

公司研究/中报点评

2017年08月16日

商业贸易/零售 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 8.39
合理价格区间(元): 9.70-11.25

许世刚 执业证书编号: S0570512080004
研究员 025-83387508
xushigang@htsc.com

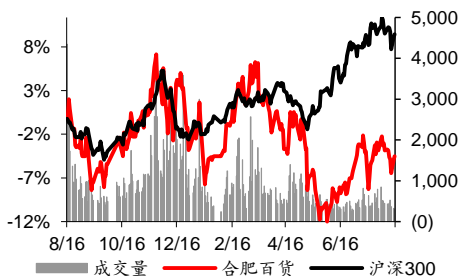
张坚 0755 82364269
联系人 zhang_jian@htsc.com

丁浙川 021-28972086
联系人 dingzhechuan@htsc.com

相关研究

- 1《合肥百货(000417,增持): 基本面向好, 台客隆整合进展顺利》2017.04
- 2《合肥百货(000417,增持): 业绩表现良好, 营收端显现复苏》2017.04
- 3《合肥百货(000417,增持): 16H2 回暖, 新起点迎产业资本青睐》2017.03

股价走势图



资料来源: Wind

营收稳定增长, 产业资本再度增持

合肥百货(000417)

公司上半年营收同比增长 4.29%, 产业资本再度增持

合肥百货发布 2017 年中报, 2017 年上半年公司实现营业收入 54.00 亿元, 同比增长 4.29%; 实现归母净利润 1.76 亿元, 同比下降 4.24%, 主要系周谷堆置业公司开发销售的房产未能在报告期内达到收入确认条件所致, 从而导致公司上半年业绩低于预期。此外, 西安顺时来百货有限公司在今年二季度再度大幅增持公司股份, 截止报告期末持股份额达 4.19%, 成为公司第三大股东。

受益零售行业回暖, 公司百货/超市/农批业务均取得增长

2017 年以来实体零售持续回暖, 公司作为安徽省零售龙头显著受益。分业务看, 公司百货业务营收恢复增长, 报告期内实现营业收入 35.14 亿元, 同比增长 1.23%; 超市业务实现营业收入 17.53 亿元, 同比大幅增长 18.07%, 一方面由报告期内台客隆超市并表贡献, 另一方面公司超市同店亦取得增长; 农产品交易市场业务实现营业收入 1.28 亿元, 同比增长 21.53%, 合家康配送量同比增长 14.34%; 房地产业务实现营收 426.39 亿元, 同比大幅下降 96.33%。

房地产收入减少拖累毛利率下降, 期间费用率小幅增长

从毛利端看, 公司百货/超市/农产品交易市场/房地产业务毛利率分别为 16.24%/18.88%/78.13%/65.39%, 分别同比变动-0.13/-0.41/-1.91/-23.45 个百分点, 受房地产这一高毛利率业务收入大幅下降影响, 公司综合毛利率同比下降 1.53 个百分点至 18.60%。从费用端看, 报告期内公司期间费用率为 12.82%, 同比提升 0.3 个百分点, 销售/管理/财务费用率分别增加 0.17/0.02/0.11 个百分点, 其中销售费用增长主要系员工薪酬增长所致, 财务费用增长主要系利息收入下降所致。

维持公司“增持”评级, 建议投资者积极关注

考虑到下半年房地产销售或将集中确认, 我们维持盈利预测不变, 预计 2017-2019 年公司归母净利润分别为 3.37/3.81/4.26 亿元, 分别同比增长 18.92%/13.05%/11.75%。公司 RNAV 价值约 130 亿元, 当前市值与之相比存在明显折价, 公司新一届高管履新有望带动公司价值回归。此外, 公司参股华融消费金融公司, 有望分享消费金融行业成长红利。维持公司“增持”评级, 建议投资者积极关注。

