

徐家汇 (002561)

中性/首次评级

股价: RMB18.44

分析师

耿邦昊
SAC 执业证书编号:S1000510120052
(0755)8208 0081
gengbh@mail.htlthsc.com.cn

联系人

洪涛
(0755)2380 5948
hongtao@mail.htlthsc.com.cn

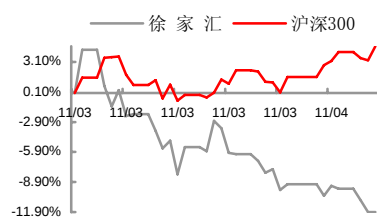
相关研究

《老牌百货，重焕生机》-20110217

基础数据

总股本 (百万股)	416
流通 A 股 (百万股)	416
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	7,667

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

静待虹桥商圈成熟

- 公司今日公布 2011 年一季报, 实现营业收入 6.12 亿元, 同比增长 15.49%, 基本来自同店增长 (公司近两年未新开门店); 归属母公司净利润 6382 万元, 或 EPS=0.15 元, 同比增长 16.03%。
- 公司一季度销售毛利率 28.57%, 三项费用率 10.51%, 均同比微降, 下降幅度相抵; 归属母公司净利率 10.43%, 同比小幅上升, 主要原因是少数股东权益比例的减少以及政府补贴收入的增加。
- 公司目前拥有 4 家百货店和 5 家超市, 其中 3 家百货老店位于徐家汇商圈, 1 家百货新店位于虹桥商圈。除 3 家超市外均为自有物业, 地处核心商圈, 具有极高的重估价值。
- 公司汇金虹桥店于 08 年底开业, 第一年即实现盈利。该店近两年利润率逐步提升 (09 年为 2.7%, 10 年为 6.2%), 但与同为自有物业, 开业时间更长, 所处商圈更成熟的徐家汇三个门店 15% 以上的利润率相比, 仍有较大的提升空间。随着虹桥商圈的进一步培育, 汇金店或将成为一个与汇金徐汇店等量齐观的重要利润来源。
- 考虑到去年 5-10 月举办的世博会效应, 我们预计今年 2-4 季度单季收入及利润同比增速较一季度将有一定程度的下滑。公司目前未有新开门店计划, 我们维持此前的业绩预测: 11-13 年收入分别为 21.6、23.1、24.8 亿元, 归属母公司净利润分别为 2.4、2.64 和 2.89 亿元, EPS=0.58、0.64 和 0.69 元。目前股价对应 PE 分别为 32、29 和 27 倍。
- 公司作为上海老字号百货, 占据核心商圈优质物业, 具有极高的品牌价值 and 物业价值, 尽享上海发展。考虑到主流百货板块动态 PE 历史中枢为 30 倍, 目前仅为 22 倍, 处于历史相对低位, 首次给予公司中性评级。
- 风险提示: 世博会效应退去后, 上海整体消费能力下滑; 虹桥商圈培育进程抵御预期。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2044.7	2162.1	2307.8	2475.7
(+/-%)	10.0	5.7	6.7	7.3
归属母公司净利润(万元)	194.2	239.7	264.5	288.9
(+/-%)	9.3	23.4	10.3	9.3
EPS(元)	0.47	0.58	0.64	0.69
P/E(倍)	39.5	32.8	29.0	26.5

