

湘财证券研究所

商业零售研究小组

刘飞辉 分析师

执业编号：S0500511010006

联系人 王俊杰

Tel: 021-68634510-8710

E-mail: wjj3237@xcsc.com

□ 公司百货经营历史悠久，行业地位突出

公司前身为始建于 1952 年的上海市第六百货商店，是上海市最早的国营商业企业之一，具有悠久的百货经营历史。目前公司主要经营百货和超市业务，2008 年公司旗下百货三家百货门店汇金百货徐汇店、上海六百和汇联商厦销售收入在上海市单店销售收入排名分别为第 7 位、第 13 位和第 21 位。行业地位突出

□ 公司为国有企业但是员工激励充分

公司控股股东和实际控制人为国有企业。但是，公司的经营团队作为自然人股东也持有发行人股份，公司控股子公司汇联商厦中有 22.8% 的股份是由其主要经营者及业务骨干持有。公司国有企业同时吸收管理人员以及核心员工持股的机制，既可以享受国有企业方面的政策性好处，又可以充分调动员工积极性，对公司的长远发展具有积极意义。

□ 公司百货门店位于上海市核心商圈，聚客能力强

公司目前有 4 个百货门店，分别是汇金百货徐汇店、上海六百、汇联商厦和汇金百货虹桥店，其中，汇金百货徐汇店、上海六百、汇联商厦位于上海市商业氛围最为浓厚的徐家汇商圈，汇金百货虹桥店位于新崛起的虹桥商务区。此外，公司汇金徐汇店和虹桥店定位于中高端百货，上海六百定位为大众百货，汇联商厦定位工薪实惠，公司百货门店实现对顾客的全方位覆盖。

□ 公司百货门店将受益于区域商圈规划政策

公司目前百货门店中，汇金百货徐汇店的平效大约在 3 万元左右，而汇金百货虹桥店的平效只有 2 万元左右，均具有较大的提升空间。目前，徐家汇地区正在进行大徐家汇扩容建设，而根据长宁区十二五规划，长宁区新一轮的商业发展将紧紧抓住虹桥综合交通枢纽建设展开。我们认为，公司汇金百货徐汇店和虹桥店将受益于所在区域商圈规划政策的实施。

□ 公司商业物业自有率高，未来重估价值明显

公司目前经营物业全部为自有，总共拥有约 12 万平方米的商业物业，而且公司门店位置均位于上海市核心商圈，近年来随着上海市经济的发展以及徐家汇商圈的建设，公司商业物业的市场价值大幅度增长。尽管由于公司拥有的商业物业暂时未在二级市场上交易，但是公司的商业物业增值可以有效地提高公司的整体价值。

□ 风险提示

公司未来发展面临的主要风险来自宏观经济发生恶化的风险以及虹桥商圈培育未达预期的风险。

□ 盈利预测和估值

预计公司 2011-2013 年主营业务收入分别增长 7.11%、6.63% 和 7.69%，EPS 分别为 0.65 元、0.71 元、0.78 元，考虑到公司在行业内的市场地位以及公司自有物业的重估价值优势，我们给予公司 2011 年 25-30 倍 PE，对应的合理股价区间为 16.25-19.5 元。

目录

一、公司概况.....	5
1.1 公司百货经营历史悠久，市场地位突出	5
1.2 国有企业但是员工激励充分.....	5
1.3 公司近年来主营业务稳步增长.....	6
二、公司竞争优势明显	7
2.1 公司百货门店位于上海市核心商圈，聚客能力强.....	7
2.2 公司门店实现对消费群体全方位覆盖	9
2.3 公司百货门店将受益于区域商圈规划政策.....	11
2.4 公司商业物业自有率高，未来重估价值明显	11
三、公司募投项目可提升公司业绩	11
四、财务分析.....	12
4.1 盈利能力分析	12
4.2 资产营运能力分析	13
4.3 偿债能力分析	14
五、盈利预测和估值.....	16
5.1 利润表预测	16
5.2 盈利预测和估值	16
六、风险因素.....	16

图目录

图 1 公司为国有企业，但是管理层广泛持股	6
图 2 公司营业收入稳步增长	7
图 3 公司经常性净利润保持上升态势	7
图 4 公司主营百货和超市经营	7
图 5 徐家汇商圈商业氛围浓厚	9
图 6 虹桥商圈作为新兴商圈，商业气氛日益活跃	9

表目录

表 1 公司百货门店销售收入排名居上海市单店前列	5
表 2 公司门店在上海市商圈覆盖度较低	8
表 3 汇金百货商品品牌分布	10
表 4 公司上海六百门店坚持做大众消费百货	10
表 5 汇联商厦主要定位于工薪实惠，主营中低档国内品牌	10
表 6 公司超市定位于中高端都市连锁	11
表 7 公司募投项目情况	12
表 8 公司盈利能力远高于行业平均水平	12
表 9 公司营运能力较强	13
表 10 公司偿债能力良好	14
表 11 公司利润表预测结果	17
表 12 公司资产负债表预测结果	17
表 13 公司现金流量表预测结果	18
表 14 公司财务指标预测结果	18

