

徐家汇 (002561)

中性/维持评级

股价: RMB14.33

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

《内生增长, 符合预期》-20111019

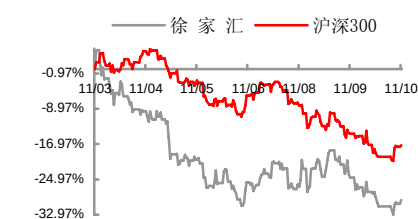
《静待虹桥商圈成熟》-20110414

《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)	6,124

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

徐家汇商圈增速放缓, 公司业绩符合预期

- 公司今日发布 2011 年三季报, 1-9 月实现营业收入 15.64 亿元, 同比增长 8.69% (其中 7-9 月实现收入 4.85 亿元, 同比增长仅 2.97%); 归属母公司净利润 1.78 亿元, 同比增长 30.05% (其中 7-9 月净利润 6305 万元, 同比增长 45.34%); 净利率持续提升至 11.38%。
- 三季度收入增速继续大幅下滑(Q1 为 15.5%>Q2 为 6.6%>Q3 为 2.97%), 主要原因仍是去年同期世博会效应导致的高基数所致, 另一方面上海市场消费者信心指数下滑也是其原因之一 (根据上海财经大学应用统计研究中心最新调查结果显示, 2011Q3 上海市消费者信心指数为 99, 环比下降 2.2, 同比下降 7.7)。
- 尽管收入增速下滑, 但净利润增速却持续提升, 其主要原因是公司上市后以募集资金收购的汇金百货 27.5% 的少数股东权益于 4 月 1 日起并表, 我们估算该店 4-9 月份实现净利润约 5000 万元 (上半年为 6477 万元), 剔除这一不可比因素, 公司 1-9 月份净利润增速为 20%。
- 公司 1-9 月毛利率 28.9%, 同比微降; 两费率 11.7%, 同比上升 0.4 个百分点, 主要由销售费用增长所致 (我们判断为世博效应退去, 公司相应地加大了打折促销力度); 财务费用率大幅下降 0.8 个百分点, 主要由于公司上市后偿还约 1 亿元的短期借款所致。
- 从今年国庆期间上海 10 个中心区的销售额数据来看, 作为老牌商业区的徐家汇区, 区内 19 家商场销售额 3.23 亿元, 排名第三, 但同比仅增长 10.2%, 增速排名最末。公司主要门店均位于该区域的核心地段, 仅靠现有门店的内生增长, 其业绩增速将趋缓, 未来亮点仍需看位于虹桥商圈的汇金虹桥店的成长。考虑到世博会于去年 10 月底结束, 我们预计今年四季度公司收入同比增速有望回升, 但从全年来看, 仍将有较大幅度的下滑。
- 维持公司 11-13 年 EPS=0.58、0.64 和 0.69 元的盈利预测 (公司预计 11 年净利润增速在 10%-35% 之间), 中性评级不变。
- 风险提示: 世博会效应退去; 上海整体消费增速下滑; 虹桥商圈培育期长。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(万元)	2044.7	2162.0	2308.0	2476.0
(+/-%)		5.7	6.8	7.3
归属母公司净利润(百万元)	194.2	242.0	265.0	286.0
(+/-%)		24.6	9.5	7.9
EPS(元)	0.47	0.58	0.64	0.69
P/E(倍)	30.5	24.7	22.4	20.8

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

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	1668	2024	2410	营业收入	2045	2162	2308	2476
现金	285	1600	1951	2332	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	-2	-10	-12
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	1115	1090	1065	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	30	0	0	0	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	683	659	634	608	营业利润	315	362	398	433
无形资产	456	456	456	456	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1571	2783	3114	3475	利润总额	318	362	398	433
流动负债	515	452	484	520	所得税	80	90	100	108
短期借款	109	0	0	0	净利润	239	271	299	325
应付账款	254	265	283	303	少数股东损益	44	29	34	39
其他流动负债	0	187	201	217	归属母公司净利	194	242	265	286
非流动负债	59	0	0	0	EBITDA	333	394	423	456
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.47	0.58	0.64	0.69
其他非流动负	7		0	0	主要财务比率				
负债合计	575	452	484	520	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	133	162	196	235	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	1004	1004	1004	营业利润	12.5%	14.9%	10.0%	8.7%
留存收益	507	749	1014	1300	归属母公司净利	9.3%	24.8%	9.2%	7.9%
归属母公司股	863	2169	244	2720	获利能力				
负债和股东权	1571	2783	3114	3475	毛利率(%)	28.5%	28.8%	28.9%	29.0%
现金流量表					净利率(%)	9.5%	11.2%	11.5%	11.5%
单位:百万元					ROE(%)	22.5%	11.2%	10.9%	10.5%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	6.1%	36.9%	42.9%	50.7%
经营活动现金	302	289	351	379	偿债能力				
净利润	239	271	299	325	资产负债率(%)	36.6%	16.2%	15.5%	15.0%
折旧摊销	0	34	35	35	净负债比率(%)	108.67	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	6	-2	-10	-12	流动比率	0.68	3.69	4.18	4.63
投资损失	-1	0	0	0	速动比率	0.62	3.62	4.12	4.57
营运资金变动	0	42	27	31	营运能力				
其他经营现金	97	-56	0	0	总资产周转率	0.00	0.99	0.78	0.75
投资活动现金	-47	68	-10	-10	应收账款周转率	0	116	117	117
资本支出	53	10	10	10	应付账款周转率	0.00	5.92	5.98	6.00
长期投资	0	-30	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金	0	49	0	0	每股收益(最新)	0.47	0.58	0.64	0.69
筹资活动现金	-208	957	10	12	每股经营现金流	0.73	0.70	0.84	0.91
短期借款	0	-09	0	0	每股净资产(最	2.40	5.22	5.85	6.54
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	70	0	0	P/E	30.5	24.7	22.4	20.8
资本公积增加	0	994	0	0	P/B	6.0	2.7	2.4	2.2
其他筹资现金	-208	2	10	12	EV/EBITDA	20	20	18	17
现金净增加额	0	1315	351	381					

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

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

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 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出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门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, 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, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。