

公司研究

内生增长与外延扩张共促业绩增长

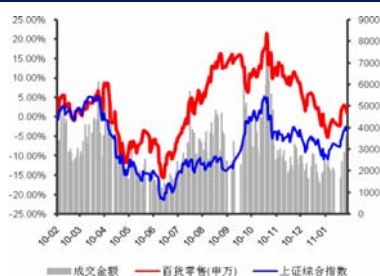
商业零售

2011年2月22日

投资建议：申购

——徐家汇（002561.SZ）新股报告

所在行业近52周走势



发行相关数据:

发行数量: 7000 万股
网上发行数量: 5600 万股
网上申购简称: 徐家汇
网上申购代码: 002561
网上发行价格: 16 元

报告作者:

国联证券研究所商业零售小组
组长: 朱乐婷
执业证书编号: S0590210040005

联系人:

梁海
电话: 0510-82833337
Email: liangh@glsc.com.cn
沈燕
电话: 0510-82832380
Email: shenyan@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响, 特此申明。

摘要:

- **优质商圈翘楚, 广泛管理层持股更利于公司长期发展。**公司以百货经营为主, 旗下三家主力门店汇金徐汇店、上海六百、汇联商厦均位于上海的徐家汇商圈, 具有较好的地理优势和先发优势, 目前已占据该商圈百货零售业 42% 的份额。公司是国有绝对控股, 但中高层干部和业务骨干广泛的持股使得公司对人才的激励比较充分, 有利于公司未来的业绩发展。
- **内生增长与外延增长共为业绩增长“添砖加瓦”。**09 年以前公司的业绩增长一直依靠门店的内生性增长, 由于门店所处的商圈较为成熟且门店经过多年的经营, 业绩的内生增长显得比较平稳。08 年底开业的汇金虹桥店成为近年来公司外延扩张的重要一步, 凭借公司丰富的经营管理经验和所处商圈的快速发展, 汇金虹桥店开业第一年便实现盈利, 第二年利润增长达 175.7%。较强的盈利能力使得汇金虹桥店有望成为公司未来业绩的重要增长点。
- **收购汇金徐汇店 27.5% 的股权有利于迅速增厚业绩。**汇金徐汇店一直以来是公司业绩的主要支撑门店, 具有较强的盈利能力, 在经济危机的影响下收入和利润仍然呈现稳定增长的态势。10 年收入和利润的占比分别达 44% 和 51%, 收购该门店能迅速增厚公司的业绩, 并能更好地对门店进行经营管理, 更有助于公司以“汇金百货”的品牌发展连锁百货。
- **建议申购。**公司作为上海市的老牌零售企业, 与上百本地的百货企业和一些在核心商圈拥有较多自有物业的百货企业具有可比性, 如杭州解百、欧亚集团、新世界、合肥百货等。这几家公司 2011 年的市盈率水平在 26 倍左右, 百货零售行业 2011 年的估值中枢在 25 倍左右。公司 2011-2013 年的每股收益为 0.60 元、0.66 元、0.72 元, 本次发行价格是 16.00 元, 对应发行市盈率在 26.6 倍左右, 考虑到公司在上海黄金商圈的核心地段拥有的自有物业具有较高重估价值, 以及新股发行可能存在溢价等因素, 公司的估值水平比较合理, 建议投资者申购。

目录

1、公司简介	4
1.1 专注于百货经营，促公司成为优质商圈的翘楚	4
1.2 广泛的中高层干部持股利于公司长远发展	4
2、稳踞黄金商圈、抢占新兴潜力商圈	5
2.1 强大的商业基础，促上海成商家必争之地	5
2.2 稳踞黄金商圈，保证业绩稳健增长	7
2.3 抢占新兴商圈，让发展动力十足	8
3、财务分析	10
3.1 汇金虹桥店为稳健的业绩增长提供新的动力	10
3.2 偿债能力较强且稳步提升	12
4、募投项目利于公司业绩增厚及主业长远发展	12
4.1 收购汇金百货徐汇店 27.5%的股权将迅速增厚公司业绩	12
4.2 建设汇金百货虹桥店将带来业绩的外延增长	13
5、盈利预测	13
6、估值	14
7、风险提示	15

图表目录

图表 1: 公司的门店情况.....	4
图表 2: 公司的股东持股情况及控股参股公司	5
图表 3: 上海GDP及在全国占比情况.....	5
图表 4: 上海社零总额及在全国占比情况.....	5
图表 5: 上海城镇居民人均可支配收入远超全国平均水平	6
图表 6: 上海农村居民人均纯收入远超全国平均水平	6
图表 7: 上海主要商圈情况	6
图表 8: 三家百货门店的品牌层次定位不同.....	7
图表 9: 三家百货门店品类结构差异较大.....	7
图表 10: 三家百货门店近年来的收入占比情况.....	7
图表 11: 三家百货门店近年来的利润占比情况.....	7
图表 12: 三家百货门店的收入保持平稳增长.....	8
图表 13: 三家百货门店的利润情况.....	8
图表 14: 三家百货门店的毛利率情况.....	8
图表 15: 三家百货门店的净利率情况.....	8
图表 16: 上海主要商圈情况	9
图表 17: 汇金虹桥以中高档品牌为主.....	10
图表 18: 汇金虹桥的服装配饰占比较大.....	10
图表 19: 公司的收入保持平稳增长.....	10
图表 20: 公司的利润增速较快	10
图表 21: 公司近年的毛利率保持稳定.....	11
图表 22: 公司毛利率在行业内处于中上水平.....	11
图表 23: 公司的期间费用控制较好.....	11
图表 24: 公司期间费用率低于行业平均水平.....	11
图表 25: 公司的偿债能力稳步上升.....	12
图表 26: 公司偿债能力处于行业正常水平.....	12
图表 27: 公司募投项目情况.....	12
图表 28: 公司盈利预测	13
图表 29: 可比公司估值情况	14

