

2011年3月2日

# 合肥百货

## 并购带动超市扩张提速

**A**
**买入**

000417.SZ - 人民币 18.26

目标价格: 人民币 21.30 (▲20.00)

2010年合肥百货营业收入同比增长20%至70.62亿元,与我们预测的70.46亿元基本一致。剔除投资收益和政府补贴等非经常性损益,公司净利润同比提高61.8%至2.58亿元,略高于我们预测。我们将目标价格小幅上调至21.30元,维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 百货(含家电)业务毛利率小幅下滑0.16%,超市和农批业务毛利率分别同比提高64和70个基点。
- 公司百货可比门店收入增长在15%左右。2010年末将鼓楼店七、八层的办公区域压缩。我们预计此次调整可能带来门店经营面积提升10%左右。
- 合家福超市全年新开28家门店,通过并购获得淮南市食品公司下属集萃华联超市八家门店,全年新增网点36家。我们不排除公司在省内和省外临近区域再次进行收购的可能,目前暂时维持未来三年年均新增超市30家预测不变。
- 公司以2.0亿元底价捆绑转让拓基地产、蚌埠百大置业、铜陵拓基地产股权。此次转让将带来2011年每股收益增厚0.28元。

### 评级面临的主要风险

- 更多竞争对手进入安徽市场以及大体量商业物业涌现将可能导致竞争环境恶化。

### 估值

- 我们根据公司新项目进展情况对模型进行调整,不考虑非经常性损益影响,我们对2011-2013年每股收益预测为0.667元、0.844元和1.026元,上调4-6%。我们的目标价格由20.00元上调至21.30元,维持对合肥百货买入评级。

### 图表 1. 投资摘要

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年结日: 12月31日					
销售收入(人民币百万) 5,88	5	7,062	8,280	9,939	11,699
变动(%)	17	20	17	20	18
核心净利润(人民币百万) 201		285	320	405	492
全面摊薄每股收益(人民币) 0.34	5	0.559	0.667	0.844	1.026
变动(%)	25.3	62.2	19.3	26.6	21.5
市场预期每股收益(人民币) -		0.553	0.730	0.825	-
原先预测每股收益(人民币) -		-	0.642	0.793	-
调整幅度(%)	-	-	3.8	6.4	N/A
核心每股收益(人民币) 0.34	5	0.559	0.667	0.844	1.026
变动(%)	25.3	62.2	19.3	26.6	21.5
全面摊薄市盈率(倍) 53.0		32.7	27.4	21.6	17.8
核心市盈率(倍) 53.0		32.7	27.4	21.6	17.8
每股现金流量(人民币) 1.56		1.85	1.51	2.65	2.82
价格/每股现金流量(倍) 1	1.7	9.9	12.1	6.9	6.5
企业价值/息税折旧前利润(倍) 16.8		12.7	9.6	6.8	4.9
每股股息(人民币) 0.10	0	0.100	0.133	0.126	0.205
股息率(%)	0.5	0.5	0.7	0.7	1.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**郑媛**

(8621) 6860 4866 分机 8517

yuan.zheng@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110252

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(6)	5	(9)	15
相对新华富时A50指数(%)	(9)	1	(11)	28

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	480
流通股(%)	60
流通股市值(人民币百万)	5,259
3个月日均交易额(人民币百万)	65
净负债比率(%) (2010E)	净现金
主要股东(%)	
合肥市国资委	40

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司  
 具备证券投资咨询业务资格

## 上调盈利预测，维持买入评级

2010年合肥百货营业收入同比增长20%至70.62亿元，与我们预测的70.46亿元基本一致。公司全年净利润同比大幅增长42.3%至2.86亿元。剔除投资收益和政府补贴等非经常性损益，公司净利润同比提高61.8%至2.58亿元，略高于我们预测的2.48亿元。

公司通过加强内部管理，严格控制费用，全年销售和管理费用率同比降低0.3%。2010年公司并未进行大额投资，手持现金较为充裕，三季度末其短期借款由年初的1.1亿元降至5,550万，2010年末为2,250万。因此，全年财务费用降至932万元，较去年同期下降37.8%。

分季度分析，四季度公司营业收入同比增长19.3%，增速与前三季度持平。四季度主营毛利率较去年同期提高1.1个百分点达到14.4%，全年主营毛利率同比提高15个基点至16.7%。从公司2006年以来的历史数据来看，通常三季度毛利率达到全年峰值，四季度毛利率又会有明显回落。我们推测应当与公司收到返利款时间有关。百货（含家电）业务毛利率小幅下滑0.16%，超市和农批业务毛利率分别同比提高64和70个基点。

2011年初公司以2.0亿元底价捆绑转让合肥拓基地产19.6%股权、蚌埠百大置业55%股权、铜陵拓基房地产10%股权。此次股权转让将为公司贡献1.34亿元的收益，相当于每股0.28元。我们根据公司新项目进展情况对模型进行调整，不考虑非经常性损益影响，我们2011-2013年盈利预测上调4-6%。我们的目标价格由20.00元上调至21.30元，维持对合肥百货买入评级。

**图表 2. 2010 年业绩摘要**

(人民币, 百万)	2009 年	2010 年	同比变动(%)
营业收入	5,885	7,062	20.0
营业成本	(4,914)	(5,885)	19.8
营业税金及附加	(45)	(65)	43.9
管理费用	(407)	(464)	14.1
销售费用	(156)	(191)	22.3
经营利润 364		456	25.4
非经常性损益	57	36	(37.0)
资产减值损失	(8)	(3)	(55.5)
财务费用	(15)	(9)	(37.8)
税前利润 398		479	20.5
税金	(109)	(112)	2.8
税后利润 289		367	27.2
少数股东损益	88	81	(7.4)
净利润 201		286	42.3
经常性净利	160	258	61.8
<b>主要比率 (%)</b>			
毛利率	16.5	16.7	0.1
经营利润率 6.2		6.5	0.3
净利率	3.4	4.0	0.6
有效税率 27.4		23.4	(4.0)
销售及管理费用率	9.6	9.3	(0.3)

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

## 百货门店升级改造持续挖潜

公司百货可比门店收入增长在 15% 左右。公司完成了主力门店百货商厦和鼓楼商厦的升级改造和面积扩充，并对百货门店进行无障碍设施建设和人性化改造。针对近年来黄金持续热销的情况，2010 年 5-8 月公司对百货大楼一楼黄金珠宝区域进行了整合和重新规划，并对部分区域天花板和地面实施改造。8 月 18 日升级后的百大“黄金城”全新开业，百货大楼黄金首饰和珠宝品类经营面积扩大到 1,100 平米，公司对品牌进行了淘汰和精选，入驻百货大楼的黄金饰品知名品牌超过 20 家。公司目标是将百货大楼打造为“安徽的菜百”。

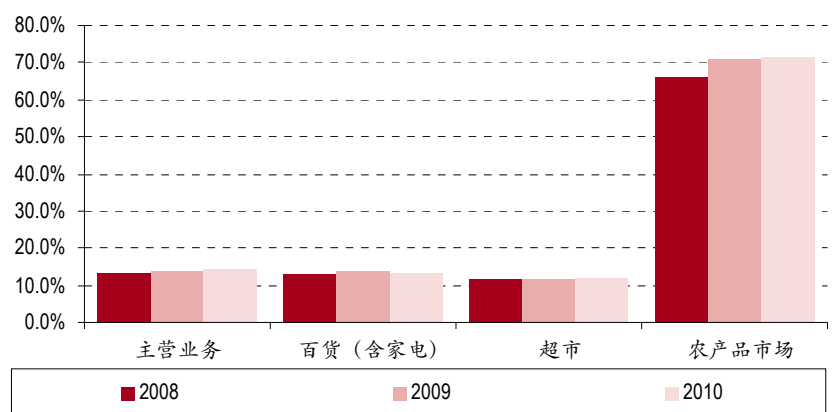
公司在 2010 年末将旗舰店鼓楼商厦七、八层的办公区域压缩，计划将原有家电业态楼层上移并可能引进类似“大食代”模式增加综合餐饮功能区，丰富门店品类组合。按照每层 5,000 平米的建筑面积推算，我们预计此次调整可能带来门店经营面积提升 10% 左右。门店面积扩充将给鼓楼商厦带来升级改造的难得机遇，配套功能增加将有效提升主力门店集客力。我们预计分楼层的商品布局调整可能要持续半年左右。

铜陵合百商厦 2003 年经过重组改制后开业，运营时间已经超过七年。2010 年公司投入 1,000 多万元对铜陵合百商厦进行硬件翻修，天花板、LED 灯、中央空调、配电室、中庭亮化装饰等方面进行改造。利用此次改造，店内布局和品牌进行较大调整。多个重点服饰类品牌面积有所扩充，并以生活馆的形式进行重新装潢。该门店在坚持青春时尚定位的基础上，对休闲服饰品牌类品牌进行强化，引进百家好、MODA 等新锐品牌的入驻。

### 收购集萃华联，合家福超市加速布局淮南市场

合家福超市全年新开 28 家门店，通过并购获得淮南市食品公司下属集萃华联超市八家门店，全年新增网点 36 家。淮南集萃华联超市于 1999 年成立，是淮南市本土成立最早、规模最大的本土超市连锁企业，八家网点分布在淮南田家庵区、谢家集区、八公山区、凤台县。通过此次收购，公司在淮南市场份额得到快速提升。我们认为依托合家福在省内供应商资源和规模采购优势，并购后的整合将带来协同效应。合家福超市通过加强源头采购和规模效应扩大实现盈利能力稳步提升，2010 年超市业态毛利率提高 0.64%。2010 年公司通过并购拉动超市业态扩张提速。我们不排除公司在省内和省外临近区域再次进行收购的可能，目前暂时维持未来三年年均新增超市 30 家预测不变。

图表 3. 2008-2010 年分业态毛利率



资料来源：公司数据，中银国际研究

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	5,885	7,062	8,280	9,939	11,699
销售成本	(4,914)	(5,885)	(6,881)	(8,211)	(9,643)
经营费用	(522)	(626)	(720)	(884)	(1,044)
息税折旧前利润	450	550	679	844	1,012
折旧及摊销	(86)	(94)	(104)	(115)	125
经营利润(息税前利润)	364	456	576	729	887
净利息收入(费用)	(15)	(10)	(7)	(9)	(12)
其他收益/(损失)	49	32	0	0	0
税前利润	398	479	569	720	875
所得税	(109)	(112)	(142)	(180)	(219)
少数股东权益	(88)	(81)	(107)	(135)	(164)
净利润	201	285	320	405	492
核心净利润	165	268	320	405	492
每股收益(人民币) 0.41	9	0.595	0.667	0.844	1.026
核心每股收益(人民币) 0.34	5	0.559	0.667	0.844	1.026
每股股息(人民币) 0.10	0	0.100	0.133	0.126	0.205
收入增长(%) 1	7	20	17	20	18
息税前利润增长(%) 3	2	25	26	27	22
息税折旧前利润增长(%) 8		22	23	24	20
每股收益增长(%) 62		42	12	27	22
核心每股收益增长(%) 2	5	62	19	27	22

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物 1,53	4	2,031	2,526	3,315	4,089
应收帐款 18		23	26	32	37
库存 489		600	695	839	985
其他流动资产 390		472	551	663	780
流动资产总计	2,431	3,127	3,798	4,849	5,891
固定资产 1,02	9	1,092	1,127	1,161	1,216
无形资产 30		60	40	30	50
其他长期资产 278		263	274	284	268
长期资产总计	1,337	1,415	1,441	1,475	1,533
总资产	3,768	4,542	5,239	6,324	7,425
应付帐款 899		1,108	1,282	1,549	1,817
短期债务 230		130	150	130	130
其他流动负债 1,38	8	1,822	2,039	2,504	2,914
流动负债总计	2,517	3,060	3,471	4,183	4,861
长期借款 23		23	28	28	28
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本 480		480	480	480	480
储备 660		898	1,154	1,498	1,892
股东权益	1,140	1,378	1,634	1,978	2,372
少数股东权益 88		81	107	135	164
总负债及权益	3,768	4,542	5,239	6,324	7,425
每股帐面价值(人民币) 2.38		2.87	3.41	4.12	4.94
每股有形资产(人民币) 2.31		2.75	3.32	4.06	4.84
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.67)	(3.92)	(4.89)	(6.58)	(8.20)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润 398		479	569	720	875
折旧与摊销 86		94	104	115	125
净利息费用 15		10	7	9	12
运营资本变动 389		444	214	470	410
支付税金	(33)	(34)	(36)	31	36
其他经营现金流	(107)	(105)	(130)	(75)	(107)
经营活动产生的现金流	747	887	726	1,270	1,351
购买固定资产净值	(92)	(150)	(130)	(140)	(180)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(207)	(91)	(72)	(256)	(316)
投资活动产生的现金流	(299)	(241)	(202)	(396)	(496)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(90)	(100)	25	(20)	0
支付股息	(55)	(48)	(48)	(64)	(81)
其他融资现金流	7	(1)	(8)	(2)	0
融资活动产生的现金流	(138)	(149)	(31)	(86)	(81)
现金变动 311		497	494	789	775
期初现金 1,22	4	1,534	2,031	2,526	3,315
公司自由现金流 449		646	525	875	856
权益自由现金流 359		546	550	855	856

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率 7.6		7.8	8.2	8.5	8.7
息税前利润率 6.2		6.5	7.0	7.3	7.6
税前利润率 6.8		6.8	6.9	7.2	7.5
净利率(3.4)		4.0	3.9	4.1	4.2
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2
利息覆盖率 13.8		18.2	21.7	23.4	24.6
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率 0.8		0.8	0.9	1.0	1.0
<b>估值(倍)</b>					
市盈率 43.6		30.7	27.4	21.6	17.8
核心业务市盈率 53.0		32.7	27.4	21.6	17.8
目标价对应核心业务市	61.8	38.1	31.9	25.2	20.8
盈率					
市净率 7.7		6.4	5.4	4.4	3.7
价格/现金流 11.7		9.9	12.1	6.9	6.5
企业价值/息税折旧前	16.8	12.7	9.6	6.8	4.9
利润					
<b>周转率</b>					
存货周转天数 34.4		33.8	34.3	28.2	28.5
应收帐款周转天数 1.1		1.1	1.1	1.1	1.1
应付帐款周转天数 53.1		51.9	52.7	52.0	52.5
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率 23.9		16.8	20.0	15.0	20.0
净资产收益率 19.9		22.7	21.3	22.4	22.6
资产收益率	7.4	8.4	8.8	9.5	9.7
已运用资本收益率 24.9		30.5	33.7	35.9	36.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的1%。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分容予任何其他人，或将此报告全部或部分容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话:(8621) 6860 4866  
传真:(8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话:(8610) 6622 9000  
传真:(8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话:(4420) 7022 8888  
传真:(4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话:(1) 212 259 0888  
传真:(1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话:(65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真:(65) 6534 3996 / 6532 3371