

合肥百货(000417)

收入增长乏力，外延扩张启动

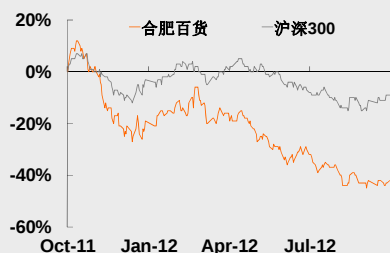
强烈推荐（维持）

现价：7.32 元

主要数据

行业	批发和零售贸易
公司网址	www.hfbh.com.cn
大股东/持股	合肥市建设投资控股（集团）有限公司/22.13%
实际控制人/持股	合肥市国资委/22.13%
总股本(百万股)	780
流通 A 股(百万股)	778
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	57.09
流通 A 股市值(亿元)	56.97
每股净资产(元)	3.28
资产负债率(%)	54.2

行情走势图



相关研究报告

《业绩稳健，成长无忧》-20120810

证券分析师

耿邦昊 投资咨询资格编号
 S1060512070001
 0755-22625433
 gengbanghao458@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项：公司今日发布 2012 三季报，1-9 月实现收入 67.7 亿元，同比增长 3.59%；归属母公司净利润 3.37 亿元或 EPS=0.43 元，剔除去年出售地产业务所得影响，同比增长 25%。考虑到合家福与乐普生自去年下半年起 100%股权并表，因此若加回去年上半年少数股东权益对应利润 4166 万，则 1-9 月可比业绩增长 7%。

■ 收入增长乏力，单季业绩低于预期

三季度单季实现收入 19.4 亿元，同比增长 0.49%，较二季度 4.94%明显下滑；单季毛利率 17.83%，同比提升 0.26 个百分点，提升幅度同样下滑（二季度同比提升 0.42 个百分点）。分业态来看，三季度百货收入增长约 8%，超市增长约 11-12%，与上半年相比均有一定幅度的下降（上半年百货 11%，超市 14-15%）。考虑到去年四季度低基数效应，我们判断 Q4 收入增速将有明显改善。

单季销售+管理费用率同比上升 0.99 个百分点至 9.32%，净利润仅与去年同期持平，若剔除政府补助影响则同比略降。这一方面由于 9 月份新开港汇广场店及职教城大卖场产生的开办费所致（两个新店开办费合计约 300 多万），另一方面由于人工、租金、水电等费用的刚性上升所致（特别是占比最大的人工费，上半年同比增长 23%，三季度新开店进一步增加员工数量）。在收入需求乏力的环境下，经营杠杆下降，成本压力凸显。

■ 新项目如期开业，外延扩张启动

三季度公司外延扩张重启：9 月 1 日，合肥职教城大卖场开业（建筑面积 1.59 万平方米，购置店，总投资 8816 万元）；9 月 28 日，港汇广场项目开业（建筑面积 5.4 万平方米，租赁店）。我们预计两店全年亏损总额合计约 500 万。

除了上述两个项目外，公司目前已知储备项目多达 5 个，分别为肥东购物中心（4 万平，租赁，2013 一季度）、柏堰科技园（4 万平，自建，2013 下半年）、蚌埠三店（2-3 万平，租赁，2013 下半年）、肥西购物中心（3.6 万平，自建，2014 年初）和滁州购物中心（4 万平，租赁，2014 下半年），未来成长无忧！

■ 12 年业绩无忧，明后年还看经济复苏

去年四季度收入增速从 25%降至 7%，并连续 4 个季度徘徊在 5%左右，在较低的基数因素下，我们判断今年四季度收入增长较前三季度将明显改善。同时公司费用确认具有明显的季节性（四季度费用确认较少，单季净利润占全年利润比在 30%以上），因此我们维持 12-14 年 EPS 为 0.57、0.68 和 0.86 元的盈利预测，现价对应 12 年估值仅 12.8 倍，低于行业平均水平，给予“强烈推荐”评级。

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	8,551	9,323	11,230	13,700
YoY(%)	21.1	9.0	20.4	22.0
净利润（百万元）	505	442	527	667
YoY(%)	76.6	-12.4	19.2	26.7
毛利率(%)	17.1	17.3	17.2	17.1
净利率(%)	5.9	4.7	4.7	4.9
ROE(%)	21.8	16.0	16.0	16.9
EPS(摊薄/元)	0.65	0.57	0.68	0.86
P/E(倍)	12.6	12.9	10.8	8.6
P/B(倍)	1.6	2.1	1.7	1.4

