

酌情消费品/商贸零售

徐家汇(002561)

中性/维持评级

股价: RMB11.18

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

《老店增速放缓，新店茁壮成长》

-20120201

《徐家汇商圈增速放缓，公司业绩符合预期》 -20111019

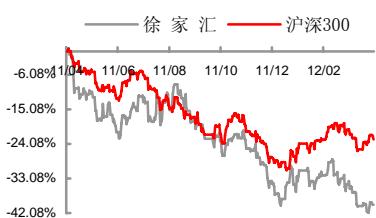
《内生增长，符合预期》 -20110810

《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)	4,669

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

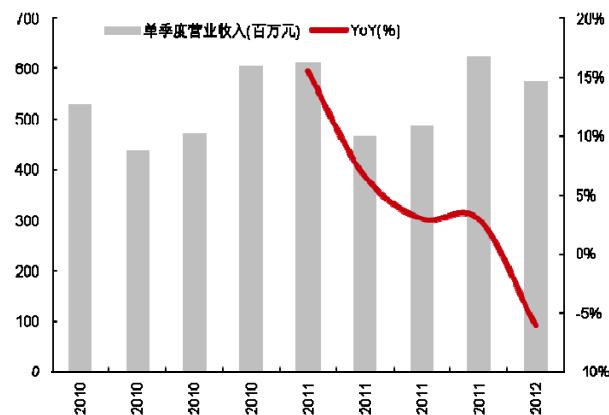
可比业绩下降，经营压力凸显

- 公司今日发布 2012 年一季报，实现营业收入 5.75 亿元，同比下降 6.1%；归属母公司净利润 7165 万元或 EPS=0.17 元，同比增长 12.27%，扣非净利润同比增长 10.22%（主要为理财产品收益）。考虑到汇金百货 27.5% 的少数股东权益自 2011 年 4 月 1 日起并表（汇金百货公司 2011 年一季度净利润 3615 万元，27.5% 股权对应业绩为 994 万元），若去年同期加回 27.5% 股权对应业绩，今年一季度实际可比净利润下降 5.95%。
- 一季度毛利率同比增加 0.56 个百分点至 29.13%，可见公司并未选择以大规模打折促销来应对眼下消费低迷态势；收入下降，刚性费用率上升，导致销售+管理费用率同比上升 0.68 个百分点至 10.75%（销售费用率下降，管理费用率上升）；财务费用下降 0.37 个百分点至 0.07%，但由于一季度投资 1.7 亿元理财产品，环比利息收入下降，但投资收益增加。
- 从现金流量表项目判断，公司人工成本压力不大，一季度支付职工现金同比增长 7.8%（1Q11 较 1Q10 同比增长 8.3%），但经营性现金流净额首次为负，且预收账款占收入比同比下降近 1 个百分点至 8.5%（主要为预付卡发放），可见整体消费增速放缓的大背景下公司所面临的经营压力。
- 公司作为上海老字号百货，占据核心商圈优质物业，具有较高的品牌价值和物业价值，但近年来无外延扩张，老店依赖度较高（截至 2011 年底，除去 08 年开业的汇金百货虹桥店外，其余门店净利润合计占公司 90% 以上）。因此，在今年经济低迷、CPI 下降、消费意愿下降、预付卡等因素影响下，公司仅靠门店内生增长，将面临较大的经营压力（这也是大多数依赖老店的单体或小区域零售企业所面临的共同局面）。公司在一季报中预计，2012 年上半年净利润同比增速在-10%-20% 间。
- 我们维持公司 12-14 年 EPS=0.63、0.67 和 0.72 元，现价对应 12 年动态 PE 为 17.8X，高于行业平均的 16X，中性评级不变。
- 风险提示：消费整体低迷；老店依赖度高，同店增长面临较大压力；预付卡等政策影响。

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%
归属母公司净利润(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)	18.3	17.8	16.7	15.6

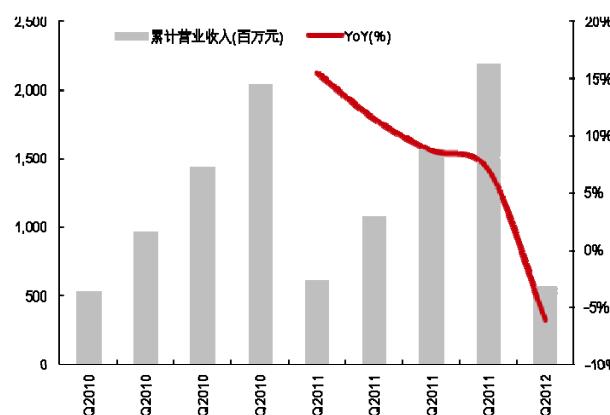
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

图 1：徐家汇季度收入变化（百万元）



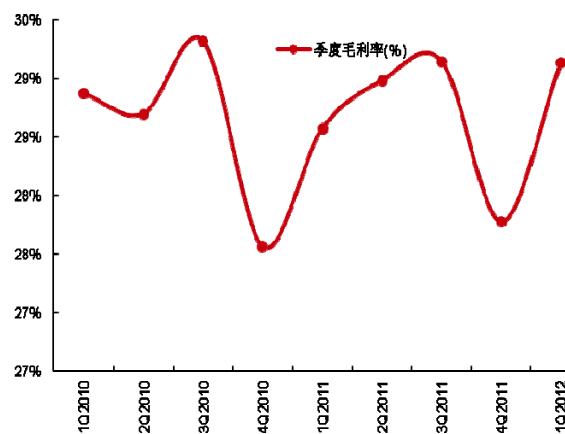
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 2：徐家汇季度累计收入变化（百万元）



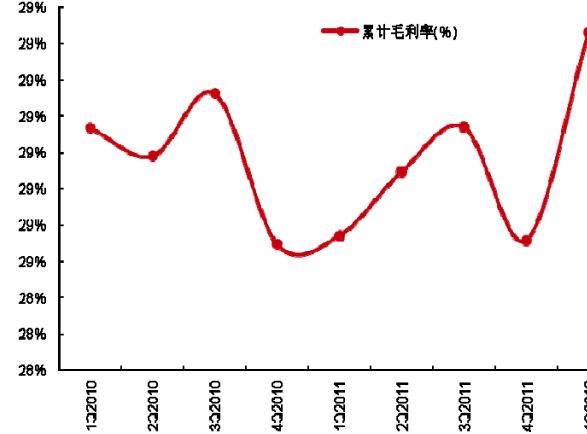
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 3：徐家汇季度毛利率变化



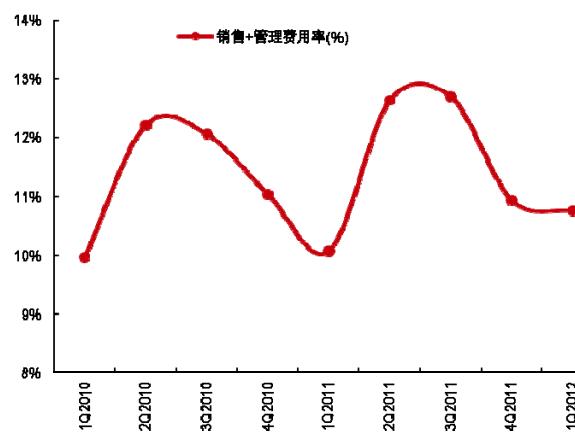
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 4：徐家汇季度累计毛利率变化



