

徐家汇(002561)新股定价

徐汇商圈的百货龙头

可选消费/百货

定价区间
15.25-19.52 元

发布时间: 2011 年 3 月 2 日

投资要点:

- 徐家汇商城前身为始建于 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、汇联商厦和位于虹桥商圈的汇金百货虹桥店四家百货店,总经营面积达 6.6 万平米。其中汇金百货徐汇店占公司收入的比例平均为 47.92%,占扣除投资收益后利润比例平均为 46.34%,是公司最主要的收入和利润来源。
- 公司旗下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,并以与百货店“捆绑式”发展为主,辅以中高挡住宅区开设分店的发展模式,目前共有 5 家门店,2010 年实现营业收入及毛利 22456 万元和 3805 万元。
- 公司本次拟公开发行不超过 7,000 万股人民币普通股(A 股),募集资金主要将用于建设汇金百货虹桥店及收购汇金百货 27.5%的股权。开设汇金百货虹桥店将有利于促进汇金百货的连锁发展,扩大公司经营规模,提高自身综合竞争力,产生新的利润增长点。而汇金百货徐汇店一直是发行人最主要的收入和利润来源,收购汇金股权将提高公司盈利能力及提高公司决策效率和战略实施能力,有利于实现公司向连锁百货方向发展的战略目标,提高决策效率,确保公司战略意图的顺利执行。
- 不考虑可能存在的百货门店扩张情况,我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.61 元、0.68 元和 0.74 元,参照同类上市公司及考虑到未来 3 年中的可能扩张,我们认为公司 2011 年市盈率在 25-32 倍之间比较合理,对应合理价位为 15.25-19.52 元。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2010	204,472	10.01	19,422	9.30	0.47			
2011E	221,515	8.34	25,198	29.74	0.61			
2012E	238,517	7.68	28,214	11.97	0.68			
2013E	256,045	8.19	30,732	8.92	0.74			

发行数据	2010 年
发行前股本(万股)	34,576
发行数量(万股)	7,000
发行价格(元)	16.00
发行前 EPS(元)	0.56
发行后 EPS(元)	0.47
发行前每股净资产(元)	2.50
发行日期	2010-2-23
上市日期	2011-3-3
主承销商	海通证券

