

2011-02-21

徐家汇 002561-SZ

坐拥上海黄金商圈，门店错位经营得当

◇ 报告起因：IPO 发行

◆坐拥黄金商圈，具有一定规模优势：

徐家汇商城目前共拥有四家百货店以及五家超市，合计营业面积达 75420 平方米，公司主要门店密集分布于徐汇商圈和虹桥商圈等市级商圈的核心位置。2009 年公司下属三家百货店合计占据徐家汇商圈百货零售业 42.01% 的市场份额，处于区级绝对龙头地位。较强的垄断优势使得旗下百货门店具有更强的谈判优势，而公司近几年百货毛利率远远高于同行平均水平。

◆门店错位经营得当：

公司下属百货门店具有较强的市场定位能力，虽然主力三家门店同处一个商圈，但在发展过程中能够各自锁定适合自身发展的消费者（汇金徐汇中高端，六百中端以及汇联中低端市场），具有较强的错位营销能力。我们认为在百货行业竞争激烈的上海，准确的定位可以减弱同一区域下属各门店之间的竞争，使得商圈内客户覆盖面达到了最大限度的扩大。

◆城际交通建设进一步提升中心商圈效应：

沪杭、沪宁高速铁路开通之后，交通的高度便利性拉近了城市之间的距离，提升了城市群之间的同城效应，全面的扩大了上海的辐射能力及集聚能力。公司目前主力门店分别地处虹桥商圈（上海虹桥交通枢纽、虹桥机场、虹桥火车站）以及徐汇商圈（上海南站），随着城市群的联合将吸引更多周边城市消费者来上海购物，上海将直接获得了一个邻近的、成熟的、广阔的市场，身处交通枢纽周边的公司百货门店将成为最大受益者。

◆“开源节流”，高于同行的盈利能力：

我们认为公司亮眼的盈利能力得益于公司“开源节流”的竞争优势。“开源”方面，公司地处徐家汇商圈，享有良好的地理位置和经营环境，较高的日均人流量保证了稳定的消费购买力。“节流”方面，公司期间费用低于同行水平，使得公司的净利润率水平也相当亮眼。

◆合理价值 15.4 元，对应 2011 年 25 倍 PE：

假定公司 7000 万股 IPO 顺利发售，我们给予公司 2011-2013 年 EPS 全面摊薄后为 0.61/0.66/0.72 元（归属母公司净利润分别为 2.52/2.74/2.98 亿元），以 2010 年为基期未来三年复合增长率为 15.3%，六个月公司合理价值为 15.40 元，对应 2011 年 25 倍市盈率。我们认为鉴于公司的外延扩张性较弱，且未来盈利增速爆发性机会较小，应给予 20-25 倍市盈率，但考虑到徐家汇商圈在上海的龙头地位以及公司在商圈内的一定规模优势，可以给予一定溢价。从目前市场 IPO 申购情绪来看，不排除上市首发日超过 16 元的概率，但我们认为公司的合理价值在 14-15 元区间较为合理，股价若超过 18 元，则建议投资者逢高减持。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1,859	2,045	2,188	2,340	2,579
净利润（百万元）	178	194	252	274	298
每股收益（摊薄）	0.43	0.47	0.61	0.66	0.72
每股自由现金流（FCFF）	0.67	0.52	0.89	0.80	0.75
经营性 ROIC	20.75%	22.70%	25.32%	28.44%	31.27%
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.00%	22.51%	22.61%	10.91%	10.62%

预计上市合理价 15.40 元

分析师：

唐佳睿(执业证书编号：S0930510120009)

CFA CAIA FRM

021-22169161

tangjiarui@ebcn.com

特别感谢实习生梁江泽对本报告的贡献

发行数据

发行价格(元)	-
发行规模(百万股)	70
发行后总股本(百万股)	416
发行方式	网下询价, 上网定价
发行日期	2011-02-23
主承销商	海通证券股份有限公司
主要股东	上海徐家汇商城(集团)有限
第一大股东持有比例(%)	38.00%

募股资金投向

项目名称	金额（百万元）
建设汇金百货虹桥店	416.42
收购汇金百货 27.5% 股权	490.00
总金额	906.42

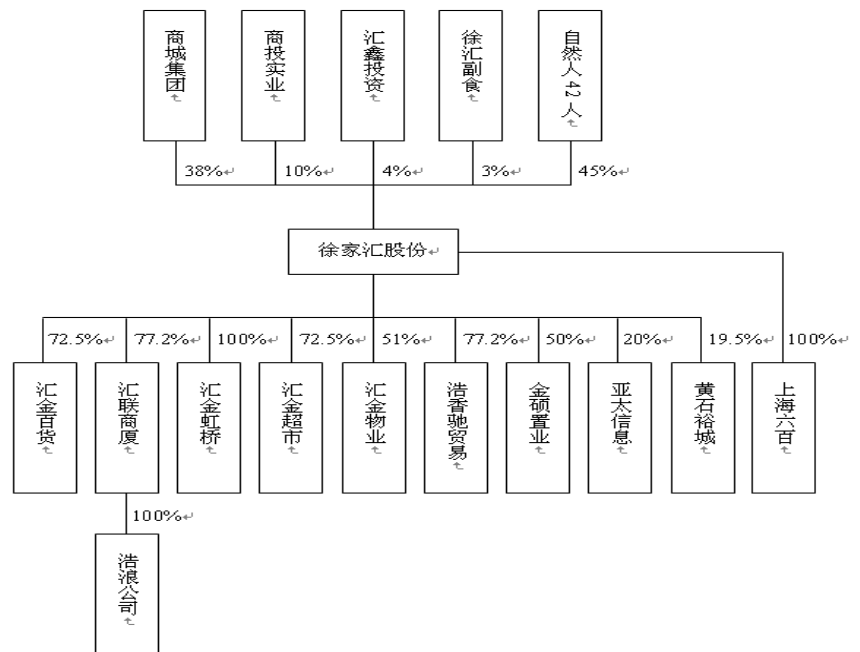
相关报告：

公司简介

上海徐家汇商城股份有限公司（以下简称“徐家汇商城”）的前身是始建于 1952 年的上海市第六百货商店。2002 年 6 月，经上海市人民政府批准，依法整体变更为上海徐家汇商城股份有限公司。自设立以来，公司坚持以经营百货零售业为主营业务，恪守赤诚奉献、追求领先的经营理念，以管理领先、品牌知名、效率一流为目标，经过多年耕耘，公司已经成为上海地区销售规模最大的百货零售企业之一。目前公司共拥有四家百货店以及五家超市，合计营业面积达 75420 平方米，其中百货营业面积 65956 平方米，超市面积 9464 平方米。公司的主要门店密集分布于徐汇商圈和虹桥商圈等市级商圈的核心位置，根据上海商业信息中心数据显示：2009 年，公司下属三家百货店合计占据徐家汇商圈百货零售业 42.01% 的市场份额，处于区级绝对龙头地位。目前公司共有一家分公司、七家控股子公司以及三家参股公司，具体公司股权比例和名称详见下表：

图表 1：徐家汇商城目前拥有一家分公司、七家控股公司和三家参股公司

徐家汇商城股权结构图（截至 2011 年 1 月 21 日）



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

高管层持股比例高，有利于实现股东利益

发行人股东中，商城集团、商投实业、汇鑫投资三家国有股东为前三大股东，分别持股 38.00%、10.00%和 4.00%，合计持股 52.00%。公司控股

股东和实际控制人为商城集团，该集团成立于1994年11月22日，注册资本17432万元，是上海市徐汇区国有资产监督管理委员会下属的国有独资企业，主营业务为管理授权范围内的国有资产及投资业务，旗下有上海六百、汇金百货、汇联商厦、太平洋百货、美罗城、美罗大厦、港汇广场等沪上知名企业。商城集团共持有公司131,389,940股股份，占发行人总股本的38%。另外，公司管理层及主要门店业务骨干作为自然人股东持有公司的股份比例相对较高，对公司提高营运效率以及实现股东利益最大化能够起到积极的激励效应。

图表2：公司高管持股比例较高，夯实未来业绩

公司主要高管持股比例及任职情况(截至2011年1月21日)