一、公司概况

1.1 公司百货经营历史悠久，市场地位突出

公司前身为始建于 1952 年的上海市第六百货商店，是上海市最早的国营商业企业之一，具有悠久的百货经营历史。1993 年 1 月，上海市第六百货商店组建为上海六百实业公司，1995 年 12 月，上海六百实业公司改制为上海六百实业有限公司，2002 年 6 月，上海六百实业有限公司原有股东作为发起人，将公司变更为上海徐家汇商城股份有限公司，为发行上市做好铺垫。目前公司主要经营百货和超市业务，2008 年公司旗下百货三家百货门店汇金百货徐汇店、上海六百和汇联商厦销售收入在上海市单店销售收入排名分别为第 7 位、第 13 位和第 21 位。

表 1 公司百货门店销售收入排名居上海市单店前列

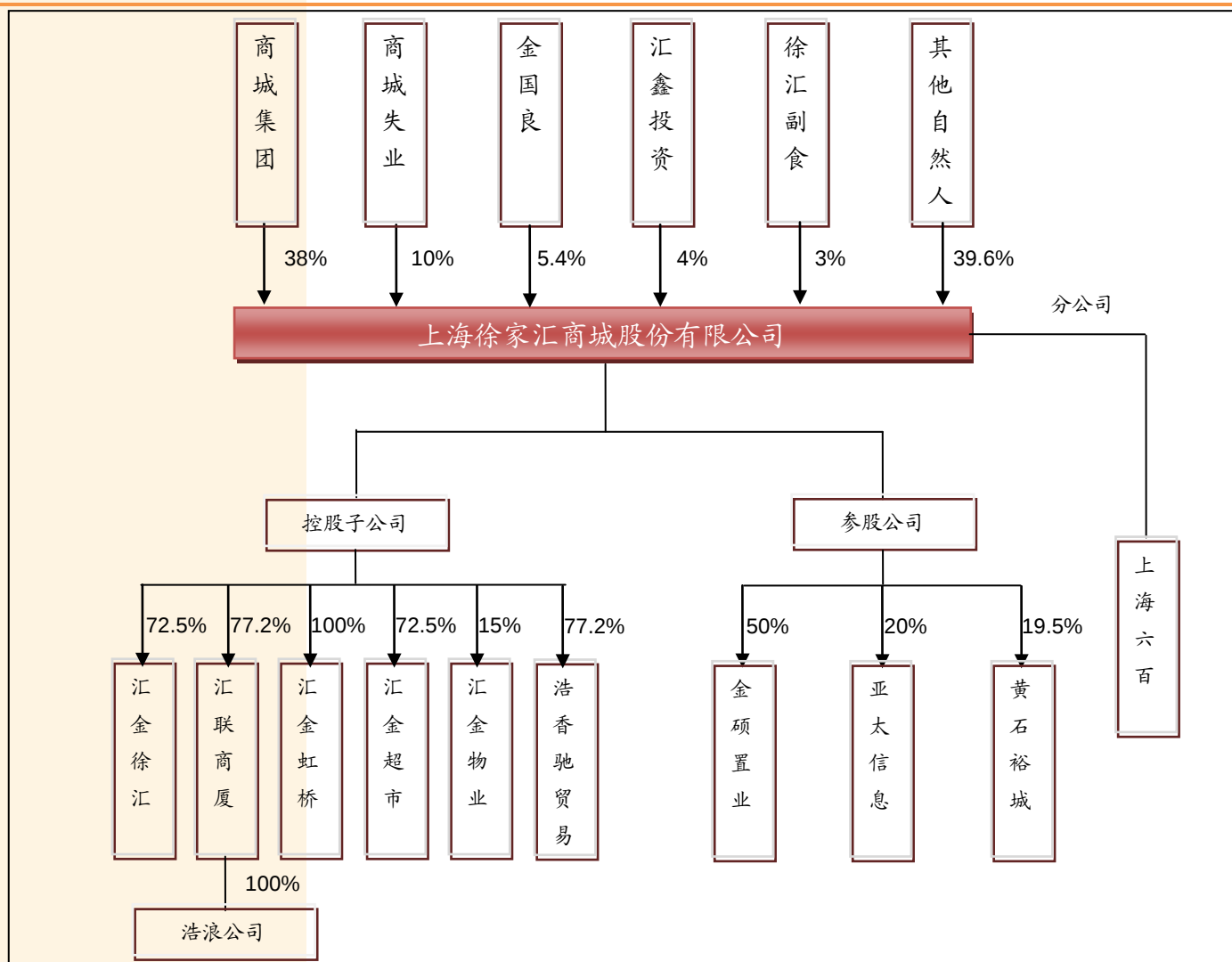
主要门店	2006 年度	2007 年度	2008 年度
汇金百货徐汇店	7	6	7
上海六百	13	12	13
汇联商厦	22	18	21