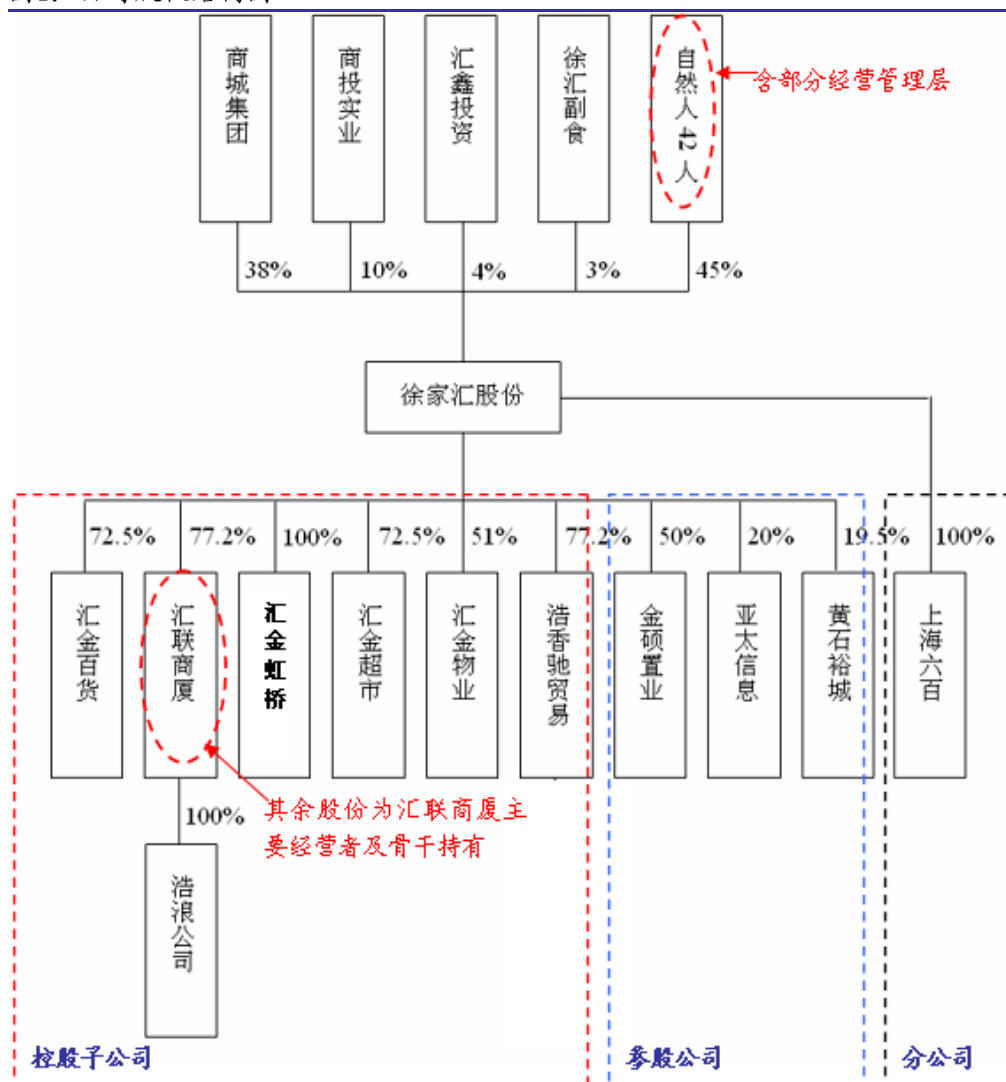
分析师:罗旷怡
 执业证书编号: S0550511020002
 TEL: (8621)6336 7000 - 250
 FAX: (8621)6337 3209
 Email: luoky@nesc.cn
 地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼
 邮编: 200002

1. 公司简介

徐家汇商城前身为始建于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。经过多年的发展，发行人已经成为上海地区销售规模最大的百货零售企业之一，特别在徐家汇商圈的市场份额处于领先地位，2009年，公司在徐家汇商圈百货零售业的市场占有率达到42.01%。

在股权结构方面，商城集团、商投实业、汇鑫投资三家国有股东分别持有公司38.00%、10.00%和4.00%的股份，合计持股52.00%，其中，上海市徐汇区国资委下属国有独资企业商城集团为发行人控股股东和实际控制人，发行后仍持有公司31.6%股权。同时，公司部分经营管理团队作为自然人股东持有公司股份，且公司持股77.2%的汇联商厦的其余股份为汇联商厦主要经营及业务骨干持有，广泛的管理层持股有助于保障公司经营业绩的不断提高。

图1：公司股权结构图



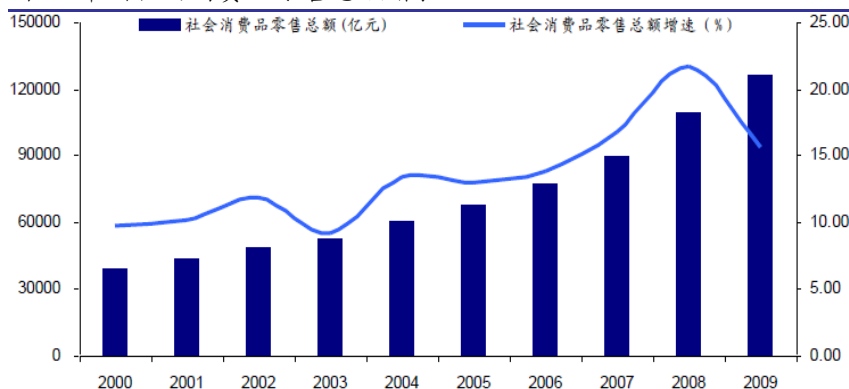
资料来源：公司招股说明书，东北证券

2. 公司经营环境分析

2.1 国民经济持续增长，零售行业稳定发展

中国是世界上经济增长最快的经济体之一，2000年以来，我国国内生产总值以超过10%的年复合增长率递增，从2000年的99,215亿元增长至2009年的335,353亿元。持续的经济增长带来了社会消费的繁荣，2000-2009年，我国社会消费零售总额从34,152亿元增长至2009年的125,343亿元，年复合增长率约为15.54%。