风险提示: 安徽省经济发展不达预期; 华融消费金融发展不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	779.88
流通 A 股 (百万股)	778.98
52 周内股价区间 (元)	7.88-9.59
总市值 (百万元)	6,543
总资产 (百万元)	9,436
每股净资产 (元)	4.65

资料来源: 公司公告

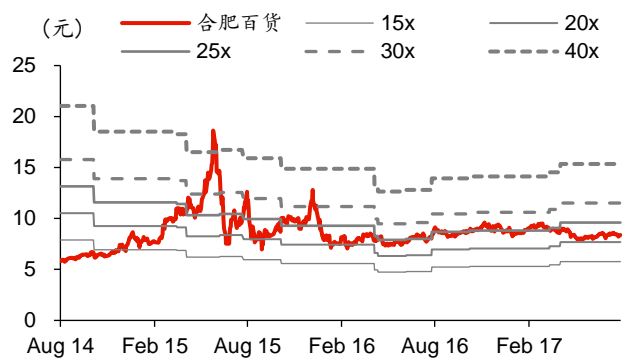
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	9,765	9,736	10,660	11,030	11,551
+/-%	(2.08)	(0.30)	9.49	3.48	4.72
归属母公司净利润 (百万元)	262.34	283.48	334.62	375.84	421.49
+/-%	(28.32)	8.06	18.04	12.32	12.15
EPS (元, 最新摊薄)	0.34	0.36	0.43	0.48	0.54
PE (倍)	24.94	23.08	19.55	17.41	15.52

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

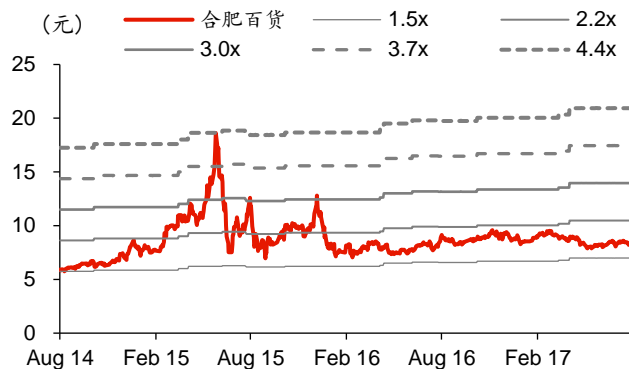
PE/PB – Bands

图表1：合肥百货历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：合肥百货历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,456	5,097	5,694	5,741	6,076
现金	2,719	3,064	3,500	3,500	3,756
应收账款	46.69	59.19	56.94	60.62	64.01
其他应收账款	167.10	95.83	136.26	137.61	140.10
预付账款	219.09	264.41	279.68	283.15	298.69
存货	1,022	1,242	1,351	1,389	1,447
其他流动资产	282.34	370.87	370.87	370.87	370.87
非流动资产	3,839	4,102	4,359	4,751	5,041
长期投资	12.33	145.39	82.37	91.70	97.54
固定投资	1,327	1,394	1,970	2,422	2,787
无形资产	994.29	1,020	1,044	1,062	1,078
其他非流动资产	1,505	1,543	1,262	1,176	1,079
资产总计	8,295	9,199	10,053	10,493	11,117
流动负债	4,163	4,550	4,961	4,886	4,942
短期借款	0.00	27.00	371.81	130.12	16.88
应付账款	826.53	821.90	763.56	785.30	817.99
其他流动负债	3,337	3,701	3,826	3,971	4,107
非流动负债	240.01	512.30	637.26	793.28	960.80
长期借款	84.22	339.84	473.95	629.33	794.33
其他非流动负债	155.79	172.46	163.32	163.95	166.47
负债合计	4,403	5,062	5,598	5,679	5,903
少数股东权益	514.43	565.53	666.14	779.14	905.87
股本	779.88	779.88	779.88	779.88	779.88
资本公积	308.82	308.82	308.82	308.82	308.82
留存公积	2,280	2,470	2,700	2,946	3,220
归属母公司股	3,377	3,571	3,789	4,034	4,309
负债和股东权益	8,295	9,199	10,053	10,493	11,117