1、公司简介

历史悠久的百货经营沉淀出众口皆碑的品牌。公司前身为始建于1952年的上海市第六百货商店，具有悠久的百货经营历史。目前拥有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新兴商业中心虹桥商圈的汇金百货虹桥店四家百货店，以及分布于上海市区的五家汇金超市。公司百货店覆盖了高、中档及大众群体的各个消费需求层次，已形成“汇金百货”、“上海六百”、“汇联商厦”三大知名百货品牌。公司注重信誉和服务质量的经营理念也获得了社会的认可，近年来公司陆续被评为“守合同重信用企业”、“AAA级合同信用等级”、“上海市文明单位”等。

图表 1： 公司的门店情况

门店名称	开业时间	商圈	建筑面积(m ²)	经营面积(m ²)	物业	市场定位
汇金徐汇	1998	徐家汇	54372	30222	自有	中高档时尚百货
上海六百	1993	徐家汇	13077	9740	自有	大众流行的中档白灰
汇联商厦	1991	徐家汇	11234	6500	自有	工薪实惠
汇金虹桥	2008	虹桥	40483	19494	自有	中高档时尚百货
汇金超市						
衡山店	1998.11			1677	自有	位于汇金徐汇店内
凌云店	2001.12			919	租赁	单体门店
芷江店	2002.12			1200	租赁	单体门店
莲花店	2003.01			3792	租赁	单体门店
天山店	2008.12			1876	自有	位于汇金虹桥店内

数据来源：国联证券研究所 招股说明书

1.1 专注于百货经营，促公司成为优质商圈的翘楚

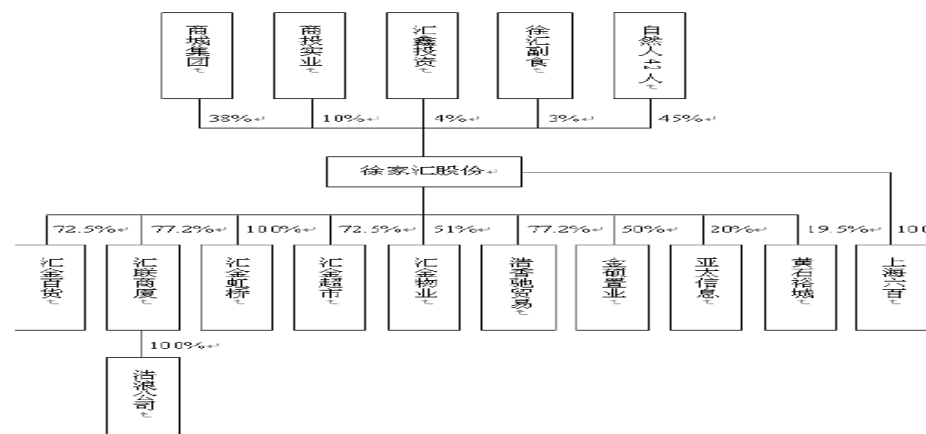
公司的门店经过多年的发展，已在所属商圈取得了稳定的龙头地位。其主力门店汇金徐汇店、上海六百2009年销售规模分别达9.6亿元和5.1亿元，占据上海百货单店销售额排名第6位和第13位。据统计2009年度，公司的汇金徐汇店、上海六百、汇联商厦三家百货店合计在徐家汇商圈百货零售业的市场占有率达到42.01%。公司旗下的四家百货门店和两家超市属于自有物业，建筑面积达12万平方米，经营面积达7万平方米，较高的自有物业占比不仅减少了公司的经营成本，也牢固占据了优质商圈的核心位置，提升了公司的竞争力。

1.2 广泛的中高层干部持股利于公司长远发展

公司的控股股东和实际控制人是商城集团，拥有公司38%的股权。商投实

业和汇鑫投资分别持有 10%和 4%，这三家国有股东持股合计 52%，所以公司属于绝对的国有控股。另外公司的经营团队持股面较广泛，其高层干部 8 人持股，占高层人数比重 14%；中层干部 15 人持股，占中层干部比重 9.4%。以汇联商厦为例，公司持有 77.2%的股权，其余的部分由汇联商厦的主要经营者和业务骨干持有。