图2：中国社会消费品零售总额增长

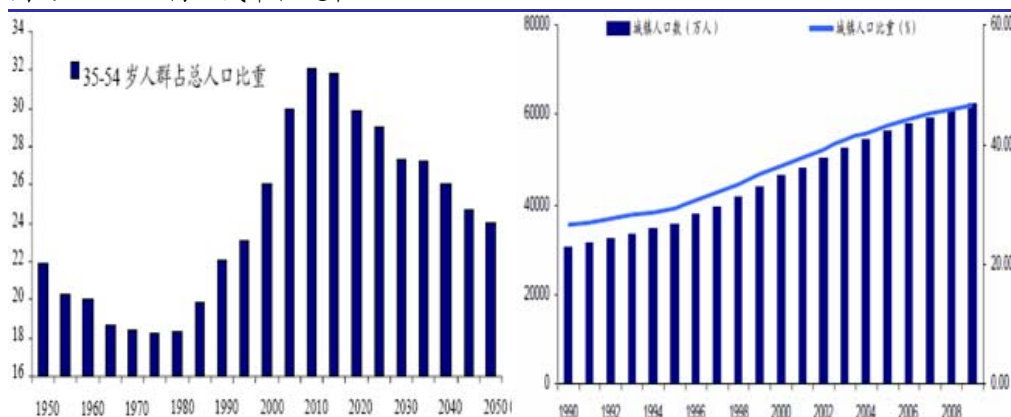


数据来源：国家统计局

2.2 人口红利及消费升级成为零售业发展保驾护航

据联合国开发计划署的数据统计，2000-2015年是中国35-54岁这一最重要消费人群占总人口比重最高的阶段，即“人口红利”阶段。而城市化率的不断提高也将持续拉动消费增长。

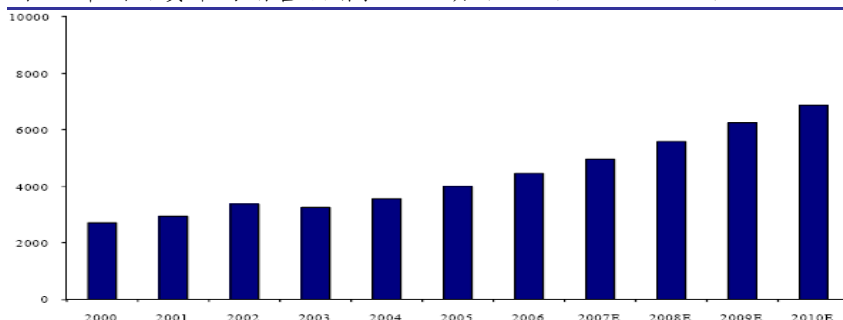
图3：人口红利及城市化进程



资料来源：公司招股说明书

我国百货零售业增长的动力除了消费的景气之外，还在于行业发展符合消费升级的方向。我国本次消费高峰以消费升级为特点。随着人口结构的变动、收入水平的提高，居民消费开始从满足基本生存需求向提高生活质量转变。百货零售业有望成为本轮消费景气周期最大的受益者之一。根据全球大型消费市场调查与分析机构Euromonitor的预计，2006-2010年中国百货零售市场将呈现加速发展的态势。销售额将从2005年的3,970亿元增长到2010年的6,850亿元，年复合增长率超过12%，高于2000-2005年9.5%的复合增长率水平。

图4: 中国百货市场销售额增长及预期 (亿元, 2000-2010)

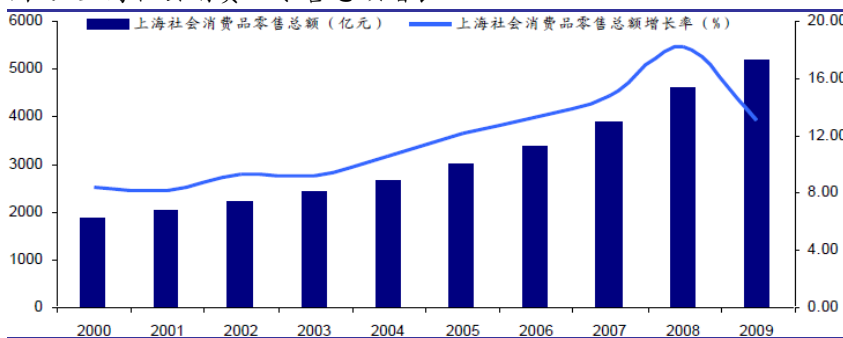


资料来源: Euromonitor

2.3 地处发达城市, 角逐核心商圈

上海市是全国商业最发达的城市之一, 根据上海统计年鉴的数据, 从2000年到2009年, 上海市生产总值从4,771.17亿元增长到15,046.45亿元, 年复合增长率为13.6%, 社会消费零售总额从1,865.28亿元增长到5,173.24亿元, 年复合增长率12.0%。

图5: 上海社会消费品零售总额增长



数据来源: 国家统计局

上海的商业体系发展成熟, 其中大型百货门店主要集中在南京路、徐家汇、淮海路、陆家嘴等几大核心商业区, 此外虹桥区域由于近年来高消费人群的聚集, 有望崛起成为上海西部的重要商业中心。

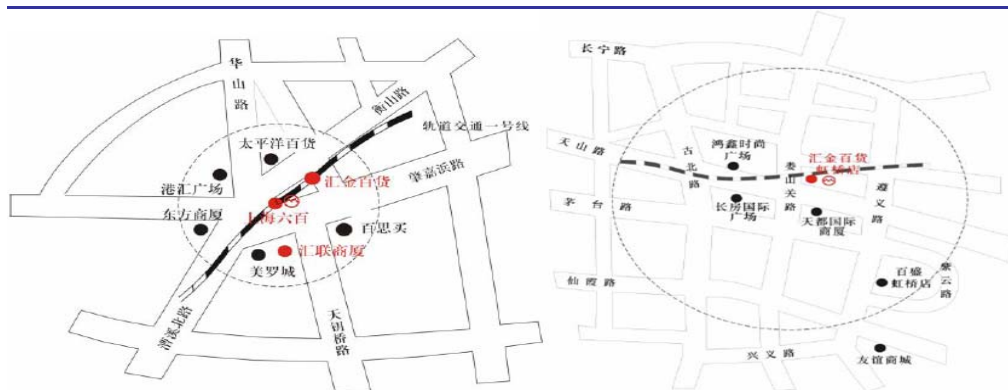
表1: 上海主要商圈及百货门店

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

资料来源: 公司招股说明书, 东北证券

公司现有四家百货门店中，三家成熟门店位于徐汇商圈，一家次新门店汇金百货金桥店位于虹桥商圈。徐家汇地处上海市区西南部，是上海四大城市副中心之首，也是上海主要商业中心之一。商圈占地约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。根据徐汇区统计局的统计，徐家汇商圈年度商品销售额已经超过120亿元，日均人流量70万人次，节假日期间超过100万人次。公司在该商圈一直保持较高的市场份额。虹桥商圈位于上海市市区西部，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。整个区域将形成具有高端商业、展览展示、商务办公、宾馆酒店、文化娱乐、国际特色教育培训等六大功能的商贸中心。

图6：徐家汇商圈和虹桥商圈示意图



数据来源：公司招股说明书

3. 公司经营情况分析

公司自设立以来专注于经营百货零售业务，现有百货门店覆盖了高、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”和“汇联商厦”三大知名百货品牌，已经成为上海市销售规模最大的百货零售商之一，特别在徐家汇区域的市场份额处于领先地位。据上海市商业信息中心统计，公司下属门店汇金百货徐汇店、上海六百和汇联商厦一直位于上海市百货单店销售额排行榜前列，2009年度分别排名第六、第十三、第二十一位。