资料来源：湘财证券研究所

1.2 国有企业但是员工激励充分

公司控股股东为国有企业，控股股东为徐家汇商城（集团）有限公司，持有发行前公司股份的 38%，此外，另外两家国有企业上海商投实业有限公司和上海汇鑫投资经营有限公司分别持有公司发行前股份的 10% 和 4%，其中，商城集团为发行人控股股东和实际控制人。但是，公司的经营团队作为自然人股东也持有发行人股份，公司控股子公司汇联商厦中有 22.8% 的股份是由其主要经营者及业务骨干持有。广泛的管理层持股，可以使管理层的利益与企业的经营绩效紧密地联系在一起，有效地降低代理成本，有利于公司的长远发展。

图 1 公司为国有企业，但是管理层广泛持股



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

1.3 公司近年来主营业务稳步增长

公司主营业务为超市和百货经营，2007-2010年公司分别实现营业收入16.5亿元、17.43亿元、18.59亿元、20.43亿元，复合增长率为7.42%，实现扣除非经常性损益的净利润分别为2.04亿元、2.17亿元、2.18亿元和2.39亿元，复合增长率为5.41%，公司2007-2010年期间，收入复合增长率快于净利润复合增长率的主要原因是公司于2009年受到金融危机的影响，促销和降价力度较大，降低公司毛利率所致。其中2008-2010年，公司百货业务实现销售收入分别为：14.84亿元、16.28亿元和18.19亿元，超市业务分别实现销售收入：1.8亿元、1.78亿元和2.09亿元。

图 2 公司营业收入稳步增长

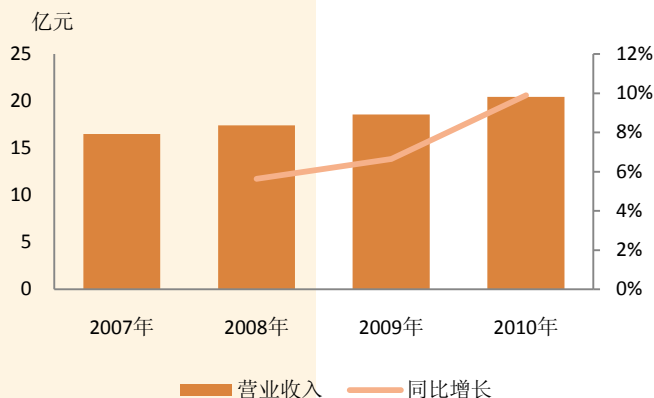
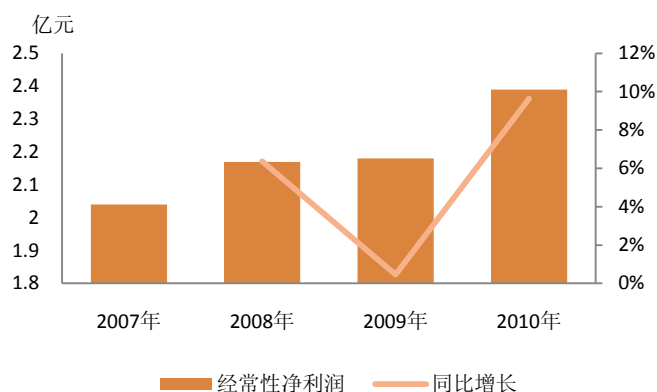