图表 2： 公司的股东持股情况及控股参股公司



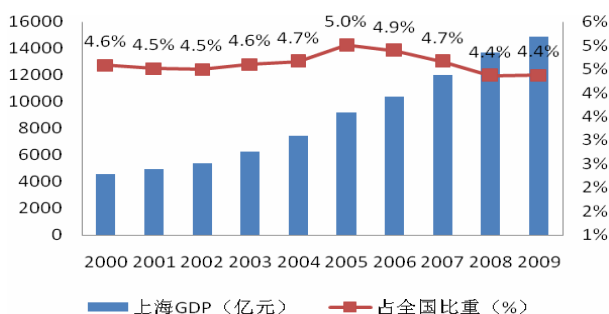
数据来源：国联证券研究所 招股说明书

2、稳踞黄金商圈、抢占新兴潜力商圈

2.1 强大的商业基础，促上海成商家必争之地

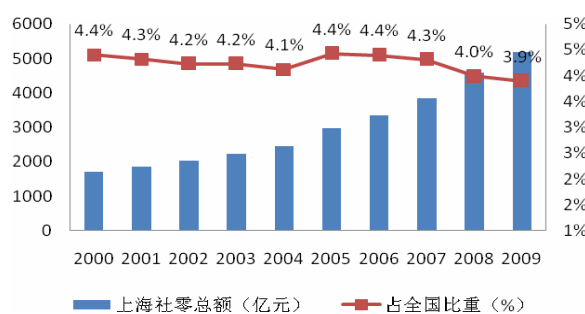
上海是我国的经济金融中心，具有较高的收入水平和较强的消费能力，一直以来都是商业发展的黄金地：上海的土地面积占全国的 0.06%，人口占全国的 1%，但历年来 GDP 占全国的占比一直在 4.4%-5%左右。社会消费品零售总额一直以来也维持在全国总量的 4%以上，2009 年上海的社零总额位居全国第二位，仅次于北京。

图表 3： 上海 GDP 及在全国占比情况



数据来源：国联证券研究所 国家统计局

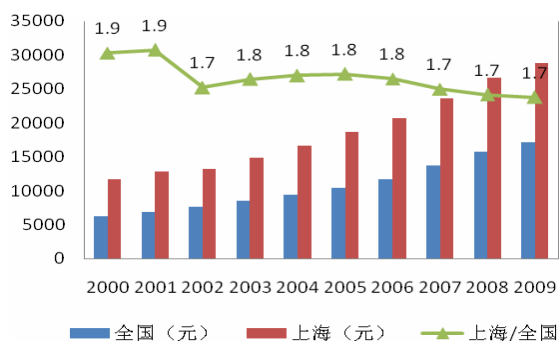
图表 4： 上海社零总额及在全国占比情况



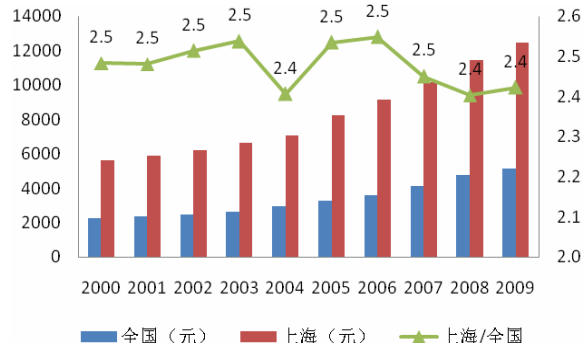
数据来源：国联证券研究所 国家统计局

从反应居民消费能力的城镇人均可支配收入和农村人均纯收入来看，上海远远领先于全国平均水平，其城镇人均可支配收入和农村人均纯收入分别在全国的 1.7 倍和 2.4 倍左右。反应了上海强大的消费基础和消费能力。随着上海市轨道交通不断延伸以及市区范围的不断扩大，上海周边村镇的消费潜力也将逐步释放。

图表 5: 上海城镇居民人均可支配收入远超全国平均水平



图表 6: 上海农村居民人均纯收入远超全国平均水平



数据来源：国联证券研究所 国家统计局

数据来源：国联证券研究所 国家统计局

繁华商圈众多，新兴商圈发展迅猛。上海发达的经济水平和居民较高的消费能力都为上海的商业发展创造了得天独厚的条件。近年来国家大都会的定位更使得上海成为国内外大型零售企业的必争之地。目前上海拥有南京路商圈、徐家汇商圈、淮海路商圈、陆家嘴商圈和虹桥商圈等几大主流商圈，其中徐家汇和陆家嘴商圈近年来发展非常迅猛，而虹桥商圈也是重点打造的新兴市级商业中心，未来发展潜力巨大。

图表 7: 上海主要商圈情况

主要商圈	特点	主要百货门店及购物中心
南京路	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、百联世茂广场、上海置地广场商厦、梅龙镇广场、恒隆广场、中信泰富广场等
徐家汇	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	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	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	随着虹桥区域大量高收入人群的聚集而近年来新崛起的西部商业中心，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