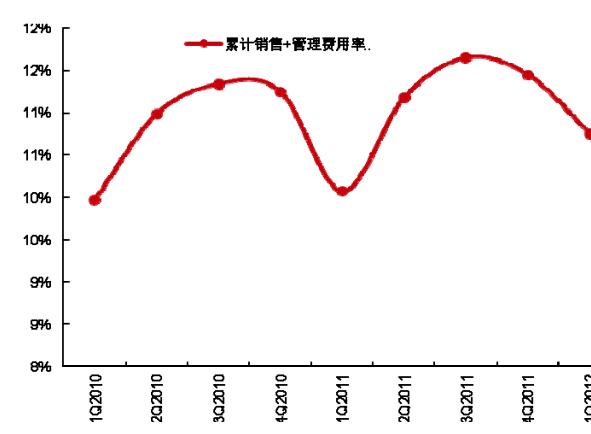
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 5：徐家汇季度销售+管理费用率变化



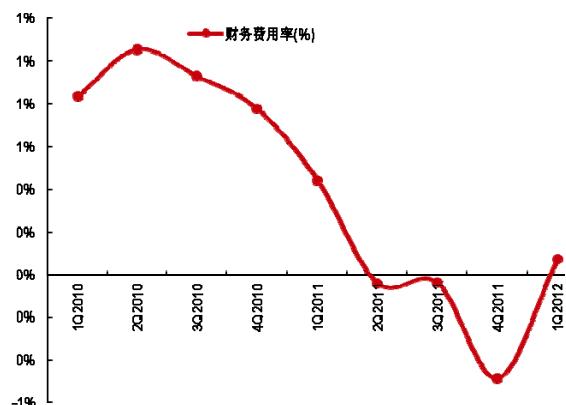
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 6：徐家汇季度累计销售+管理费用率变化



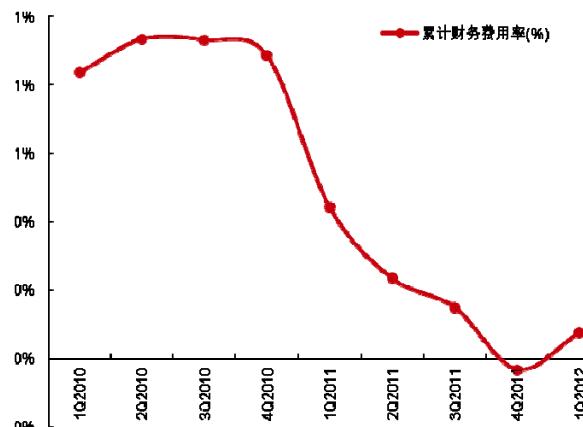
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 7：徐家汇季度财务费用率变化



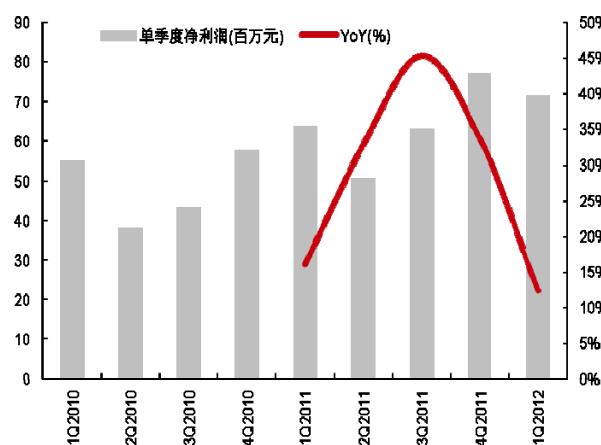
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 8：徐家汇季度累计财务费用率变化



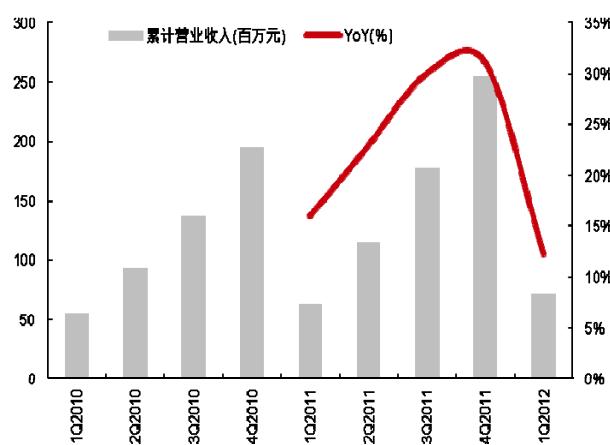
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 9：徐家汇季度净利润变化（百万元）