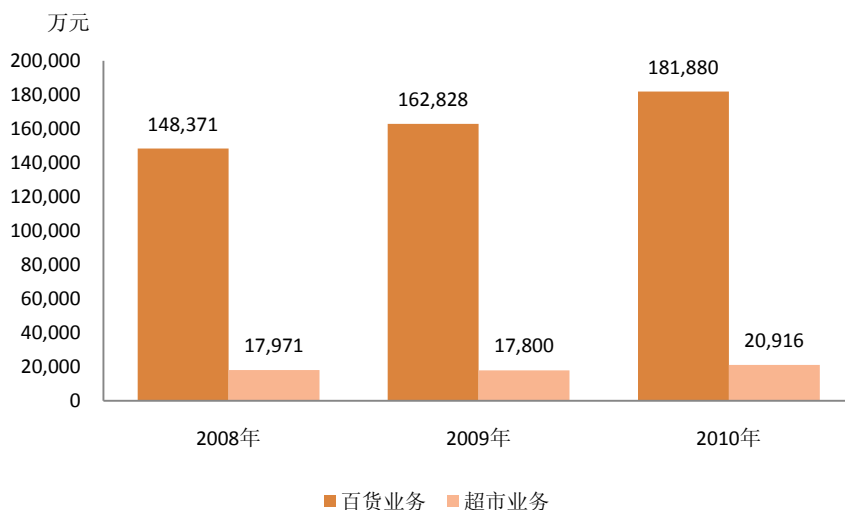
图 3 公司经常性净利润保持上升态势



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

图 4 公司主营百货和超市经营



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

二、公司竞争优势明显

2.1 公司百货门店位于上海市核心商圈，聚客能力强

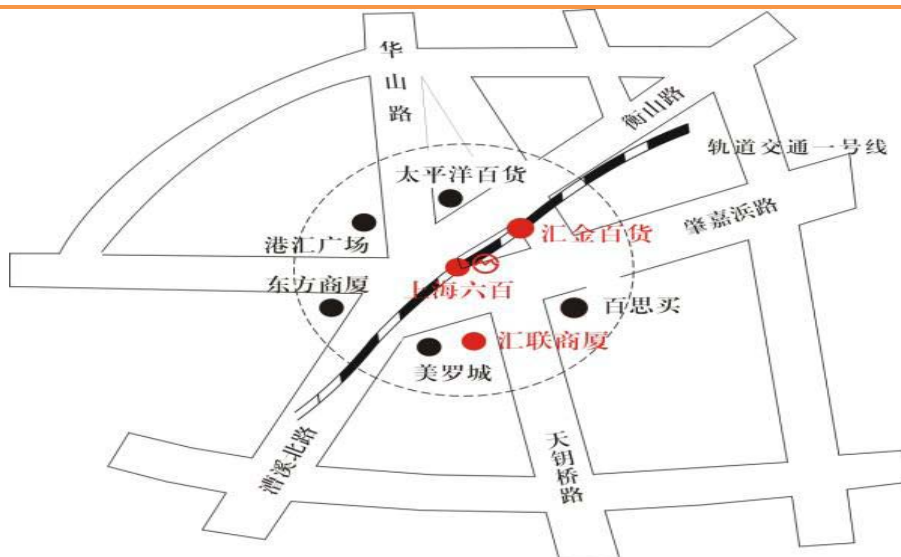
公司目前有4个百货门店，分别是汇金百货徐汇店、上海六百、汇联商厦和汇金百货虹桥店，其中，汇金百货徐汇店、上海六百、汇联商厦位于上海市商业氛围最为浓厚的徐家汇商圈，汇金百货虹桥店位于新崛起的虹桥商务圈。

表 2 公司门店在上海市商圈覆盖度较低

序号	主要 商圈	特点	主要百货门店 及购物中心
1	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
2	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
3	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
4	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
5	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
6	五角场	上海市十五期间开始规划五角场商业区建设，希望将江湾五角场地区形成城市副中心的商业服务体系，目前该区域已具初步规模，未来发展前景广阔	百联又一城、东方商厦、巴黎春天百货、万达广场、大西洋百货

其中徐家汇商圈地处上海市中心城区徐汇区，占地2.2平方公里，拥有大小商业网点超过1000家，商业面积达到70万平方米，该商圈交通便利，目前地铁1号、9号线在此交汇，商业氛围浓厚。

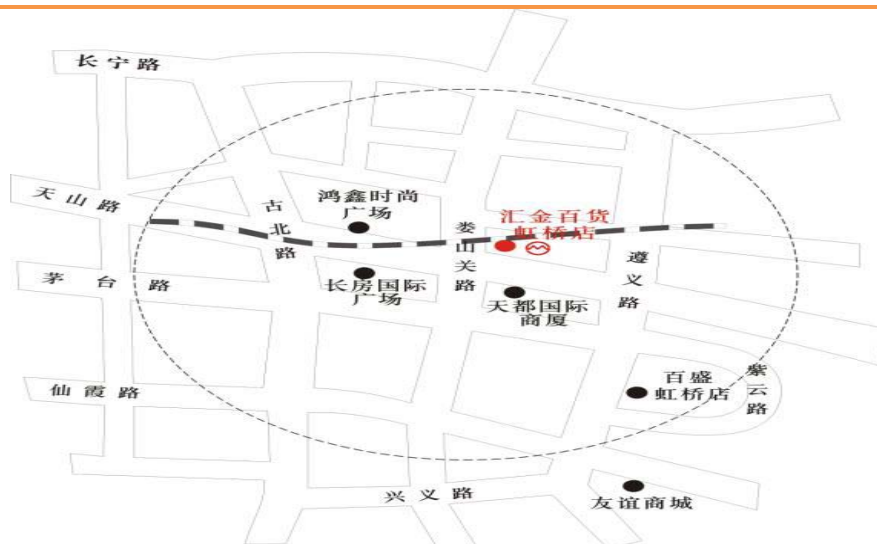
图 5 徐家汇商圈商业氛围浓厚



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

虹桥商圈位于上海市长宁区新兴市级商业中心，商圈以娄山关路、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，虹桥商圈将建成以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、酒店发展轴线的商业中心。

