

# 区域龙头期待经营下沉扩展增长空间

## ——合肥百货 2017 年三季度报点评

**季报点评**

### ◆ 三季度收入增长 6.36%，净利增长 9.6%

公司 10 月 27 日披露 2017 年三季度报。公司前三季实现营收 78.25 亿元，同比增长 6.36%；毛利率 20.32%，同比增长 0.41 个点；归属净利润 2.53 亿元，同比增长 9.6%；扣非净利 2.31 亿元，同比增长 5.21%；EPS 为 0.32 元，同比增长 9.6%。三季度单季实现营收 24.25 亿元，同比增长 11.29%；毛利率 24.16%，同比增长 4.77% 个点；归属净利润 7.64 亿元，同比增长 64.53%；扣非净利 6.76 亿元，同比增长 52.51%；EPS 为 0.098 元，同比增长 64.54%。

### ◆ 三季度单季增速 11.29%，毛利率 24.16%

单季拆分来看，1-3 季度营收增速分别 4.50%/4.01%/11.29%，三季度单季营收增长显著，从中报开始公司各业态均在发力，百货扭亏为盈，超市和农产品交易市场服务实现两位数增长(超市/农产品交易市场服务中报同比增长 18.07%/21.53%)，台客隆并表及地产收入确认等影响。周谷堆房产开发四季度有望继续贡献收入增长。

1-3 季度毛利率增速分别为 18.23%/19.11%/24.16%，单季毛利率持续回升，三季度毛利率创 15 年以来新高，预计受益于门店业态调整(公司目前仍处于不同业态组合尝试中)。单季税费合计同比增速 13.02%/15.27%/18.39%，收入增长，毛利增长，税费增速低于毛利率增速，三季度单季净利增速保持稳健回升 4.81%/3.25%/4.09%。

### ◆ 零售业态组合发展

三大业态(不考虑房地产)各自占比变化，百货仍是主力，2017 年中报占比 65%，但明显在逐年下降中，超市今年产品结构调整，提升生鲜占比，收入明显回升，在总收入占比中提高最大，由去年中报占比 28.68% 提升至今年中报 32.47%；农产品交易市场作为公司完善产业链布局，收入占比也在逐年提升，虽然目前占比还低，但考虑公司拟开始 43 亿元的投资建设(该投资已经公司 2017 年 9 月第二次临时股东大会审议通过)，建设周期 5 年，未来有望于周谷堆项目产生协同互补作用，未来其收入占比有望从现在的 2.38% (2017 年中报) 出现较大提升。同时公司也在积极参与消费金融建设，上半年已经获得投资收益 373 万元，扭亏为盈，后续有望配合公司零售业态扩展而提供更多金融支持。

公司实控人合肥市国资委，作为安徽省区域龙头，也是后续省国企改革重要标的。公司还获得产业资本青睐，2016 年年报西安顺时来百货持股 2.5%，截止 2017 年三季末顺时来百货已经增持至 4.56%，位列公司第三大股东。关注未来安徽省国企改革动向，不排除公司引入新的产业资本，结合新管理层为公司管理经营注入新活力。

### ◆ 区域龙头下沉扩展经营空间，期待国企改革注入新活力

公司作为区域龙头，不断完善公司产业链，并积极探索新模式下各种不同业态组合的尝试，向县域市场下沉扩展经营空间。公司稳健经营积极探索，未来国企改革预期发酵，有望进一步激发公司活力。我们预计公司 17/18/19

## 推荐 (首次评级)

### 分析师

陈文倩 (执业证书编号：S0170511070001)

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

### 市场数据

**时间 2017.10.26**

收盘价(元)：8.95

总股本(亿股)：7.8

总市值(亿元)：69.8

一年最低/最高(元)：7.84/9.95

近 3 月换手率：61.18%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.92	-1.36	-15.93
绝对	-2.4	6.42	3.11

### 相关研报

年 EPS 分别为 0.4/0.47/0.53，对应估值 23/19/17，首次覆盖给予“推荐”。

◆ **风险提示：**宏观经济不达预期，消费需求回落，公司经营下沉扩张不理想。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9765	9,736	10,518	11,473	12,518
增长率(%)	-2.1	-0.3	8.0	9.1	9.1
净利润(百万元)	262.3	283	309	363	412
增长率(%)	-28.3	8.1	9.1	17.5	13.3
毛利率(%)	19.9	19.9	20.2	20.8	21.4
净利率(%)	2.7	2.9	2.9	3.2	3.3
ROE(%)	8.5	8.8	9.0	9.8	10.2
EPS(摊薄/元)	0.34	0.36	0.40	0.47	0.53
P/E(倍)	26.81	24.8	22.8	19.4	17.1
P/B(倍)	2.08	2.0	1.9	1.8	1.6

