

目 录

公司简介:	4
区域商圈的领头羊.....	4
国有绝对控股, 激励机制充分.....	4
立足黄金商圈, 尽享上海发展.....	6
上海经济发达, 商圈繁华.....	6
扎根徐家汇商圈, 拓展大虹桥商圈	7
百货超市“捆绑”发展.....	9
百货: 老店平稳发展, 新店值得期待.....	9
超市: 捆绑百货, 集聚人气	10
盈利预测与投资建议	11
风险提示	12

图表目录

图 1:	上市前后股东持股比例变化（以发行 7000 万普通股计算）	5
图 2:	公司上市前的股权结构	5
图 3:	上海市与全国 GDP（亿元）	6
图 4:	上海市与全国社销总额（亿元）	6
图 5:	上海市五大商圈分布图	6
图 6:	徐家汇商圈及百货门店分布	8
图 7:	虹桥商圈及百货门店分布	8
图 8:	2010 年公司各门店营业收入贡献	9
图 9:	2010 年公司各门店利润贡献情况	9
图 10:	公司各百货门店销售收入同比增速	9
图 11:	公司百货门店毛利率	10
图 12:	公司百货门店利润率	10
图 13:	2009 年公司百货老店与其它公司自有门店净利率比较	10
图 14:	公司超市门店收入情况（万元）	11
表格 1:	公司百货及超市门店沿革	4
表格 2:	上海市主要商圈及百货门店	7
表格 3:	公司门店销售收入在上海市单店排名	7
表格 4:	公司门店经营情况预测	11

公司简介:

公司前身为始建于 1952 年的上海市第六百货商店, 历史悠久, 自设立以来一直专注于百货零售业经营, 是上海地区销售规模最大的百货零售公司之一。旗下拥有四家百货门店, 分别是位于上海市重要商业中心徐家汇商圈核心区域的汇金百货徐汇店、上海六百、汇联商厦和位于上海市西部重要商业中心虹桥商圈核心地带的汇金百货虹桥店。此外, 公司还拥有五家汇金超市门店, 分布于上海市区。

区域商圈的领头羊

公司经过多年的发展, 目前在上海市拥有位于黄金商圈的 4 家百货门店以及位于上海市区的 5 家超市, 在徐家汇商圈的市场份额处于领先地位。根据上海商业信息中心的统计, 2009 年公司在徐家汇商圈的 3 家百货店合计占该商圈市场占有率达到 42.01%。在 9 家门店中, 除汇金超市凌云店、芷江店、莲花店外, 其余全部为自有物业, 建筑面积近 12 万平方米, 营业面积 7 万平方米, 既抵御租金上涨风险, 又享受物业升值利益。

公司 2010 年销售收入 20.44 亿元, 同比增长 10.01%; 扣非后归属母公司净利润 1.92 亿元, 同比增长 12.04%; 加权扣非后净资产回报率 24.3%, 高于业内平均水平; 而得益于极高的自有物业比例, 公司扣非后净利率高达 11.6%, 业内领先。

表格 1: 公司百货及超市门店沿革

门店	营业面积 (平方米)	建筑面积 (平方米)	开业时间	定位
汇金徐汇店	30,222	54,372	1998	中高档百货
上海六百	9,740	13,077	1993 年 (重开)	大众消费
汇联商厦	6,500	11,234	1991	广大工薪阶层
汇金虹桥店	19,494	40,483	2008.12	中高档百货
超市衡山店	1,677	-	1998.11	
超市凌云店	919	-	2001.12	
超市芷江店	1,200	-	2002.12	中高端的都市白领
超市莲花店	3,792	-	2003.1	
超市天山店	1,876	-	2008.12	