序号	股东姓名	持股比例	任职情况
1	金国良	5.40%	发行人副董事长、总经理
2	童光耀	3.00%	发行人董事、常务副总经理，发行人下属汇金百货董事，汇联商厦董事长，汇金虹桥执行董事，汇金物业董事，浩香驰贸易董事长，金硕置业董事，亚太信息董事
3	郁嘉亮	1.20%	发行人董事、副总经理、发行人下属上海六百总经理
4	郭应伟	1.10%	发行人监事会主席
5	戴正坤	1.10%	发行人总会计师，发行人下属汇金百货董事，汇金物业董事，汇联商厦监事，汇金虹桥监事，浩香驰贸易监事，金硕置业监事，亚太信息监事，黄石裕城董事

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

本次发行情况

公司发行前总股本为34576.30万股，本次拟发行不超过7000万股无限售条件流通股，占发行后总股本的16.84%，另83.16%股权由徐家汇商城集团、上海商投实业、上海汇鑫投资、上海徐汇副食品公司以及42名自然人持有。此次发行后，徐家汇商城集团锁定期为三年，其余股东锁定期为一年。

图表3：发行后公司控股股东商城集团持股31.60%

本次发行前后公司股本结构

项目	股东	发行前股本结构		发行后股本结构	
		股数(万股)	持股比例	股数(万股)	持股比例
有限售条件的	商城集团	13138.99	38.00%	13138.99	31.60%
	商投实业	3457.63	10.00%	3457.63	8.32%

股份	金国良	1867.12	5.40%	1867.12	4.49%
	汇鑫投资	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	16.84%
		34576.30	100.00%	41576.30	100.00%

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

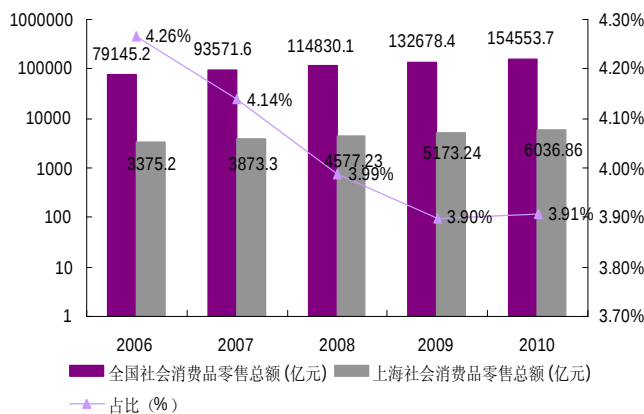
上海经济实力和居民消费水平高

快速的经济增长、居民收入提高为零售业发展创造有利条件

上海是中国最发达的经济区域,居民具有较高的收入水平及较强的消费意愿,社销零售额和人均 GDP 均处于全国领先水平。2010 年,全国社会消费品零售总额达到 154553.70 亿元,其中上海市社会消费品零售总额为 6036.86 亿元,占比 3.91%。从人均 GDP 来看,尽管受到金融危机的宏观恶劣因素影响,2009 年上海人均 GDP 仍达到了 78989 元,相比 2008 年增长 5.17%,保持了较高的增长速度。而 2009 年全国人均 GDP 仅有 25575 元,约为上海的 1/3。我们认为上海良好的综合经济实力和充足的物质条件,为零售百货业的蓬勃发展打下了坚实的物质基础。

图表 4：上海社销总额占全国比例高，地位举足轻重

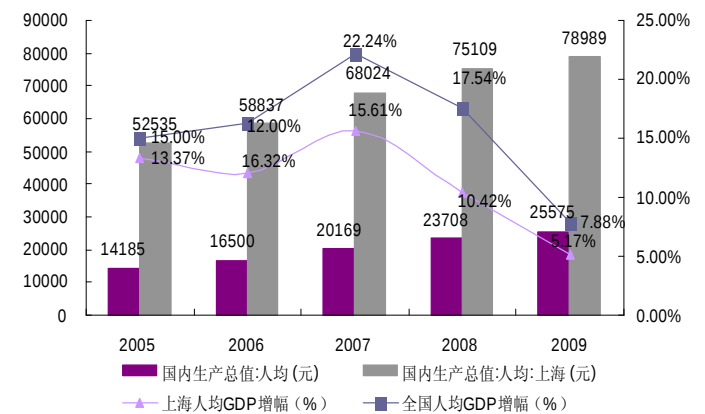
2006-2010 上海和全国社销总额对比图



资料来源：CEIC、光大证券研究所

图表 5：上海人均 GDP 大幅领先于全国平均水平

2005-2009 上海和全国人均 GDP 对照图

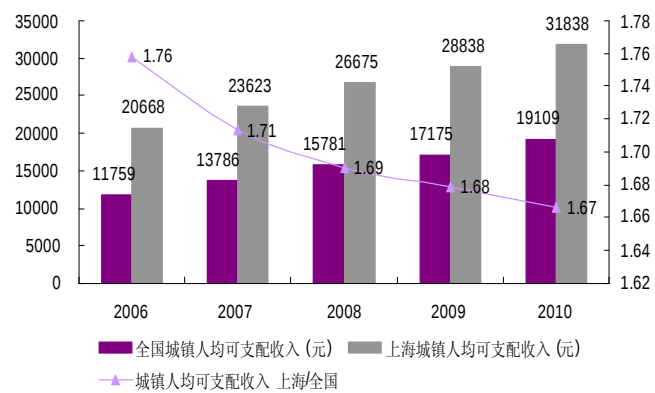


资料来源：CEIC、光大证券研究所

从城镇居民可支配收入以及消费倾向来看,上海城镇居民收入亦遥遥领先于全国平均水平。据统计局最新数据显示 2010 年上海市城镇居民人均可支配收入为 31838 元,而同期全国平均人均可支配收入仅有 19109 元,上海人均可支配收入约是全国平均水平的 1.67 倍。较高的人均收入水平有力地保证了居民的消费水平,从而促进上海零售业稳步增长。此外,从人均消费支出层面来看,上海消费水平也较大幅度高于全国平均水平,2009 年,上海人均支出 20992 元,超出全国平均水平 8728 元。最后从消费结构方面,我们从统计数字看到,2010 年前三季度,上海城镇居民的食品方面支出占据个人支出的比例约为 33.87%,而 2007 年这一比例为 35.50%,我们认为上海居民消费结构正在从满足日常生活需要阶段,转向消费享受和休闲旅游消费阶段。居民在教育文化以及交通、通信上的开支逐渐加大,而用于食品和设备方面的开销逐年减小,而近年来不断新开的休闲时尚类百货恰恰满足了上海市民提高消费层次的需求,因此百货零售行业将受益于居民消费结构的升级。

图表 6: 上海城镇人均可支配收入远高于全国水平,并保持逐年提高趋势

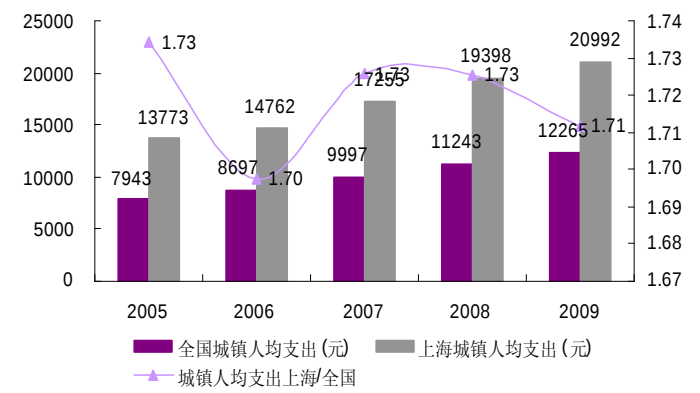
2006-2010 上海和全国城镇人均可支配收入对比图



资料来源: CEIC、GOOGLE、光大证券研究所

图表 7: 上海城镇人均支出逐年递增, 为零售业发展提供有力保障

2005-2009 上海和全国城镇人均支出对比图



资料来源: CEIC、光大证券研究所

图表 8: 食品支出比例逐年递减, 居民消费结构升级促进零售业腾飞

上海城镇居民消费支出构成表

	食品 (%)	衣着 (%)	家庭设备用品及服务 (%)	医疗保健 (%)	交通和通讯 (%)	教育文化娱乐服务 (%)	居住 (%)	杂项商品和服务 (%)
2007 年	35.50%	7.71%	5.56%	4.97%	18.28%	15.38%	8.18%	4.43%
2008 年	36.65%	7.84%	6.09%	3.89%	17.39%	14.82%	8.49%	4.83%
2009 年	34.99%	7.59%	6.50%	4.77%	16.67%	14.95%	9.11%	5.41%
2010 前三季	33.87%	7.31%	7.45%	4.62%	17.36%	15.39%	8.58%	5.43%

