

暂无评级

徐家汇 (002561)

2011 年 10 月 19 日

前三季度 30%以上净利润增速主要来自少数股权并表及一次性投资收益

2011 年 10 月 18 日收盘于: 14.33 元

合理价值区间: 15.27 元-19.55 元 (对应 11 年 25-32 倍 PE)

批发和零售贸易行业首席分析师: 路 颖

SAC 执业证书编号: S0850511010009

luying@htsec.com

021-23219403

潘 鹤

SAC 执业证书编号: S0850511010038

panh@htsec.com

021-23219423

汪立亭

SAC 执业证书编号: S0850511040005

wanglt@htsec.com

021-23219399

联系人: 李宏科

lhk6064@htsec.com

021-23219671

公司今日 (2011 年 10 月 19 日) 发布 2011 年三季报。2011 年 1-9 月公司实现营业收入 15.64 亿元, 同比增 8.69%, 实现营业利润 2.59 亿元, 同比增长 15.26%, 实现归属于母公司的净利润 1.78 亿元, 同比增长 30.05%。其中, 2011 年三季度实现营业收入 4.85 亿元, 同比增长 2.97%, 实现营业利润 8560 万元, 同比增长 19.67%, 实现归属于母公司的净利润 6305 万元, 同比增长 45.34% (我们测算, 若扣除投资收益和收购少数股权并表的影响, 公司前三季度和三季度归属母公司实际经营性净利润约同比分别增长 11.4%和 3.5%)。

公司 11 年前三季度实现摊薄每股收益 0.427 元 (其中三季度为 0.152 元), 净资产收益率 12.01%, 每股经营性现金流为 0.42 元。

公司同时公告了对 2011 全年的经营业绩预计: 预计 2011 年归属于上市公司股东的净利润同比增幅为 10%-35%, 即在 2.14 亿元和 2.62 亿元之间, 每股收益区间为 0.51-0.63 元。

简评和投资建议。

从分拆的季度损益表看 (参见表 1), 公司 1-9 月营业收入同比增长 8.69%, 其中第三季度增速 2.97%; 前三季度逐季递减的收入增速主要是受到去年世博会较高基数及今年明码标价等政策的影响; 公司 1-9 月综合毛利率同比下降 0.09 个百分点, 其中三季度下降 0.17 个百分点。

此外, 公司 1-9 月销售费用率同比增加 0.43 个百分点, 管理费用率同比减少 0.11 个百分点, 从绝对数上看, 公司销售和管理费用率仍保持在 11.65% 的行业较低水平; 由于募集资金归还部分银行贷款, 公司 1-9 月财务费用大幅减少 1108 万元。

公司三季度确认子公司清算收益 1300 多万导致投资收益大幅提升, 抵消了毛利率下滑和费用率上升的影响, 并使前三季度和三季度营业利润分别实现 19.67% 和 15.26% 的较好增长; 扣除投资收益影响, 我们测算这两项增速分别为 9.06% 和 0.70%。

此外, 公司于 3 月份开始收购并表上海汇金百货有限公司 27.5% 少数股东权益 (预计二、三季度分别增厚归属母公司净利润 700 和 800 万元), 受益于一次性投资收益和收购少数股权带来的并表收益, 公司前三季度和三季度的归属于母公司净利润同比分别增长 30.05% 和 45.34%; 我们测算, 若扣除投资收益和收购少数股权的影响, 公司前三季度和三季度归属母公司实际经营性净利润约同比分别增长 11.4% 和 3.5%。

我们维持对公司 2011-13 年摊薄每股收益 0.61 元、0.68 元和 0.74 元的预测 (参见表 2); 公司 2011 年 10 月 18 日收盘价为 14.33 元, 对应 2011-13 年 PE 分别为 23.5、21.1 和 19.4 倍, PE 估值相对合理; 但从市销率来看, 公司目前市值为 60 亿元, 对应 2011 年近 22 亿元的销售收入, 动态 PS 为 2.7 倍, 高于行业平均水平。