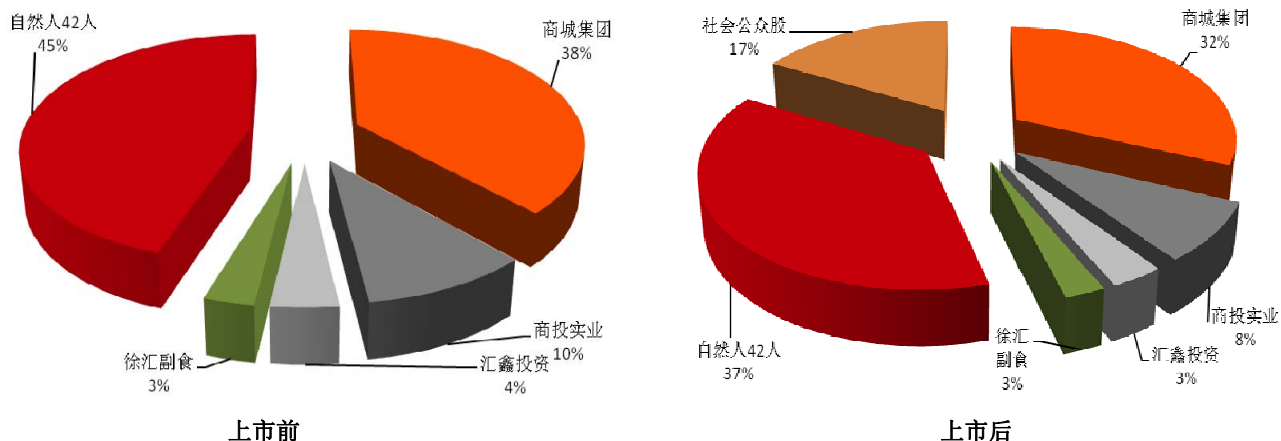
资料来源: 公司招股说明书, 华泰联合证券研究所

国有绝对控股, 激励机制充分

公司前三大股东均为国有股东, 合计持股比例达 52%, 其中商城集团为控股股东和实际控制人, 持有公司 1.31 亿股, 占发行前总股本的 38%。同时, 公司经营团队以自然人持有公司股份。此外, 公司持有旗下控股子公司汇联商厦 77.2% 的股权, 剩余部分由汇联商厦主要经营及业务骨干持有。因此, 我们认为公司股权结构合理, 一方面国有绝对控股, 另一方面管理层广泛持股, 激励机制充分, 有助于公司未来经营能力的不断提升。

