率

近年来，在互联网经济快速发展的背景下，电子商务正以前所未有的速度发展壮大。近五年保持近100%的增长率，作为一种新兴的商业模式，国家十二五规划已将电子商务列为国家战略性新兴产业的重要组成部分。为顺应电子商务快速发展趋势，公司拟以自有资金出资1000万元，注册成立分公司或全资子公司——百大易商城，具体负责本项目的运营和发展。项目拟采取实体店与网店相结合的发展模式，以实体店为依托，充分发挥公司零售三大业态的品牌、营销等资源优势，引入电子商务平台系统，实行在线支付和货到付款支付的结算方式，实现项目专业化运。

2010年网购交易规模为4980亿元，同比2009年增长96%。2005-2010年中国网购交易规模年复合增长率达89.8%，远远超过社会零售总额17%的复合增长率。行业还处于早期阶段，但方向已经很明确，根据第三方预测未来仍将会保持高速增长。

图 4：公司营业收入及净利润增长率



数据来源：CNNIC、广发证券发展研究中心

项目建成后，将借助公司目前在安徽区域市场领先地位、品牌影响力和各项资源优势，以及网络购物的便捷服务和便利优势，实现线上线下的资源整合，带动实体门店和网上销售的互动增长，巩固和提升客户资源，进一步丰富公司竞争平台和竞争手段，有效增强综合竞争能力，持续提升公司整体市场占有率。

下半年展望

公司上半年成功定向增发募集6.8亿元，随着资金的到位，公司项目储备项目肥西百大购物中心、周谷堆大兴农产品批发市场二期将加速推进。铜陵百大外立面装修改造工程也将加快进程。

下半年，公司超市和电器连锁将会加快拓展，预计超市全年增加20家左右，电器连锁增加3家左右。

此外，公司为顺应网购快速发展趋势，决定投资1000万元打造网络购物平台-百大易商城，充分实现线上线下的互补，增强协同效应，同时扩展公司销售渠道，抢占市场，提高公司产品市场占有率。

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。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，维持“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

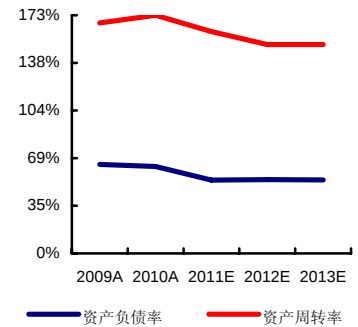
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,350	3,061	4,297	5,223	6,685
货币资金	1,477	2,064	3,109	3,804	4,993
应收及预付	385	396	513	613	736
存货	459	569	642	773	924
其他流动资产	29	32	32	32	32
非流动资产	1,344	1,412	2,051	2,430	2,492
长期股权投资	68	63	63	63	63
固定资产	1,012	975	1,189	1,380	1,356
在建工程	1	28	428	578	628
无形资产	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
应负债券	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

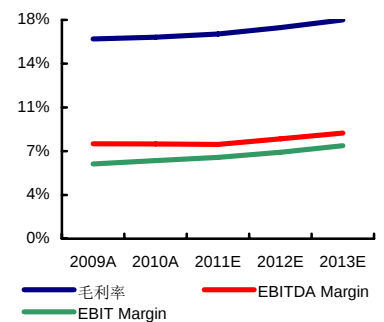
单位：百万元

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

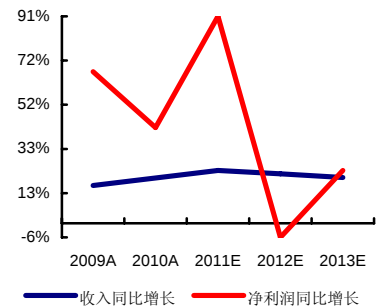
资产负债率趋势



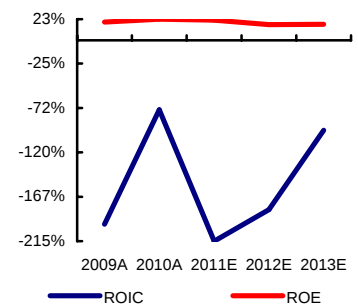
经营利润率趋势



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

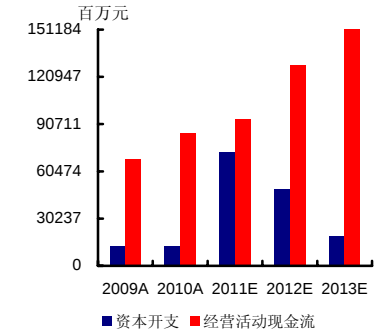
主要财务比率

单位：

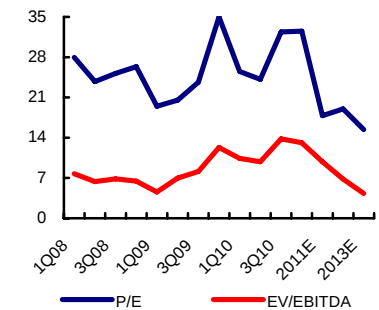
%

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	17.9	19.0	15.4
P/B	6.9	7.4	3.9	3.2	2.7
EV/EBITDA	12.3	13.2	9.8	6.8	4.3

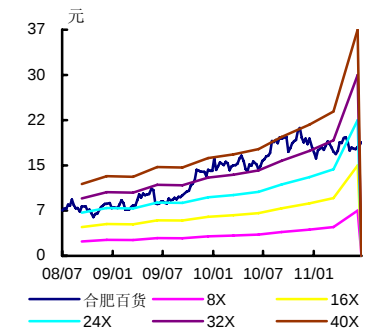
资本支出与经营活动现金流



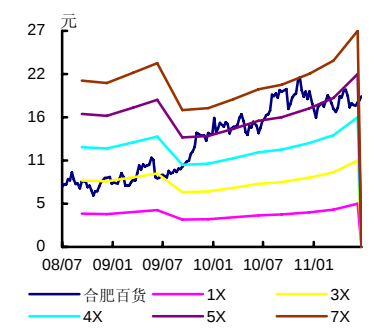
相对估值



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_公司调研简报	訾猛	2011-07-11
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。