风险和不确定性: (1) 上海市百货业激烈的竞争环境; (2) 虹桥商圈的发展前景; (3) 外延扩张的影响等。

表 1 单季度合并损益表分析（2010-3Q2011）

	1Q2010	2Q2010	3Q2010	1Q2011	2Q2011	3Q2011	1-3Q2010	1-3Q2011
营业总收入（万元）	53001	43765	47141	61210	46657	48542	143907	156409
同比增长（%）				15.49	6.61	2.97		8.69
营业总成本（万元）	43923	37460	39973	50871	39620	41323	121356	131814
营业成本（万元）	37701	31206	33321	43722	33136	34396	102228	111254
营业成本/营业收入（%）	71.13	71.30	70.68	71.43	71.02	70.86	71.04	71.13
营业税金及附加（万元）	499	446	526	714	604	782	1471	2101
营业税金及附加/营业收入（%）	0.94	1.02	1.12	1.17	1.30	1.61	1.02	1.34
销售费用（万元）	1642	1721	1557	2104	1998	1913	4920	6016
销售费用/营业收入（%）	3.10	3.93	3.30	3.44	4.28	3.94	3.42	3.85
管理费用（万元）	3639	3627	4132	4060	3901	4251	11397	12212
管理费用/营业收入（%）	6.87	8.29	8.76	6.63	8.36	8.76	7.92	7.81
财务费用（万元）	443	461	437	271	-19	-19	1341	233
资产减值损失（万元）	0	0	0	0	0	0	0	0
非经营性净收益（万元）	-41	-7	-16	-11	-6	1341	-64	1324
营业利润（万元）	9036	6298	7153	10327	7031	8560	22487	25918
同比增长（%）				14.28	11.63	19.67		15.26
营业外收入（万元）	11	69	98	47	38	174	178	259
营业外支出（万元）	8	8	-5	4	2	7	11	13
利润总额（万元）	9040	6360	7255	10370	7068	8727	22655	26165
同比增长（%）				14.71	11.14	20.29		15.50
所得税费用（万元）	2284	1588	1834	2620	1747	2200	5706	6567
有效所得税率（%）	25.26	24.98	25.27	25.27	24.72	25.20	25.19	25.10
净利润（万元）	6756	4771	5422	7749	5321	6528	16949	19598
同比增长（%）				14.70	11.52	20.41		15.63
净利润率（%）	12.75	10.90	11.50	12.66	11.40	13.45	11.78	12.53
归属于母公司所有者的净利润（万元）	5501	3816	4338	6382	5071	6305	13655	17758
同比增长（%）				16.03	32.89	45.34		30.05
少数股东损益（万元）	1255	955	1084	1367	249	223	3294	1839
摊薄每股收益（元）	0.132	0.092	0.104	0.154	0.122	0.152	0.328	0.427

资料来源：公司 1Q2010-3Q2011 年（季）度报告，海通证券研究所

表 2 公司损益表预测（2011-2013E）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入（万元）	174342	185870	204472	217803	234100	252248
同比增长（%）	5.73	6.61	10.01	6.52	7.48	7.75
营业总成本（万元）	146257	158362	173048	181820	194791	209618
营业成本（万元）	123801	133143	146101	154730	166260	179045
营业成本/营业收入（%）	71.01	71.63	71.45	71.04	71.02	70.98
营业税金及附加（万元）	1822	2062	2134	2178	2341	2522
营业税金及附加/营业收入（%）	1.04	1.11	1.04	1.00	1.00	1.00
销售费用（万元）	5272	6993	7499	8102	8638	9232
销售费用/营业收入（%）	3.02	3.76	3.67	3.72	3.69	3.66
管理费用（万元）	12796	13975	15504	16509	17651	18919
管理费用/营业收入（%）	7.34	7.52	7.58	7.58	7.54	7.50
财务费用（万元）	2566	1994	1810	300	-100	-100

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

资产减值损失（万元）	0	195	0	0	0	0
非经营性净收益（万元）	132	501	77	50	0	0
营业利润（万元）	28216	28009	31501	36033	39310	42630
同比增长（%）	-22.23	-0.73	12.46	14.39	9.09	8.45
营业外收入（万元）	756	905	378	300	0	0
营业外支出（万元）	102	14	32	0	0	0
利润总额（万元）	28870	28900	31847	36333	39310	42630
同比增长（%）	-22.32	0.11	10.19	14.09	8.19	8.45
所得税费用（万元）	7176	7062	7986	9083	9827	10657
有效所得税率（%）	24.86	24.44	25.08	25.00	25.00	25.00
净利润（万元）	21694	21838	23861	27250	29482	31972
同比增长（%）	-13.05	0.66	9.26	14.20	8.19	8.45
净利率（%）	12.44	11.75	11.67	12.51	12.59	12.67
归属于母公司所有者的净利润（万元）	17555	17769	19422	25400	28296	30715
同比增长（%）	-17.30	1.22	9.30	30.78	11.40	8.55
少数股东损益（万元）	4139	4069	4439	1850	1186	1257
摊薄每股收益（元）	0.422	0.427	0.467	0.611	0.681	0.739

资料来源：海通证券研究所

相关报告：

徐家汇 2011 半年报点评：公司净利润增长 22%以上，主要来自二季度收购汇金百货的少数股权，暂无评级 20110810

徐家汇 2011 一季报点评：一季度净利润同比增长 16%以上符合预期，暂无评级 20110414

徐家汇新股投资价值分析报告：地处时尚之都的“商业明珠” 20110214

信息披露

分析师声明

路 颖：批发和零售贸易行业

潘 鹤：批发和零售贸易行业

汪立亭：批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：苏宁电器（002024.SZ）、永辉超市（601933.SH）、中百集团（000759.SZ）、步步高（002251.SZ）、新华都（002264.SZ）、人人乐（002336.SZ）、华联综超（600361.SH）、友谊股份（600827.SH）、天虹商场（002419.SZ）、大厦股份（600327.SH）、新世界（600628.SH）、中兴商业（000715.SZ）、南京中商（600280.SH）、合肥百货（000417.SZ）、广州友谊（000987.SZ）、广百股份（002187.SZ）、欧亚集团（600697.SH）、重庆百货（600729.SH）、银座股份（600858.SH）、东百集团（600693.SH）、鄂武商（000501.SZ）、新华百货（600785.SH）、开元投资（000516.SZ）、友阿股份（002277.SZ）、友好集团（600778.SH）、西安民生（000564.SZ）、成商集团（600828.SH）、文峰股份（601010.SH）、农产品（000061.SZ）、小商品城（600415.SH）、海宁皮城（002344.SZ）

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	类别	评级	说明
	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
		增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
		中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明