公司净利率显著高于
竞争对手, 得益于其
较高的自有物业比例

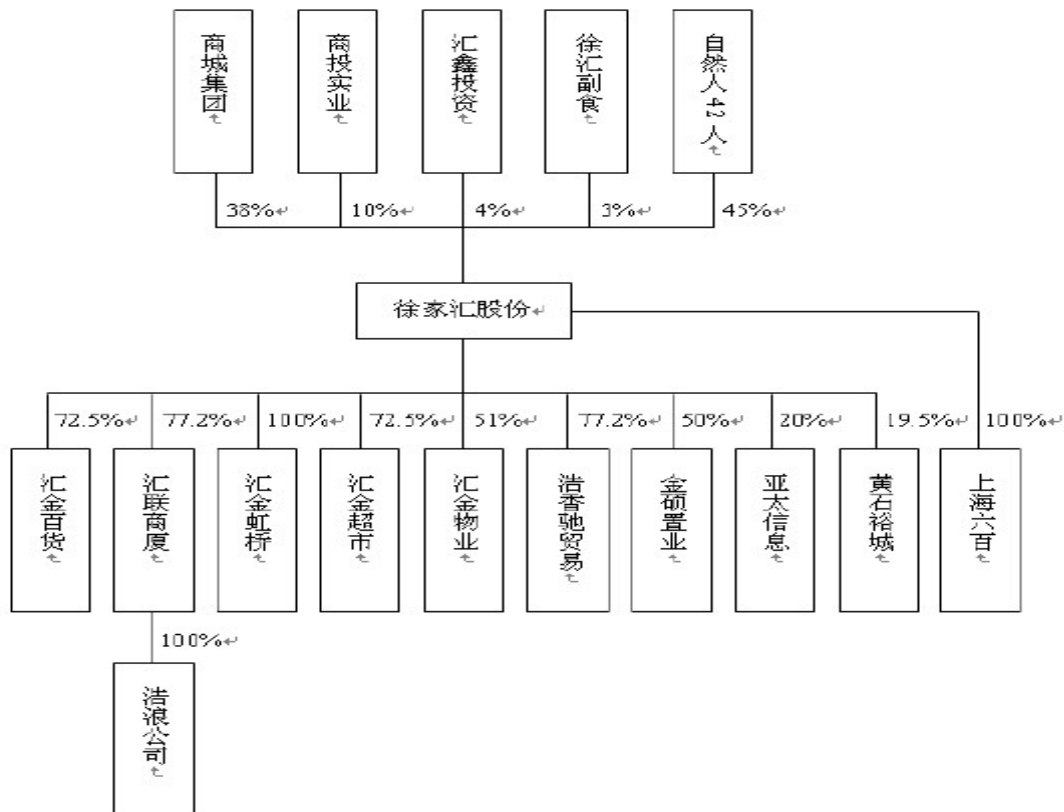
图 1： 上市前后股东持股比例变化（以发行 7000 万普通股计算）



资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

图 2： 公司上市前的股权结构



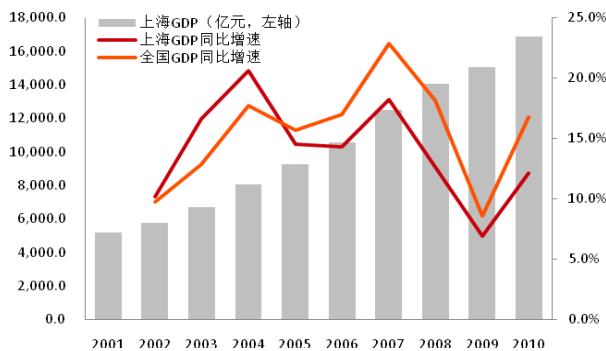
资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

立足黄金商圈，尽享上海发展

上海经济发达，商圈繁华

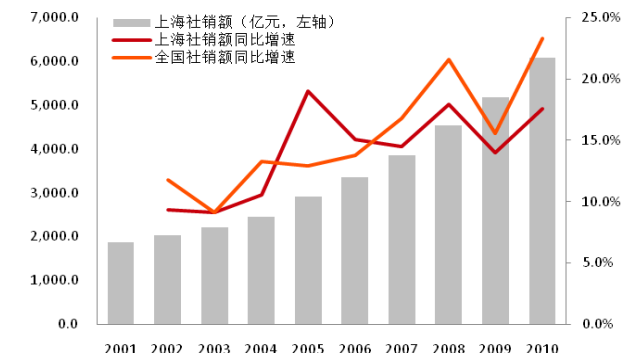
公司所有门店都位于上海市内，而上海作为我国经济发展的龙头，无论是 GDP 还是社会消费总额，都处于全国领先。2010 年上海市 GDP 总量达到 16872 亿元，占全国总量 4.24%；社会消费总额达 6080 亿元，占全国总量 3.93%。尽管基数庞大，上海社销总额仍然保持两位数的同比增速。

图 3：上海市与全国 GDP（亿元）



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

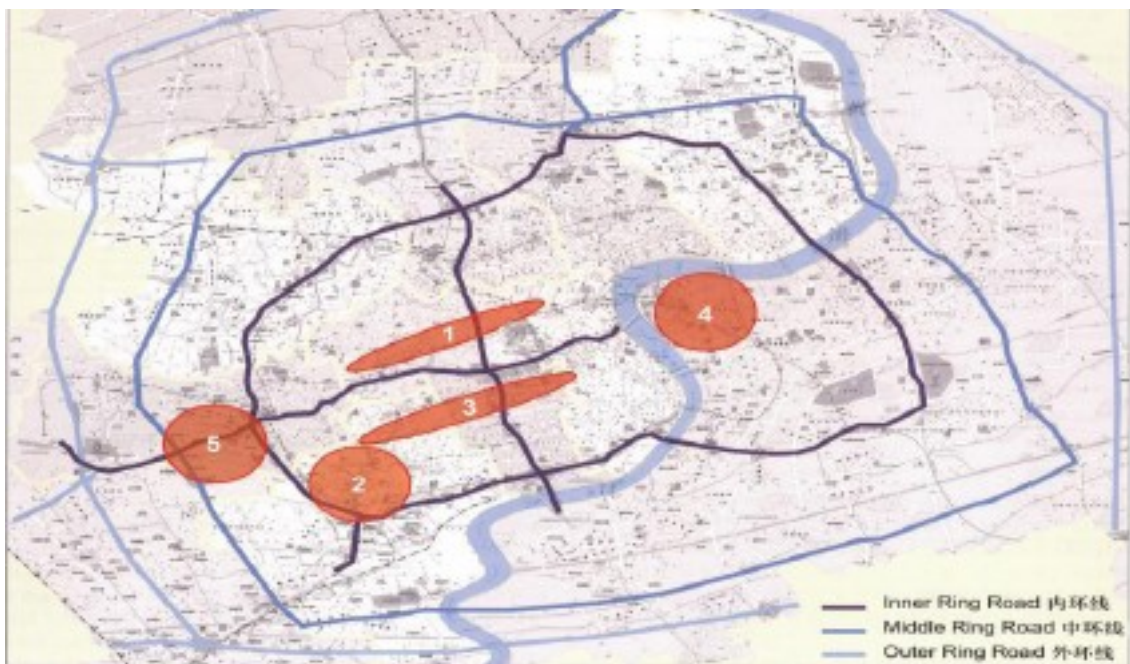
图 4：上海市与全国社销总额（亿元）



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

作为国际大都市，上海拥有国内最为繁华的商业环境。全市分布着六大商圈，包括南京东路商圈、南京西路商圈、陆家嘴商圈、淮海路商圈、徐家汇商圈和虹桥商圈（图 5 和表 1）。