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	292.36	682.95	595.91	940.77	1,022
净利润	332.53	362.57	435.23	488.85	548.22
折旧摊销	201.96	211.40	231.54	291.24	346.37
财务费用	(28.39)	(0.87)	(18.89)	(8.06)	(11.33)
投资损失	(10.46)	(8.47)	(10.00)	(12.00)	(15.00)
营运资金变动	(229.97)	140.90	(35.41)	178.93	149.54
其他经营现金	26.69	(22.59)	(6.57)	1.82	3.76
投资活动现金	(819.50)	(499.22)	(540.62)	(732.33)	(681.91)
资本支出	474.57	391.16	600.00	600.00	600.00
长期投资	(270.00)	(53.73)	(154.03)	47.61	1.87
其他投资现金	(614.93)	(161.78)	(94.65)	(84.71)	(80.05)
筹资活动现金	(104.55)	143.65	380.64	(208.45)	(84.08)
短期借款	0.00	27.00	344.81	(241.70)	(113.24)
长期借款	18.76	255.62	134.11	155.39	165.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(123.31)	(138.97)	(98.28)	(122.13)	(135.83)
现金净增加额	(631.69)	327.38	435.93	0.00	255.57

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,765	9,736	10,660	11,030	11,551
营业成本	7,825	7,799	8,484	8,726	9,089
营业税金及附加	233.80	193.22	211.56	218.91	229.24
营业费用	385.50	395.37	426.40	441.22	462.04
管理费用	885.75	873.82	959.39	992.74	1,040
财务费用	(28.39)	(0.87)	(18.89)	(8.06)	(11.33)
资产减值损失	24.42	5.68	5.68	5.68	5.68
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.46	8.47	10.00	12.00	15.00
营业利润	449.43	477.87	601.79	666.34	751.96
营业外收入	37.14	47.48	20.00	32.02	30.59
营业外支出	2.33	14.29	8.32	9.31	9.81
利润总额	484.24	511.06	613.48	689.05	772.74
所得税	151.72	148.49	178.25	200.20	224.52
净利润	332.53	362.57	435.23	488.85	548.22
少数股东损益	70.18	79.10	100.61	113.00	126.73
归属母公司净利润	262.34	283.48	334.62	375.84	421.49
EBITDA	623.00	688.41	814.45	949.52	1,087
EPS (元)	0.34	0.36	0.43	0.48	0.54

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(2.08)	(0.30)	9.49	3.48	4.72
营业利润	(23.76)	6.33	25.93	10.73	12.85
归属母公司净利润	(28.32)	8.06	18.04	12.32	12.15
获利能力 (%)					
毛利率	19.87	19.89	20.41	20.90	21.32
净利率	2.69	2.91	3.14	3.41	3.65
ROE	7.77	7.94	8.83	9.32	9.78
ROIC	103.65	67.01	43.59	41.94	42.02
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.08	55.03	55.69	54.13	53.10
净负债比率 (%)	1.91	7.25	15.11	13.37	13.74
流动比率	1.07	1.12	1.15	1.18	1.23
速动比率	0.82	0.85	0.87	0.89	0.93
营运能力					
总资产周转率	1.20	1.11	1.11	1.07	1.07
应收账款周转率	214.73	179.69	179.54	183.52	181.28
应付账款周转率	9.72	9.46	10.70	11.27	11.34
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.36	0.43	0.48	0.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.88	0.76	1.21	1.31
每股净资产(最新摊薄)	4.33	4.58	4.86	5.17	5.52
估值比率					
PE (倍)	24.94	23.08	19.55	17.41	15.52
PB (倍)	1.94	1.83	1.73	1.62	1.52
EV_EBITDA (倍)	5.31	4.80	4.06	3.48	3.04

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com