

徐家汇 (002561.SZ) 批发和零售贸易

业绩符合预期，股权并表贡献较多利润

公司研究简报

◆业绩符合预期，1H2011 净利润增速 22.93%:

1H2011公司实现营业收入10.79亿元，同比增长11.47%，归属母公司净利润1.15亿元(全面摊薄后EPS=0.28元)，同比增长22.93%。公司业绩基本符合我们中报EPS0.29元和净利润增速26%的预测。公司二季度净利润增速较一季度16.03%的增速更高，主要来自于本期收购子公司上海汇金百货有限公司27.5%少数股东权益，并表后归属于母公司净利润有所增加。

◆世博会效应导致 2Q 单季营业收入同比增速放缓:

公司二季度单季营业收入4.67亿元，净利润0.51亿，分别较去年同期增长6.61%和32.89%。我们认为较为缓慢的营业收入增长主要是由于去年5-10月举办世博会，一次性销售基数较大所致。而较高的净利润增速则是由于汇金百货徐汇店并表导致，根据中报披露1H2011汇金百货徐汇店净利润6477万元推算，若扣除27.5%的并表收益，预计公司1H2011净利润增速约在4%左右 $(11454-6477*27.5\%)/9317-1=3.82\%$ 。

◆毛利率基本持平，期间费用率略有下降:

1H2011期间公司毛利率下降0.04个百分点至28.75%，但主营百货毛利率同比增长0.38个百分点至23.94%。公司毛利率基本持平，符合我们的预期，考虑到目前百货店整体黄金珠宝销售占比的上升，维持全年综合毛利率28.34%的预测。我们同时认为，公司较强的区域垄断优势使得旗下百货门店具有更强的谈判优势，导致公司近几年百货毛利率远远高于同行平均水平。

1H2011公司期间费用率11.42%，同比下降0.50个百分点，其中销售/管理/财务费用率分别同比变化为0.33/-0.13/-0.70个百分点至3.80%/7.38%/0.23%，我们认为徐家汇商城的三费控制较为得当，在公司治理和经营能力上仍然处于行业内中上游水平。未来随着财务费用率的继续下降，我们认为期间费用率下降趋势仍然值得期待。

◆维持中性评级，短期估值没有吸引力:

我们维持公司2011-2013年EPS分别为0.60/0.66/0.72元的预测，以2010年为基期未来三年复合增长率为15.5%，认为六个月公司合理价值为13.20元，对应2012年20倍市盈率。我们认为公司今年净利润增速主要归因于汇金徐汇店的一次性并表因素，而非主营业绩的较高质量提升，未来公司外延扩张性较慢的问题将限制未来公司估值的提升，维持中性评级不变。

◆风险提示:

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

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	2,278	2,487	2,788
营业收入增长率	6.61%	10.01%	11.41%	9.20%	12.06%
净利润(百万元)	178	194	251	275	300
净利润增长率	1.22%	9.30%	29.12%	9.51%	9.08%
EPS(元)	0.43	0.47	0.60	0.66	0.72
ROE(归属母公司)	23.00%	22.51%	11.23%	10.95%	10.67%

中性(维持)

当前价/目标价: 15.28/13.20元

目标期限: 6个月

分析师

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号: S0930510120009)

021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

市场数据

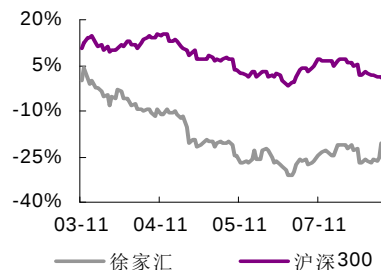
总股本(亿股): 4.16

总市值(亿元): 63.53

一年最低/最高(元): 14.40/22.87

近3月换手率: 30.33%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	5.68	2.40	0.00
绝对	-4.32	-7.95	0.00

相关研报

徐家汇商城: 依靠内生增长发展, 股权并表为主要利润增长点--公司调研简报

..... 2011-06-27

徐家汇商城: 业绩略低于预期, 三费控制较为得当---1Q2011 季报点评

..... 2011-04-14

徐家汇商城: 坐拥上海黄金商圈, 门店错位经营得当---新股深度报告

..... 2011-02-21

P/E	36	33	25	23	21
-----	----	----	----	----	----

图表 1：徐家汇商城 EPS 预测拆分

2006-2013 年徐家汇商城 EPS 拆分 (2011 年 6 月 27 日更新)

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
百货	0.36	0.41	0.39	0.38	0.43	0.56	0.62	0.67
汇金徐汇店	0.17	0.17	0.18	0.19	0.21	0.32	0.36	0.41
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	0.05	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	-0.01
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	0.60	0.66	0.72

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

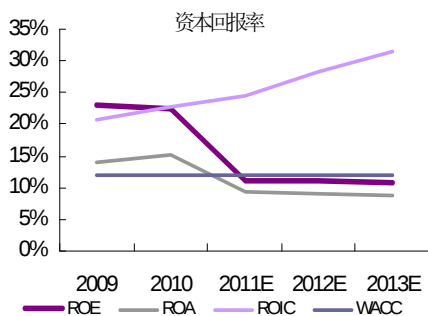
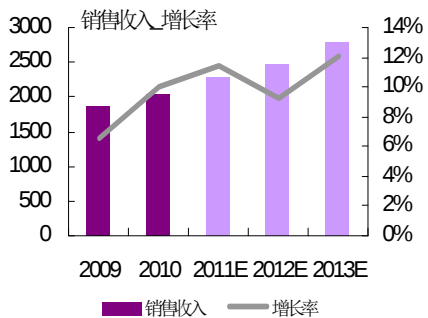
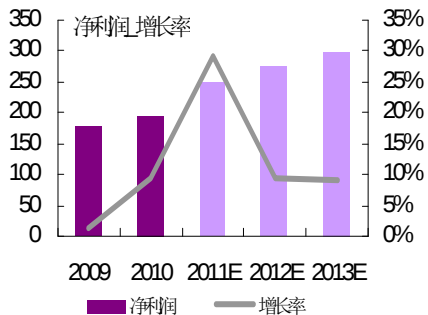
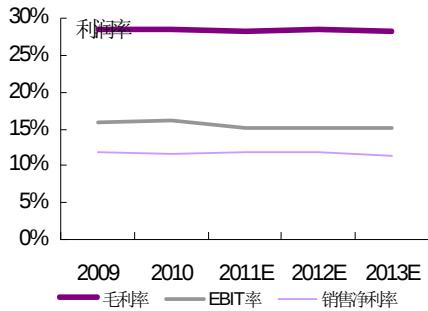
图表 2：汇金徐汇店仍然是公司的主力门店

1H2011 公司子公司营业收入及净利润情况

单位：万元	本企业持股比例	本期营业收入总额	本期归属公司净利润 ¹	占公司净利润比重%
上海汇金百货有限公司	100.00%	48,241.77	6476.64	56.55%
上海汇金六百超市有限公司	72.50%	12,654.88	425.10	3.71%
上海汇联商厦有限公司	77.20%	12,490.23	1325.86	11.58%
上海汇金物业管理有限公司	51.00%	270.01	-29.12	-0.25%
上海浩香驰贸易有限公司	77.20%	-	0.28	0.00%
上海汇金百货虹桥有限公司	100.00%	12,790.01	582.64	5.09%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

¹ 已考虑少数股东权益因素。



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,859	2,045	2,278	2,487	2,788
营业成本	1,331	1,461	1,632	1,780	1,997
折旧和摊销	37	39	80	82	84
营业税费	21	21	25	27	31
销售费用	70	75	93	102	114
管理费用	140	155	185	201	226
财务费用	20	18	-17	-15	-6
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	361	393	426
利润总额	289	318	361	393	426
少数股东损益	41	44	20	20	20
归属母公司净利润	177.69	194.22	250.77	274.61	299.54

