

华泰联合证券
2012-02-01华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券
证券研究报告华泰联合
公司研究 / 年报点评

酌情消费品/商贸零售

徐家汇(002561)

中性/维持评级

股价 : RMB12.85

分析师

耿邦昊

SAC 执业证书编号:s1000510120052

(0755)8208 0081

gengbh@mail.hthsc.com.cn

联系人

洪涛

(0755)2380 5948

hongtao@mail.hthsc.com.cn

相关研究

《徐家汇商圈增速放缓，公司业绩符合预期》 -20111019

《内生增长，符合预期》 -20110810

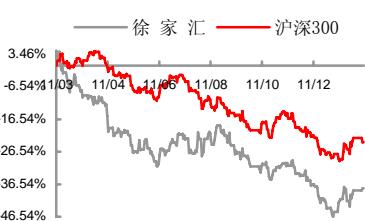
《静待虹桥商圈成熟》 -20110414

《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)	5,413

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

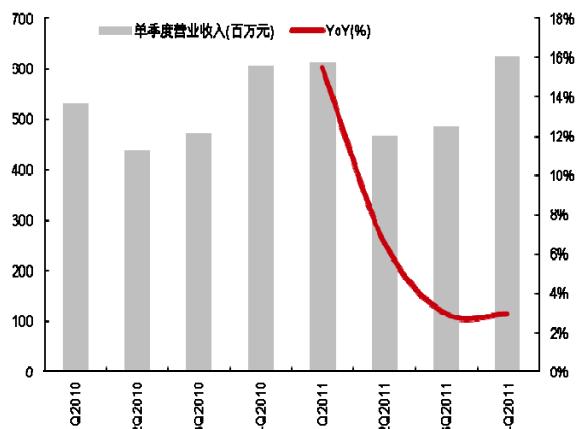
老店增速放缓，新店茁壮成长

- 公司今日公布 2011 年报，实现收入 21.88 亿元，同比增长 6.99%；归属母公司净利润 2.55 亿元或 EPS=0.61 元，同比增长 31.14%；扣非后净利润 2.38 亿元或 EPS=0.57 元，同比增长 23.94%（非经常性损益主要是去年三季度确认的子公司清算收益 1300 多万）；考虑到收购的汇金百货徐汇店 27.5% 股权从 11 年二季度开始并表，我们测算可比扣非后净利润增速约 11%。作为首份零售年报，公司的表现中规中矩，符合预期。
- 公司四季度延续了三季度以来的销售乏力态势，单季收入 6.23 亿元，同比增长仅 2.94%（三季度 2.97%）；单季扣非后净利润（剔除了汇金百货徐汇店的增厚）增速在 0-5% 左右（三季度约 10%），我们认为这一方面与经济放缓、暖冬天气等普遍因素有关，另一方面受上海世博会效应退去影响。
- 公司 2011 年毛利率 28.56%，与同期持平；销售+管理费用率 11.45%，同比增长 2 个百分点，主要由销售费用增长所致，同时由于公司上市后偿还短期借款，财务费用率大幅下降 0.9 个百分点。因此总体来看，营业利润率仍处于上升通道。
- 分门店来看，汇金百货徐汇店仍是收入及利润的贡献主力，该店 11 年收入超过 10 亿元（占总收入的 46.5%），净利润 1.26 亿元（占扣非后净利润的 52.9%）；上海六百 11 年预计实现收入 5.2 亿元，扣非后净利润 6000 万（上述两点在 2011 上海市单体百货零售额 20 强中分列 6 和 13 位）；汇联商厦 11 年收入 2.3 亿，扣非后净利润约 3000 万；汇金百货虹桥店 11 年净利润 1700 万（占总量的 7%，较上半年的 4.5% 有明显提升），同比增长 48%，该店已进入业绩快速增长期，是未来公司利润增量的主要贡献。
- 公司主要门店均位于徐家汇商圈，而从去年国庆消费数据来看，该商圈尽管销售额排名第三，但增速排名最末。考虑到公司短期内并无外延扩张计划，仅靠门店内生增长，其增速有限。我们微调公司 12-14 年 EPS 至 0.63、0.67 和 0.72 元，现价对应 12 年 PE 为 19.2X，维持中性评级。
- 风险提示：上海整体消费增速趋缓；过度依赖老店导致经营杠杆较低。

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	2,187.6	2,305.0	2,441.1	2,579.0
(+/-%)	7.0%	5.4%	5.9%	5.6%
归属母公司 利润(百万元)	254.7	260.8	278.6	298.3
(+/-%)	31.1%	2.4%	6.8%	7.1%
EPS(元)	0.61	0.63	0.67	0.72
P/E(倍)	21.0	20.5	19.2	17.9

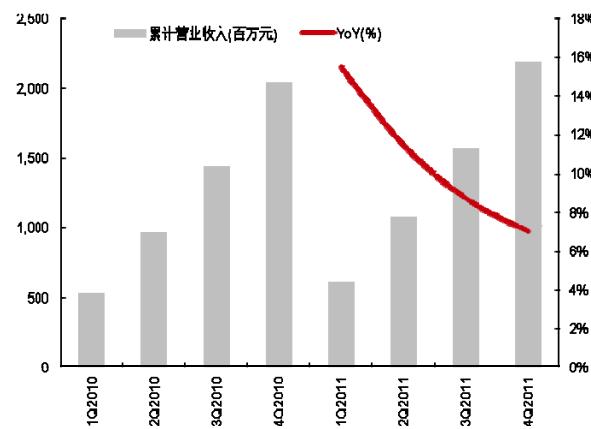
资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

图 1：公司季度收入变化



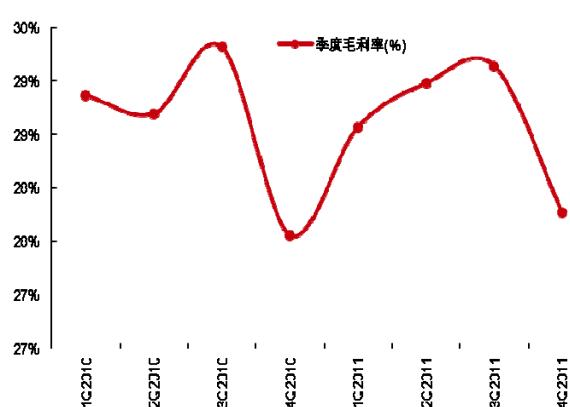
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 2：公司季度累计收入变化



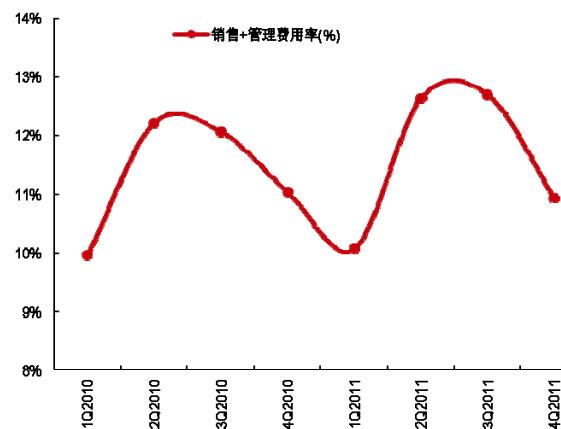
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 3：公司季度毛利率变化



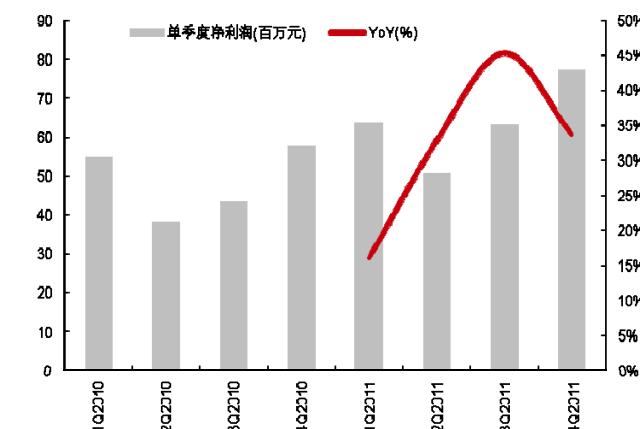
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 4：公司季度销售+管理费用率变化



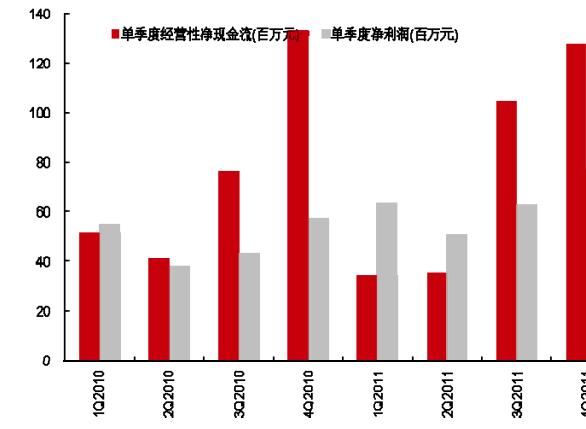
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 5：公司季度净利润变化



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 6：公司单季经营性现金流 & 单季净利润



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会 年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2011	2012E	2013E	2014E	营业收入	2188	2305	2441	2579
现金	907	1495	1583	1876	营业成本	1563	1646	1740	1837
应收账款	836	1152	1221	1492	营业税金及附加	30	32	33	35
其他应收款	22	16	17	18	营业费用	85	91	95	101
预付账款	8	4	49	52	管理费用	166	176	186	196
存货	5	82	87	92	财务费用	(1)	(1)	(1)	(5)
其他流动资产	34	198	209	220	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	3	0	1	2	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	1201	1161	1119	1075	投资净收益	15	0	0	0
固定资产	38	38	38	38	营业利润	360	362	38	415
无形资产	664	624	582	538	营业外收入	10	4	4	4
其他非流动资	444	444	444	444	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	55	55	55	55	利润总额	369	366	391	419
流动负债	2108	2656	2702	2951	所得税	92	92	98	105
短期借款	422	694	448	382	净利润	277	275	293	314
应付账款	0	236	85	0	少数股东损益	22	14	15	16
其他流动负债	230	247	191	202	归属母公司净利	255	261	279	298
非流动负债	192	212	171	180	EBITDA	396	415	440	463
长期借款	59	59	59	59	EPS (元)	0.61	0.63	0.67	0.72
其他非流动负	0	0	0	0					
负债合计	59	59	59	59					
少数股东权益	480	753	507	441					
股本	26	39	54	70					
资本公积	416	416	416	416					
留存收益	558	558	558	558					
归属母公司股	629	889	1168	1466					
负债和股东权	1628	1903	2196	2510					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金	302	89	228	361	成长能力				
净利润	255	261	279	298	营业收入	7.0%	5.4%	5.9%	5.6%
折旧摊销	40	50	52	54	营业利润	14.1%	0.7%	6.9%	7.1%
财务费用	(1)	(1)	(1)	(5)	归属母公司净利	31.1%	2.4%	6.8%	7.1%
投资损失	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	(651)	(234)	(117)	(1)	毛利率(%)	28.6%	28.6%	28.7%	28.8%
其他经营现金	659	14	15	16	净利率(%)	0.0%	11.5%	11.5%	11.6%
投资活动现金	(505)	(10)	(10)	(10)	ROE(%)	15.9%	14.0%	13.0%	12.2%
资本支出	(100)	(10)	(10)	(10)	ROIC(%)				
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金	(605)	(20)	(20)	(20)	资产负债率(%)	23%	28%	19%	15%
筹资活动现金	744	237	(150)	(80)	净负债比率(%)	0.0%	31.3%	16.9%	0.0%
短期借款	(109)	236	(150)	(85)	流动比率	2.2	2.2	3.5	4.9
长期借款	0	0	0	0	速动比率	2.1	1.9	3.1	4.3
普通股增加	70	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	548	0	0	0	总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2
其他筹资现金	235	1	1	5	应收账款周转率	27.6	30.6	36.7	36.7
现金净增加额	551	316	68	271	应付账款周转率	1.6	1.7	2.0	2.3

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±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.hthsc.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.hthsc.com.cn

免责申明

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投资目标或财务状况；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投资建议。