图 5：上海市五大商圈分布图



资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所（从 1-5 分别为南京路商圈，徐家汇商圈，淮海路商圈、陆家嘴商圈和虹桥商圈）

表格 2：上海市主要商圈及百货门店

主要商圈	商圈特点	商圈内主要门店
南京路商圈	历史最悠久的上海主要商圈之一，直通外滩，吸引了大量的上海外来旅客，近年来随着新世界城、第一百货等老牌百货店的重新装修，商圈消费层次也不断提升	上海新世界城、上海市第一百货商店、上海东方商厦南东店、上海永安百货、百联世贸广场、上海置地广场商厦等
徐家汇商圈	上海的主要商业中心之一，近年来发展迅速，目前已构成融购物、娱乐、美食、旅游为一体的综合消费商业布局，其中百货商厦、餐饮业、娱乐文化、专业商场是徐家汇商圈的主力业态	汇金百货徐汇店、上海六百、上海东方商厦徐汇店、上海太平洋百货徐汇店、港汇广场、汇联商厦等
淮海路商圈	周边拥有众多中高档写字楼，消费档次针对中高档消费人群为主，百货店、购物中心林立，并拥有大量知名品牌的专卖店	上海百盛广场、上海太平洋百货淮海店、时代广场等
陆家嘴商圈	随着浦东的崛起而快速发展，小陆家嘴区域的高档写字楼及近年来浦东居住人口的快速扩张为该商圈的发展提供了支持，是浦东地区主要的大型商圈	上海第一八佰伴、新梅广场、时代广场等
虹桥商圈	随着虹桥区域大量高收入人群的聚集而近年来新崛起的市级商业中心，未来发展潜力较大	汇金百货虹桥店、上海虹桥友谊商城、虹桥百盛、上海长房国际广场等

资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所（注：南京路商圈包括南京东路商圈和南京西路商圈）

扎根徐家汇商圈，拓展大虹桥商圈

公司的四家百货门店分布在徐家汇和虹桥两大商圈，其中徐家汇商圈的 3 家门店均开业 10 年以上，在消费者中拥有较高的知名度和美誉度，并通过错位经营和特色服务，在激烈的市场竞争中一直保持较高的市场份额。公司 08 年底在虹桥商圈开出第 4 家百货门店，迈出跨商圈发展的第一步，而该店经营情况良好，开业第一年即实现盈利，未来或将成为公司盈利新增长点。

徐家汇商圈：错位经营的综合商圈

商圈位于上海四大城市副中心之首的徐家汇区，占地约 2.2 平方公里，大小商业网点超过 1,000 家，商业面积超 70 万平方米。发展至今，已经走出了错位竞争的经营模式，构成融购物、娱乐、美食、旅游为一体的综合消费商业布局。公司的 3 大门店也形成了各自的特色，在上海市单店销售的排名中占据领先。

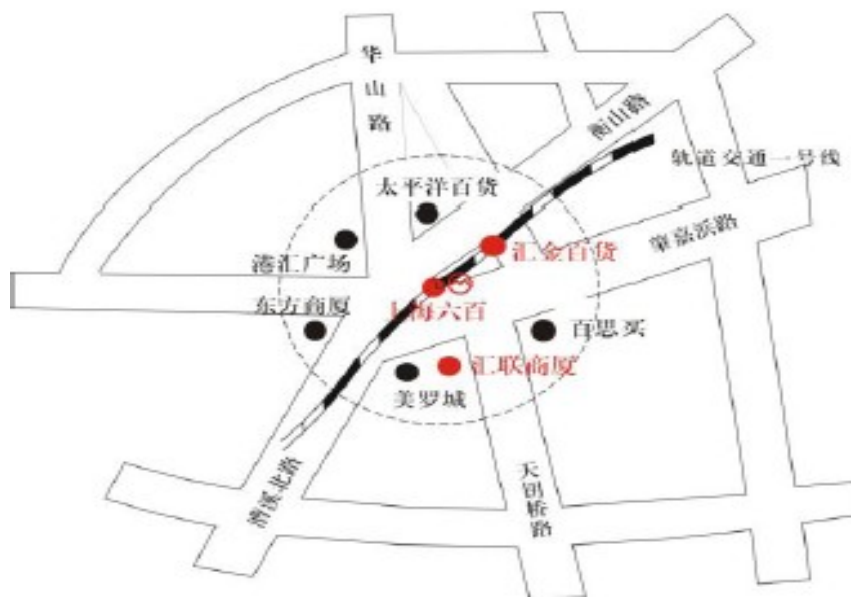
此外，正在筹建中的“徐家汇中心项目”是上海商业地块中“皇冠中的明珠”，总投资高达 200 亿元，计划使徐家汇中心商圈扩容一倍。该项目建成后，将大幅提高商圈能级，保持其在上海市商业中的领先地位。

表格 3：公司门店销售收入在上海市单店排名

主要门店	2007 年	2008 年	2009 年
汇金百货徐汇店	6	7	6
上海六百	13	13	12
汇联商厦	21	21	18

资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

图 6： 徐家汇商圈及百货门店分布

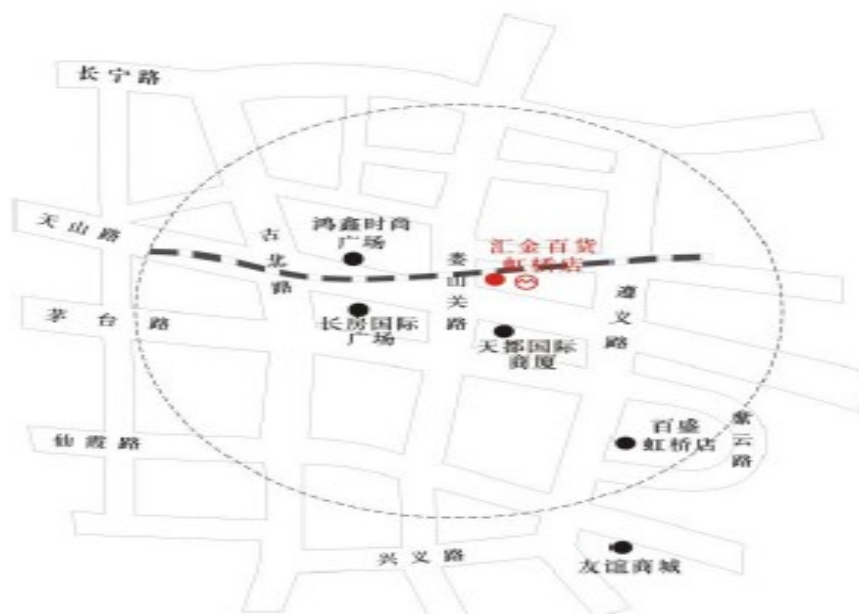


资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

虹桥商圈：中高端国际化商圈

商圈位于上海市区西部长宁区，根据区域内娄山关路、遵义路、天山路、仙霞路等四条主要道路，构建了两纵两横的“井”字形商业框架。近年来由于高消费人群的聚集，虹桥商圈有望崛起成为上海西部重要商业中心。根据长宁区的规划，该商圈功能将定位为辐射长三角，引领时尚，吸引高端商务客源，满足中高端客源多元化消费需求的国际化商圈。公司 08 年底首次进入该商圈，开设汇金百货虹桥店，第一年即实现盈利。

图 7： 虹桥商圈及百货门店分布



资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

百货超市“捆绑”发展

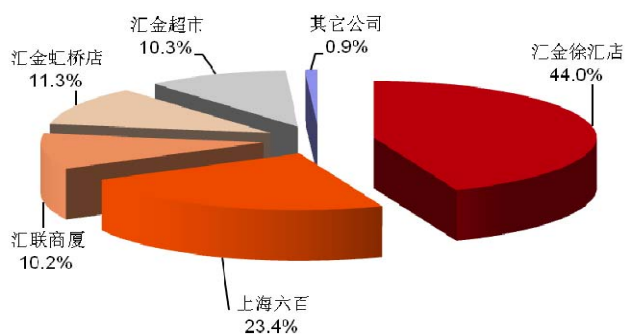
公司以百货和超市经营为主业，前者为主，后者为辅。2010 年超市收入仅占总量的 10%，利润额占总量的 4%。

百货：老店平稳发展，新店值得期待

在 4 个百货门店中，有 3 个老店位于徐家汇商圈。由于该商圈历史悠久，发展相对成熟，公司老店收入呈平稳发展趋势。2010 年受世博会刺激，收入同比大幅提高。汇金徐汇店和上海六百 2 家老店是公司收入和利润的主要来源，其中汇金徐汇店占到总收入的 44%，总利润的 51.4%，是公司的绝对主力门店。

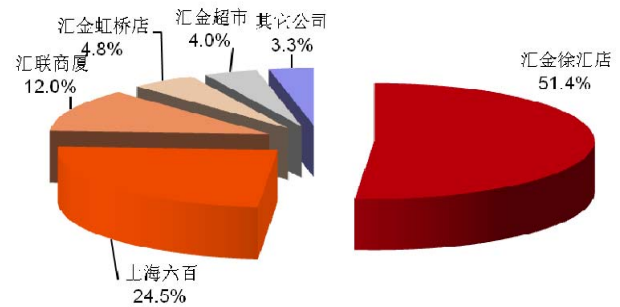
另 1 家是 08 年底新开的汇金虹桥店，经营情况喜人。开业仅两年收入就已超过汇联商厦，去年同比增长 23.6%。在“大虹桥”商圈的发展规划下，该门店或将成为公司未来与汇金徐汇店并举的重要利润来源。

图 8： 2010 年公司各门店营业收入贡献



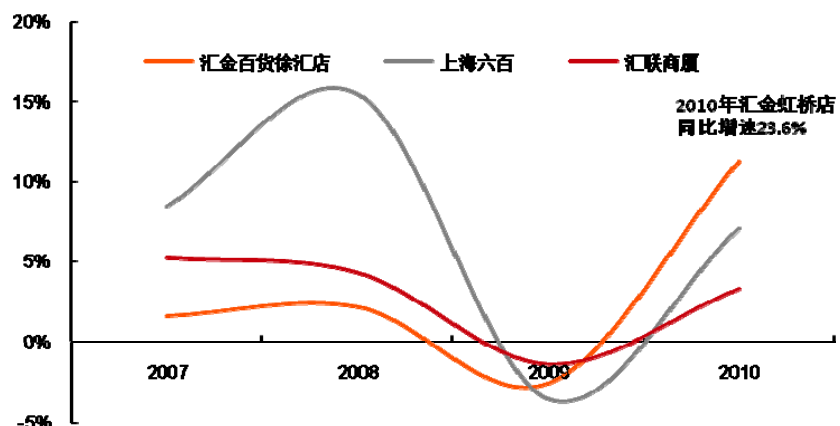
资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

图 9： 2010 年公司各门店利润贡献情况



资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

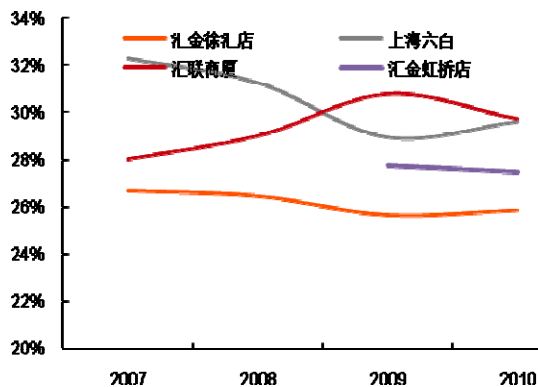
图 10： 公司各百货门店销售收入同比增速



资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

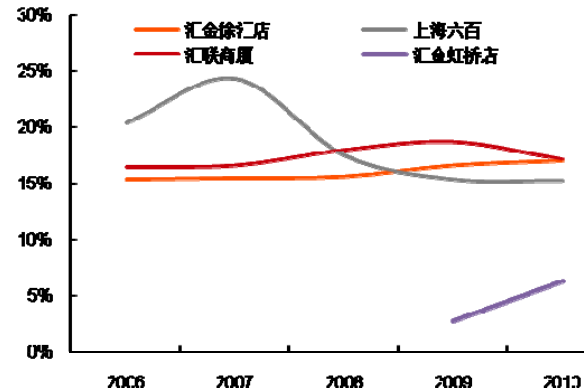
公司百货老店单店盈利能力，无论是毛利率还是利润率，均处于同行领先地位。我们认为主要的原因一方面是因为门店位于上海核心商圈，具有较强的议价能力；另一方面公司百货门店全部为自有物业，相比同区域的租赁门店具有明显的成本优势。此外，我们比较了公司位于徐家汇商圈的3个老店与其他百货公司的自有门店的经营情况，公司在利润率上也更胜一筹。

图 11： 公司百货门店毛利率



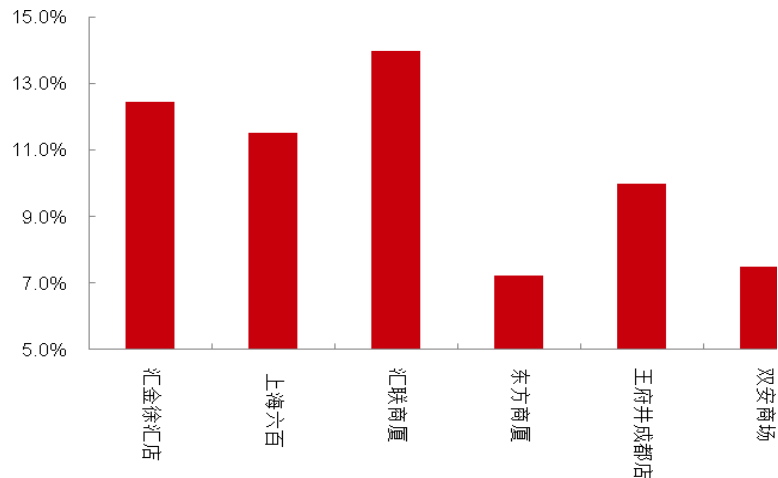
资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

图 12： 公司百货门店利润率



资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

图 13： 2009 年公司百货老店与其它公司自有门店净利率比较



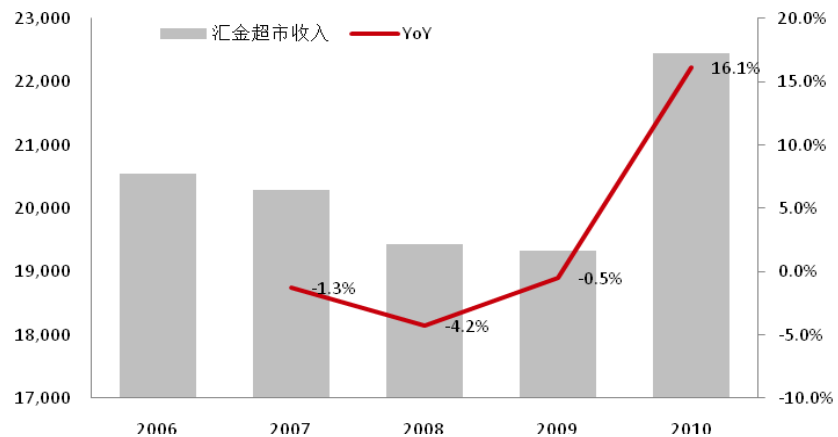
资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

超市：捆绑百货，集聚人气

公司汇金超市定位于都市型连锁超市，为中高端都市白领顾客提供时尚化、高品质、价格适中的商品和服务。公司超市以与百货店“捆绑式”发展为主（衡山店和天山店分别位于汇金徐汇店和汇金虹桥店，为店中店），为百货店集聚人气；同时辅以在中高档住宅区开设分店。

公司超市收入同店收入基本稳定，2010 年有较快增长，一方面是由于世博会刺激，另一方面是由于新开天山店。

图 14： 公司超市门店收入情况（万元）



资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

盈利预测与投资建议

基于对商圈环境及公司门店经营的分析，保守估计公司未来 3 年未有新开门店，结合募集资金投向，我们预计公司 11-13 年营业收入分别为 21.6 亿元、23.1 亿元和 24.8 亿元，归属母公司净利润分别为 2.40 亿元、2.64 亿元和 2.89 亿元，折合新股本 EPS 分别为 0.58、0.64 和 0.69 元。

目前以 2011 年业绩测算，我们跟踪的 A 股主流百货公司动态 PE 为 24 倍，从历史上来看处于相对低位。考虑到公司为上海老字号百货，拥有的自有物业位于上海核心商圈，重估价值高。我们预计询价存在一定的溢价可能。若给予其 30% 的溢价空间，则公司询价区间为 14.5-18.85 元，对应 11 年 PE 区间在 25-33 倍。