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,550	1,571	2,913	3,268	3,642
流动资产	297	350	1,723	2,109	2,487
货币资金	239	285	1,645	2,024	2,393
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	15	18	20	22	25
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	15	13	18	20	22
存货	24	29	33	36	40
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	526	586	641
无息负债	483	466	526	586	641
有息负债	169	109	0	0	0
股东权益	898	996	2,387	2,681	3,001
股本	346	346	416	416	416
公积金	82	99	1,174	1,201	1,231
未分配利润	344	419	644	892	1,161
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	376	409	436
净利润	178	194	251	275	300
折旧摊销	37	39	80	82	84
净营运资金增加	1	54	-10	-17	6
其他	34	15	55	70	46
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	1,033	19	12
股本变化	0	0	70	0	0
债务净变化	-35	-60	-109	0	0
无息负债变化	2	-18	61	60	55
净现金流	65	46	1,360	379	368

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%	11.41%	9.20%	12.06%
净利润增长率	1.22%	9.30%	29.12%	9.51%	9.08%
EBITDA 增长率	-4.03%	12.01%	13.83%	8.45%	9.75%
EBIT 增长率	-3.75%	12.65%	3.07%	10.04%	11.28%
估值指标					
PE	36	33	25	23	21
PB	8	7	3	3	2
EV/EBITDA	17	15	13	11	9
EV/EBIT	19	17	16	13	11
EV/NOPLAT	26	23	21	18	15
EV/Sales	3	3	2	2	2
EV/IC	5	5	5	5	5
盈利能力 (%)					
毛利率	28.37%	28.55%	28.34%	28.45%	28.35%
EBITDA 率	17.85%	18.17%	18.57%	18.44%	18.06%
EBIT 率	15.87%	16.25%	15.04%	15.15%	15.05%
税前净利润率	15.55%	15.58%	15.85%	15.79%	15.28%
税后净利润率 (归属母公	9.56%	9.50%	11.01%	11.04%	10.75%
ROA	14.09%	15.19%	9.30%	9.02%	8.77%
ROE (归属母公司) (摊	23.00%	22.51%	11.23%	10.95%	10.67%
经营性 ROIC	20.75%	22.70%	24.39%	28.27%	31.58%
偿债能力					
流动比率	0.50	0.68	3.71	4.06	4.37
速动比率	0.46	0.62	3.64	3.99	4.30
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					
EPS	0.43	0.47	0.60	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	0.60	0.73	0.90	0.98	1.05
每股自由现金流(FCFF)	0.56	0.44	0.72	0.80	0.75
每股净资产	1.86	2.08	5.37	6.03	6.75
每股销售收入	4.47	4.92	5.48	5.98	6.70

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

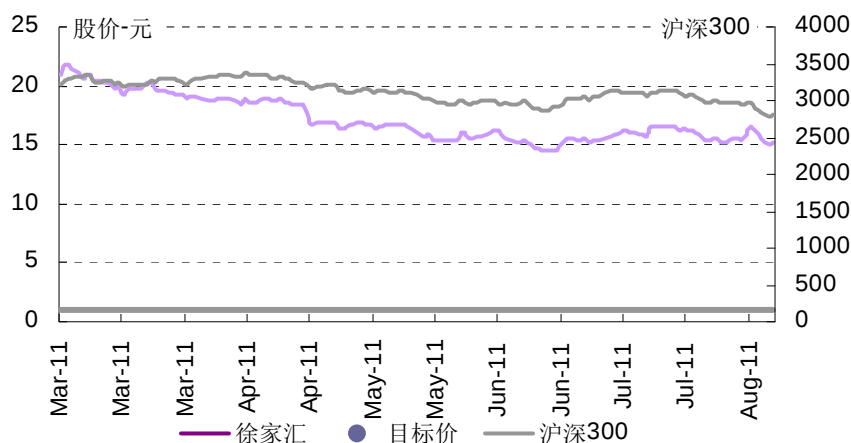
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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。

投资建议历史表现图

徐家汇（002561）



日期	股价	目标价	评级
2011-02-20	20.93	15.40	无评级
2011-04-14	18.91	14.75	中性
2011-06-27	15.57	13.20	中性

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：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。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

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，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容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。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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。

光大证券股份有限公司研究所

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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com