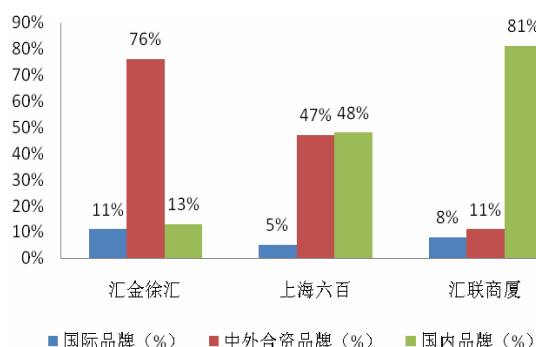
数据来源：国联证券研究所 招股说明书

2.2 稳踞黄金商圈，保证业绩稳健增长

徐家汇商圈是上海近年来发展较快的商业中心，占地约 2.2 平方公里，大小的商业网点超过 1000 家，商业面积超过 70 万平方米，并拥有地铁 1、9 号线等便利的交通设施。据统计，在 07 年的时候徐家汇商圈的日均人流量已达 70 万人次，节假日期间超过 100 万人次，2010 年商品销售额超过 500 亿元，年均增速在 15%。

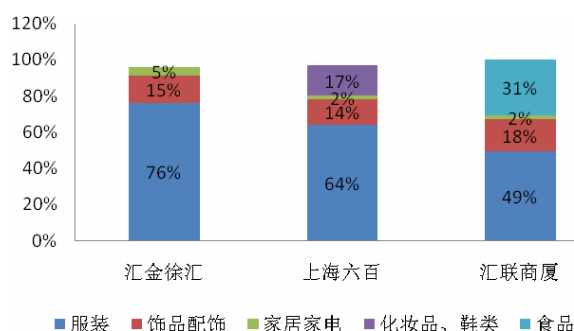
目前公司旗下的三家主力百货汇金徐汇店、上海六百、汇联商厦全都位于徐家汇商圈。通过错位经营，定位于不同的消费群体，三家门店间基本不形成竞争关系。凭借准确且差异化的市场定位、较好的经营管理能力，2009 年这三家百货店合计占据该商圈百货零售业约 40% 的市场份额。

图表 8：三家百货门店的品牌层次定位不同



数据来源：国联证券研究所 招股说明书

图表 9：三家百货门店品类结构差异较大



数据来源：国联证券研究所 招股说明书

从近年的收入和净利润占比情况来看，这三家门店成为公司业绩绝对的支柱，近三年三家百货门店的收入占比在 78% 以上，利润占比在 86% 以上。三家门店收入和利润占比呈逐年下降趋势，这主要是因为 09 年开始贡献收入和利润的汇金虹桥店体量较大，收入利润增速较快导致。

图表 10：三家百货门店近年来的收入占比情况

	2008	2009	2010
汇金徐汇	48.58%	43.84%	43.96%
上海六百	27.15%	24.22%	23.36%
汇联商厦	12.08%	11%	10.24%
汇金虹桥		10.12%	11.27%
前三家门店合计	87.81%	79.06%	77.56%

数据来源：国联证券研究所 招股说明书

图表 11：三家百货门店近年来的利润占比情况

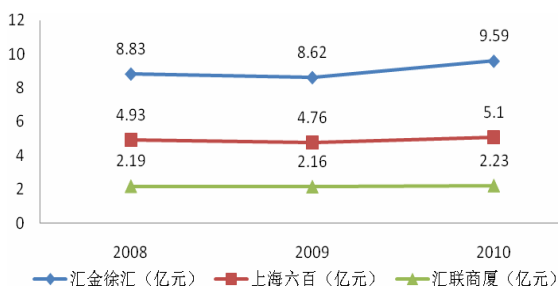
	2008	2009	2010
汇金徐汇	47.79%	50.39%	51.44%
上海六百	29.99%	25.74%	24.46%
汇联商厦	13.69%	14.20%	12.01%
汇金虹桥		1.87%	4.83%
前三家门店合计	91.47%	90.33%	87.91%

数据来源：国联证券研究所 招股说明书

从收入来看，三家门店的收入都在 09 年略微下降后呈现反弹趋势，这主要

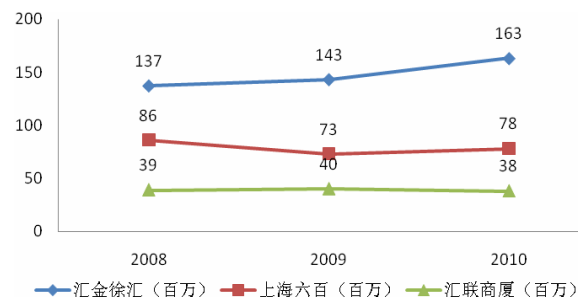
是因为 09 年受宏观环境影响较明显，而利润和利润率的表现则因为定位不同呈现一定的差异：汇金徐汇店的利润和净利率呈明显上升趋势；而上海六百的利润变动较大，且利润率逐年下降；汇联商厦利润和利润率则较稳定。这主要是因为汇金徐汇店定位中高档时尚百货，国际品牌和合资品牌占比较高虽导致扣点率较低，但是在经济危机中受打折促销等影响较少，且门店的期间费用控制较好。而上海六百由于定位大众流行，受打折促销影响明显，所以毛利率和净利率下降明显。汇联商厦由于一直走低价亲民路线，且食品的比重较大，所以受宏观经济环境和打折促销影响较少。