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

表格 1：公司门店经营情况预测

主要门店	2010	2011E	2012E	2013E
汇金百货徐家汇				
营业收入	95,885	99,720	105,704	113,103
同比增长	11.3%	4.0%	6%	7%
毛利	24,817	26326.2	27958.6	29972.3
毛利率	25.88%	26.40%	26.45%	26.50%
上海六百				
营业收入	50,965	53,259	56,454	59,842
同比增长	7.1%	4.5%	6.0%	6.0%
毛利	15,090	15844.5	16879.9	17952.5
毛利率	29.61%	29.75%	29.90%	30.00%
汇联商厦				
营业收入	22,335	22,782	23,465	24,169
同比增长	3.3%	2.0%	3.0%	3.0%
毛利	6,639	6777.6	7016.1	7226.6
毛利率	29.73%	29.75%	29.90%	29.90%
汇金百货虹桥店				
营业收入	24,578	29,494	34,802	41,067
同比增长	23.6%	20.0%	18.0%	18.0%
毛利	6,756	8110.7	9588.1	11334.5
毛利率	27.49%	27.50%	27.55%	27.60%
超市				
营业收入	22,456	23,354	23,821	24,060
同比增长	16.1%	4.00%	2.00%	1.00%
毛利	3,805	3958.5	4037.7	4078.1
毛利率	16.94%	16.95%	16.95%	16.95%

资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

风险提示

- 1、世博会效应退去后，上海整体消费能力下滑；
- 2、虹桥商圈培育进程抵御预期。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	350	1571	1908	2277	营业收入	2045	2162	2308	2476
现金	85	1503	1835	2199	营业成本	1461	1539	1640	1757
应收账款	18	19	20	22	营业税金及附加	21	22	23	25
其他应收款	13	14	15	16	营业费用	75	79	83	88
预付账款	6	5	5	5	管理费用	155	163	173	185
存货	29	31	33	35	财务费用	18	3	(2)	(5)
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	1220	1190	1178	1165	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	30	30	30	30	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	683	653	641	627	营业利润	315	356	390	426
无形资产	456	456	456	456	营业外收入	4	0	0	0
其他非流动资产	51	51	51	51	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1 71	2761	3086	3441	利润总额	318	356	390	426
流动负债	515	452	484	520	所得税	80	89	98	106
短期借款	109	0	0	0	净利润	239	267	293	319
应付账款	254	265	283	303	少数股东损益	44	28	28	30
其他流动负债	152	187	201	217	归属母公司净利	194	240	264	289
非流动负债	59	59	59	59	EBITDA	365	400	410	444
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.56	0.58	0.64	0.69
其他非流动负	59	59	59	59	主要财务比率				
负债合计	575	511	543	579	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	133	161	189	219	成长能力				
股本	346	416	416	416	营业收入	10.0%	5.7%	6.7%	7.3%
资本公积	10	927	927	927	营业利润	12.5%	13.1%	9.5%	9.1%
留存收益	507	747	1011	1300	归属母公司净利	9.3%	23.4%	10.3%	9.3%
归属母公司股	996	2250	2543	2862	获利能力				
负债和股东权	1571	2761	3086	3441	毛利率(%)	28.5%	28.8%	28.9%	29.0
现金流量表					净利率(%)	9.5%	0.0%	0.0%	9.5%
单位:百万元					ROE(%)	22.5%	11.5%	11.2%	10.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)				
经营活动现金	302	353	340	369	偿债能力				
净利润	194	240	264	289	资产负债率(%)	37%	19%	18%	17%
折旧摊销	194	240	264	289	净负债比率(%)				
财务费用	18	3	(2)	(5)	流动比率	0.7	3.5	3.9	4.4
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.6	3.4	3.9	4.3
营运资金变动	0	43	27	31	营运能力				
其他经营现金	(105)	(172)	(214)	(235)	总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2
投资活动现金	(47)	(10)	(10)	(10)	应收账款周转率	30.7	29.1	29.3	29.4
资本支出	(4)	(10)	(10)	(10)	应付账款周转率	1.5	1.5	1.5	1.5
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	(51)	(20)	(20)	(20)	每股收益(最新)	0.6	0.6	0.6	0.7
筹资活动现金	(208)	875	2	5	每股经营现金流	0.9	0.8	0.8	0.9
短期借款	0	(109)	0	0	每股净资产(最	2.5	5.0	5.7	6.4
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	70	0	0	P/E	33	32	29	27
资本公积增加	0	917	0	0	P/B	7	4	3	3
其他筹资现金	(208)	(3)	2	5	EV/EBITDA	15	14	12	10
现金净增加额	(2)	1218	332	364					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn