

徐家汇 (002561.SZ) 批发和零售贸易

业绩符合预期，并表汇金百货股权增厚当期业绩

公司研究简报

◆业绩符合预期，2011 年净利润增速 31.14%:

2011 年公司实现营业收入 21.88 亿元，同比增长 6.99%，归属母公司净利润 2.55 亿元（全面摊薄后 EPS=0.61 元），同比增长 31.14%，而扣非后归属母公司净利润为 2.38 亿元（全面摊薄后 EPS=0.57 元），业绩基本符合我们之前 EPS 0.60 元的预测。

◆当期并表汇金百货 27.5% 股权，支撑净利润高速增长:

公司营业收入增长较为缓慢，三、四季度同比分别仅增长 2.97%/2.94%，主要原因是去年 5 月 1 日至 10 月 31 日上海举办世博会，收入基数过高导致。而公司净利润增速远超收入增速达 31.14%，主要是由于三方面因素：1) 公司本期确认子公司清算收益，该清算收益计入非流动资产处置损益，利得为 1311 万元，扣非后公司净利润为 2.38 亿元，同比增速 23.94%。2) 公司自 4 月 1 日起，对汇金徐汇店 27.5% 的少数股东权益进行并表，而汇金徐汇店对公司利润贡献较大，2011 年净利润达 12640 万元，我们假定该店第 2、3、4 三个季度净利润为 9200 万元¹，则推算由并表因素增加的母公司净利润约为 2530 万元，扣除并表因素后，公司扣非后的净利润增速约为 10.76%。3) 公司地处核心黄金商圈，在四季度零售行业整体经营普遍下滑的背景下，通过打折促销（4Q 单季毛利率较 3Q 环比下滑 1.37 个百分点至 27.78%），仍能维持利润增速稳步上升。

◆毛利率基本持平，财务费用率大幅下滑:

2011 年期间公司毛利率与去年基本持平，同比提高 0.01 个百分点至 28.56%。而期间费用率为 11.42%，同比下降 0.72 个百分点，其中销售/管理/财务费用率分别同比变化为 0.21/-0.01/-0.92 个百分点至 3.88%/7.57%/-0.03%。公司财务费用率大幅下降，主要是由于公司年初上市获得募投资金，银行借款利息支出减少及存款利息增加。我们认为徐家汇商城的三费控制较为得当，经营能力上仍然处于行业内中上游水平。

◆维持中性评级，外延扩张性较为欠缺:

我们调整公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.67/0.73/0.82 元（之前为 0.66/0.72/0.83 元），以 2011 年为基期未来三年复合增长率为 10.3%，认为六个月公司合理价值为 11.00 元，对应 2012 年 16.4 倍市盈率。公司自有物业比例高达 95.05%，目前商业地产价格和租金水平逐渐步入上升通道，公司在黄金商圈大量持有自有物业能有效应对租金上涨的压力，大大保障了公司净利润率水平。但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。

◆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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	2,045	2,188	2,327	2,540	2,809
营业收入增长率	10.01%	6.99%	6.36%	9.16%	10.58%
净利润（百万元）	194	255	278	304	342
净利润增长率	9.30%	31.14%	9.33%	9.32%	12.19%
EPS（元）	0.47	0.61	0.67	0.73	0.82
ROE（归属母公司）	22.51%	15.89%	14.81%	13.93%	13.52%
P/E	28	21	19	18	16

¹汇金百货 1H2011 净利润 6477 万元，2H2011 净利润 6163 万元

中性（维持）

当前价/目标价：12.85/11.00 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

联系人

梁江泽

021-22169312

liangjiz@ebsecn.com

市场数据

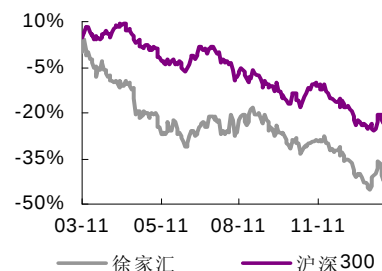
总股本(亿股)：4.16

总市值(亿元)：53.43

一年最低/最高(元)：11.10/22.87

近 3 月换手率：18.79%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	6.63	-1.67	0.00
绝对	11.68	-10.70	0.00

相关研报

徐家汇：业绩符合预期，较高利润增速为资产处置及并表所致

.....2011-10-18

徐家汇商城：业绩符合预期，股权并表贡献较多利润---1H2011 中报点评

.....2011-08-09

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

图表 1：徐家汇商城 EPS 预测拆分

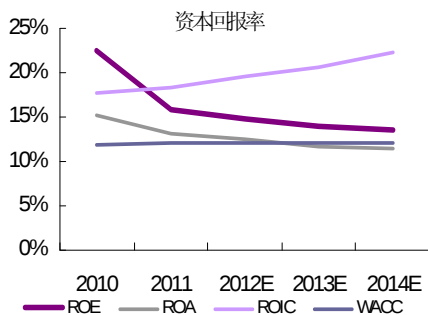
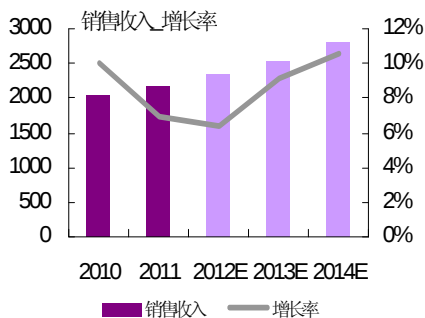
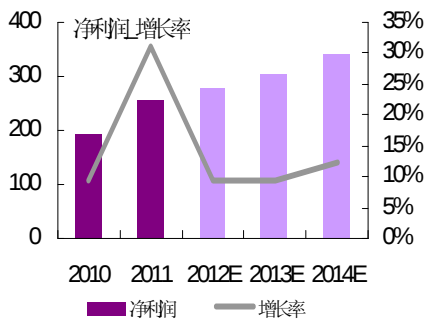
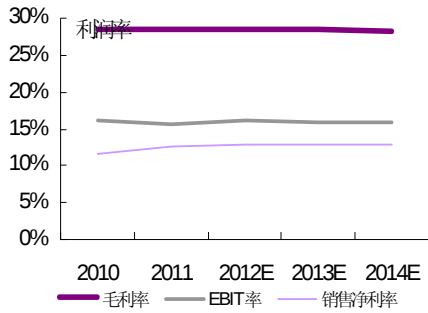
2006-2013 年徐家汇商城 EPS 拆分 (2012 年 1 月 31 日更新)

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
百货	0.41	0.39	0.38	0.43	0.56	0.63	0.69	0.77
汇金徐汇店	0.17	0.18	0.19	0.21	0.32	0.37	0.42	0.46
六百店	0.19	0.16	0.13	0.14	0.15	0.15	0.16	0.17
汇联店	0.05	0.05	0.06	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06
汇金虹桥店	0.00	0.00	0.01	0.03	0.04	0.05	0.06	0.08
新增门店	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.01	0.00
超市	0.02	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
其他公司业务	0.03	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
其他投资收益	0.05	0.00	0.01	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
合计	0.51	0.42	0.43	0.47	0.61	0.67	0.73	0.82

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

相关报告

- 20110221 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
- 20110414 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
- 20110627 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
- 20110809 徐家汇商城：业绩符合预期，股权并表贡献较多利润---1H2011 中报点评
- 20111018 徐家汇商城：业绩符合预期，较高利润增速为资产处置及并表所致---3Q2011 季报点评



利润表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,045	2,188	2,327	2,540	2,809
营业成本	1,461	1,563	1,662	1,818	2,017
折旧和摊销	39	40	22	22	21
营业税费	21	30	26	28	31
销售费用	75	85	86	97	104
管理费用	155	166	175	193	213
财务费用	18	-1	-9	-17	-27
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	15	1	1	1
营业利润	315	360	388	423	472
利润总额	318	369	398	433	482
少数股东损益	44	22	20	20	20
归属母公司净利润	194.22	254.69	278.46	304.43	341.55

资产负债表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
总资产	1,571	2,108	2,399	2,764	3,175
流动资产	350	907	1,210	1,587	2,009
货币资金	285	836	1,138	1,508	1,922
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	18	22	20	22	25
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	13	8	12	13	14
存货	29	34	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	30	38	38	38	38
固定资产	683	664	673	681	689
无形资产	456	444	422	401	381
总负债	575	480	473	513	562
无息负债	466	480	473	513	562
有息负债	109	0	0	0	0
股东权益	996	1,628	1,927	2,251	2,613
股本	346	416	416	416	416
公积金	99	670	697	728	762
未分配利润	419	517	768	1,042	1,349
少数股东权益	133	26	46	66	86

