

增资科农行股权，被错杀的优质龙头百货

公司研究简报

◆公告梗概：

合肥科技农村商业银行(科农行)拟实施增资扩股，拟新增 8.3 亿股，增资价格 2.42 元/股。公司现持有科农行股份 6063.27 万股，持股比例为 7.37%。拟投资 6050 万元，认购 2500 万股，参与科农行增资扩股。该议案涉及关联交易，关联股东回避后已通过董事会决议。本次投资金额 6050 万元占公司最近一期经审计净资产 12 亿元的 4.79%，尚未达到公司最近一期经审计净资产的 5%，不构成重大资产重组。

◆公司为科农行创立股东，增资完毕后持股比例下降为 5.18%：

科农行成立于 2007 年 2 月，成立之初公司即以 4000 万元认购 4000 万股参与设立。目前科农行注册资本为 8.23 亿元，若此次增资顺利完成，则其股本将扩充一倍变为 16.53 亿元。公司认购 2500 万股后，持有数量将增加至 8563.27 万股，占科农行本次增资完毕后注册资本的 5.18%。

◆科农行 2010 年净资产收益率 20.26%，增持有益于长期收益：

截止 2010 年 12 月 31 日，科农行资产总额 227.07 亿元，净资产 10.86 亿元；2010 年实现营业收入 5.70 亿元，净利润 2.20 亿元。净资产收益率为 20.26%；截止 2011 年 9 月 30 日，科农行资产总额 277.20 亿元，净资产 14.31 亿元；2011 年前三季度实现营业收入 5.18 亿元，净利润 2.13 亿元。银行的质地较优异，虽未披露分红情况，但我们认为至少从长期来看，增持科农行有利于公司长期收益，因为未来城商行的上市是大概率事件，虽然短期 IPO 日程表没有排出，但中长期一旦成功上市即可为公司带来更为可观的投资效益以及分红收益。

◆股价已调整充分，维持买入评级：

我们维持公司 2011-2013 年全面摊薄后 EPS 分别 0.99（其中主业 0.74 元）/0.92/1.06 元，以 2010 年为基期未来三年 CAGR24.6%，认为公司合理价值在 18.40 元，对应主营业务 2012 年 20 倍市盈率。我们认为近期零售股普遍大跌，部分优质龙头百货企业由于部分机构调整仓位被错杀，合肥百货较为稳健的持续扩张能力、未来受益于安徽居民消费升级的潜力、区域垄断优势和美誉度以及自身品牌调整的积极因素，都是我们较为看好的亮点。目前 13.80 元价格（2011 年主业 18.6X 市盈率）甚至低于 2008 年 11 月出现的最低当期 18.8X，因此股价低估且安全边际较大（增发价 17.55 元），强烈推荐。

◆风险提示：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	8,638	9,935	11,484
营业收入增长率	16.69%	19.99%	22.32%	15.02%	15.59%
净利润（百万元）	201	286	514	478	553
净利润增长率	66.93%	42.29%	79.94%	-7.08%	15.74%
EPS（元）	0.39	0.55	0.99	0.92	1.06
ROE（归属母公司）	19.58%	22.61%	21.11%	17.10%	17.05%
P/E	36	25	14	15	13

买入（维持）

当前价/目标价：13.80/18.40 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@ebcn.com

市场数据

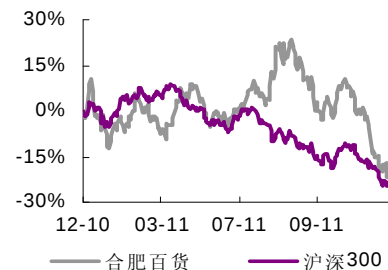
总股本(亿股)：5.20

总市值(亿元)：71.75

一年最低/最高(元)：13.20/23.11

近 3 月换手率：31.56%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-13.22	-13.49	1.60
绝对	-23.42	-26.00	-23.95

相关研报

合肥百货：购地自建购物中心，完善合肥网店布局---公司公告点评

.....2011-12-24

合肥百货：业绩略低于预期，计提公允价值亏损是主因---3Q2011 季报点评

.....2011-10-20

合肥百货：业绩符合预期，白马百货的领头羊---1H2011 中报点评

.....2011-08-12

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 12 月 24 日更新)