图 6 虹桥商圈作为新兴商圈，商业气氛日益活跃



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

2.2 公司门店实现对消费群体全方位覆盖

目前公司的四家门店中，汇金百货徐汇店于1998年开业，定位为中高档百货，以高品质的商品，优雅的购物环境和浓厚的文化气息形成了“时尚

领先”的品牌形象。近年来，公司对徐汇店销售商品结构进行了调整，提高公司高端商品的种类占比，每年新引进6-7种国际品牌，同时提高中外合资品牌的占比来保持与公司的市场定位匹配。

表 3 汇金百货商品品牌分布

品牌类别	2010 年度		2009 年度		2008 年度	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
国际品牌	85	11.41%	78	11.39%	72	11.08%
中外合资品牌	565	75.84%	507	74.01%	470	72.30%
国内品牌	95	12.75%	100	14.60%	108	16.62%
合计	745	100%	685	100.00%	650	100.00%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

上海六百是公司的老牌门店，坚持定位于大众消费、具有亲和力服务特色的主题商厦，在经营商品和品牌选择方面，以经营服饰类商品为特征、以高知名度品牌为主体、以流行品牌为补充，已形成“大众流行”的品牌形象。

表 4 公司上海六百门店坚持做大众消费百货

品牌类别	2010 年度		2009 年度		2008 年度	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
国际品牌	14	4.58%	14	4.58%	14	4.61%
中外合资品牌	144	47.06%	142	46.41%	140	46.05%
国内品牌	148	48.37%	150	49.02%	150	49.34%
合计	306	100%	306	100.00%	304	100.00%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

汇联商厦定位为实惠百货，目标顾客为广大工薪阶层。经营商品主要为中低档国内品牌。

表 5 汇联商厦主要定位于工薪实惠，主营中低档国内品牌

品牌类别	2010 年度		2009 年度		2008 年度	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
国际品牌	42	7.60%	39	7.63%	25	4.73%
中外合资品牌	64	11.57%	62	12.13%	68	12.88%
国内品牌	447	80.83%	410	80.23%	435	82.39%
合计	553	100%	511	100.00%	528	100.00%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

汇金百货虹桥店是公司本次的募投项目之一，地处上海西部的虹桥商圈。

已于2008年底正式营业，定位为中高档百货，将以其高品质的商品、服务与汇金百货徐汇店一起构建并不断提升“时尚领先”的汇金品牌。目前，汇金百货虹桥店经营的商品品牌已达516种，其中国际品牌36种，中外合资品牌390种，国内品牌90种。

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。目前公司汇金超市共有五家门店，其中衡山店和天山店分别于公司汇金百货徐汇店和汇金百货虹桥店捆绑，可以共享顾客资源。

表 6 公司超市定位于中高端都市连锁

序号	门店名称	地址	开业日期	经营面积(m ²)
1	衡山店(总店)	汇金百货徐汇店 B1 层	1998.11	1,677
2	凌云店	凌云路 212 号	2001.12	919
3	芷江店	芷江西路 375-377 号	2002.12	1,200
4	莲花店	罗秀路 1825 号 2 幢	2003.1	3,792
5	天山店	汇金百货虹桥店 B2 层	2008.12	1,876

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

2.3 公司百货门店将受益于区域商圈规划政策

公司目前百货门店中，汇金百货徐汇店的平效大约在3万元左右，而汇金百货虹桥店的平效只有2万元左右，目前，徐家汇地区正在进行大徐家汇扩容建设，而根据长宁区十二五规划，长宁区新一轮的商业发展将紧紧抓住虹桥综合交通枢纽建设展开。虹桥商圈目前已汇聚了虹桥友谊商城、虹桥百盛以及公司的汇金百货等一批知名商业企业，商圈建设已颇具规模。随着未来尚嘉大厦、金虹桥国际中心、高岛屋、黄金城道等中高端商业设施的建成以及轨交10号线通车，该商圈的商业环境将会得到大大改善。我们预计，公司汇金百货虹桥店未来三年的平效会呈现稳步增长的态势。而汇金百货虹桥店的平效将会实现快速增长。

2.4 公司商业物业自有率高，未来重估价值明显

公司目前经营物业全部为自有，总共拥有约12万平方米的商业物业，而且公司门店位置均位于上海市核心商圈，近年来随着上海市经济的发展以及徐家汇商圈的建设，公司商业物业的市场价值大幅度增长。尽管由于公司拥有的商业物业暂时未在二级市场上交易，但是公司的商业物业增值可以有效地提高公司的整体价值。此外，公司拥有的商业物业可以有效地提升公司的抗风险能力和盈利能力。