现金流量表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	302	302	301	360	393
净利润	194	255	278	304	342
折旧摊销	39	40	22	22	21
净营运资金增加	82	33	52	32	42
其他	-13	-26	-52	1	-12
投资活动产生现金流	-47	-505	-9	-9	-9
净资本支出	53	9	10	10	10
长期投资变化	30	38	0	0	0
其他资产变化	-130	-552	-19	-19	-19
融资活动现金流	-208	744	10	20	30
股本变化	0	70	0	0	0
债务净变化	-60	-109	0	0	0
无息负债变化	-18	15	-8	41	49
净现金流	46	540	302	370	414

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	10.01%	6.99%	6.36%	9.16%	10.58%
净利润增长率	9.30%	31.14%	9.33%	9.32%	12.19%
EBITDA 增长率	12.01%	3.34%	4.33%	6.34%	9.21%
EBIT 增长率	12.65%	3.58%	9.85%	6.86%	9.83%
估值指标					
PE	28	21	19	18	16
PB	6	3	3	2	2
EV/EBITDA	14	13	12	11	9
EV/EBIT	15	15	13	12	10
EV/NOPLAT	21	20	17	15	13
EV/Sales	3	2	2	2	2
EV/IC	4	4	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	28.55%	28.56%	28.55%	28.41%	28.20%
EBITDA 率	18.17%	17.55%	17.22%	16.77%	16.56%
EBIT 率	16.25%	15.74%	16.25%	15.91%	15.80%
税前净利润率	15.58%	16.88%	17.10%	17.03%	17.16%
税后净利润率 (归属母公	9.50%	11.64%	11.97%	11.99%	12.16%
ROA	15.19%	13.14%	12.44%	11.74%	11.39%
ROE (归属母公司) (摊	22.51%	15.89%	14.81%	13.93%	13.52%
经营性 ROIC	17.74%	18.31%	19.58%	20.66%	22.26%
偿债能力					
流动比率	0.68	2.15	2.93	3.51	4.03
速动比率	0.62	2.07	2.85	3.43	3.95
归属母公司权益/有息债务	7.92	-	-	-	-
有形资产/有息债务	9.75	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.47	0.61	0.67	0.73	0.82
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.73	0.73	0.72	0.86	0.95
每股自由现金流(FCFF)	0.37	0.61	0.59	0.68	0.73
每股净资产	2.08	3.85	4.52	5.26	6.08
每股销售收入	4.92	5.26	5.60	6.11	6.76

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

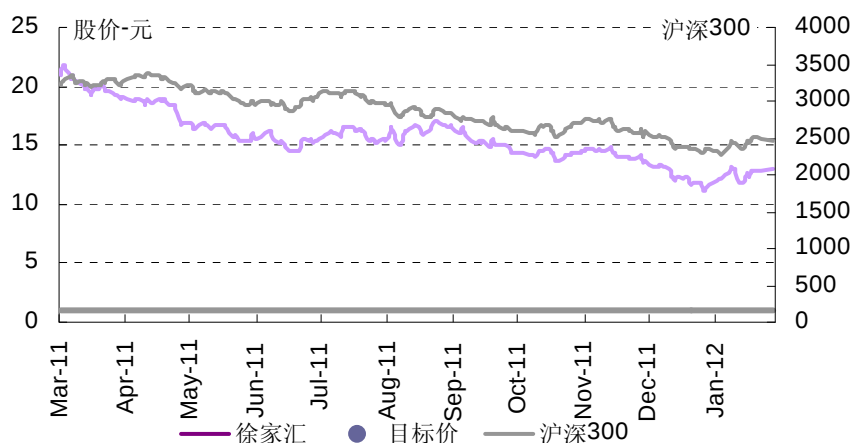
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿，毕业于德国波恩大学国民经济学，获得 CFA CAIA FRM 证书，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。2011 年获得商贸零售业“水晶球奖”第五名，“金牛奖”第五名，2011 年新财富最佳分析师商贸零售业第六名。优势：与上市公司关系紧密，专注基本面分析及客观研究，并从买方角度来研判。最熟悉的板块：百货和黄金珠宝。最熟悉的上市公司：明牌珠宝、老凤祥、潮宏基、友阿股份、合肥百货、开元控股、友谊股份。

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
2011-08-09	15.28	13.20	中性
2011-10-18	14.33	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	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	罗德锦	0755-83024064	13609618940	luodj@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com