表2：2009年度上海主要百货店（单体）排名

销售额排名	百货店名	所属商圈	销售额排名	百货店名	所属商圈
1	上海第一八佰伴	陆家嘴	16	上海东方商厦杨浦店	其他
2	上海新世界城	南京路	17	上海黄金广场	其他
3	上海久光百货	南京路	18	上海时装商店	南京路
4	上海市第一百货商店	南京路	19	上海浦东商场昌里店	其他
5	上海东方商厦徐汇店	徐家汇	20	上海市曹杨商城	其他
6	汇金百货徐汇店	徐家汇	21	汇联商厦	徐家汇
7	上海置地广场商厦	南京路	22	上海长房国际广场	虹桥
8	上海太平洋百货徐汇店	徐家汇	23	上海东方商厦青浦店	其他
9	上海永安百货	南京路	24	上海东方商厦嘉定店	其他
10	上海东方商厦南东店	南京路	25	上海东方商厦淮海店	淮海路
11	上海太平洋百货淮海店	淮海路	26	上海浦东商场金汇店	其他
12	上海虹桥友谊商城	虹桥	27	上海金叶商厦	其他
13	上海六百	徐家汇	28	上海东宝百货	其他
14	上海东方商厦中环店	其他	29	上海友谊百货友谊商城	其他
15	上海太平洋百货不夜城	其他	30	上海瑞鑫百货	其他

资料来源：公司招股说明书，东北证券

公司2010、2009年分别实现营业收入20.45亿元和18.59亿元，同比增长10.01%和6.61%；分别实现净利润1.94亿元和1.78亿元，同比增长9.3%和1.22%。其中，汇金百货徐汇店占收入的比例平均为45.46%，占扣除投资收益后利润总额比例平均为49.87%，是公司最主要的收入和利润来源。

表3：公司主要财务指标

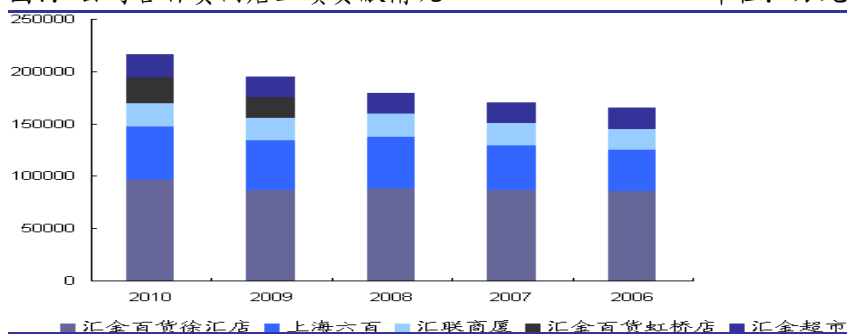
单位：万元

项 目	2010 年度	2009 年度	2008 年度
营业收入	2,044,716,878.37	1,858,703,355.44	1,743,416,857.17
营业利润	315,007,680.17	280,094,928.39	282,164,292.82
利润总额	318,466,735.11	289,004,007.43	288,696,882.95
净利润	238,606,572.78	218,379,113.47	216,937,836.17
归属于母公司股东净利润	194,216,991.62	177,689,130.48	175,549,544.10

资料来源：公司招股说明书，东北证券

图7：公司各百货门店业绩贡献情况

单位：万元



资料来源：公司招股说明书，东北证券

根据所处商圈的特点，公司下属各百货公司差别定位，与商圈其他商业企业之间开展错位经营，其中汇金百货徐汇店和虹桥店均定位时尚领先、上海六百定位大众流行、汇联商厦定位工薪百货。

表4：公司各主要百货门店基本情况

门店	建面/营面	物业性质	定位	营业收入（2010）	毛利率（2010）
汇金百货徐汇店	5.4 万平/3.0 万平	自有	中高檔/时尚领先	95885 万元	25.88%
上海六百	1.3 万平/0.97 万平	自有	中檔/大众流行	50965 万元	29.61%
汇联商厦	1.12 万平/0.65 万平	自有	中低檔/工薪百货	22334 万元	29.73%
汇金百货虹桥店	4.05 万平/1.95 万平	自有	中高檔/时尚领先	24578 万元	27.49%

资料来源：公司招股说明书，东北证券

另外，公司旗下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，并以与百货店“捆绑式”发展为主，辅以中高檔住宅区开设分店的发展模式，目前共有5家门店，2010年实现营业收入及毛利22456万元和3805万元。

表5：公司各主要超市门店基本情况

序号	门店名称	地址	开业日期	经营面积（m²）
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：公司招股说明书，东北证券

表6: 公司盈利基本情况

门店	指标	2008	2009	2010	2011E
汇金百货徐汇店	营业收入(万元)	88,256.18	86,186.98	95,885.43	102,597.41
	YOY (%)	1.98%	-2.34%	11.25%	7.00%
	毛利率 (%)	26.45%	25.68%	25.88%	26.38%
上海六百	营业收入(万元)	49,327.77	47,609.37	50,965.21	53,513.47
	YOY (%)	15.35%	-3.48%	7.05%	5.00%
	毛利率 (%)	31.27%	28.93%	29.61%	29.66%
汇联商厦	营业收入(万元)	21,937.22	21,627.50	22,334.50	23,004.54
	YOY (%)	4.28%	-1.41%	3.27%	3.00%
	毛利率 (%)	29.00%	30.82%	29.73%	29.80%
汇金百货虹桥店	营业收入(万元)		19,889.42	24,578.47	29,494.16
	YOY (%)			23.58%	20.00%
	毛利率 (%)			27.49%	27.50%
汇金超市	营业收入(万元)	19,429.40	19,336.85	22,455.98	22,905.10
	YOY (%)	-4.24%	-0.48%	16.13%	2.00%
	毛利率 (%)	18.81%	17.48%	16.94%	17.00%

资料来源: 公司招股说明书, 东北证券

未来发展方面, 公司将在夯实基础的条件下展开有序的外延扩张, 力争到2013年末, 将以“汇金百货”为品牌的“时尚百货”在上海地区发展到2-4家, 条件成熟以后, 再以知识产权输出等形式向长三角消费能级较高的一线城市扩展1-2家; 以“上海六百”为品牌的“社区百货”在上海地区的发展目标为2-3家; 作为徐家汇地区的老牌商业零售企业, 汇联商厦将坚持“工薪实惠”的品牌特色, 继续发挥徐家汇商圈的占位优势, 做稳做强符合工薪阶层需求的中低档服饰销售及消费者认同度高的各类散装食品零售业务; 汇金超市则采取与百货店结伴发展为主、辅以中高档社区开设门店的发展策略, 力争到2013年末在上海地区的门店总数达到5-8家。

4. 募集资金投资项目分析

公司本次拟公开发行不超过7,000万股人民币普通股(A股), 募集资金主要将用于建设汇金百货虹桥店及收购汇金百货27.5%的股权。

表7: 公司募集资金投资项目

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
2	收购汇金百货 27.5%的股权	49000 万元	49000 万元	发改贸[2008]012 号
	合计	122642 万元	90642 万元	

资料来源: 公司招股说明书, 东北证券

汇金百货虹桥店位于虹桥商圈核心位置, 该区域聚集了众多大中型的商业场所和商业设施, 地理位置及环境优越。虹桥商圈的再造工程完成后, 其整体经营环境、商场客流、商业气氛、竞争能力等方面将得到大幅度提升, 公司通过建设汇金百货虹桥店, 将为公司的可持续发展提供充足的保证, 并且拥有虹桥物业将可以充分享受虹桥商圈的资产增值空间。2009年, 汇金百货虹桥店实现净利润为415.40万元, 2010年实现净利润1,143.90万元。

表8: 虹桥店盈利预测

年份	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
营业收入	25,763.32	32,448.55	40,515.69	48,612.02	58,276.35
营业利润	784.25	2,480.30	4,165.67	6,225.23	8,592.64
净利润	588.18	1,860.23	3,124.25	4,668.93	6,444.48
年份	第六年	第七年	第八年	第九年	第十年
营业收入	69,885.62	76,901.18	84,524.32	92,948.75	98,508.87
营业利润	11,169.32	12,751.88	15,106.91	17,051.60	18,398.87
净利润	8,376.99	9,563.91	11,330.18	12,788.70	13,799.15

资料来源: 公司招股说明书, 东北证券

汇金百货徐汇店一直是发行人最主要的收入和利润来源, 并且随着国民收入的增长, 居民消费能力的增强, 以及轨道交通的进一步辐射作用(徐家汇地区将在现有地铁一号线的基础上增加九号线和十一号线, 并成为上海轨道交通三站换乘枢纽之一), 徐家汇商圈的综合竞争力有望得到进一步强化; 作为徐家汇商圈的主要零售百货企业, 汇金百货盈利能力在未来将得到进一步提升。收购汇金股权将提高公司盈利能力及提高公司决策效率和战略实施能力, 有利于实现公司向连锁百货方向发展的战略目标, 提高决策效率, 确保公司战略意图的顺利执行。

5. 盈利预测与价值区间

不考虑可能存在的百货门店扩张情况, 我们预计公司2011-2013年每股收益分别为0.61元、0.68元和0.74元, 参照同类上市公司及考虑到未来3年中的可能扩张, 我们认为公司2011年市盈率在25-32倍之间比较合理, 对应合理价位为15.25-19.52元。

表9: 可比上市公司估值

证券代码	证券简称	PE (2009)	PE (2010E)	PE (2011E)
600729.SH	重庆百货	92.74	41.15	33.68
000564.SZ	西安民生	45.45	38.75	29.41
002419.SZ	天虹商场	49.95	37.50	28.29
600778.SH	友好集团	64.71	35.45	27.78
002277.SZ	友阿股份	56.29	36.47	27.19
000417.SZ	合肥百货	42.58	31.67	25.94
600814.SH	杭州解百	38.92	31.50	25.83
600697.SH	欧亚集团	33.83	33.37	25.57
600628.SH	新世界	34.39	28.39	25.36
000516.SZ	开元控股	52.98	25.58	25.00
000785.SZ	武汉中商	40.50	33.98	23.43
600858.SH	银座股份	43.02	35.06	23.32
600693.SH	东百集团	36.62	30.16	23.05
000501.SZ	鄂武商 A	36.79	28.55	22.99
000987.SZ	广州友谊	31.02	27.18	21.53
000715.SZ	中兴商业	44.42	55.71	21.45
600785.SH	新华百货	33.34	24.86	20.22
	平均	45.74	33.84	25.30

资料来源: wind, 东北证券

表10: 公司利润表预测

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31
营业收入	204,471.69	221,514.68	238,516.51	258,045.72
营业成本	146,101.01	157,717.27	170,009.05	184,053.50
营业税金及附加	2,133.91	2,311.78	2,489.21	2,693.02
主营业务利润	56,236.77	61,485.63	66,018.24	71,299.20
销售费用	7,498.87	8,240.35	8,825.11	9,496.08
管理费用	15,503.56	16,835.12	17,888.74	19,095.38
财务费用	1,810.40	0.00	0.00	0.00
营业利润	31,500.77	36,410.17	39,304.39	42,707.74
营业外收支净额	345.91	0.00	0.00	0.00
利润总额	31,846.67	36,410.17	39,304.39	42,707.74
所得税费用	7,986.02	9,102.54	9,826.10	10,676.93
归属母公司净利润	19,421.70	25,197.69	28,213.86	30,731.62
每股收益 (元)	0.47	0.61	0.68	0.74

数据来源: 公司公告, 东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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或征价。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。本报告版权归我公司所有。