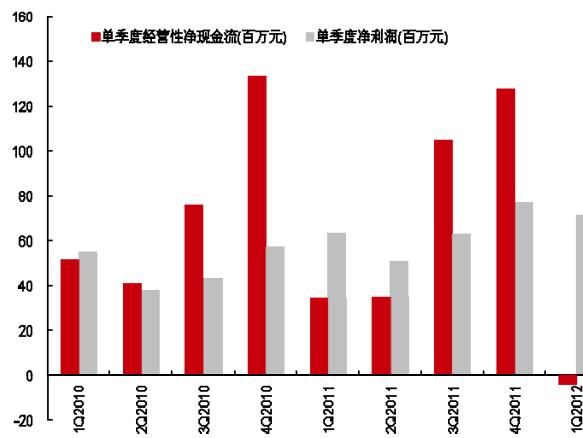
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 10：徐家汇季度累计净利润变化（百万元）



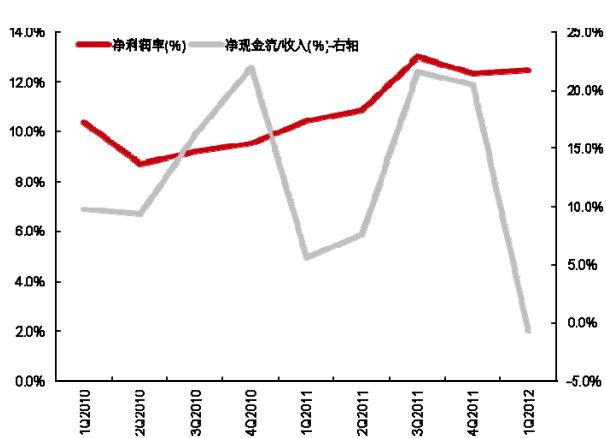
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 11：徐家汇季度经营性现金流与净利润（百万元）



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 12：徐家汇季度净利率与净现金流/收入



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

风险提示

- 1、整体消费增速放缓；
- 2、老店依赖度高，同店增长面临较大压力，外延扩张不足。

盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	907	1495	1583	1876	营业收入	2188	2305	2441	2579
现金	836	1152	1221	1492	营业成本	1563	1646	1740	1837
应收账款	22	16	17	18	营业税金及附加	30	32	33	35
其他应收款	8	46	49	52	营业费用	85	91	95	101
预付账款	5	82	87	92	管理费用	166	176	186	196
存货	34	198	209	220	财务费用	(1)	(1)	(1)	(5)
其他流动资产	3	0	1	2	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	1201	1161	1119	1075	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	38	38	38	38	投资净收益	15	0	0	0
固定资产	664	624	582	538	营业利润	360	362	387	415
无形资产	444	444	444	444	营业外收入	10	4	4	4
其他非流动资	55	55	55	55	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2108	2656	2702	2951	利润总额	369	366	391	419
流动负债	422	694	448	382	所得税	92	92	98	105
短期借款	0	236	85	0	净利润	277	275	293	314
应付账款	230	247	191	202	少数股东损益	22	14	15	16
其他流动负债	192	212	171	180	归属母公司净利	255	261	279	298
非流动负债	59	59	59	59	EBITDA	396	415	440	463
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.61	0.63	0.67	0.72
其他非流动负	59	59	59	59					
负债合计	480	753	507	441					
少数股东权益	26	39	54	70					
股本	416	416	416	416					
资本公积	558	558	558	558					
留存收益	629	889	1168	1466					
归属母公司股	1628	1903	2196	2510					
负债和股东权	2108	2656	2702	2951					
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(%)	11.6%	11.3%	11.4%	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。