三、公司募投项目可提升公司业绩

公司本次募集资金主要用于投资两个项目：建设汇金百货虹桥店项目和收购汇金百货徐汇店27.5%股权项目。为了抓住虹桥枢纽和虹桥商圈开发的契机，公司开设汇金百货在虹桥商圈开设百货门店，汇金虹桥店与

汇金徐汇店定位一致，主营中高档百货，它的开设是公司的又一利润增长点；公司募投资金计划收购汇金徐汇店27.5%的股权项目可以增加归属于母公司股东净利润2500万元，增厚公司业绩。

表 7 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

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

四、财务分析

4.1 盈利能力分析

表 8 公司盈利能力远高于行业平均水平

		2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31
鄂武商 A	ROE	15.37	15.23	17.77	0.00
	毛利率	20.80	21.13	20.16	0.00
	期间费用率	13.92	14.75	14.54	0.00
	净利率	4.16	4.14	4.00	0.00
广州友谊	ROE	20.82	24.15	23.13	0.00
	毛利率	24.16	24.06	22.62	0.00
	期间费用率	10.62	9.90	8.79	0.00
	净利率	8.34	9.83	9.64	0.00
广百股份	ROE	19.72	16.50	15.86	0.00
	毛利率	22.64	22.10	20.74	0.00
	期间费用率	16.37	15.48	14.85	0.00
	净利率	4.02	4.58	3.59	0.00
百联股份	ROE	8.47	7.72	7.20	0.00
	毛利率	26.38	27.77	26.19	0.00
	期间费用率	18.81	20.87	19.67	0.00
	净利率	5.50	4.71	4.93	0.00
东百集团	ROE	13.88	19.59	14.50	0.00
	毛利率	23.17	23.98	21.55	0.00
	期间费用率	13.71	14.11	12.84	0.00
	净利率	5.25	7.22	5.32	0.00
大商股份	ROE	10.86	7.71	-3.79	0.00
	毛利率	20.36	19.46	18.52	0.00
	期间费用率	15.63	18.03	17.02	0.00
	净利率	2.18	1.27	-0.43	0.00
新华百货	ROE	11.86	16.11	24.94	0.00

	毛利率	18.90	17.29	18.72	0.00
	期间费用率	13.80	11.53	10.08	0.00
	净利率	3.33	4.27	6.55	0.00
成商集团	ROE	31.14	31.49	29.07	0.00
	毛利率	18.81	22.76	20.94	0.00
	期间费用率	13.33	15.29	13.58	0.00
	净利率	5.29	7.12	7.28	0.00
王府井	ROE	10.24	13.41	15.74	0.00
	毛利率	18.65	18.93	18.67	0.00
	期间费用率	12.09	12.52	13.19	0.00
	净利率	3.11	3.66	3.78	0.00
行业平均	ROE	15.82	16.88	16.05	0.00
	毛利率	21.54	21.94	20.90	0.00
	期间费用率	14.25	14.72	13.84	0.00
	净利率	4.58	5.20	4.96	0.00
徐家汇	ROE	34.52	26.15	24.16	23.75
	毛利率	29.05	28.99	28.37	28.55
	期间费用率	10.13	11.84	12.35	12.14
	净利率	15.14	12.44	11.75	11.67

资料来源：wind 资讯，湘财证券研究所

公司盈利能力良好，远高于行业平均水平，公司的权益回报率相当于行业平均水平的2倍多，毛利率比行业平均水平高出约8个百分点，费用率较行业平均水平低4个百分点，公司的净利率要比行业平均水平高11个百分点。公司盈利能力较高的主要原因是公司在上海市百货经营中市场地位较高，与销售商的议价能力较高，此外由于公司的百货经营门店全部为自有，因此，公司的期间费用率较低。我们认为，未来公司的高盈利能力仍能够得以保持。

4.2 资产营运能力分析

表 9 公司营运能力较强

		2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
鄂武商 A	存货周转率	21.23	16.65	15.60	0.00
	流动资产周转率	3.14	2.96	3.35	0.00
	总资产周转率	1.38	1.41	1.44	0.00
广州友谊	存货周转率	20.74	19.29	19.66	0.00
	流动资产周转率	1.93	1.77	1.67	0.00
	总资产周转率	1.45	1.42	1.40	0.00
广百股份	存货周转率	31.44	29.37	31.87	0.00
	流动资产周转率	4.05	3.95	4.97	0.00
	总资产周转率	2.19	1.83	2.07	0.00