单位：元	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
百货	0.12	0.15	0.23	0.37	0.43	0.55	0.63
超市	0.03	0.06	0.07	0.08	0.21	0.26	0.30
农产品	0.02	0.02	0.04	0.04	0.06	0.07	0.08
电器	0.01	0.01	0.01	0.02	0.03	0.03	0.03
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	0.99	0.92	1.06

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 年三季度点评

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

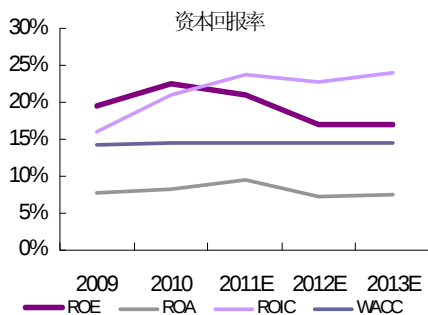
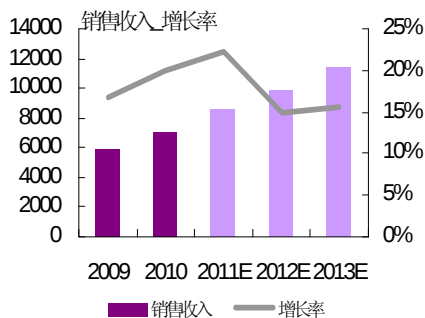
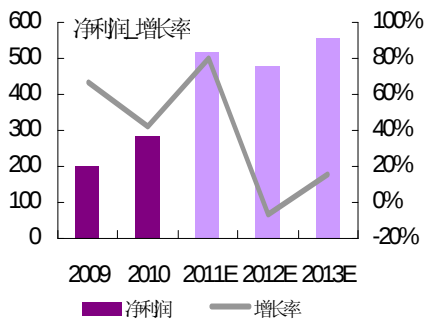
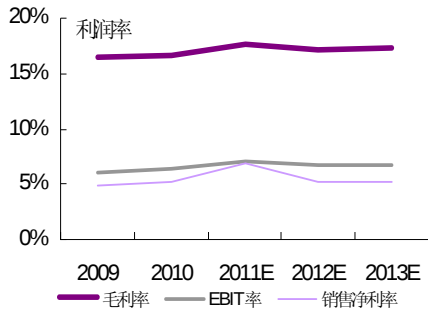
2011-04-22 合肥百货：业绩符合预期，毛利率提升仍有较大空间---1Q2011 季报点评

2011-06-23 合肥百货：弱市定增溢价发行，彰显机构未来信心---公司公告点评

2011-08-12 合肥百货：业绩符合预期，白马百货的领头羊---1H2011 公司中报点评

2011-10-20 合肥百货：业绩略低于预期，计提公允价值亏损是主因---3Q2011 季报点评

2011-12-24 合肥百货：购地自建购物中心，完善合肥网店布局---公司公告点评



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5,885	7,062	8,638	9,935	11,484
营业成本	4,914	5,885	7,107	8,226	9,498
折旧和摊销	72	83	95	103	113
营业税费	45	65	82	94	109
销售费用	156	191	246	273	316
管理费用	98	97	600	681	792
财务费用	15	9	-23	-31	-39
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	793	692	807
利润总额	398	479	793	692	807
少数股东损益	88	81	81	41	52
归属母公司净利润	200.81	285.74	514.18	477.78	552.99

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	3,694	4,474	6,245	7,060	8,126
流动资产	2,350	3,061	4,797	5,514	6,494
货币资金	1,477	2,064	3,482	3,998	4,746
交易型金融资产	28	32	30	30	30
应收账款	21	23	31	36	41
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	68	61	99	114	132
存货	459	569	707	819	946
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	1,084	1,163
无形资产	217	284	277	270	263
总负债	2,385	2,823	3,342	3,757	4,322
无息负债	2,260	2,790	3,334	3,752	4,320
有息负债	125	33	8	5	2
股东权益	1,309	1,651	2,903	3,303	3,804
股本	480	480	520	520	520
公积金	229	276	941	941	941
未分配利润	317	509	975	1,334	1,783
少数股东权益	283	387	468	508	560

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	679	847	720	793	1,001
净利润	201	286	514	478	553
折旧摊销	72	83	95	103	113
净营运资金增加	-124	-47	263	187	143
其他	530	524	-153	26	193
投资活动产生现金流	-166	-89	27	-200	-200
净资本支出	127	126	125	200	200
长期投资变化	68	63	-18	0	0
其他资产变化	-360	-277	-81	-400	-400
融资活动现金流	-348	-123	671	-78	-52
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	545	418	568
净现金流	166	635	1,417	516	749

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%	22.32%	15.02%	15.59%
净利润增长率	66.93%	42.29%	79.94%	-7.08%	15.74%
EBITDA 增长率	31.43%	21.10%	-22.62%	9.29%	15.33%
EBIT 增长率	34.25%	27.19%	-26.41%	9.48%	16.26%
估值指标					
PE	36	25	14	15	13
PB	7	6	3	3	2
EV/EBITDA	10	8	10	9	8
EV/EBIT	11	9	12	11	9
EV/NOPLAT	29	21	16	14	12
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	5	4	4	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	16.51%	16.66%	17.71%	17.20%	17.29%
EBITDA 率	7.71%	7.78%	8.09%	7.69%	7.67%
EBIT 率	6.05%	6.41%	6.98%	6.65%	6.69%
税前净利润率	6.76%	6.78%	9.18%	6.96%	7.02%
税后净利润率 (归属母公	3.41%	4.05%	5.95%	4.81%	4.82%
ROA	7.82%	8.21%	9.52%	7.35%	7.44%
ROE (归属母公司) (摊	19.58%	22.61%	21.11%	17.10%	17.05%
经营性 ROIC	15.89%	21.11%	23.69%	22.72%	24.05%
偿债能力					
流动比率	1.00	1.10	1.46	1.50	1.53
速动比率	0.81	0.90	1.25	1.27	1.31
归属母公司权益/有息债务	8.20	38.22	321.62	611.07	2061.97
有形资产/有息债务	27.43	124.78	781.37	1473.54	4965.84
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.39	0.55	0.99	0.92	1.06
每股红利	0.09	0.09	0.23	0.20	0.23
每股经营现金流	1.31	1.63	1.38	1.53	1.93
每股自由现金流(FCFF)	0.70	0.71	0.30	0.41	0.67
每股净资产	1.97	2.43	4.68	5.37	6.24
每股销售收入	11.32	13.58	16.61	19.11	22.09

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

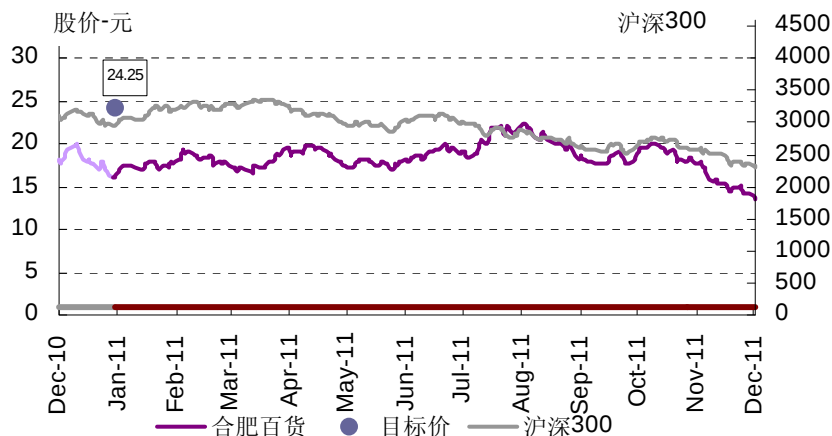
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿，毕业于德国波恩大学国民经济学，获得 CFA CAIA FRM 证书，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。2011 年获得商贸零售业“水晶球奖”第五名，“金牛奖”第五名，2011 年新财富最佳分析师商贸零售业第六名。

投资建议历史表现图

合肥百货 (000417)



日期	股价	目标价	评级
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
2011-06-23	17.59	24.26	买入
2011-08-12	22.00	24.26	买入
2011-10-21	17.97	22.91	买入
2011-12-24	14.17	18.40	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。

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。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。

本证券研究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，仅供本公司的客户使用。

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。

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。

光大证券股份有限公司研究所

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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com