表格 4：公司门店经营情况预测

主要门店	2010	2011E	2012E	2013E
汇金百货徐家汇				
营业收入	95,885	99,720	105,704	113,103
同比增长	11.3%	4.0%	6%	7%
毛利	24,817	26,326.2	27,958.6	29,972.3
毛利率	25.88%	26.40%	26.45%	26.50%
上海六百				
营业收入	50,965	53,259	56,454	59,842
同比增长	7.1%	4.5%	6.0%	6.0%
毛利	15,090	15,844.5	16,879.9	17,952.5
毛利率	29.61%	29.75%	29.90%	30.00%
汇联商厦				
营业收入	22,335	22,782	23,465	24,169
同比增长	3.3%	2.0%	3.0%	3.0%
毛利	6,639	6,777.6	7,016.1	7,226.6

毛利率	29.73%	29.75%	29.90%	29.90%
汇金百货虹桥店				
营业收入	24,578	29,494	34,802	41,067
同比增长	23.6%	20.0%	18.0%	18.0%
毛利	6,756	8110.7	9588.1	11334.5
毛利率	27.49%	27.50%	27.55%	27.60%
超市				
营业收入	22,456	23,354	23,821	24,060
超市平效	2.37	2.47	2.52	2.54
同比增长	16.1%	4.00%	2.00%	1.00%
毛利	3,805	3958.5	4037.7	4078.1
毛利率	16.94%	16.95%	16.95%	16.95%
其他				
营业收入	1,924	2,000	2,000	2,000
同比增长	-0.52%	3.95%	0.00%	0.00%
毛利	1,264	1,300.0	1,300.0	1,300.0
毛利率	65.71%	65.00%	65.00%	65.00%
收入小计	218,143	230,609	246,247	264,240
合并抵消	-13,671	-14,396	-15,470	-16,670
收入合计	204,472	216,213	230,777	247,570
同比增长	10.0%	5.7%	6.7%	7.3%
毛利合计	58,371	62,318	66,780	71,864
综合毛利率	28.55%	28.82%	28.94%	29.03%

资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

风险提示

- 1、世博会效应退去后，上海整体消费能力下滑；
- 2、虹桥商圈培育进程抵御预期；
- 3、徐家汇城建项目施工期间，影响商圈客流量。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	350	1571	1908	2277	营业收入	2045	2162	2308	2476
现金	285	1503	1835	2199	营业成本	1461	1539	1640	1757
应收账款	18	19	20	22	营业税金及附	21	22	23	25
其它应收款	13	14	15	16	营业费用	75	79	83	88
预付账款	6	5	5	5	管理费用	155	163	173	185
存货	29	31	33	35	财务费用	18	3	(2)	(5)
其他	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	1220	1190	1178	1165	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	30	30	30	30	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	683	653	641	627	营业利润	315	356	390	426
无形资产	456	456	456	456	营业外收入	4	0	0	0
其他	51	51	51	51	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1571	2761	3086	3441	利润总额	318	356	390	426
流动负债	515	452	484	520	所得税	80	89	98	106
短期借款	109	0	0	0	净利润	239	267	293	319
应付账款	254	265	283	303	少数股东损益	44	28	28	30
其他	152	187	201	217	归属母公司净	194	240	264	289
非流动负债	59	59	59	59	EBITDA	354	383	414	446
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.56	0.58	0.64	0.69
其他	59	59	59	59					
负债合计	575	511	543	579	主要财务比率				
少数股东权益	133	161	189	219	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	346	416	416	416	成长能力				
资本公积	10	927	927	927	营业收入	10.0%	5.7%	6.7%	7.3%
留存收益	507	747	1011	1300	营业利润	12.5%	13.1%	9.5%	9.1%
归属母公司股	996	2250	2543	2862	归属母公司净	9.3%	23.4%	10.3%	9.3%
负债和股东权	1571	2761	3086	3441	获利能力				
					毛利率	28.5%	28.8%	28.9%	29.0%
					净利率	1.6%	0.0%	0.0%	9.5%
					ROE	22.5%	11.5%	11.2%	10.9%
					ROIC				
					偿债能力				
					资产负债率	37%	19%	18%	17%
					净负债比率				
					流动比率	0.7	3.5	3.9	4.4
					速动比率	0.6	3.4	3.9	4.3
					营运能力				
					总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2
					应收账款周转	30.7	29.1	29.3	29.4
					应付账款周转	1.5	1.5	1.5	1.5
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新	0.6	0.6	0.6	0.7
					每股经营现金	0.9	0.8	0.8	0.9
					每股净资产(最	2.5	5.0	5.7	6.4
					估值比率				
					P/E	26	25	23	21
					P/B	6	3	3	2
					EV/EBITDA	15	14	12	10

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

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

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn