

湘财证券研究所

家电行业

刘飞烨 分析师

执业编号： S0500511010006

Tel: 021-68634518-8812

E-Mail: LFY2840@xcsc.com

合理价值区间（元）：

16.52-18.88 元

发行概况

发行股本（万股）： 7000

发行后股本（万股）： 41576.3

网上申购日： 2011-02-23

主承销商：海通证券股份有限公司

核心观点

- **三个品牌错位经营，客户群体覆盖广** 徐家汇现拥有 4 家百货门店和 5 家汇金超市门店，地处繁华时尚之都上海市。公司现已形成汇金百货、上海六百和汇联商厦三个百货品牌，其中汇金百货定位为中高端时尚百货、上海六百定位大众流行的中档百货、汇联商厦则是以工薪实惠的品牌为主，三个品牌错位经营，覆盖了高中低不同层次的消费群体，形成明显的互补优势和协同效应。公司旗下 5 家汇金超市门店中有两家和位于汇金百货店中，实施捆绑式发展，其余 3 家为单体店。汇金超市消费群体定位为中高端都市白领，目前进口商品的比例已超过 20%。
- **立足核心商圈，单店经营能力强** 目前上海主要有 5 大商圈，公司旗下有 3 家百货门店：汇金百货徐汇店、上海六百和汇联商厦位于成熟繁华的徐家汇商圈，汇金百货虹桥店于 2008 年 12 月新开业，地处新崛起的虹桥商圈。其中汇金百货徐汇店和上海六百是公司的主力门店，两者合计对营业收入贡献为 67.32%，对利润总额的贡献达 80.78%；汇联商厦由于其工薪实惠的定位，近几年保持平稳增长；公司单店经营能力较强，旗下 3 家位于徐家汇的门店在 2009 年的上海百货店排名中分别位于第 6、13 和 21 名。公司在徐家汇商圈已形成较好的商业信誉和口碑，随着虹桥商圈的崛起，客流的不断增加将使汇金百货虹桥店成为公司新的增长点。
- **自有物业降低成本** 公司 4 大百货店均为自有物业，建筑面积共计约 12 万平方米，在享有物业增值收益的同时，可为公司提供稳定的经营条件，减少经营成本。再加上强大的单店管理能力，公司盈利能力得以不断提升。2010 年公司毛利率和净利率分别为 28.55%和 9.5%，远高于行业平均水平。
- **收购汇金百货 27.5%股权，增厚利润** 公司此次募集资金除用于置换建设汇金百货虹桥店先期垫付款外，还将用于收购汇金百货 27.5% 的股权。收购完成后汇金百货将成为公司的全资子公司，考虑到汇金百货徐汇店是公司主力门店，少数股东权益的减少将直接增厚母公司净利润。
- **未来三年期待单店成功经营模式的复制和扩张** 公司计划至 2013 年末，以汇金百货品牌在上海地区发展到 2-4 家店，条件成熟后再往长三角其他消费力较强的城市扩展 1-2 家；条件成熟后，以上海六百品牌在上海地区发展 2-3 家店；汇联商厦则以中低档服饰和汇

联食品为特色，发展社区连锁商业；2013 年末以汇金超市为品牌在上海地区门店发展到 5-8 家。

- **盈利预测与估值** 根据我们测算结果，汇金百货 27.5%股权的收购，将增厚公司 2011 年 EPS 约 0.05 元。暂不考虑未来新开门店，我们预计公司 11-13 年摊薄后 EPS 分别为 0.59 元、0.64 元和 0.70 元。考虑到公司在核心商圈的优势地位，我们给予徐家汇 2011 年 28-32 倍 PE，合理价值区间为 16.52-18.88 元。

盈利预测表

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	2045	2180	2331	2494
增长率 YOY（%）	10.0%	6.6%	6.9%	7.0%
净利润（百万元）	194	244	267	292
增长率 YOY（%）	9.3%	25.8%	9.4%	9.3%
摊薄 EPS（元）	0.47	0.59	0.64	0.70

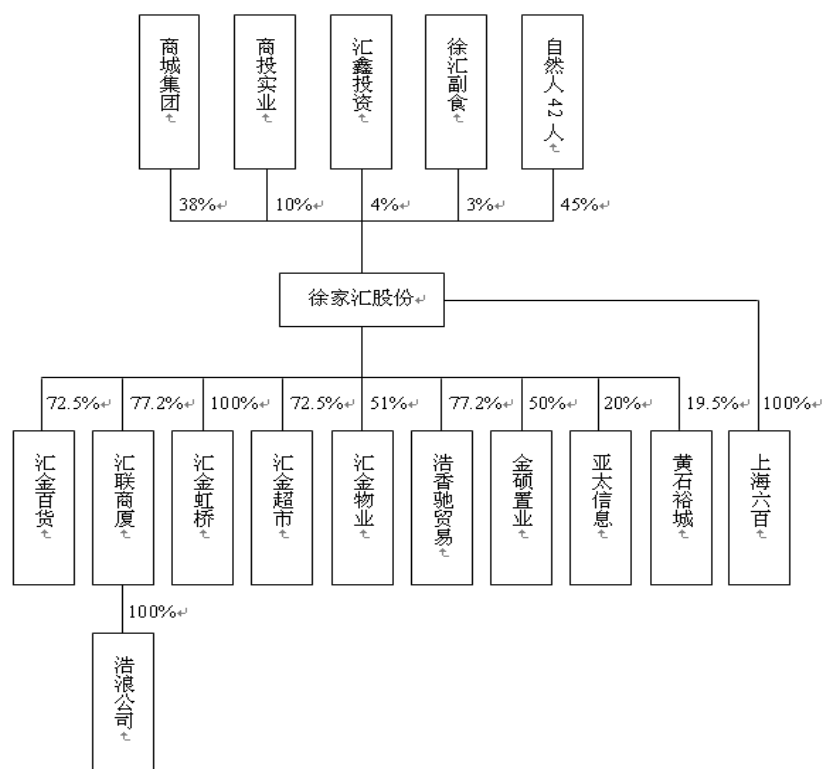
数据来源：湘财证券研究所

表 1 发行前后股本结构变化

股份类别	发行前股本结构		发行后股本结构		
	股数 (万股)	比例 (%)	股数 (万股)	比例 (%)	
有限售条件的股份	商城集团 (SLS)	13138.99	38.00%	13138.99	31.60%
	商投实业 (SLS)	3457.63	10.00%	3457.63	8.32%
	金国良	1867.12	5.40%	1867.12	4.49%
	汇鑫投资 (SLS)	1383.05	4.00%	1383.05	3.33%
	徐汇副食	1037.29	3.00%	1037.29	2.49%
	童光耀等 41 名 自然人	13692.21	39.60%	13692.21	32.93%
无限售条件的流通股份			7000.00	16.48%	
合计	34576.30	100.00%	41576.30	100.00%	

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

图 1 公司股权结构



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

表 2 募投项目

序号	项目名称	项目投资额 (万元)	使用募集资金 (万元)
1	建设汇金百货虹桥店项目	73642	41642
2	收购汇金百货 27.5% 的股权	49000	49000
	合计	122642	90642

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

表 3 公司现有门店情况

单位：平方米

类别	门店名称	所在 城市	所处商圈	开业时间	建筑 面积	经营 面积	物业 情况	市场定位
百货	汇金百货徐汇店	上海	徐家汇	1998 年	50372	30222	自有	中高端时尚百货
	上海六百	上海	徐家汇	1993 年重开	13077	9740	自有	大众流行百货
	汇联商厦	上海	徐家汇	1991 年	11234	6500	自有	工薪实惠百货
	汇金百货虹桥店	上海	虹桥	2008 年 12 月	40483	19494	自有	中高端时尚百货
汇金超市	衡山总店	上海	位于汇金百货徐汇店内	1998 年 11 月		1677	自有	
	凌云店	上海	单体店	2001 年 12 月		919	租赁	面向中高端都市
	芷江店	上海	单体店	2002 年 12 月		1200	租赁	白领，便利时尚
	莲花店	上海	单体店	2003 年 1 月		3792	租赁	超市
	天山店	上海	位于汇金百货虹桥店内	2008 年 12 月		1876	自有	

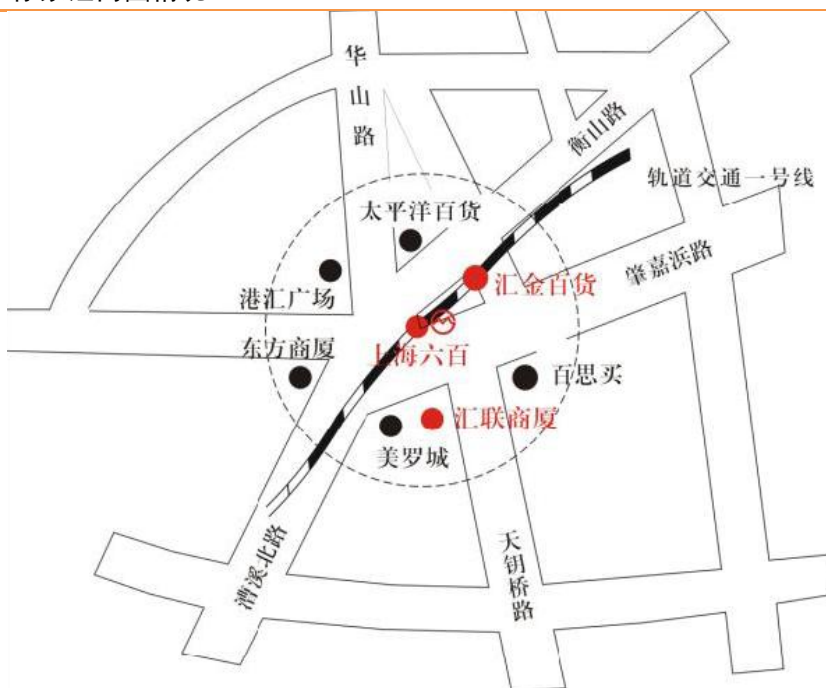
数据来源：公司公告，湘财证券研究所

表 4 2010 年各门店对公司收入和利润的贡献情况

门店	营业收入	占总收入 比例	利润总额	占利润总 额比例	其中：投 资收益	扣除投资收益 后利润总额	占扣除投资收 益后利润比例
汇金百货徐汇店	95885.4	43.96%	16341.3	38.30%	-	16341.3	51.44%
上海六百	50965.2	23.36%	18125.3	42.48%	10,354.0	7771.3	24.46%
汇联商厦	22334.5	10.24%	4356.5	10.21%	540.0	3816.5	12.01%
汇金百货虹桥店	24578.5	11.27%	1534.8	3.60%	-	1534.8	4.83%
汇金超市	22456.0	10.29%	1262.5	2.96%	-	1262.5	3.97%
其他	1923.6	0.88%	1043.4	2.45%	-	1043.4	3.28%
小计	218143.2	100.00%	42663.8	100.00%	10,894.0	31769.9	100.00%
合并抵销	-13671.5		-10817.2				
合计	204471.7		31846.7				

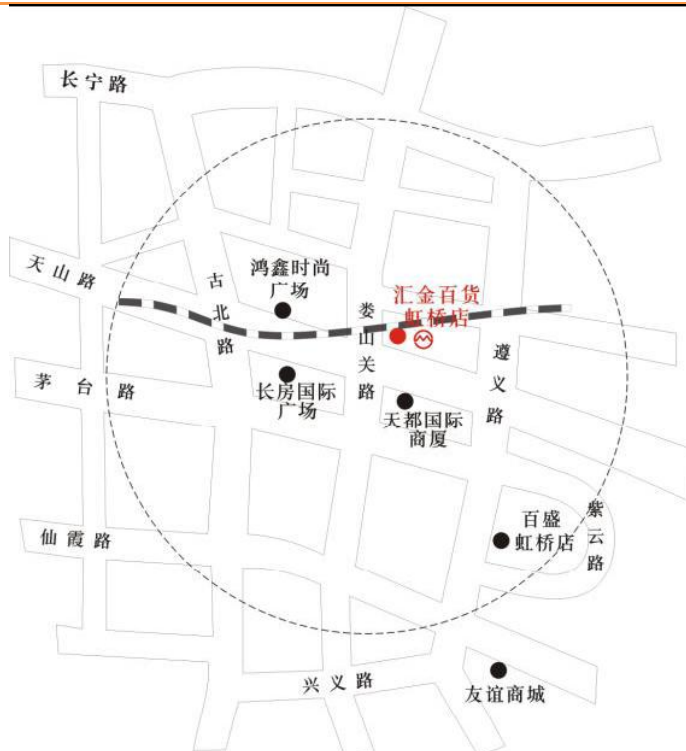
数据来源：公司公告，湘财证券研究所

图 2 徐家汇商圈情况



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

图 3 虹桥商圈情况



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

盈利预测表
资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	350	709	1093	1491
现金	285	640	1019	1412
应收账款	18	17	19	20
其他应收款	13	14	16	17
预付账款	6	5	5	5
存货	29	31	34	36
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	1220	1156	1105	1055
长期投资	30	30	30	30
固定资产	683	649	615	581
无形资产	456	445	434	423
其他非流动资产	51	32	27	22
资产总计	1571	1865	2198	2546
流动负债	515	540	578	604
短期借款	109	110	120	120
应付账款	254	275	290	310
其他流动负债	152	155	168	174
非流动负债	59	60	60	60
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	59	60	60	60
负债合计	575	600	639	665
少数股东权益	133	158	185	214
股本	346	416	416	416
资本公积	10	-60	-60	-60
留存收益	507	751	1019	1311
归属母公司股东权益	863	1107	1375	1667
负债和股东权益	1571	1865	2198	2546

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	302	352	357	371
净利润	239	270	294	322
折旧摊销	0	49	49	49
财务费用	18	-5	-14	-24
投资损失	-1	-1	-2	-2
营运资金变动	0	40	28	26
其他经营现金流	46	0	1	-0
投资活动现金流	-47	-3	-3	-3
资本支出	53	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	6	-3	-3	-3
筹资活动现金流	-208	6	24	24
短期借款	-60	1	10	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	70	0	0
资本公积增加	0	-70	0	0
其他筹资现金流	-148	5	14	24
现金净增加额	46	355	379	393

数据来源：湘财证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2045	2180	2331	2494
营业成本	1461	1569	1676	1792
营业税金及附加	21	22	24	26
营业费用	75	80	86	92
管理费用	155	163	175	187
财务费用	18	-5	-14	-24
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	2	2
营业利润	315	352	386	422
营业外收入	4	8	7	7
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	318	359	392	429
所得税	80	90	98	107
净利润	239	270	294	322
少数股东损益	44	25	27	29
归属母公司净利润	194	244	267	292
EBITDA	333	396	420	448
EPS (元)	0.56	0.59	0.64	0.70

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	10.0%	6.6%	6.9%	7.0%
营业利润	12.5%	11.7%	9.6%	9.5%
归属于母公司净利润	9.3%	25.8%	9.4%	9.3%
获利能力				
毛利率(%)	28.5%	28.0%	28.1%	28.1%
净利率(%)	9.5%	11.2%	11.5%	11.7%
ROE(%)	22.5%	22.1%	19.5%	17.5%
ROIC(%)	29.5%	35.1%	42.0%	50.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	36.6%	32.2%	29.1%	26.1%
净负债比率(%)	18.97%	18.34%	18.79%	18.05%
流动比率	0.68	1.31	1.89	2.47
速动比率	0.62	1.26	1.83	2.41
营运能力				
总资产周转率	1.31	1.27	1.15	1.05
应收账款周转率	123	123	129	129
应付账款周转率	6.07	5.93	5.94	5.97
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.59	0.64	0.70
每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	0.85	0.86	0.89
每股净资产(最新摊薄)	2.08	2.66	3.31	4.01

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。