

分析师： 童兰 (8627)65799539 tonglan@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490511040003

联系人： 杨靖凤 (8627)65799539 yangjf@cjsc.com.cn

百货业务收入增长稳定，农贸业务未来或成新亮点

事件描述

近日，我们调研了合肥百货，其主要内容为：

- 百货业务的整体经营效果良好，同店增速在 2011 年保持较高水平，尽管 2011 年 10 月开始有所回落，但预计全年的收入增速仍有望维持较高水平；
- 2012-2013 年百货有望新增港汇店及肥西店，新增百货门店有望带来新的收入及利润增长点；
- 公司未来每年计划新增 15-20 家超市门店，且公司的超市门店在 2011 年维持了较高的收入增长及同店增速，预计未来超市规模的扩大及毛利水平的改善将进一步提升超市业务的利润贡献；
- 周谷堆大兴农产品交易市场预计在 2012 年进入建设高峰期，且 2013 年有望实现全面搬迁，届时农贸业务预计将实现较快的利润增速；
- 预计 2011-2012 年 EPS 分别为 1.01 元（扣非后 EPS 为 0.77 元）和 0.98 元，维持推荐。

事件评论

第一，百货门店的整体经营效果良好，同店增速目前仍趋于稳定

合肥百货目前主要以百货，超市及家电 3 个专业连锁业态来发展，其中百货目前共有 14 个直营店，1 家加盟店；超市目前共约 142 家门店（其中直营门店 114 家，加盟店约 28 家）；家电 23 家门店，该业态主要依附百货与超市卖场协同发展。

作为一个以安徽省为主要扩张市场的区域零售龙头，其百货，超市的收入占比分别约为 70%及 30%，百货业务目前仍是公司的主要收入及利润贡献来源。且从各地区的收入占比来看，目前合肥市的收入占比约为 70%，是公司最重要的收入来源区域。合肥百货目前的 14 家直营百货店主要分布在包括合肥在内的 8 个城市，其中合肥市内 6 家，蚌埠 2 家，铜陵、黄山、淮南、六安、亳州及巢湖分别 1 家。合肥市内的 6 家百货在定位上存在一定的错位，鼓楼商厦定位中等偏高端时尚百货，百大 CBD 定位相对高端（但不是做奢侈品），乐普生则定位于青春休闲，百货大楼则定位于传统的大众百货；而鼓楼高新店及商业大厦则是社区百货，偏综合百货。除此之外，公司在合肥以外的异地百货均位于当地核心地区的较好地段，主要为综合百货，定位与当地百货相比偏时尚。

表 1：合肥百货各门店情况一览

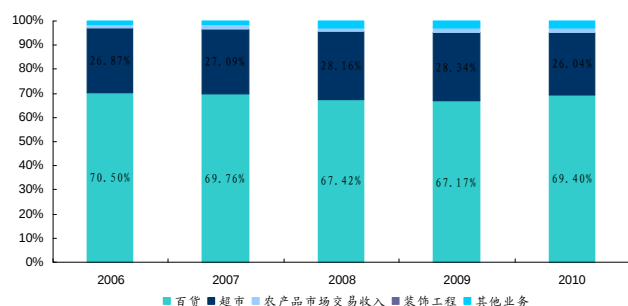
百货门店名称	地点	物业	开业时间	面积（平米）
--------	----	----	------	--------

合肥百货大楼	合肥	自有	1959/8/1	20,000
合肥鼓楼商厦	合肥	自有	1996/12/1	30,000
百大商业大厦	合肥	自有	1998/9/1	27,500
百大 CBD(安徽百大中央购物中心)	合肥	租赁	2006/1/21	36,000
百大乐普生	合肥	自有	2008/2/1	20,000
鼓楼高新店	合肥	自有	2008/12/26	18,000
蚌埠百货大楼	蚌埠	自有	2003/11/1	20,000
蚌埠百大购物中心	蚌埠	自有	2009/11/28	22,000
铜陵合百商厦	铜陵	自有	2003/12/20	32,000
黄山百大商厦	黄山	自有	2005/9/1	20,000
淮南百大购物中心	淮南	租赁	2008/9/26	26,200
六安百大金商都	六安	租赁	2008/10/12	30,000
亳州百大购物广场	亳州	租赁	2005/8/28	14,286
巢湖百大购物中心	巢湖	租赁	2010/10/1	27,500

资料来源：长江证券研究部

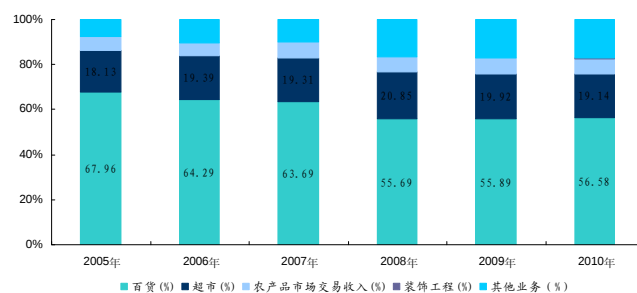
作为公司的主营业务，公司的百货业务一直是公司主要的收入及利润来源。近年来，公司百货业务收入占比约在 70% 左右，而超市及周谷堆农贸市场的收入占比分别约为 25% 和 1%。而从利润贡献来看，百货的利润贡献约占 60% 左右，而超市、及周谷堆农贸业务的利润占比分别约为 30% 及 7%。

图 1：近年来各业务的收入占比情况



资料来源：长江证券研究部

图 2：近年来各业务的净利润占比情况



资料来源：长江证券研究部

2005 年以前，公司合计共 5 家百货。自 2005 年开始，公司开始加快了扩张步伐，2005-2010 年公司合计新增门店共 9 家，截至 2011 年末，公司共有百货 14 家。且在门店中，得益于近年来的下线城市消费升级，非合肥地区的下线城市门店一直保持较高的收入增速，而在合肥市内，得益于公司较强的品牌影响力，同时各门店之间错位经营，客层覆盖较为全面。公司的成熟门店及社区门店也保持着较高的收入增长，但从公司百货门店覆盖地区的收入增速来看，地县城市的收入增速整体要快于合肥地区。

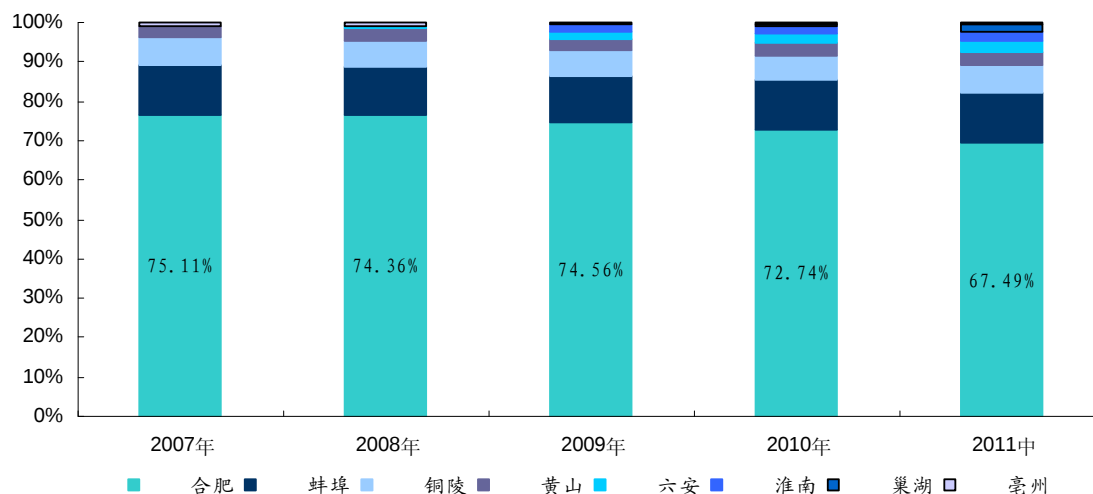
表 2：公司各覆盖地区近年来的收入增速

地区	百货门店数	2008 年	2009 年	2010 年
合肥	6	25.88%	17.00%	17.05%
蚌埠	2	15.99%	17.45%	29.53%

铜陵	1	25.59%	15.62%	15.26%
黄山	1	33.55%	18.68%	23.32%
六安	1		455.22%	39.60%
淮南	1		373.87%	49.55%
巢湖	1			
亳州	1	9.98%	-2.29%	7.01%

资料来源：长江证券研究部

图 3：公司各覆盖地区近年来的收入占比情况



资料来源：长江证券研究部

而从各地区的收入占比来看，目前合肥地区仍是公司的主要收入来源。合肥地区的收入占比约占 70%，除此之外，蚌埠地区的收入占比约为 11%。而合肥地区的 6 家百货门店中，主力门店主要为鼓楼商厦及合肥百货大楼，2010 年鼓楼商厦及百货大楼的收入分别约为 13 亿及 8 个多亿，且鼓楼商厦 2010 年的净利润约为 6000 万左右，而对于百货大楼，由于该百货主要定位在中端的大众百货，消费群体主要为偏中老年群体，得益于百货大楼在当地良好的品牌影响力，其面临的竞争较弱，该门店的整体毛利水平较高，盈利能力较为突出。除此之外，铜陵店 2010 年含税收入约 4 个多亿，蚌埠店 2010 年的含税收入也近 5 个亿，黄山店 2010 年收入约为 2 个多亿；且这些门店在 2011 年均保持了较为稳定的增速，我们预计安徽地区的地县城市的门店收入增速均在 20% 以上。且按照公司百货门店的净利率估算，我们预计铜陵店及蚌埠店有望分别贡献近 3000 万净利润，黄山店预计有望贡献约 1000 万净利润。

表 3：公司部分主要百货门店的净利润情况

子公司名称	06 年净利润	07 年净利润	08 年净利润	09 年净利润	10 年净利润
合肥鼓楼商厦	2,183.40	3,601.00	5,101.00	6,832.20	5,935.40
增速:		64.93%	41.66%	33.94%	-13.13%
百大商业大厦	288.90	438.70	789.40	1,146.90	1,484.00
增速:		51.85%	79.94%	45.29%	29.39%
百大 CBD (安徽百大中央购物中心)	-621.10	-559.70	-664.00		1,545.40
蚌埠百货大楼	761.20	959.70	1,338.80	1,589.60	2,075.80
增速:		26.08%	39.50%	18.73%	30.59%
铜陵合百商厦	438.50	631.90	1,311.90	1,555.50	1,896.50
增速:		44.10%	107.61%	18.57%	21.92%

资料来源：长江证券研究部

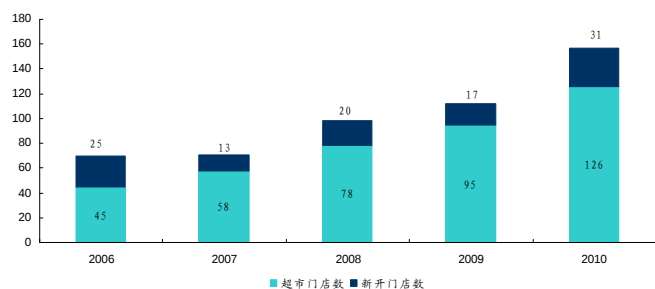
从品类上看,公司的黄金珠宝的收入占比超过 20%,得益于 2011 年黄金珠宝较快的销售增长及客单价的提升,截至 2011 年 9 月末,公司百货业务的整体收入增速接近 30%,尽管自 10 月以来公司的百货销售收入增速有所放缓,但预计公司的百货业务全年仍将保持在较高的增速水平。

我们认为,公司属于安徽省内的商业龙头,在当地具有较高的品牌影响力。公司在合肥市内的成熟门店仍有较高的同店增长,且地处地县城市的百货门店在消费升级的过程中预计仍能继续保持较高的收入增速。并且公司的主力门店鼓楼商厦在 2011 年进行了外立面改造,未来该店的 2-5 楼主要以服装为主,而将原有的家电业务搬至顶层,商品结构的调整及购物环境的进一步改善有望使得该主力店在 2012 年的收入增速进一步提升。同时 2011 年铜陵店及乐普生店也分别进行了外立面改造及商品定位的调整,预计这些调整均有望在 2012 年开始释放改造效果。

第二,超市收入增速较高,周谷堆有望在 2013 年开始进行搬迁

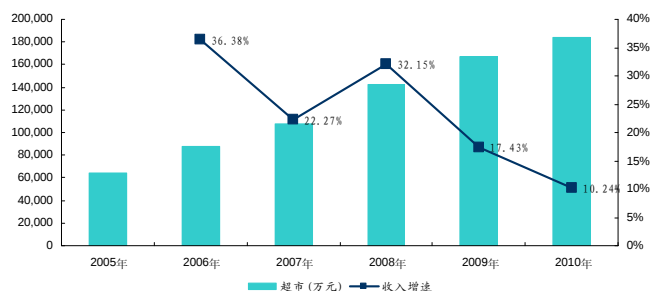
公司目前的超市门店约为 142 家(其中直营门店 114,加盟店约 28 家),按照公司的开店策略,公司每年计划新开超市 15-20 家,主要为面积约 2000 平米左右的社区超市。尽管目前公司的超市业务收入占比不高,约为 25%。而得益于超市较快的扩张速度,公司近年的超市收入均保持较高的增速。

图 4: 超市门店近年来的扩张情况



资料来源:长江证券研究部

图 5: 超市业务收入近年来增长情况



资料来源:长江证券研究部

而由于公司定位于社区超市,尽管食品类收入占比较高,但公司的超市收入受到 CPI 下行的影响并不大。2011 年 1-9 月,公司新增门店约为 9 家,但公司超市业务的收入增速约为 20%。我们认为,随着超市业务规模的扩张,同时超市业务的产品结构未来也有望得到调整,超市业务的毛利水平或有望得到提升,超市业务的利润贡献或有望进一步扩大。

周谷堆农贸市场目前的收入来源主要为租金+佣金两部分,近五年来其收入贡献并不高,收入构成中近五年的平均占比仅为 1.42%,但是由于该业务较高的毛利率,使得农产品交易市场近五年来在公司利润中的平均占比为 7.33%。在目前的规模下,周谷堆农贸市场的收入约为 1 个亿,净利润约 4000 多万。该农贸市场每年的交易量约为 250 万吨,佣金比例为 1-1.5%。

而目前周谷堆大兴农产品交易市场项目也仍处于建设阶段,该项目总建筑面积约为 365,228 平方米,计划总投资 11 亿人民币,用四年时间分三期逐步开发。一期工程内容:蔬菜、水果、水产、土特产批发区,加工配送区及农产品大厦;二期工程内容:粮油、冻品、畜禽肉类批发区、一万吨冷库及兴农乐园生活配套区;三期工程内容:水果二期、水产二期、冻品二期、畜禽肉类二期批发区、展销中心、农产品拍卖中心。

从目前的进度来看,周谷堆大兴农产品交易市场 1 期启动区主体工程基本建设完毕,剩余 400 多亩土地指标近期可望得到落实。我们认为 2012 年将是周谷堆大兴农产品交易市场的建设高峰期,预计快的话 2013 年将有望全部搬过去。由于 2012 年是主要是建设期,我们预计新建的周谷堆农贸市场有望在 2013 年开始贡献利润。

第三,我们预计合肥百货 2011-2012 年的 EPS 分别为 1.01 元(扣非后 EPS 为 0.77 元)和 0.98 元,维持推荐

我们认为,合肥百货未来的业绩看点在于:

- 1) 受益于安徽省地县城市较快的消费升级趋势，地县城市的百货门店未来仍有望继续保持较高增速；2012-2013 年公司有望新增百货港汇店及肥西店，新增门店也将有望成为公司新的收入增长点；
- 2) 2011 年公司对鼓楼商厦，铜陵店进行了外立面改造，黄山店的营业面积增加了约 1000 平米，同时乐普生门店也进行了商品定位的调整，预计这些门店的改造及调整将在未来释放收入增长效果；
- 3) 周谷堆大兴农产品市场在 2012 年将进入建设高峰期，2013 年或有望实现搬迁。新的周谷堆大兴农产品交易市场规模在现有基础之上获得了较大的提升，未来随着农贸市场的搬迁，2013 年农批业务预计将迅速增长，届时将有望带来较快的利润增长；

我们预计合肥百货 2011-2012 年 EPS 分别为 1.01 元（扣非后 EPS 为 0.77 元）和 0.98 元，对应目前的股价，估值分别为 17 倍与 16 倍，且公司的定增价为 17.55 元，目前公司股价已回落至增发价以下，具备一定的安全边际。我们认为，公司的经营扩张战略较为稳健，公司作为安徽省当地的零售龙头企业，未来仍将继续受益于安徽省较快的经济增长，维持推荐评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	7062	8651	10269	12296	货币资金	2064	3339	4053	4981
营业成本	5885	7189	8520	10161	交易性金融资产	32	32	32	32
毛利	1176	1461	1749	2135	应收账款	84	220	261	313
% 营业收入	16.7%	16.9%	17.0%	17.4%	存货	569	701	831	991
营业税金及附加	65	80	95	114	预付账款	312	384	455	543
% 营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	191	234	277	332	流动资产合计	3061	4720	5684	6921
% 营业收入	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	464	571	647	775	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.6%	6.6%	6.3%	6.3%	长期股权投资	63	60	60	60
财务费用	9	-12	-18	-22	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	1005	1206	1412	1623
资产减值损失	3	0	0	0	无形资产	284	270	256	243
公允价值变动收益	4	0	0	0	商誉	2	2	2	2
投资收益	28	179	1	1	递延所得税资产	12	0	0	0
营业利润	475	768	748	937	其他非流动资产	47	47	47	47
% 营业收入	6.7%	8.9%	7.3%	7.6%	资产总计	4474	6305	7460	8896
营业外收支	4	3	3	3	短期贷款	23	0	0	0
利润总额	479	771	751	940	应付款项	1088	1331	1577	1881
% 营业收入	6.8%	8.9%	7.3%	7.6%	预收账款	1477	1808	2146	2570
所得税费用	112	154	150	188	应付职工薪酬	46	57	67	80
净利润	367	617	601	752	应交税费	-24	-32	-34	-41
归属于母公司所有者的净利润	285.7	524.5	511.0	639.4	其他流动负债	166	206	243	290
少数股东损益	81	93	90	113	流动负债合计	2776	3369	4000	4780
EPS (元/股)	0.60	1.01	0.98	1.23	长期借款	11	11	11	11
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	6	0	0	0
经营活动现金流净额	847	763	1074	1324	其他非流动负债	30	30	30	30
取得投资收益	29	179	1	1	负债合计	2823	3410	4041	4821
收回现金					归属于母公司	1264	2415	2850	3393
长期股权投资	0	3	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	387	480	570	683
固定资产投资	-126	-287	-303	-323	股东权益	1651	2895	3419	4076
其他	37	0	0	0	负债及股东权益	4474	6305	7460	8896
投资活动现金流净额	-89	-104	-302	-322	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	44	706	0	0	EPS	0.596	1.009	0.983	1.230
银行贷款增加 (减少)	-92	-23	0	0	BVPS	2.63	5.03	5.94	7.07
筹资成本	76	-67	-59	-74	PE	25.79	15.23	15.63	12.49
其他	-151	0	0	0	PEG	0.84	0.49	0.51	0.41
筹资活动现金流净额	-123	616	-59	-74	PB	5.83	3.05	2.59	2.17
现金净流量	635	1275	713	928	EV/EBITDA	10.47	5.45	4.69	2.90
					ROE	22.6%	21.7%	17.9%	18.8%

分析师介绍

童兰，上海财经大学经济学硕士，从事商业零售行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。