图表 12：三家百货门店的收入保持平稳增长



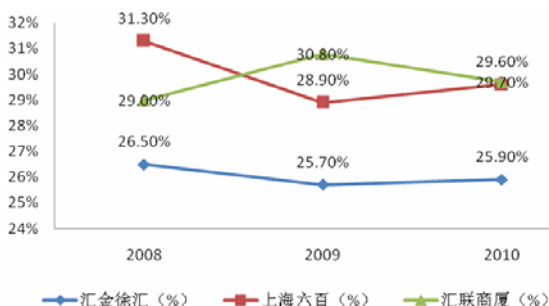
数据来源：国联证券研究所 招股说明书

图表 13：三家百货门店的利润情况



数据来源：国联证券研究所 招股说明书

图表 14：三家百货门店的毛利率情况



数据来源：国联证券研究所 招股说明书

图表 15：三家百货门店的净利率情况



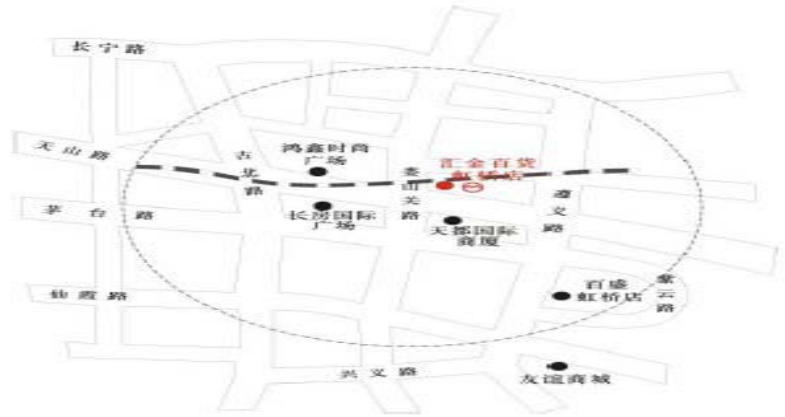
数据来源：国联证券研究所 招股说明书

2.3 抢占新兴商圈，让发展动力十足

虹桥商圈位于上海市西部长宁区，商圈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。根据规划，娄山关路为现代商业、文化娱乐发展轴线，遵义路为精品商业、商务发展轴线，天山路为现代商业、文化娱乐发展轴线，仙霞路为商务、酒店发展轴线。长宁区将该商圈定位为辐射长三角、引领时尚、吸引高端商务客源，满足中高端客

源多元化消费的国际化商圈。虹桥商圈近年来由于高消费人群的聚集，有望崛起成为上海西部重要的商业中心。公司在 08 年底以汇金百货的品牌战略性地进入该商圈，第一年便实现了盈利。

图表 16: 上海主要商圈情况



数据来源：国联证券研究所 招股说明书

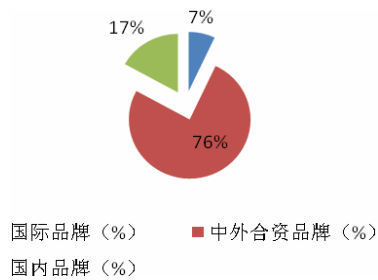
不断成熟的商业氛围和优质的客源是未来业绩增长的保障。该商圈目前已拥有友谊商城、虹桥百盛等大型商厦，随着汇金百货虹桥店、长房国际、鸿鑫时尚广场、天都国际商厦等新一批商业项目的陆续开业，虹桥商圈的市场容量、辐射能力将得到进一步增强。

虹桥商圈辐射 5 公里范围内常住人口约 132 万，具有相当大的市场潜力。虹桥商圈辐射 1 公里范围内有办公楼 29 座、3 公里范围内有办公楼 89 座、5 公里范围内有办公楼 106 座，其中，5A 智能级办公楼占 1/2 左右。项目所在地连通的地铁二号线是居民出行以及商务客源进入商务办公区的主要交通站点。这将使汇金百货虹桥店具有良好的商业环境和充沛的优质客源。

利用已有的商业资源，复制汇金徐汇的成功经验，汇金虹桥业绩有望快速增长。汇金虹桥是公司以“汇金百货”打造的第一家连锁店，定位与徐汇店一致，面向中高端消费者。公司在管理方面将采取统一品牌、统一招商、统一采购的模式，因此能在采购、信息、营销、物流等方面实现资源共享，发挥连锁经营的规模优势降低成本。

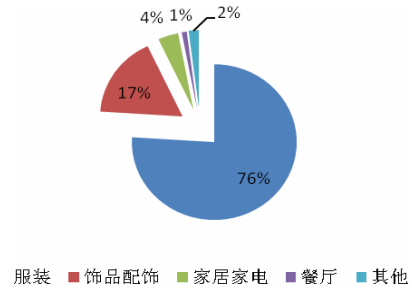
汇金虹桥店为自有物业，建筑面积 4 万多平米，经营面积近 2 万平米，分地下三层和地上六层，其中 B2-B3 为地下车库和汇金超市、B1 为苏宁精品、1-5 层为各类服饰、6 层为餐饮区域和电影院。2009 年目前经营的商品品牌 500 多个，其中绝大部分是中高档的外资、合资品牌。根据公司规模，未来店内的高档品牌随着商圈的成熟还将进一步提升。

图表 17: 汇金虹桥以中高档品牌为主



数据来源: 国联证券研究所 招股说明书

图表 18: 汇金虹桥的服装配饰占比较大



数据来源: 国联证券研究所 招股说明书

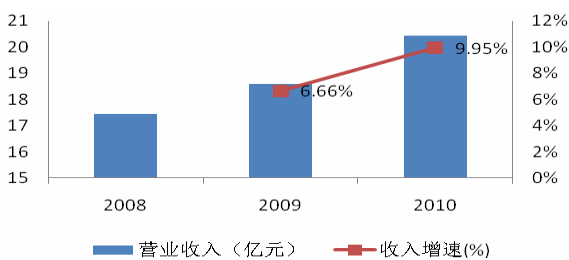
汇金虹桥 2009-2010 年实现营业收入分别为 1.99 亿元和 2.46 亿元, 实现利润 415 万和 1144 万元, 增速分别达 23.6%、175.7%。预计随着商圈的不断成熟以及品牌定位的升级, 公司的收入和利润将保持快速增长。

3、财务分析

3.1 汇金虹桥店为稳健的业绩增长提供新的动力

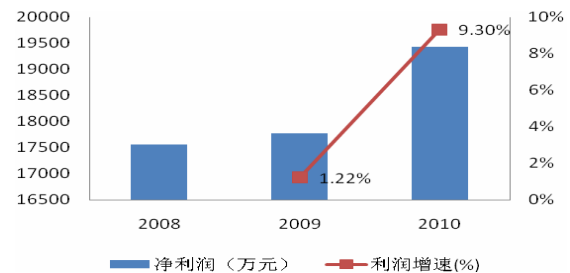
汇金虹桥店成为公司收入和利润的增长点。2008-2010 年公司实现营业收入 17.43 亿元、18.59 亿元和 20.44 亿元, 同比增长 6.66%和 9.95%; 实现净利润 1.76 亿元、1.78 亿元、1.94 亿元, 同比增长 1.22%和 9.3%。

图表 19: 公司的收入保持平稳增长



数据来源: 国联证券研究所 WIND

图表 20: 公司的利润增速较快



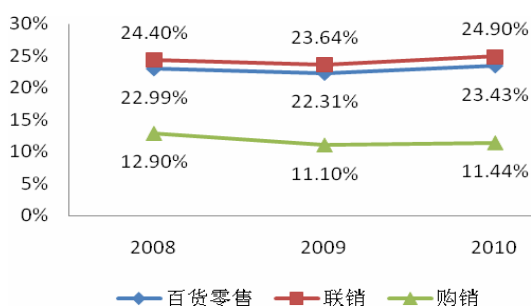
数据来源: 国联证券研究所 WIND

由于在 08 年以前公司的业绩完全依靠门店的内生性增长, 所以增速较低。2008 年底开业的汇金虹桥店具有较强的盈利能力, 开业第一年便实现盈利, 第二年的收入和利润增速达 23.62%和 175.67%。汇金虹桥店由于体量较大已经成为公司不可忽略的收入利润来源, 2009-2010 年收入占比达 10.12%和 11.27%, 利润占比达 1.87%和 4.83%, 从而提升了公司整体的收入和利润增速。预计随着虹桥商圈的不断发展以及门店的逐步成熟, 汇金虹桥店将成为公司重要的业绩

增长点。

优质商圈与准确的差异化定位有助于毛利率水平的提升。2008-2010 年公司的百货零售毛利率为 22.99%、22.31%、23.43%，基本维持稳定。09 年各类毛利率都出现了一定程度的下降，这主要是受经济危机的影响打折促销等活动较多导致。公司的毛利率在行业内处于中上水平，这与公司所处商圈强大的消费能力，以及公司旗下主力门店“错位竞争、结伴经营”的策略有关。公司近三年的综合毛利率分别为 28.99%、28.37%、28.55%，预计随着汇金虹桥的不断成熟，公司品牌优势和规模效应的逐步显现，公司的毛利率将得到进一步提升。

图表 21: 公司近年的毛利率保持稳定



数据来源：国联证券研究所 招股说明书

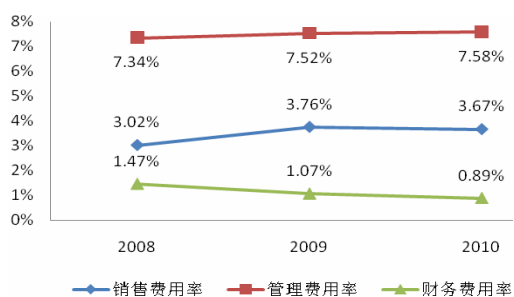
图表 22: 公司毛利率在行业内处于中上水平

公司	2009 年度
徐家汇股份	22.31%
鄂武商 A	20.16%
南宁百货	16.83%
合肥百货	16.51%
重庆百货	15.86%
王府井	18.67%
东百集团	21.55%
新世界	28.60%
百联股份	26.19%
广州友谊	22.62%
西单商场	22.32%