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	4456	5097	5375	5855	6327	<b>营业收入</b>	<b>9765</b>	<b>9736</b>	<b>10518</b>	<b>11473</b>	<b>12518</b>
现金	2719	3064	3268	3525	3913	营业成本	7825	7799	8390	9091	9842
应收账款	47	59	45	74	53	营业税金及附加	234	193	210	229	250
其他应收款	167	96	198	122	233	营业费用	386	395	442	482	526
预付账款	219	264	299	317	345	管理费用	886	874	947	1055	1189
存货	1022	1242	1194	1446	1412	财务费用	-28	-1	22	-0	9
其他流动资产	282	371	371	371	371	资产减值损失	24	6	6	7	7
<b>非流动资产</b>	3839	4102	4424	4603	4838	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	12	145	279	413	547	投资净收益	10	8	23	13	13
固定资产	1327	1394	1454	1512	1564	<b>营业利润</b>	<b>449</b>	<b>478</b>	<b>523</b>	<b>621</b>	<b>708</b>
无形资产	994	1020	1116	1236	1296	营业外收入	37	47	42	45	44
其他非流动资产	1505	1543	1574	1441	1430	营业外支出	2	14	8	11	10
<b>资产总计</b>	<b>8295</b>	<b>9199</b>	<b>9799</b>	<b>10458</b>	<b>11164</b>	<b>利润总额</b>	<b>484</b>	<b>511</b>	<b>557</b>	<b>655</b>	<b>742</b>
<b>流动负债</b>	4163	4550	4933	5318	5682	所得税	152	148	162	190	216
短期借款	0	27	27	27	27	<b>净利润</b>	<b>333</b>	<b>363</b>	<b>395</b>	<b>465</b>	<b>527</b>
应付账款	827	822	951	970	1110	少数股东损益	70	79	86	101	115
其他流动负债	3337	3701	3954	4321	4545	<b>归属母公司净利润</b>	<b>262</b>	<b>283</b>	<b>309</b>	<b>363</b>	<b>412</b>
<b>非流动负债</b>	240	512	451	383	317	EBITDA	610	655	663	771	823
长期借款	84	340	279	211	145	EPS (元)	0.34	0.36	0.40	0.47	0.53
其他非流动负债	156	172	172	172	172						
<b>负债合计</b>	<b>4403</b>	<b>5062</b>	<b>5384</b>	<b>5701</b>	<b>5999</b>						
少数股东权益	514	566	652	753	868	<b>主要财务比率</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
股本	780	780	780	780	780	<b>成长能力</b>					
资本公积	309	309	309	309	309	营业收入(%)	(2.1)	-0.3	8.0	9.1	9.1
留存收益	2280	2470	2702	2975	3284	营业利润(%)	(23.8)	6.3	9.5	18.7	14.0
归属母公司股东权益	3377	3571	3763	4004	4297	归属于母公司净利润(%)	(28.3)	8.1	9.1	17.5	13.3
<b>负债和股东权益</b>	<b>8295</b>	<b>9199</b>	<b>9799</b>	<b>10458</b>	<b>11164</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	19.9	19.9	20.2	20.8	21.4
						净利率(%)	2.7	2.9	2.9	3.2	3.3
						ROE(%)	8.5	8.8	9.0	9.8	10.2
						ROIC(%)	7.8	7.7	7.8	8.9	9.6
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	53.1	55.0	54.9	54.5	53.7
						净负债比率(%)	-67.7	(65.2)	(65.5)	(67.6)	-71.1
						流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
						速动比率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2
						应收账款周转率	219.9	183.9	201.9	192.9	197.4
						应付账款周转率	9.7	9.5	9.5	9.5	9.5
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.34	0.36	0.40	0.47	0.53
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.78	1.07	1.05	1.27
						每股净资产(最新摊薄)	4.33	4.58	4.83	5.13	5.51
						<b>估值比率</b>					
						P/E	26.81	24.82	22.75	19.36	17.09
						P/B	2.08	1.97	1.87	1.76	1.64
						EV/EBITDA	8.30	7.7	7.5	6.1	5.3

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 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、竞争性因素以及新时代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

**陈文倩**，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监 固话：021-68865595转258 手机：18221821684 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广东地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1506室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>