

评级：强烈推荐（维持）

商贸行业/零售业

公司研究报告

第一创业研究所

吕丽华 S1080510120003

电 话：0755-82485024

邮 件：lvlihua@fcsc.cn

交易数据

52 周内股价区间（元）	15.91 – 23.11
总市值（百万元）	9326.43
流通股本（百万股）	478.67
流通股比率（%）	92.07

资产负债表摘要(09/11)

股东权益(百万元)	2284.62
每股净资产（元）	4.39
市净率（倍）	4.09
资产负债率（%）	54.58

公司与沪深 300 指数比较



相关报告

《合肥百货 2011 年中报点评》
 《合肥百货深度调研报告》
 《合肥百货 2011 年 1 季报点评》
 《合肥百货调研简报》
 《合肥百货 2010 年报点评》
 《合肥百货 2009 年中报分析》
 《合肥百货 2009 年 1 季报分析》
 《合肥百货 2008 年报分析》
 《合肥百货 2008 年中报分析》
 《合肥百货 2007 年报分析》
 《合肥百货投资价值分析报告》

合肥百货（000417）

—— 毛利率略有下滑，期间费用控制继续显效

事件：

公司今日公告 2011 年三季度报告，1~9 月实现营业收入 65.35 亿元，同比增长 26.3%；归属于上市公司股东的净利润 3.87 亿元，同比增长 103.51%；每股收益 0.785 元。扣除非经常损益后，实现归属于上市公司股东的净利润 2.58 亿元，同比增长 34.29%；每股收益 0.5 元。

同时，公司亦披露了 2011 年全年业绩同向大幅上升，预计累计净利润增长约 5.1 亿元，同比增长约 78%；每股收益约 1.02 元。

评论：

- 地产转让收益丰厚，推高业绩大幅增长** 前三季度，公司业绩高增的最主要原因是转让了合肥拓基（19.6%）、蚌埠百大置业（55%）、铜陵拓基（10%）该三家房地产公司的股权，增加净利润 1.34 亿元，占报告期内利润总额的比例达 21.03%，增厚 EPS 约 0.19 元。另外，经营结构调整及促销活动等举措的实施，拉动零售主业增速达 28.55%；品类结构优化及自营、自采、买断经营比例快速提高，提升毛利率同比增长了 0.31 个百分点；管控能力进一步增强，包括引进合同能源管理等新模式，导致费用率同比下降了 0.78 个百分点，这些内涵式增长的持续亦拉动业绩上升。
- 期间费用下降，推动主业利润环比继续上升** 单季度看，3 季度营业收入环比增速略下降 0.22%，但难覆盖营业成本的上升，毛利率下降了 1.13 个百分点；扣除非经常性损益后，净利润环比增长 69.83%，主要是期间费用环比下降 27.27%，期间费用率环比减少了 3.52 个百分点。从环比增速看，因为 3 季度相对是淡季，1、2、3 季度的盈利增速微有放缓，收入增速分别为 28.2%、25.49%、24.77%，净利润增速分别为 255.11%、45.02%、19.45%。
- “百大易商城”9 月 10 日投入试运营** 为了进一步拓展发展空间，优化产业结构，推进业态创新，公司全资投入 1000 万元成立分公司——百大易商城，运营电子商务项目，采取实体店与网店相结合的发展械，以实体店为依托，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，实现线上线下的资源整合，带动实体店和网上销售的互动增长，持续提升公司综合竞争能力。
- 盈利预测与评级** 基于公司前三季度业绩表现及全年业绩预告，下调 2011 年~2013 年 EPS 预测分别为 1.03 元、0.99 元、1.20 元，其中 11



年零售主业 EPS 为 0.78 元。当前股价（17.97 元）对应下的 11 年、12 年动态 PE 分别为 17.8 倍、18.1 倍，零售主业 PE 为 23 倍，估值相对优势依旧。我们依然坚持认为公司是区域零售板块中的佼佼者，区域消费结构升级、省内网络的纵横延伸、门店的调改等，均使盈利增长仍存较大提升空间。维持“强烈推荐”评级。

- **风险提示** 门店培育低于预期、区域市场竞争加剧。

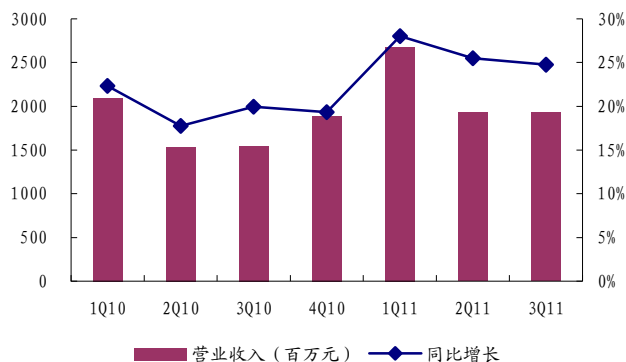
重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	7062	8687	10182	11881
收入同比(%)	20.0%	23.0%	17.2%	16.7%
归属母公司净利润	286	532	516	625
净利润同比(%)	42.3%	86.1%	-2.9%	21.1%
毛利率(%)	16.7%	17.8%	18.0%	18.0%
ROE(%)	22.6%	7.0%	6.4%	7.3%
每股收益(元)	0.55	1.02	0.99	1.20
P/E	32.70	17.57	18.10	14.95
P/B	7.39	1.24	1.16	1.09
EV/EBITDA	13	9	9	8

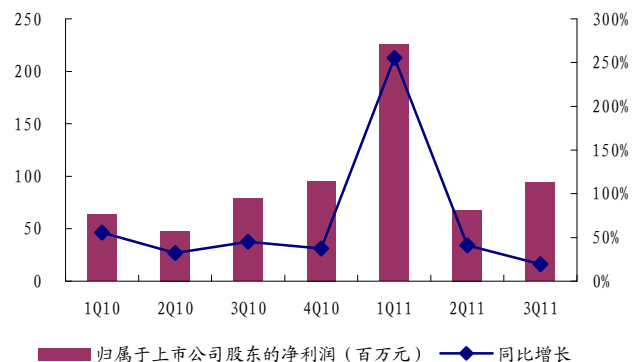
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 1 单季度营业收入及增长率



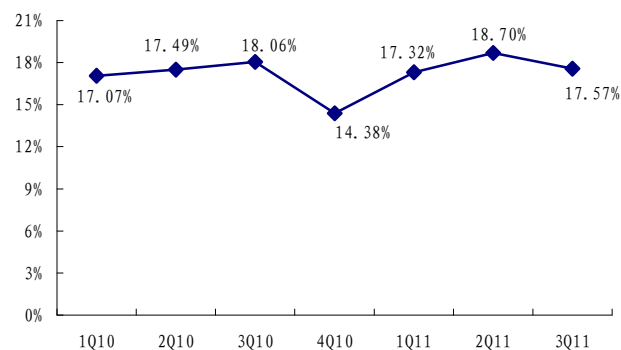
资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 2 单季度净利润及增长率



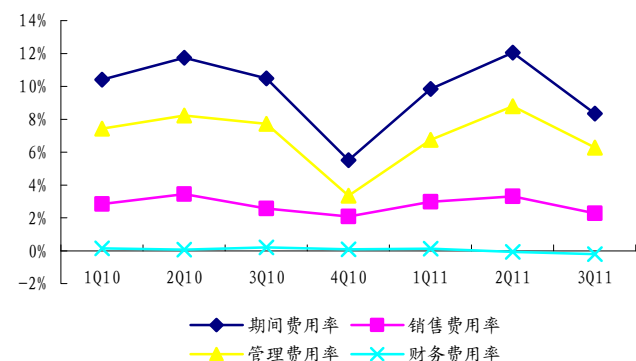
资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 3 单季度毛利率变化



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 4 单季度期间费用率及构成变化



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所



资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3061	9917	11026	12259
现金	2064	8687	9608	10600
应收账款	23	30	34	40
其他应收款	61	88	96	116
预付账款	312	404	457	543
存货	569	679	800	930
其他流动资产	32	30	31	31
非流动资产	1412	1378	1354	1324
长期投资	63	65	64	65
固定资产	975	918	855	787
无形资产	284	321	369	412
其他非流动资产	91	73	66	60
资产总计	4474	11295	12380	13583
流动负债	2776	3245	3812	4386
短期借款	23	0	0	0
应付账款	560	664	785	911
其他流动负债	2194	2581	3027	3474
非流动负债	47	40	42	39
长期借款	11	9	8	7
其他非流动负债	36	31	34	32
负债合计	2823	3286	3854	4425
少数股东权益	387	450	504	568
股本	480	520	520	520
资本公积	15	5786	5786	5786
留存收益	769	1253	1716	2284
归属母公司股东权益	1264	7559	8022	8590
负债和股东权益	4474	11295	12380	13583

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	847	722	1008	1075
净利润	367	595	569	689
折旧摊销	97	92	92	93
财务费用	9	-20	-36	-40
投资损失	-28	-200	0	0
营运资金变动	403	257	377	331
其他经营现金流	-2	-2	6	2
投资活动现金流	-89	140	-69	-65
资本支出	126	0	0	0
长期投资	-1	3	-1	1
其他投资现金流	36	143	-71	-64
筹资活动现金流	-123	5760	-18	-18
短期借款	-91	-23	0	0
长期借款	-1	-1	-1	-1
普通股增加	0	40	0	0
资本公积增加	0	5771	0	0
其他筹资现金流	-31	-27	-17	-17
现金净增加额	635	6622	921	993

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	7062	8687	10182	11881
营业成本	5885	7141	8349	9742
营业税金及附加	65	96	112	131
营业费用	191	269	305	333
管理费用	464	608	692	796
财务费用	9	-20	-36	-40
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动收益	4	0	0	0
投资净收益	28	200	0	0
营业利润	475	794	759	919
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	479	794	759	919
所得税	112	198	190	230
净利润	367	595	569	689
少数股东损益	81	63	53	64
归属母公司净利润	286	532	516	625
EBITDA	582	866	815	972
EPS (元)	0.60	1.02	0.99	1.20

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	20.0%	23.0%	17.2%	16.7%
营业利润	23.2%	67.0%	-4.4%	21.1%
归属于母公司净利润	42.3%	86.1%	-2.9%	21.1%
获利能力				
毛利率(%)	16.7%	17.8%	18.0%	18.0%
净利率(%)	4.0%	6.1%	5.1%	5.3%
ROE(%)	22.6%	7.0%	6.4%	7.3%
ROIC(%)	-92.6%	-82.8%	-49.2%	-44.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	63.1%	29.1%	31.1%	32.6%
净负债比率(%)	1.17%	0.28%	0.21%	0.15%
流动比率	1.10	3.06	2.89	2.80
速动比率	0.90	2.85	2.68	2.58
营运能力				
总资产周转率	1.73	1.10	0.86	0.92
应收账款周转率	312	322	312	313
应付账款周转率	11.69	11.67	11.52	11.48
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.55	1.02	0.99	1.20
每股经营现金流(最新摊薄)	1.63	1.39	1.94	2.07
每股净资产(最新摊薄)	2.43	14.54	15.43	16.52
估值比率				
P/E	32.70	17.57	18.10	14.95
P/B	7.39	1.24	1.16	1.09
EV/EBITDA	13	9	9	8

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120