数据来源：国联证券研究所 招股说明书

2008-2010 年公司的期间费用率为 11.83%、12.35%、12.14%，09 年的期间费用率上升比较明显，这主要是受宏观经济环境影响，公司加大了打折促销的力度导致费用上升较多，另外新开的汇金虹桥店也带来了费用的增长。公司的财务费用呈现逐年下降的趋势，这主要是因为公司在 08 年修建汇金虹桥店使得利息费用增加较多，财务费用从 07 年的 644 万猛增至 08 年的 2566 万元，09-10 年略有下降，分别为 1994 万、1810 万元，预计募投资金到位后公司的财务费用压力将得到缓解。

图表 23: 公司的期间费用控制较好



数据来源：国联证券研究所 招股说明书

图表 24: 公司期间费用率低于行业平均水平

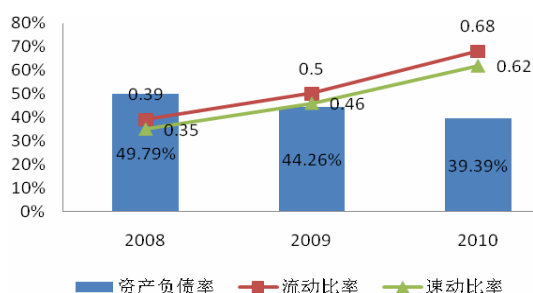
2009		2009	
西单商场	19.24%	王府井	13.19%
鄂武商 A	14.54%	东百集团	12.84%
南宁百货	13.45%	新世界	18.36%
合肥百货	9.82%	百联股份	19.67%
重庆百货	12.91%	广州友谊	8.79%
徐家汇	12.35%	行业平均	14.11%

数据来源：国联证券研究所 WIND

3.2 偿债能力较强且稳步提升

近三年来，公司的流动比率和速动比率保持稳步上升，由于公司以联营为主几乎没有存货，所以流动比率与速动比率低于 1 是正常情况。另外公司近三年的利息保障倍数为 15.5 倍、29.85 倍、44.7 倍，表明公司的利润水平能够保障公司的利息支出，保持公司的信用等级，具有较强的偿债能力。

图表 25: 公司的偿债能力稳步上升



数据来源：国联证券研究所 招股说明书

图表 26: 公司偿债能力处于行业正常水平

上市公司	流动比率	速动比率	资产负债率 (母公司)
王府井	0.69	0.61	56.51%
广州友谊	2.07	1.94	42.44%
重庆百货	0.79	0.43	65.92%
鄂武商 A	0.55	0.44	65.86%
合肥百货	1.00	0.81	46.44%
百联股份	0.19	0.17	49.03%
新世界	0.26	0.21	52.98%
东百集团	0.56	0.54	52.72%
南宁百货	0.63	0.52	69.46%
西单商场	1.08	0.73	26.44%
平均	0.78	0.64	52.78%

数据来源：国联证券研究所 招股说明书

4、募投项目利于公司业绩增厚及主业长远发展

我们认为从公司募投项目来看，“汇金百货”品牌或成公司未来重点打造的百货品牌。从近几年的情况来看，汇金徐汇店是公司的重要业绩支撑门店，占收入和利润的比重分别为 44%、51%。而新开的虹桥店也表现出了较强的盈利能力，依托不断成熟的优质商圈，未来的增长潜力也非常值得期待。可以预见，汇金百货将成公司现在和未来业绩的强有力保障。

图表 27: 公司募投项目情况

序号	项目名称	项目计划 总投资	其中募集 资金投资
1	建设汇金百货虹桥店项目	73,642	41,642
2	收购汇金百货 27.5%的股权	49,000	49,000
合计		122,642	90,642

数据来源：国联证券研究所 招股说明书

4.1 收购汇金百货徐汇店 27.5%的股权将迅速增厚公司业绩

公司目前持有汇金徐汇店 72.5%的股权，鉴于汇金徐汇店较强的盈利能力和对公司收入、利润的重要贡献地位，收购剩余 27.5%的股权有利于公司对该

营业收入（万元）	19889	24578	29985.16	36282.04	43538.45
同比增长（%）		23.58%	22.00%	21.00%	20.00%
毛利（万元）		6756	8266.909	10013.84	12038.38
毛利率（%）		27.49%	27.57%	27.60%	27.65%
汇金超市					
营业收入（万元）	19429	19337	22456	22680.56	23360.98
同比增长（%）	-4.24%	-0.47%	16.13%	1.00%	3.00%
毛利（万元）	3654	3380	3805	3844.355	3964.358
毛利率（%）	18.81%	17.48%	16.94%	16.95%	16.97%
其他公司					
营业收入（万元）	2724	1934	1924	1950	1950
同比增长（%）		-29.00%	-0.52%	1.35%	0.00%
毛利（万元）	1753	6779	1264	1267.5	1267.5
毛利率（%）	64.35%	350.52%	65.70%	65.00%	65.00%
营业收入小计（万元）	181674	196584	218143	233507.6	252051.8
合并抵消	-7333	-10714	-13671	-15294.7	-16333
营业收入总计（万元）	174341	185870	204472	218212.9	235718.8
同比增长（%）		6.61%	10.01%	6.72%	8.02%
毛利	48788	45948	57107	63224.8	68317.31
综合毛利率	28.99%	28.37%	28.55%	28.97%	28.98%

数据来源：国联证券研究所

6、估值

公司旗下拥有 4 家百货门店和 5 家超市门店，其中自有物业建筑面积达 12 万平米，且这些自有物业均位于上海的核心商圈，具有较高的重估价值。公司的主力门店在优质商圈占有较高的市场份额，其业绩有望保持稳健的增长。而公司新进入的汇金虹桥店由于商圈发展较快及公司较强的经营管理能力，有望实现业绩的快速增长，成为公司重要的业绩增长点。

图表 29：可比公司估值情况

证券代码	公司简称	最新价	EPS			PE		
		2011-2-21	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
600814.SH	杭州解百	8.28	0.27	0.32	0.42	31	25.9	19.7
600628.SH	新世界	12.59	0.43	0.48	0.57	29.3	26.2	22
600628.SH	欧亚集团	26.45	0.79	1.03	1.29	33.5	25.7	21
000417.SZ	合肥百货	17.51	0.55	0.67	0.85	32	26.1	21
		算术平均				31.5	26.0	20.9

数据来源：国联证券研究所 WIND

公司作为上海老牌百货零售商，与上海本地百货企业以及一些在核心商圈拥有较多自有物业的百货公司可比性较高，如杭州解百、欧亚集团、新世界、合肥百货等，这几家公司 2011 年的市盈率水平在 26 倍左右，百货行业 2011 年的

估值中枢在 25 倍左右，公司 2011-2013 年的每股收益为 0.60 元、0.66 元、0.72 元，本次发行价格是 16.00 元，对应发行市盈率在 26.6 倍左右，考虑到公司在上海黄金商圈的核心地段拥有的自有物业具有较高重估价值，以及新股发行可能存在溢价等因素，公司的估值水平比较合理，建议投资者申购。

7、风险提示

- 1、上海商业零售环境日益激烈，已有竞争对手的不断壮大和新近的竞争对手对市场的抢占可能导致公司市场占有率下降。
- 2、虹桥商圈的培育时间以及质量将对公司业绩形成直接影响。
- 3、我们的盈利预测假设公司未来三年不存在外延扩张情况，如果未来三年内公司进行门店扩展，则会对收入和利润的预测产生影响。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	285	1549	2019	2436	营业收入	2045	2197	2369	2558
应收款项	31	24	26	28	营业成本	1461	1560	1682	1815
存货净额	29	25	27	29	营业税金及附加	21	22	24	26
其他流动资产	6	4	5	5	销售费用	75	81	87	94
流动资产合计	350	1602	2076	2498	管理费用	155	172	181	191
固定资产	683	624	565	504	财务费用	18	(1)	(4)	(3)
无形资产及其他	456	438	420	401	投资收益	1	1	1	1
投资性房地产	51	51	51	51	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	30	30	30	30	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1571	2746	3142	3485	营业利润	315	364	400	436
短期借款及交易性金融负债	109	0	90	100	营业外净收支	3	4	3	3
应付款项	254	265	287	310	利润总额	318	367	403	439
其他流动负债	152	157	170	183	所得税费用	80	92	101	110
流动负债合计	515	423	547	594	少数股东损益	44	28	28	30
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	194	247	275	299
其他长期负债	59	59	59	59					
长期负债合计	59	59	59	59	现金流量表 (百万元)				
负债合计	575	482	606	653		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	133	158	183	211	净利润	194	247	275	299
股东权益	863	2106	2353	2622	资产减值准备	(2)	0	0	0
负债和股东权益总计	1571	2746	3142	3485	折旧摊销	39	87	88	89
					公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	18	(1)	(4)	(3)
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	营运资本变动	(27)	28	30	32
每股收益	0.47	0.60	0.66	0.72	其它	12	25	25	27
每股红利	0.36	0.06	0.07	0.07	经营活动现金流	217	388	417	447
每股净资产	2.08	5.06	5.66	6.31	资本开支	(6)	(10)	(10)	(10)
ROIC	24%	28%	33%	39%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	23%	12%	12%	11%	投资活动现金流	(3)	(10)	(10)	(10)
毛利率	29%	29%	29%	29%	权益性融资	0	1020	0	0
EBIT Margin	16%	16%	17%	17%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	20%	20%	20%	支付股利、利息	(148)	(25)	(27)	(30)
收入增长	10%	7%	8%	8%	其它融资现金流	129	(109)	90	10
净利润增长率	9%	27%	11%	9%	融资活动现金流	(167)	886	63	(20)
资产负债率	45%	23%	25%	25%	现金净变动	46	1264	470	417
息率	2.2%	0.4%	0.4%	0.4%	货币资金的期初余额	239	285	1549	2019
P/E	34.3	26.9	24.2	22.3	货币资金的期末余额	285	1549	2019	2436
P/B	7.7	3.2	2.8	2.5	企业自由现金流	255	376	404	435
EV/EBITDA	19.5	15.9	15.0	14.0	权益自由现金流	384	268	497	447

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。