百联股份	存货周转率	43.18	48.82	52.43	0.00
	流动资产周转率	6.78	8.52	8.68	0.00
	总资产周转率	0.84	0.72	0.73	0.00
东百集团	存货周转率	63.46	62.38	67.27	0.00
	流动资产周转率	5.02	5.61	4.37	0.00
	总资产周转率	1.02	1.18	1.20	0.00
大商股份	存货周转率	9.44	10.93	12.60	0.00
	流动资产周转率	4.84	5.18	4.70	0.00
	总资产周转率	1.77	2.03	2.06	0.00
新华百货	存货周转率	11.95	13.01	12.57	0.00
	流动资产周转率	3.42	3.49	3.08	0.00
	总资产周转率	1.78	2.01	1.98	0.00
成商集团	存货周转率	13.35	10.10	12.05	0.00
	流动资产周转率	3.11	4.21	5.72	0.00
	总资产周转率	1.07	1.05	1.17	0.00
王府井	存货周转率	24.25	28.44	30.57	0.00
	流动资产周转率	4.39	5.06	5.15	0.00
	总资产周转率	1.56	1.60	1.63	0.00
行业平均	存货周转率	26.56	26.55	28.29	0.00
	流动资产周转率	4.08	4.53	4.63	0.00
	总资产周转率	1.45	1.47	1.52	0.00
徐家汇	存货周转率	22.90	45.92	51.91	55.90
	流动资产周转率	2.94	5.40	6.82	6.32
	总资产周转率	1.23	1.14	1.22	1.31

资料来源：wind 资讯，湘财证券研究所

公司的资产周转能力处于上升势头，与同行业相比，公司的存货周转率和流动资产周转率显著高于行业平均水平，但是公司的总资产周转率略低于行业平均水平，主要原因是公司自有物业较多，固定资产账面价值大，但是总的来说，公司的资产周转能力较强。

4.3 偿债能力分析

表 10 公司偿债能力良好

		2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31
鄂武商 A	流动比率	0.72	0.85	0.56	0.00
	速动比率	0.62	0.73	0.44	0.00
	利息保障倍数	6.57	7.12	6.64	0.00
	资产负债率	69.51	70.32	73.40	0.00
广州友谊	流动比率	1.83	1.97	2.07	0.00
	速动比率	1.70	1.84	1.94	0.00

	利息保障倍数	0.00	0.00	0.00	0.00
	资产负债率	42.88	41.66	41.58	0.00
广百股份	流动比率	1.15	0.74	0.84	0.00
	速动比率	1.05	0.65	0.74	0.00
	利息保障倍数	16.20	29.80	12.71	0.00
	资产负债率	49.66	49.78	55.36	0.00
百联股份	流动比率	0.17	0.14	0.20	0.00
	速动比率	0.15	0.12	0.18	0.00
	利息保障倍数	6.24	3.22	4.55	0.00
	资产负债率	55.87	57.31	50.59	0.00
东百集团	流动比率	0.33	0.41	0.56	0.00
	速动比率	0.31	0.38	0.54	0.00
	利息保障倍数	4.18	4.15	4.89	0.00
	资产负债率	58.61	54.44	56.92	0.00
大商股份	流动比率	0.65	0.69	0.84	0.00
	速动比率	0.38	0.45	0.61	0.00
	利息保障倍数	6.44	4.92	1.37	0.00
	资产负债率	67.17	66.14	71.82	0.00
新华百货	流动比率	1.13	1.17	1.37	0.00
	速动比率	0.88	0.92	1.11	0.00
	利息保障倍数	76.64	0.00	0.00	0.00
	资产负债率	48.73	51.27	49.67	0.00
成商集团	流动比率	0.47	0.35	0.62	0.00
	速动比率	0.35	0.21	0.41	0.00
	利息保障倍数	4.34	5.10	5.61	0.00
	资产负债率	76.34	73.02	65.03	0.00
王府井	流动比率	0.80	0.45	0.70	0.00
	速动比率	0.69	0.37	0.62	0.00
	利息保障倍数	17.97	77.85	18.21	0.00
	资产负债率	51.67	65.41	60.28	0.00
行业平均	流动比率	0.81	0.75	0.86	0.00
	速动比率	0.68	0.63	0.73	0.00

	利息保障倍数	15.40	14.68	6.00	0.00
	资产负债率	57.83	58.82	58.30	0.00
徐家汇	流动比率	0.54	0.39	0.50	0.68
	速动比率	0.51	0.35	0.46	0.62
	利息保障倍数	58.79	19.18	34.02	58.20
	资产负债率	52.22	45.56	42.07	36.59

资料来源：wind 资讯，湘财证券研究所

相比行业内其他上市公司，公司的流动比率和速动比率较低，但是公司的利息保障倍数远远高于行业平均水平，此外，公司的资产负债率也远低于行业平均水平，公司的偿债能力较高。

五、盈利预测和估值

5.1 利润表预测

我们认为上海市大徐汇区的建设以及公司对汇金百货徐汇店未来发展的规划目标将促使汇金百货徐汇店的平效增长较快，预计公司汇金百货徐汇店2011-2013年内生增速分别为7%、8%和8%