资料来源: CEIC、光大证券研究所

长三角城际交通的快速建设进一步提升上海的集聚效应，扩大零售市场空间

随着沪杭、沪宁高速铁路的开通，上海到杭州、南京等长三角核心城市只需要 1-2 小时。此外沪崇苏和沪苏高速公路的通车也使许多长三角地带重要城市步入了三小时经济圈。交通的高度便利性拉近了城市之间的距离，提升了城市群之间的同城效应，全面地扩大了上海的辐射能力及集聚能力。并且长江三角洲地区城市经济发展水平全国领先，居民生活富裕，由于上海购物中心众多，购物环境优越，城市群的联合将吸引更多周边城市消费者来上海购物，从而上海将直接获得了一个邻近的、成熟的、广阔的市场，百货行业成为最大受益者。我们在 2010 年年底策略会中曾经提及¹，未来零售业的发展趋势是，消费区域性概念增强，趋同性加大，我们未来将发现，消费者的消费互动半径随着交通工具的便捷程度提高，中心城市将进一步发挥聚集效应，因此“高举高打”的百货商圈未来拥有天然的“马太效应”壁垒。

图表 9：长三角交通改善提升同城效应，开拓市场空间

长三角地区重要城市间所需车程时间图



资料来源：GOOGLE、光大证券研究所

徐汇和虹桥商圈更受益于居民消费结构的提升

上海徐家汇、虹桥商圈分析

徐家汇商圈地处上海西南部，是上海四大城市副中心之首。商圈北起广元路，南至中山南路，东起宛平路，西至宜山路，占地约 2.2 平方公里。据上海商业信息中心数据，截至 2008 年 8 月，徐家汇商圈内现有大小

¹ 参见 2010 年 12 月 3 日发表的，2011 年策略报告，“三个代表”引领零售业稳健发展。

商业网点超过 1000 余家，商业零售业的建筑面积近 88 万平方米，日均人流量 70 万人次，节假日期间超过 100 万~150 万人。目前商圈主要有八家百货公司，分别是东方商厦、太平洋百货、汇金百货、第六百货、中兴百货商厦、汇联商厦、美罗城及港汇广场。目前徐家汇商城在商圈内拥有三家百货门店，营销采取错位经营策略，定位于不同层次的消费人群。

虹桥商圈地处上海西部，商圈以娄山关路、遵义路、天山路、仙霞路构建成两纵两横的“井”字商业圈，面积约 0.65 平方公里。目前虹桥商圈从南向北主要有三条商业主干街。其中最南侧黄金城道步行街主要满足古北地区境外居民高品质生活的需要，打造最高端的商业业态；中部的虹桥友谊商城、虹桥上海城、力仕鸿华大厦等，锁定周边写字楼都市金领；北侧的新天山一条街则主要面向时尚年轻白领。目前徐家汇商城新建的汇金虹桥店，地处以天山路（遵义路—古北路）为核心的北部中档商业主干街。

图表 10：徐家汇商城在徐家汇商圈地理位置优越
上海徐家汇商圈



资料来源：GOOGLE、光大证券研究所

图表 11：汇金虹桥店地处高端虹桥社区
上海虹桥商圈



资料来源：Google、光大证券研究所

公司主营业务和门店分析

主营业务稳健增长

徐家汇商城主营业务主要为百货和超市两大业态，公司目前拥有位于上海市徐家汇商圈核心区域的汇金徐汇店、上海六百、汇联商厦和位于虹桥商圈的汇金虹桥店四家百货店，以及分布于上海市区的五家汇金超市。公司在商圈内采取错位经营，其中汇金百货定位于中高档百货，打造“时尚领

先”的品牌形象，上海六百主要定位于“大众流行”，以亲和力服务为主要特色，而汇联商厦则为实惠百货，目标顾客锁定为广大工薪阶层。三者形成互补效应，基本不形成直接竞争关系。截至 2010 年底，公司主营业务收入为 18.95 亿（扣除抵消项目及其他公司收入后），其中百货、超市主营业务收入分别为 18.19 亿和 2.09 亿，各占主营业务收入的 89.7%和 10.3%。

图表 12：徐家汇商城自有物业占比高

公司百货及超市门店情况一览（截至 2010 年底）

门店名称	建立时间	地址	物业状态	经营面积 平米	2010年 主营业务收入额 亿元	2010年 利润总额 万元 (包含投资收益)
百货门店（四家）						
汇金百货徐汇店	1998 年 9 月 26 日	上海市肇嘉浜路 1000 号	自有	30222	8.98	16341.34
第六百货	1952 年	上海市肇嘉浜路 1068 号及衡山路 941-955 号（单号）	自有	9740	4.92	18125.27
汇联商厦	1991 年 7 月 18 日	上海市天钥桥路 40-90 号	自有	6500	2.09	4356.54
汇金百货虹桥店	2008 年 12 月 28 日	上海市长宁区天山路 900 号	自有	19494	2.20	1534.80
超市门店（五家）						
衡山（总店）	1998 年 11 月 26 日	上海市汇金百货徐汇店 B1 层	自有	1677	五店共计 2.09 亿	五店共计 1262.49 万
凌云店	2001 年 12 月	上海市凌云路 212 号	租赁	919		
芷江店	2002 年 12 月	上海市芷江西路 375-377 号	租赁	1200		
莲花店	2003 年 1 月	上海市罗秀路 1825 号 2 幢	租赁	3792		
天山店	2008 年 12 月	上海市汇金百货虹桥店 B2 层	自有	1876		

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图表 13：公司主力门店实力强劲，长期处于单体百货销售排行前列

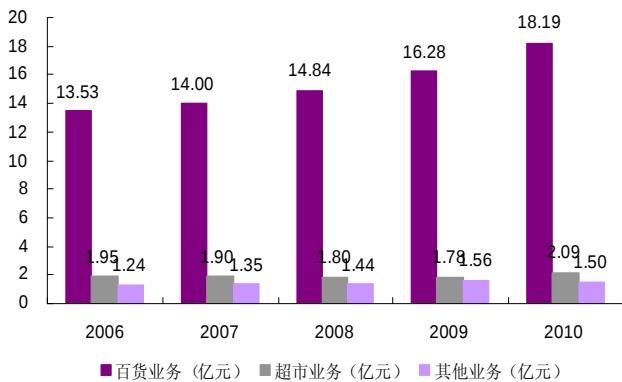
2007-2010 年发行人下属主要门店的销售收入在上海市单店排名数据：

主要门店	2010	2009	2008	2007
汇金百货徐汇店	6	6	7	6
上海六百	14	13	13	12
汇联商厦	/	21	21	18

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图表 14：公司主营百货业务，超市为辅助业态

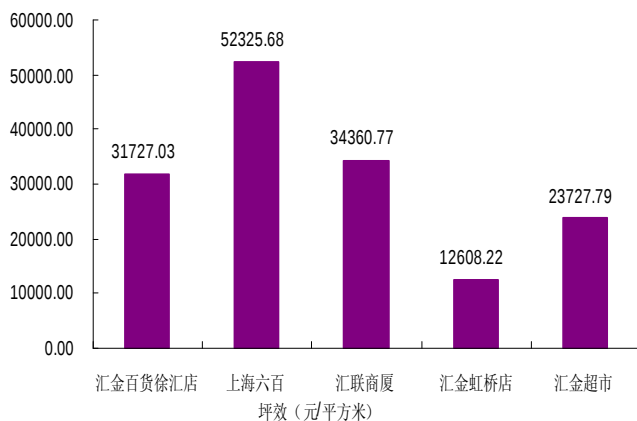
2006-2010 公司百货、超市及其他营业收入情况



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

图表 16：汇金百货徐汇店坪效有较大提升空间

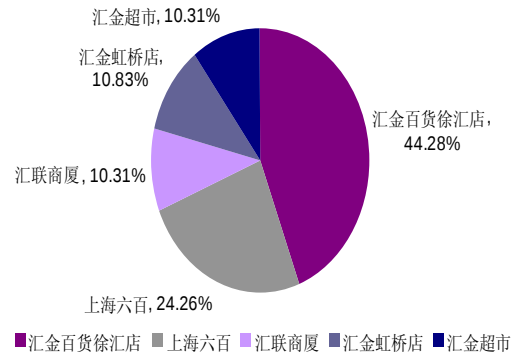
2010 年公司百货、超市坪效（含各门店其他业务收入）



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

图表 15：汇金百货徐汇店为公司最主要门店

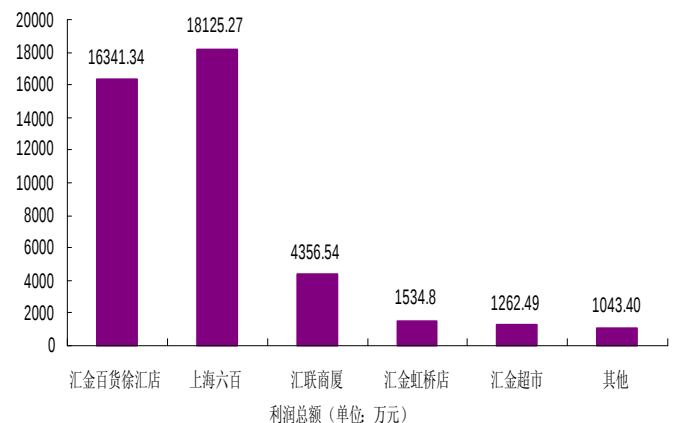
2010 公司百货及超市主营业务收入占比 (%)



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

图表 17：公司利润主要来源于汇金徐汇店和上海六百

2010 公司百货及超市利润情况（含投资收益的利润总额）



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

百货业务为公司主要收入及利润来源

汇金徐汇店

从公司销售额和利润总额来看，汇金徐汇店对公司收入贡献度占有绝对优势地位（2010 年主营收入 8.98 亿元，营业收入 9.59 亿元），2010 年该门店占主营业务及利润总额的比重分别为 44.28%和 38.30%，其中 90%商品为时尚服饰及配饰（2010 占销售收入 91.60%）。该门店坪效约为 31727.03 元/平方米（含门店其他业务收入），与公司旗下的上海六百有较大差距，主要原因是该店虽然定位于中高档百货，但和周围太平洋徐汇店、东方商厦徐汇店、港汇广场等同业相比，并无突出醒目品牌优势。我们认为未来公司若能够加大品牌提升力度，该门店仍有一定调整空间，但

鉴于门店较为成熟，未来内增坪效的提升只能通过品牌调整提高客单价来提高，调整幅度有限。

上海六百

六百是公司门店中历史最为悠久的门店，2010 年六百主营收入为 4.92 亿（营业收入 5.10 亿元），毛利率 29.61%。在目前四家百货门店中，其定位于中档消费的“大众”流行形象最为成功，2010 年坪效近 52325.68 元/平方米（含门店其他业务收入）的不俗业绩反映了该门店在徐家汇商圈具有一定人气和优势，由于门店具有得当的错位经营以及大众化为主题的品牌优势，收入较为确立。但我们同样认为该门店较为成熟，未来内生坪效增速有限。

汇联商厦

公司将该门店定位于中低档的工薪“实惠”百货，2010 年主营收入为 2.09 亿元（营业收入 2.23 亿），主要经营商品为中低档的国内品牌，其中服装销售比重在四家门店中最低（2010 年为 49.48%），而散装食品为代表的食品销售额达到近三成（2010 年为 31.31%）。商场的食品类销售在徐汇商圈具有稳定客源，基本没有竞争压力，因此我们认为汇联商厦未来将保持稳速发展。

汇金虹桥店

汇金虹桥店开业于 2008 年 12 月 28 日，是目前公司唯一一家仍处于导入期的新门店，2010 年营业收入和毛利分别为 2.46 亿和 6756 万。门店位于虹桥地区核心地段，交通设施便利、周围优质的办公白领群及海外住户。我们认为随着虹桥商圈的逐渐成熟，以及虹桥交通枢纽的核心地位逐渐发挥优势，未来该门店将会吸引更多时尚类客户群体，从而提升汇金虹桥店的经营效益。

图表 18：公司百货门店收支预测

徐家汇商城百货门店收支预测（2011/2/19 更新）²

百货业务拆分 单位：万元	2010A	2011E	2012E	2013E
百货营业收入	193763.61	204725.59	216428.73	234842.84
百货主营业务收入	181880.04	190987.20	201829.83	218792.06
百货业务主营收入增速%	11.70%	5.01%	5.68%	8.40%
百货业务成本	140462.07	148121.28	156164.69	168955.42
百货业务毛利率%	27.51%	27.65%	27.84%	28.06%
门店数量	4	4	4	5
新增门店数	0	0	0	1

² 各门店净利润是以扣投资收益后的利润总额按 25% 税率缴税后估算而得，下同。

经营面积 平米	65956	65956	65956	85956
新增面积 平米	0	0	0	20000
单店收入 万元	48440.90	51181.40	54107.18	46968.57
单店收入增速%	10.52%	5.66%	5.72%	-13.19%
坪效 元/平米	29377.71	31039.72	32814.11	27321.28
坪效增速%	10.52%	5.66%	5.72%	-16.74%
净利润 万元	18074.95	23598.31	25823.72	28205.01
EPS 元	0.43	0.57	0.62	0.68
汇金百货徐汇店				
股权比例%	72.50%	100%	100%	100%
营业收入 万元	95885.43	100679.70	105713.69	108885.10
主营收入 万元	89807.74	93632.12	98313.73	101263.14
主营业务占比%	93.66%	93.00%	93.00%	93.00%
其他业务收入 万元	6077.69	7047.58	7399.96	7621.96
营业收入增速%	11.25%	5%	5%	3%
营业成本 万元	71068.43	74502.98	78016.70	80030.55
毛利率%	25.88%	26.00%	26.20%	26.50%
经营面积 平米	30222	30222	30222	30222
坪效 元/米	31727.03	33313.38	34979.05	36028.42
坪效增速%	11.25%	5.00%	5.00%	3.00%
净利润	12256.01	13604.17	14964.58	16311.39
净利润增速	14.20%	11.00%	10.00%	9.00%
归属母公司净利润	8885.60	13604.17	14964.58	16311.39
EPS	0.21	0.33	0.36	0.39
上海六百				
营业收入 万元	50965.21	53513.47	56189.14	57874.82
主营收入 万元	49201.76	51372.93	53941.58	55559.83
主营业务占比%	96.54%	96.00%	96.00%	96.00%
其他业务收入 万元	1763.45	2140.54	2247.57	2314.99
营业收入增速%	9.23%	5%	5%	3%
营业成本 万元	35875.21	37566.46	39332.40	40396.62
毛利率%	29.61%	29.80%	30.00%	30.20%
经营面积 平米	9740	9740	9740	9740
坪效 元/米	52325.68	54941.96	57689.06	59419.73
坪效增速%	7.05%	5.00%	5.00%	3.00%
净利润	5828.47	6119.89	6425.89	6682.92
净利润增速	6.29%	5.00%	5.00%	4.00%
六百投资收益利润	10353.98	10000.00	10000.00	10000.00
EPS	0.14	0.15	0.15	0.16
汇联商厦				
股权比例%	77.20%	77.20%	77.20%	77.20%
营业收入 万元	22334.50	23004.54	23694.67	24168.56

主营收入 万元	20917.03	21394.22	22036.04	22476.76
主营业务占比%	93.65%	93.00%	93.00%	93.00%
其他业务收入 万元	1417.47	1610.32	1658.63	1691.80
营业收入增速%	4.80%	3%	3%	2%
营业成本 万元	15695.5	16149.18	16586.27	16893.83
毛利率%	29.73%	29.80%	30.00%	30.10%
经营面积 平米	6500	6500	6500	6500
坪效 元/米	34360.77	35391.59	36453.34	37182.41
坪效增速%	3.27%	3.00%	3.00%	2.00%
净利润	2862.41	3005.53	3125.75	3219.52
净利润增速	-5.38%	5.00%	4.00%	3.00%
汇联投资收益	540.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	2209.78	2320.27	2413.08	2485.47
EPS	0.05	0.06	0.06	0.06
汇金虹桥店				
营业收入 万元	24578.47	27527.89	30831.23	33914.36
主营收入 万元	21953.51	24587.93	27538.48	30292.33
主营业务占比%	89.32%	90.00%	90.00%	90.00%
其他业务收入 万元	2624.96	2939.96	3292.75	3622.02
营业收入增速%	23.82%	12%	12%	10%
营业成本 万元	17822.93	19902.66	22229.32	24384.42
毛利率%	27.49%	27.70%	27.90%	28.10%
经营面积 平米	19494	19494	19494	19494
坪效 元/米	12608.22	14121.21	15815.75	17397.33
坪效增速%	23.58%	12.00%	12.00%	10.00%
净利润	1151.10	1553.99	2020.18	2525.23
净利润增速	188.79%	35.00%	30.00%	25.00%
EPS	0.03	0.04	0.05	0.06
2013 年门店				
营业收入 万元				10000.00
主营收入 万元				9200.00
主营业务占比%				92.00%
营业成本 万元				7250.00
毛利率%				27.50%
经营面积 平米				20000
坪效 元/米				10000.00
净利润				200.00
EPS				0.00

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

超市业务未来仍有一定外延性

公司超市业务目前采取与百货门店结伴发展为主,辅以高档社区周围开设新门店的策略,定位于类似“城市超市”连锁店一类的高档超市。汇金超市经营的商品品牌逾 2 万余种,其中食品品牌达 1 万余种,冷冻类食品亦达 3,000 余种,进口商品品牌逐年增长。2010 年营业收入达 2.25 亿元(主营业务 2.09 亿元),毛利率约为 16.94%,处于超市同行中的较高水平,我们认为这和公司较高端的超市定位以及周围高端社区较强的消费能力不无关系。公司招股说明书上表明力争到 2013 年末,以“汇金超市”品牌为形象在上海开设 7-8 家高档超市,我们在收支预测中假定 2012-2013 年每年各开一家门店,面积 2000 平米,当年新开业务假定为 7 月开业,收入为全年的一半做为预测假设。

图表 19: 公司超市门店收支预测

徐家汇商城超市门店收支预测 (2011/2/19 更新)

超市业务拆分 单位: 万元	2010A	2011E	2012E	2013E
股权比例%	72.50%	72.50%	72.50%	72.50%
营业收入 万元	22455.98	25150.70	29662.75	36520.89
主营业务收入	20915.93	23515.90	27734.67	34147.03
老门店业务收入	20915.93	25150.70	27162.75	28520.89
老门店增速	18%	12%	8%	5%
新增门店收入			2500	2500
次新增门店收入				5500
次新店营业收入增速%				10%
其他业务收入	1540.05	1634.80	1928.08	2373.86
主营业务收入占比%	93.14%	93.50%	93.50%	93.50%
超市业务营业收入增速%	17.51%	20.25%	17.94%	23.12%
超市业务成本	18650.98	20875.08	24590.42	30239.30
超市业务毛利率	16.94%	17.00%	17.10%	17.20%
营业面积	9464	9464	11464	13464
新增面积	0	0	2000	2000
坪效	23727.79	26575.12	25874.70	27124.84
坪效增速%	16.13%	12.00%	-2.64%	4.83%
门店数量	5	5	6	7
新增门店数	0	0	1	1
单店收入	4491.20	5030.14	4943.79	5217.27
单店收入增速%	16.13%	12.00%	-1.72%	5.53%
净利润	946.87	1060.49	1187.75	1306.53
净利润增速	8.64%	12.00%	12.00%	10.00%
归属母公司净利润	686.48	768.86	861.12	947.23
EPS	0.02	0.02	0.02	0.02

资料来源: 公司招股说明书、光大证券研究所

公司其他业务分析

公司目前其他业务收入主要来源于三类业务，分别为租赁收入、物业管理以及供应商管理费用。其中主要以租赁收入及收取供应商各类管理费用为主，2010 年两项收入占其他业务收入总额分别为 43.95%和 35.88%。我们对公司其他三项收入进行了拆分，假定 2011-2013 年其他业务收入毛利率稳定在 95%/95.3%/95.6%，并给予 2011-2013 年其他业务收入 7.36%/7.69%/8.02%的增速预测。

图表 20：公司其他业务收入收支预测

徐家汇商城其他业务收支预测（2011/2/19 更新）

单位 万元	2010 A	2011 E	2012E	2013E
其他业务收入拆分				
租赁收入	6599.03	7192.94	7876.27	8663.90
增速%	8.00%	9.00%	9.50%	10.00%
物业管理收入	1811.15	1992.27	2195.48	2423.81
增速%	14.82%	10.00%	10.20%	10.40%
供应商管理费	5387.09	5656.44	5944.92	6254.06
增速%	-10.54%	5.00%	5.10%	5.20%
其他	1218.68	1279.61	1343.59	1410.77
增速%	-35.46%	5.00%	5.00%	5.00%
合计 万元	15015.95	16121.27	17360.27	18752.54
其他业务收入毛利率%	93.16%	95.00%	95.30%	95.60%
其他业务成本 万元	1026.94	806.06	815.93	825.11
其他业务收入占主营收入比%	7.93%	7.96%	8.01%	7.84%
其他业务营业收入增速%	-3.73%	7.36%	7.69%	8.02%

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

公司竞争优势

商圈优势

公司百货门店分别位于上海黄金商圈徐家汇（徐汇区）和虹桥地区（长宁区），其中成熟的三家门店均位于上海市核心商圈：徐家汇商圈。我们认为正是由于公司门店处于核心商圈的区位优势，百货门店具有更强的谈判优势，使得徐家汇商城的毛利率远远高于同行平均水平。此外区政府对徐家汇商圈的政策扶持功不可没，为了配合徐家汇商圈整体形象，2009 年以来商圈内八大百货店大胆采用“抱团取暖”原则，“十一”黄金周和春节联手推出大型营销活动。我们认为这种协同效应虽然在一定程度上将影响毛利率的提升，但是通过商圈整体合作，可以大大提高人流量及商圈的知名度、美誉度，总体对于公司发展利大于弊。

图表 21：2010 年上海百货单店销售排行徐家汇地区百货店占三席，

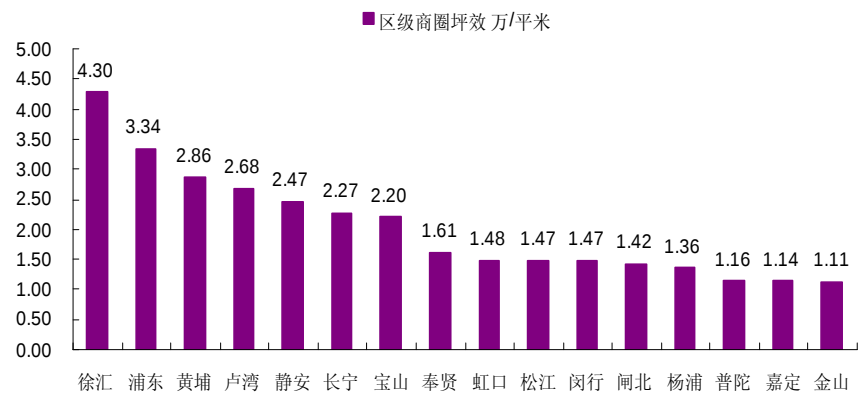
上海 2010 年百货十强企业商圈分布

门店	所属商圈
上海第一八佰伴有限公司	浦东八百伴商圈
上海新世界城	南京东路商圈
上海久光百货有限公司	南京西路商圈
上海市第一百货商店	南京东路商圈
上海东方商厦徐汇店	徐家汇商圈
上海汇金百货有限公司	徐家汇商圈
上海置地广场商厦有限公司	南京东路商圈
上海太平洋百货有限公司徐汇分公司	徐家汇商圈
永安百货有限公司	南京东路商圈
上海百联集团股份有限公司东方商厦南东店	南京东路商圈

资料来源：上海市商业信息中心、光大证券研究所

图表 22：徐汇区为上海市百货坪效最高的商圈

2007 年上海分行政区商圈坪效一览



资料来源：上海市商业信息中心、光大证券研究所

经营细分市场

公司下属百货门店具有较强的市场定位能力，虽然汇金徐汇店、六百、汇联商厦同处一个商圈，但在发展过程中，三家门店各自锁定适合自身发展的消费者，具有较强的错位营销能力。我们认为在百货行业竞争激烈的上海，准确的定位可以减弱同一区域能下各门店之间的竞争，使得商圈内客户覆盖面达到了最大限度的扩大。以同处于上海的百联股份为例，其在南京路商圈开设的市百一店、南东店、新一百城以及托管业务百联世贸，由于集中定位于中高档客户，导致客户之间不必要的流失。因此在未来激烈的百货行业竞争下，错位经营将大行其道，徐家汇商城多形式定位和发展营销模式符合百货发展的大趋势。

图表 23：徐家汇商城三家百货门店定位

门店名称	定位	锁定消费群
汇金徐汇店	中高档	中高端时尚百货
上海六百	中档	大众流行及特色服务
汇联商厦	中低档	工薪阶层的实惠百货

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

持有自有物业比例高

截至 2010 年底，徐家汇商城公司及下属控股公司拥有自有物业五处，共计建筑面积 11.92 万平米，租赁物业 0.62 万平米，自有比例达 95.05%（按持股比例分配约为 12.54 万平米，自有比例 93.00%）。随着宏观经济转暖，通胀预期不断加强，商业地产价格和租金水平将逐渐步入上升通道，我们认为公司坚持自有物业开店策略既能有效应对租金上涨的压力，锁定经营成本，又能享受地产升值的利益，大大保障了公司毛、净利润率持续高于同行上市公司平均水平。

募集资金项目分析

公司拟公开发行不超过 7000 万股募集资金约 9.06 亿元用于如下项目：

图表 24：公司本次募集资金项目介绍

序号	项目名称	项目计划总投资	其中募集资金投资	立项备案情况
1	建设汇金百货虹桥店项目	73642 万元	41642 万元	上海市发改委备案，沪发改贸[2008]012 号
2	收购汇金百货 27.5%的股权	49000 万元	49000 万元	
合计		122642 万元	90642 万元	

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

建设汇金虹桥店项目

汇金虹桥店项目进展顺利，门店已于 2008 年 12 月 28 日正式开业。2009 年为迎接世博，长宁区作为“虹桥枢纽中心”所在地，在全力以赴建设虹桥枢纽中心的同时，区内配套的道路拓宽、管线改造工程也相继展开，汇金百货虹桥店所在的“天山路”改造工程持续不断，外部环境对虹桥店的经营造成一定影响。此外，虹桥商圈尚处于调整过程之中，其重大商业项目（如 LV 大厦、上海城三期、金虹桥、高岛屋等）尚处于建设期，商圈规模聚集优势尚未形成。同时商场多项功能尚处于调整和完善的进程中，因此汇金百货虹桥店市场导入期有所延长。2009 年度汇金百货虹桥店实现净利润为 415.40 万元，2010 年汇金百货虹桥店实现净利润为 1,143.90 万元。

2011 年，虹桥百盛将入驻商圈。我们认为随着虹桥百盛进驻商圈，一方面会带来竞争互动，另一方面也会形成店多成市的规模相应，并且将有力提升虹桥商圈百货业品牌形象，为汇金虹桥店的发展提供契机。

图表 25：建设汇金百货虹桥店进度

投资项目	计划投资 万元	资金来源	实际投资 万元	
收购瓯江圣雄股权	32000	自筹	32000	已完成
支付工程款及归还工程借款等	37500	募集资金	37500	已完成
手续费	9.6	募集资金	9.6	已完成
装修开业等	4133	募集资金	7315	已完成
功能性装修改造	-	募集资金	804	已完成
合计	73642.60		76325.60	

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

收购汇金百货 27.5%股权

汇金百货目前注册资本 2400 万美金，截至 2010 年 12 月，徐家汇商城和英商京世国际投资分别持有 72.50%和 27.50%股权。根据公司与英商京世 2007 年 11 月签订的《股权转让协议》以及 2008 年 8 月 26 日、2009 年 10 月 16 日、2010 年 5 月 26 日、2010 年 9 月 20 日及 2010 年 12 月 20 日签署《<股权转让协议>之补充协议（一）至（五）》，公司将在本次募集资金到位后（最迟不超过 2011 年 3 月 31 日），以 4.9 亿元的价格收购其持有的汇金百货股权。在本次收购股权完成后，汇金百货将成为徐家汇商城的全资子公司，我们认为本次收购计划对公司长期外延规模拓展有较大的提升作用：

1. 进一步提升公司的自有物业比例：本次收购后，公司按持股比例计算的自有物业比例将由原来 81.08%提升至 93%，大大提高公司价值的安全边际。
2. 为连锁经营奠定良好基础：收购汇金百货的其余股权可以使发行人完全享有因品牌价值带来的连锁经营的收益，为公司以“汇金”、“汇联”及“六百”进行规模扩张奠定良好基础。
3. 进一步提升公司盈利能力：目前由于汇金徐汇店占公司营业收入及利润总额的近半壁江山，此次收购计划，将提升公司在徐家汇的综合竞争力，少数股东权益减少后使得公司盈利能力在未来进一步提升。

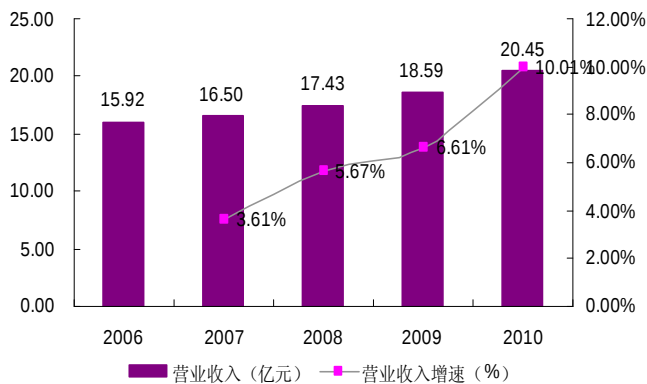
公司财务分析

成长性分析

尽管新门店汇金虹桥店本身逐渐培育成熟，但我们预计公司 2011-2012 年营业收入仍将维持个位数增速提升，公司主力三家门店目前已步入较高的坪效阶段，未来增长若无品牌大幅调整，上升空间有限，限制了总体营业收入的大幅提升，而净利润将保持逐步稳定增长。鉴于公司目前外延性扩张计划有限，我们认为短期内公司的成长主要还是以内涵式为主，短期发生亮眼华丽业绩的可能性不大。

图表 26：营业收入稳重略有所升

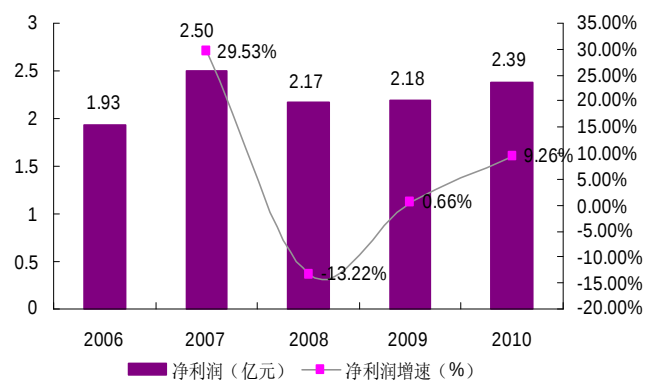
2006-2010 徐家汇商城营业收入及增长率



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图表 27：净利润将保持稳定增长趋势

2006-2010 徐家汇商城净利润及增长率



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

盈利能力分析

我们选取了 10 家各区域上市的百货公司作为参照样本，数据显示公司综合毛利率、净利率均显著高于同行水平，而期间费用率略低于行业均值。其中公司三年平均毛利率 28.66% 高于行业三年平均水平 20.26% 约 8.40 个百分点，三年平均净利率 11.86% 高于行业三年平均水平 3.72% 约 8.14 个百分点。

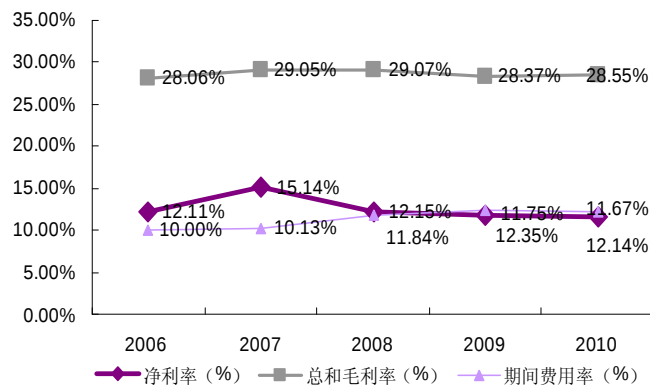
我们认为公司亮眼的盈利能力得益于公司“开源节流”的竞争优势。“开源”方面，公司地处徐家汇商圈，享有良好的地理位置和经营环境，较高的日均人流量保证了稳定的消费购买力。“节流”方面，公司期间费用低于同行水平，使得公司的净利润率水平也相当亮眼。

偿债能力分析

公司近三年以来，流动比率和速动比率保持稳定向上趋势，我们认为主要原因是公司近年来资产负债率逐年下降所致，母公司资产负债率由 2008 年的 49.79% 降低到 2010 年的 39.39%。并且公司利息保障倍数处于较高水平，由 2008 年的 15.5 倍增长到 2010 年的 44.70 倍，说明公司借款利息对利润压力较小，公司的利润水平能够保障公司的利息支出，未来偿债能力较强。

图表 28：公司毛利率、净利率显著高于行业均值

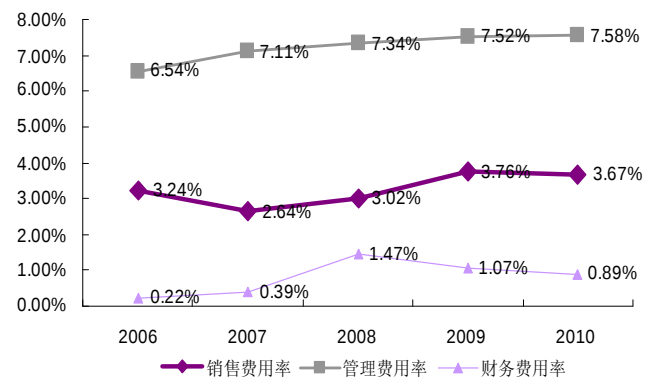
2006-2010 徐家汇商城综合毛利率、净利率、期间费用率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 29：公司期间费用率低于行业均值

2006-2010 徐家汇商城销售费用、管理费用及财务费用率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 30：徐家汇商城偿债能力逐年提高

2008-2010 徐家汇商城主要偿债能力指标一览

财务指标	2010	2009	2008
资产负债率(母公司)	39.39%	44.26%	49.79%
流动比率	0.68	0.50	0.39
速动比率	0.62	0.46	0.35
利息保障倍数	44.70	29.85	15.50

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

运营能力分析

公司在运营能力上，凭借较强的库存管理以及 MIS 订货配送系统，具有较强的竞争能力，近五年存货周转天数呈逐年下降趋势，显示了公司较强的存货周转效率。我们认为随着公司规模在未来不断扩大，将面临一定的运营和物流风险，对 MIS 系统和库存管理将提出更高的要求。

图表 31：徐家汇商城库存管理能力较强，存货周转天数逐年降低

2006-2010 徐家汇商城主要运营能力指标一览

财务指标	2006	2007	2008	2009	2010
存货周转天数(天)	23.9	15.7	8.0	7.0	6.0
应收账款周转天数(天)	0.9	2.6	3.0	2.0	3.0

存货周转率(次)	15.1	22.9	44.9	51.9	55.9
应收账款周转率(次)	419.4	139.8	127.2	148.9	122.7
流动资产周转率(次)	2.2	2.9	7.0	6.8	6.3
固定资产周转率(次)	9.1	8.6	2.5	2.7	3.0
总资产周转率(次)	1.4	1.2	1.2	1.2	1.3

资料来源：巨灵财经、光大证券研究所

估值

前提假设

- 1) 我们假定 2011-2013 年汇金徐汇店、六百、汇联及汇金虹桥店的营业收入增长分别为 5%/5%/3%、5%/5%/3%、3%/3%/2% 和 12%/12%/10%。2011-2013 年公司营业收入增速分别为 6.98%/6.99%/10.19%（2013 年假定开设一家新的汇金百货，面积 20000 平米）
- 2) 我们假定公司超市 2012-2013 年各开一家门店（面积 2000 平米），超市 2011-2013 年营业增速为 20.25%/17.94%/23.12%。
- 3) 假设 2011-2013 年百货毛利率、超市毛利率和公司综合毛利率分别为 27.65%/27.84%/28.06%、17.00%/17.10%/17.20%、28.80%/28.82%/28.81%。
- 4) 公司其他业务收入增速 2011-2013 年为 7.36%/7.69%/8.02%。
- 5) 2011-2013 年公司期间费用率分别为 11.21%/11.08%/11.36%，未来三年税率为 25%。
- 6) 综上所述我们测得 2011-2013 年公司全面摊薄后的 EPS 分别为 0.61/0.66/0.72 元。

绝对价值评估

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	1.50%
无风险利率 Rf	3.40%
β (β levered)	0.83
Rm-Rf	9.12%
Ke(levered)	10.96%

税率	25.00%
Kd	3.98%
Ve	1,128.9
Vd	109.0
目标资本结构	20.00%
WACC	9.56%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值(百万元)	价值百分比
第一阶段	1,326.87	24.50%
第二阶段	1,677.66	30.98%
第三阶段(终值)	2,410.96	44.52%
企业价值 AEV	5,415.49	100.00%
加：非经营性净资产	8.19	0.15%
价值		
减：少数股东权益(市	266.00	-4.91%
值)		
减：债务价值	109.00	-2.01%
总股本价值	5,048.68	93.23%
股本(百万股)	345.76	-
每股价值(元)	14.60	-
PE(隐含)	20.03	-
PE(动态)	21.94	-

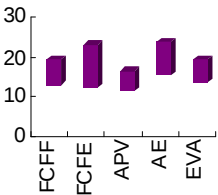
资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	0.005	0.01	0.015	0.02	0.025
8.56%	15.93	16.48	17.12	17.85	18.70
9.06%	14.78	15.25	15.77	16.37	17.06
9.56%	13.77	14.16	14.60	15.10	15.67
10.06%	12.87	13.20	13.57	13.99	14.46
10.56%	12.06	12.35	12.66	13.01	13.41

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总



资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果		估 值		敏感度分析区间
FCFF	15	12	-	19	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	16	12	-	22	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	13	11	-	16	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	18	15	-	23	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	15	13	-	19	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

投资评价和建议

合理价值为 15.40 元，对应 2011 年 25 倍市盈率

假定公司 7000 万股 IPO 顺利发售，我们给予公司 2011-2013 年 EPS 全面摊薄后为 0.61/0.66/0.72 元（归属母公司净利润分别为 2.52/2.74/2.98 亿元），以 2010 年为基期未来三年复合增长率为 15.3%，六个月公司合理价值为 15.40 元，对应 2011 年 25 倍市盈率。我们认为鉴于公司的外延扩张性较弱，且未来盈利增速爆发性机会较小，应给予 20-25 倍市盈率，但考虑到徐家汇商圈在上海的龙头地位以及公司在商圈内的一定规模优势，可以给予一定溢价，综合考虑给予公司 2011 年 25 倍的上限估值判断。从目前市场 IPO 申购情绪来看，不排除上市首发日超过 16 元的概率，但我们认为公司的合理价值在 14-15 元区间较为合理，股价若超过 18 元，则建议投资者逢高减持。

图表 32：目前百货板块平均市盈率为 30 倍

A 股百货板块 2011 市盈率与 PEG 预测一览（截止 2011 年 2 月 18 日）

证券代码	证券简称	2011 预测市盈率	2011 预测 PEG 值
000417.SZ	合肥百货	25.72	1.16
000419.SZ	通程控股	21.68	0.47
000501.SZ	鄂武商 A	23.11	0.96
000516.SZ	开元控股	24.53	10.55
000564.SZ	西安民生	28.68	0.90
000715.SZ	中兴商业	21.28	0.13
000785.SZ	武汉中商	22.86	0.33
000987.SZ	广州友谊	20.93	0.80
600280.SH	南京中商	20.77	0.15
600306.SH	商业城	57.10	0.02
600327.SH	大厦股份	20.37	0.78
600415.SH	小商品城	24.30	0.33
600628.SH	新世界	25.34	2.12
600631.SH	百联股份	14.93	1.16
600655.SH	豫园商城	21.58	0.98
600682.SH	南京新百	22.22	0.31
600683.SH	京投银泰	14.84	0.39
600693.SH	东百集团	22.22	0.72
600694.SH	大商股份	31.82	0.37
600697.SH	欧亚集团	25.36	0.83
600712.SH	南宁百货	63.23	-1.14
600723.SH	西单商场	80.27	3.51

600729.SH	重庆百货	33.25	1.50
600738.SH	兰州民百	37.05	1.07
600774.SH	汉商集团	74.19	0.36
600778.SH	友好集团	26.46	0.96
600785.SH	新华百货	20.01	0.87
600814.SH	杭州解百	25.27	1.15
600828.SH	成商集团	24.23	0.39
600858.SH	银座股份	22.61	0.45
600859.SH	王府井	27.47	1.01
600865.SH	百大集团	47.53	2.90
002277.SZ	友阿股份	26.22	0.77
002419.SZ	天虹商场	27.59	0.85
	平均	30.15	1.12

资料来源：Wind、光大证券研究所

图表 33：徐家汇商城 EPS 预测拆分

2006-2013 年徐家汇商城 EPS 拆分（2011 年 2 月 19 日更新）

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
百货	0.36	0.41	0.39	0.38	0.43	0.57	0.62	0.68
汇金徐汇店	0.17	0.17	0.18	0.19	0.21	0.33	0.36	0.39
六百店	0.15	0.19	0.16	0.13	0.14	0.15	0.15	0.16
汇联店	0.05	0.05	0.05	0.06	0.05	0.06	0.06	0.06
汇金虹桥店	0.00	0.00	0.00	0.01	0.03	0.04	0.05	0.06
新增门店	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
超市	0.02	0.02	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
其他公司业务	0.03	0.03	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
其他投资收益	-0.03	0.05	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	0.38	0.51	0.42	0.43	0.47	0.61	0.66	0.72
	2011E	估值	公司价值					
百货								
汇金徐汇店	0.33	25	8.25					
六百店	0.15	25	3.75					
汇联店	0.06	25	1.50					
汇金虹桥店	0.04	25	1.00					
超市	0.02	25	0.50					
其他公司业务	0.02	20	0.40					
其他投资收益	0.00	1						
合计	0.61		15.40					

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

风险因素

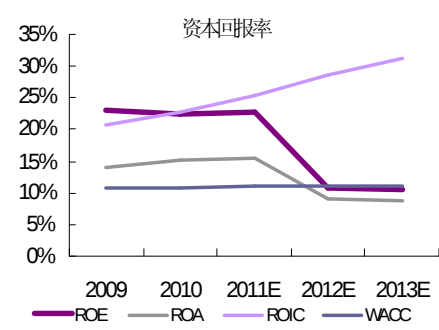
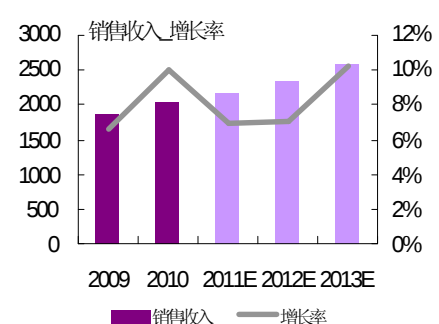
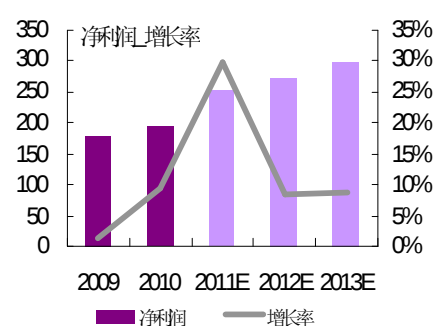
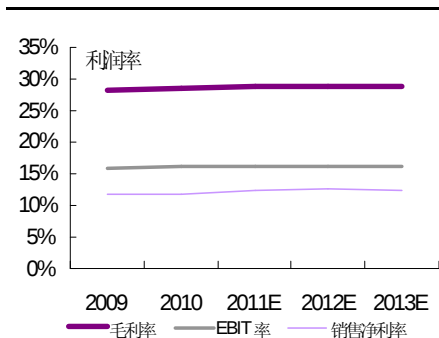
行业风险:

宏观经济增长低于预期,导致居民消费支出下降,将对百货行业整体有较大影响。

公司风险:

- 1) 公司存在人才储备能否适应扩张需求及新引进人才能否尽快适应企业文化的风险。
- 2) 超市扩张选择租赁方式,可能面临未来超市门店到期不能续租的风险。
- 3) 徐家汇、虹桥商圈市政建设及地铁建设可能导致商圈人流量下降,从而影响公司营业收入增长。
- 4) 汇金虹桥店所处的虹桥商圈未来的商圈影响力仍具有不确定性,将直接影响虹桥店的盈利能力。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,859	2,045	2,188	2,340	2,579
营业成本	1,331	1,461	1,558	1,666	1,836
折旧和摊销	37	39	80	82	84
营业税费	21	21	23	25	27
销售费用	70	75	82	89	101
管理费用	140	155	168	180	197
财务费用	20	18	-5	-10	-5
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	5	1	1	1	1
营业利润	280	315	363	392	424
利润总额	289	318	363	392	424
少数股东损益	41	44	20	20	20
归属母公司净利润	177.69	194.22	252.11	273.69	298.06

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,550	1,571	1,771	3,233	3,592
流动资产	297	350	581	2,074	2,437
货币资金	239	285	510	1,999	2,354
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	15	18	19	21	23
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	15	13	15	16	18
存货	24	29	30	32	35
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	33	30	30	30	30
固定资产	702	683	666	647	651
无形资产	468	456	433	412	391
总负债	652	575	503	551	592
无息负债	483	466	503	551	592
有息负债	169	109	0	0	0
股东权益	898	996	1,268	2,682	3,000
股本	346	346	346	416	416
公积金	82	99	124	1,201	1,231
未分配利润	344	419	646	892	1,160
少数股东权益	126	133	153	173	193

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	250	302	375	405	424
净利润	178	194	252	274	298
折旧摊销	37	39	80	82	84
净营运资金增加	1	54	-10	-17	7
其他	34	15	52	66	35
投资活动产生现金流	-1	-47	-49	-49	-79
净资本支出	29	53	50	50	80
长期投资变化	33	30	0	0	0
其他资产变化	-63	-130	-99	-99	-159
融资活动现金流	-184	-208	-101	1,133	10
股本变化	0	0	0	70	0
债务净变化	-35	-60	-109	0	0
无息负债变化	2	-18	37	48	41
净现金流	65	46	225	1,488	355

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	6.61%	10.01%	6.98%	6.99%	10.19%
净利润增长率	1.22%	9.30%	29.81%	8.56%	8.91%
EBITDA 增长率	-4.03%	12.01%	17.58%	5.87%	8.53%
EBIT 增长率	-3.75%	12.65%	7.27%	6.82%	9.78%
估值指标					
PE	31	28	22	24	22
PB	7	6	5	3	2
EV/EBITDA	18	16	13	12	10
EV/EBIT	20	18	16	14	12
EV/NOPLAT	27	24	21	19	16
EV/Sales	3	3	3	2	2
EV/IC	6	5	5	5	5
盈利能力 (%)					
毛利率	28.37%	28.55%	28.80%	28.82%	28.81%
EBITDA 率	17.85%	18.17%	19.97%	19.76%	19.47%
EBIT 率	15.87%	16.25%	16.30%	16.27%	16.21%
税前净利润率	15.55%	15.58%	16.59%	16.73%	16.44%
税后净利润率 (归属母公司)	9.56%	9.50%	11.53%	11.69%	11.56%
ROA	14.09%	15.19%	15.36%	9.09%	8.86%
ROE (归属母公司) (摊薄)	23.00%	22.51%	22.61%	10.91%	10.62%
经营性 ROIC	20.75%	22.70%	25.32%	28.44%	31.27%
偿债能力					
流动比率	0.50	0.68	1.31	4.25	4.65
速动比率	45.90%	62.39%	124.47%	418.87%	458.64%
归属母公司权益/有息债务	4.57	7.92	-	-	-
有形资产/有息债务	6.10	9.75	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS (基本)	0.51	0.56	0.73	0.66	0.72
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.72	0.87	1.08	0.97	1.02
每股自由现金流(FCFF)	0.67	0.52	0.89	0.80	0.75
每股净资产	2.23	2.50	3.23	6.03	6.75
每股销售收入	5.38	5.91	6.33	5.63	6.20

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

唐佳睿, CFA CAIA FRM, 德国波恩大学国民经济学硕士(Dipl.-Vw.), 同济大学高分子材料与工程系工学学士, 精通英日德三国语言。2010年5月加盟光大证券研究所, 现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

实习生梁江泽, 天津大学数学系理学学士, 悉尼大学金融学与会计学双硕士, CFA 三级候选人

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、竞争性因素以及光大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。

行业及公司评级体系

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%至 15%;
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。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，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。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。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。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也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。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。