但出于对经济复苏、消费回暖不确定性的担忧，以及明后年新店密集开业的费用压力，不排除进一步下调13-14年收入、利润增速的可能性。

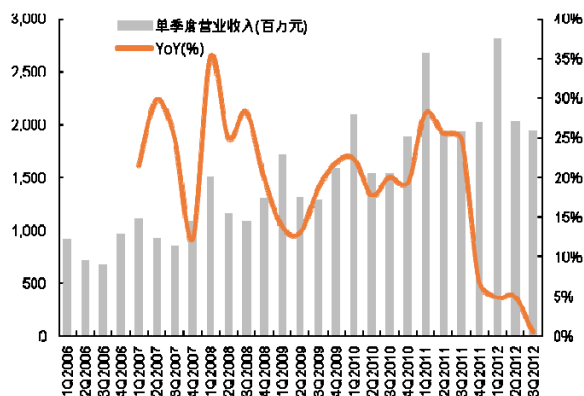
■ **风险提示：**消费复苏低于预期，新店培育期拉长，合肥地区零售竞争加剧。

图表 1 合肥百货2012-2014年扩张储备项目

名称	项目规划及定位	建筑面积 (万平方米)	收购/自建 投入	单平米投资额/ 单平单天租金	开业时间
港汇广场	项目总面积约 17 万平米，公司租赁其中 1-7 层，投资运营大型综合百货店	5.4	租赁	N/A	2012 年 9 月 28 日开业
职教城卖场	紧邻现代职教城，针对在校师生，设立大卖场	1.59	8816 万元	5542 元/平米	2012 年 9 月 1 日开业
肥东购物中心	位于肥东县城中心区域，项目总面积约 8.7 万平米，公司租赁其中 1-5 层约 4 万平米，开设购物中心	4.0	租赁	1.25 元/天/平	2013 一 季度
柏堰科技园	位于新兴高科技园，项目总占地 46.4 亩，其中公司购买 19.2 亩，拟自建成为综合型区域购物中心	4.0	2.08 亿元	5200 元/平米	2013 下 半年
蚌埠三店	社区型综合体，百货+超市	2-3	租赁	N/A	2013 下 半年
肥西购物中心	肥西县黄金地段，整个项目 15 万平，集大型购物中心、购物街等为一体，上市公司拥有 3.6 万平商业物业，拟自建成为小型购物中心	3.6	1.5 亿元	4000 元/平米	2014 年 初
滁州购物中心	滁州市中心，项目总面积 6.5 万平，公司租赁其中 4.04 万平，设立购物中心	4.04	租赁	1.18 元/天/平	2014 下 半年

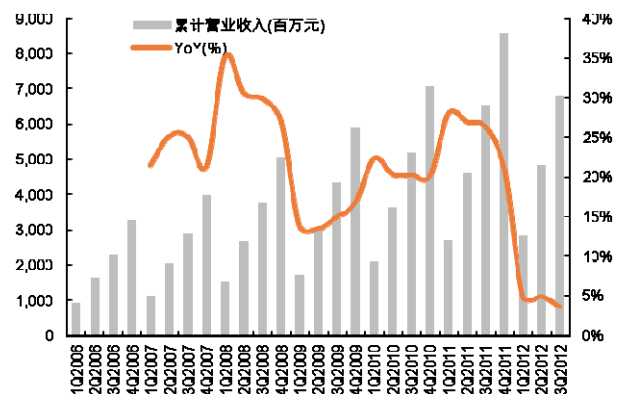
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 2 公司季度收入增速



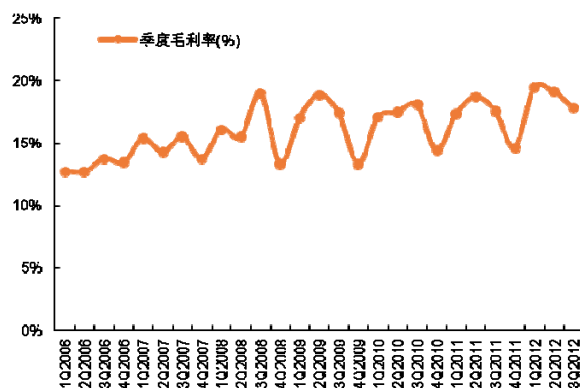
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 3 公司季度累计收入增速



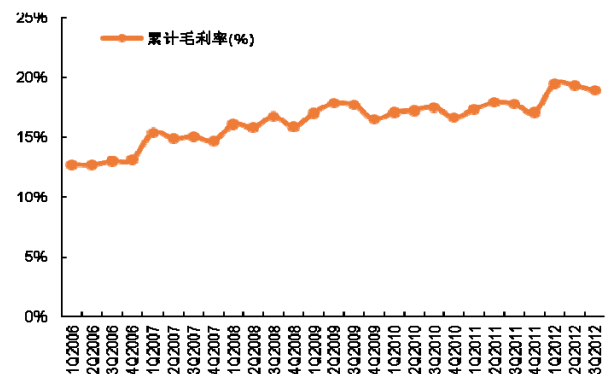
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 4 公司季度毛利率



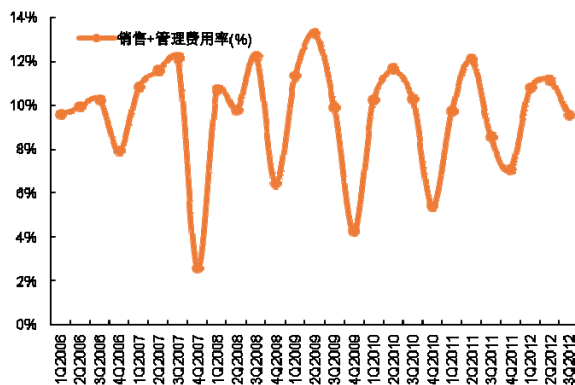
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 5 公司季度累计毛利率



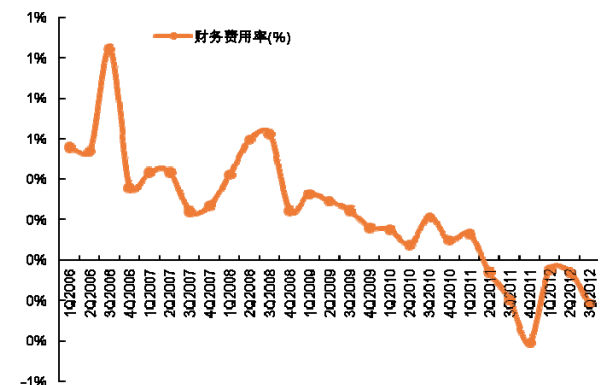
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 6 公司季度销售+管理费用率



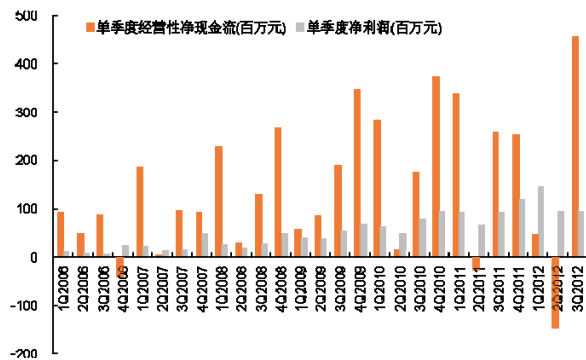
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 7 公司季度财务费用率



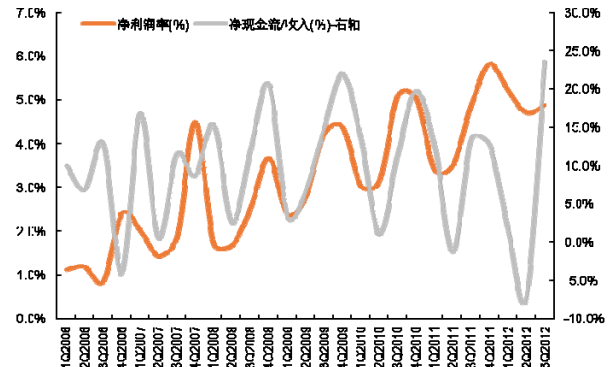
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 8 公司季度经营性现金流&净利润



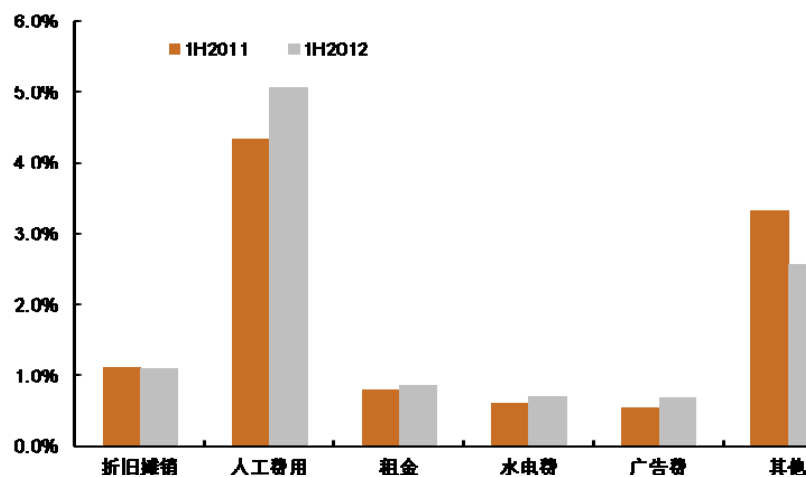
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 9 公司季度净利率&净现金/收入



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 10 公司1H2012与1H2011费用率拆分



资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	4,650	5,308	6,622	7,940
现金	3,497	4,009	4,829	5,754
应收账款	16	28	79	96
其它应收款	135	93	112	137
预付账款	319	386	465	568
存货	663	771	1,116	1,363
其他	21	21	22	23
非流动资产	1,522	1,710	1,857	1,925
长期投资	47	47	47	47
固定资产	935	901	1,091	1,204
无形资产	385	375	375	375
其他	154	386	344	299
资产总计	6,172	7,018	8,479	9,865
流动负债	3,356	3,737	4,650	5,341
短期借款	3	256	396	182
应付账款	700	694	930	1,136
其他	2,654	2,786	3,324	4,023
非流动负债	134	134	134	134
长期借款	19	19	19	19
其他	115	115	115	115
负债合计	3,491	3,871	4,784	5,475
少数股东权益	366	390	412	440
股本	520	780	780	780
资本公积	569	569	569	569
留存收益	1,226	1,408	1,934	2,602
归属母公司股东权益	2,681	3,146	3,695	4,390
负债和股东权益	6,172	7,018	8,479	9,865

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	825	544	956	1,349
净利润	505	442	527	667
折旧摊销	106	107	127	147
财务费用	-10	-9	1	-6
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-1,008	-19	279	512
其它	1,232	23	22	28
投资活动现金流	-31	-295	-275	-215
资本支出	-50	-295	-275	-215
长期投资减少	0	0	0	0
其他	19	0	0	0
筹资活动现金流	679	263	139	-208
短期借款增加	-20	254	140	-215
长期借款增加	9	0	0	0
普通股增加	40	0	0	0
资本公积增加	554	0	0	0
其他	96	9	-1	6
现金净增加额	1,433	512	820	925

利润表

单位：百万元

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	8,551	9,323	11,230	13,700
营业成本	7,093	7,715	9,299	11,358
营业税金及附加	94	103	118	137
营业费用	257	309	385	438
管理费用	544	619	730	884
财务费用	-10	-)	1	-6
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	-)2	0	0	0
投资净收益	200	0	0	0
营业利润	772	587	697	890
营业外收入	26	25	25	25
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	781	612	722	915
所得税	197	147	173	220
净利润	596	465	549	695
少数股东损益	80	23	22	28
归属于母公司净利润	505	442	527	667
EBITDA	689	725	820	999
EPS（元）	0.97	0.57	0.68	0.86

主要财务比率

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	21.1%	9.0%	20.4%	22.0%
营业利润	63.7%	-23.9%	18.7%	27.7%
净利润	76.6%	-12.4%	19.2%	26.7%
获利能力				
毛利率	17.1%	17.3%	17.2%	17.1%
净利率	5.9%	4.7%	4.7%	4.9%
ROE	21.8%	16.0%	16.0%	16.9%
ROIC				
偿债能力				
资产负债率	57%	55%	56%	55%
净负债比率	0.6%	7.1%	8.7%	3.7%
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.5
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.2
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	110.6	106.6	52.7	39.3
应付账款周转率	2.8	2.8	2.9	2.7
每股指标（元）				
每股收益	1.0	0.6	0.7	0.9
每股经营现金流	1.6	0.7	1.2	1.7
每股净资产	4.5	3.5	4.2	5.1
估值比率				
P/E	7.5	12.9	10.8	8.6
P/B	1.6	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	8.3	6.0	8.2	7.4

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257