预计上海六百2011-2013年的内生增速为每年5%，汇联商厦2011-2013年年平效增速为每年1%。

汇金百货虹桥店2011-2013年内生增速分别为20%、18%、14%。

汇金超市2011-2013年内生增速分别为1%、4%、4%。

预计公司2011-2013年主营业务收入分别增长7.11%、6.63%和7.69%，综合毛利率分别为28.8%、28.71%、28.40%。

5.2 盈利预测和估值

我们预计公司2011-2013年EPS分别为0.65元、0.71元、0.78元，考虑到公司在行业内的市场地位以及公司自有物业的重估价值优势，我们给予公司2011年25-30倍PE，对应的合理股价区间为16.25-19.5元。

六、风险因素

公司未来发展面临的主要风险来自宏观经济发生恶化的风险以及虹桥商圈培育未达预期的风险。

表 11 公司利润表预测结果

利润表（百万元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,859	2,045	2,190	2,335	2,515
营业成本	1,331	1,461	1,563	1,673	1,812
EBITDA	309	337	390	408	425
折旧和摊销	34	34	34	34	34
销售费用	70	75	80	86	92
管理费用	140	155	166	177	191
财务费用	20	18	(12)	(29)	(43)
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	368	403	434
利润总额	178	194	368	403	434
少数股东损益	41	44	7	8	9
归属母公司净利润	178	194	269	294	317
EPS	0.51	0.56	0.65	0.71	0.76

资料来源：湘财证券研究所

表 12 公司资产负债表预测结果

资产负债表（百万元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,550	1,571	1,975	2,395	2,853
流动资产	297	350	791	1,244	1,735
货币资金	239	285	725	1,175	1,662
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	15	18	18	19	21
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	15	13	13	13	13
存货	24	29	29	31	34
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	31
固定资产	702	683	661	639	617
无形资产	468	456	445	433	422
总负债	652	575	530	651	785
无息负债	483	466	530	651	785
有息负债	169	109	0	0	0

股东权益	898	996	1,447	1,749	2,074
股本	346	346	416	416	416
公积金	99	140	290	339	411
未分配利润	344	419	646	895	1,162
少数股东权益	126	133	140	148	157

资料来源：湘财证券研究所

表 13 公司现金流量表预测结果

现金流量表（百万元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	250	302	362	421	444
净利润	178	194	269	294	317
折旧摊销	34	34	34	34	34
净营运资金增加	84	133	433	333	690
其他	(45)	(58)	(373)	(239)	(596)
投资活动产生现金流	(1)	(47)	0	0	0
净资本支出	(31)	0	0	0	2
长期投资变化	0	30	0	0	0
其他资产变化	30	(78)	0	0	(2)
融资活动现金流					
股本变化	0	0	70	0	0
债务净变化	(35)	(60)	(109)	0	0
其它长期负债变化	630	(18)	64	121	134
净现金流	65	46	440	450	487

资料来源：湘财证券研究所

表 14 公司财务指标预测结果

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长性（%YoY）					
收入增长率	6.61%	10.01%	7.11%	6.63%	7.69%
净利润增长率	1.22%	9.30%	38.42%	9.25%	7.77%
EBITDA 增长率	-1.72%	8.94%	15.92%	4.49%	4.33%
EBIT 增长率	-1.72%	8.94%	5.97%	4.91%	4.72%
EPS 增长率	1.22%	9.30%	15.12%	9.25%	7.77%
盈利能力（%）					
毛利率	28.37%	28.55%	28.63%	28.37%	27.93%
EBITDA 率	16.62%	16.46%	17.81%	17.46%	16.91%
EBIT 率	16.62%	16.46%	16.29%	16.02%	15.58%
税前净利润率	15.55%	15.58%	16.82%	17.24%	17.27%
税后净利润率	9.56%	9.50%	12.28%	12.58%	12.59%
ROA	14.09%	15.19%	13.97%	12.60%	11.41%
ROE	24.31%	23.96%	19.07%	17.25%	15.70%
ROIC	35.12%	38.56%	38.64%	51.64%	76.96%
偿债能力					

净负债 / 权益	(0.08)	(0.18)	(0.50)	(0.67)	(0.80)
资产负债率	42.07%	36.59%	26.81%	27.12%	27.46%
流动比率	0.50	0.68	1.51	1.93	2.23
速动比率	0.46	0.62	1.46	1.89	2.19
每股指标					
EPS	0.51	0.56	0.65	0.71	0.76
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流		0.87	0.87	1.01	1.07
每股净资产	2.60	2.88	3.48	4.21	4.99
每股销售收入	5.38	5.91	5.27	5.62	6.05
每股 EBITDA	0.89	0.97	0.94	0.98	1.02

资料来源：湘财证券研究所

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。