

徐家汇(002561)

公司研究/简评报告

主业经营稳健，持续深化全渠道布局

简评报告/商贸零售行业

2016年12月19日

一、事件概述

我们调研了徐家汇，与公司高管就公司运营状况和未来发展规划情况进行了交流。

二、分析与判断

➤ 主业经营稳健，新店开业贡献收入

公司百货主业稳步发展，旗下拥有汇金百货、上海六百、汇联商厦和汇金超市等自有品牌，在上海本地具有较强竞争优势，在徐家汇商圈占据较高市场份额。公司销售模式包括联销、自营和物业出租等，其中联销为最主要的经营方式，各百货商场与供应商结算扣率，毛利率维持在较为稳定的水平。今年汇金南站店以“城市奥莱”业态正式运营，销售情况良好，贡献收入。

➤ 积极布局全渠道，线上线下融合发展

近年来公司积极布局线上业务，基于多年来推行单品管理的经验，自主研发了“ERP+APP”一体化的移动电子商务系统——E-MEC系统，以单品(SKU)管理为基础，同步支持明细商品(SKU)库存管理，为实现O2O全渠道全融合打下基础。目前系统已在汇金百货徐汇店、虹桥店部分专柜上线应用，未来将不断完善功能，并逐步推行到其他门店。同时，“汇金”APP于7月正式上线运营，已通过引入线上特供品、发放优惠券等方式逐步进行宣传推广。此外，公司运用微信营销，充分与消费者互动，有效增强了客户粘性。我们认为公司或将加速推进线上线下业务协同发展，构建基于全渠道的新零售模式。

➤ 现金流稳定，高分红有望持续

公司现金流稳定，自上市以来一直保持高现金分红，近三年分红率均在60%左右，近12个月股息率排名位于行业前列，未来对股东的高回报有望延续，具备长期配置价值。此外，公司最终控制方为徐汇区国资委，伴随上海国企改革逐步深化，公司发展前景值得期待。

三、盈利预测与投资建议

公司主业稳健发展，持续深化线上业务布局，未来有望加大力度拓展基于全渠道的新零售模式。预计2016-2018年EPS为0.61/0.63/0.66元，对应PE为31/30/29倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

四、风险提示

宏观经济下行导致消费低迷，线上业务拓展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,996	2,059	2,152	2,250
增长率(%)	-3.2%	3.2%	4.5%	4.6%
归属母公司股东净利润(百万元)	253	255	263	273
增长率(%)	-1.9%	0.6%	3.1%	3.8%
每股收益(元)	0.61	0.61	0.63	0.66
PE(现价)	30.8	30.7	29.7	28.6
PB	4.0	3.5	3.1	2.8

资料来源：公司公告，民生证券研究院

强烈推荐

首次评级

合理估值：

24.4 - 28.2元

交易数据 (2016-12-16)

收盘价(元)	18.78
近12个月最高/最低	18.78/11.30
总股本(百万股)	415.76
流通股本(百万股)	396.35
流通股比例%	95.33%
总市值(亿元)	78.08
流通市值(亿元)	74.43

该股与沪深300走势比较



分析师： 马科

执业证号：S0100513070001

电话：010-85127661

邮箱：make@mszq.com

研究助理： 赵令伊

一般执业编号：S0100115070039

电话：010-85127661

邮箱：zhaolingyi@mszq.com

研究助理： 李奇琦

一般执业编号：S0100116060013

电话：010-85127661

邮箱：liqiqi@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	1,996	2,059	2,152	2,250
营业成本	1,383	1,455	1,535	1,617
营业税金及附加	31	31	32	34
销售费用	84	84	89	93
管理费用	187	189	199	208
EBIT	311	300	298	299
财务费用	(2)	(25)	(37)	(49)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	31	24	26	26
营业利润	343	349	360	374
营业外收支	7	0	0	0
利润总额	350	358	369	383
所得税	87	89	92	95
净利润	264	269	277	288
归属于母公司净利润	253	255	263	273
EBITDA	358	344	340	339
<hr/>				
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	703	1053	1414	1786
应收账款及票据	20	22	23	24
预付款项	4	5	5	6
存货	26	26	27	29
其他流动资产	604	604	604	604
流动资产合计	1361	1716	2080	2455
长期股权投资	5	11	17	23
固定资产	595	576	556	535
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1054	985	917	850
资产合计	2415	2702	2997	3305
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	231	253	264	277
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	363	381	399	420
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	60	60	60	60
非流动负债合计	60	60	60	60
负债合计	423	441	459	479
股本	416	416	416	416
少数股东权益	25	39	54	69
股东权益合计	1992	2261	2538	2825
负债和股东权益合计	2415	2702	2997	3305

资料来源：公司公告，民生证券研究院

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	-3.2%	3.2%	4.5%	4.6%
EBIT 增长率	-3.2%	-3.6%	-0.8%	0.4%
净利润增长率	-1.9%	0.6%	3.1%	3.8%
盈利能力				
毛利率	30.7%	29.3%	28.7%	28.1%
净利润率	12.7%	12.4%	12.2%	12.1%
总资产收益率 ROA	10.5%	9.4%	8.8%	8.2%
净资产收益率 ROE	12.9%	11.5%	10.6%	9.9%
偿债能力				
流动比率	3.7	4.5	5.2	5.9
速动比率	3.7	4.4	5.1	5.8
现金比率	1.9	2.8	3.5	4.3
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	3.8	3.9	3.9	3.8
存货周转天数	6.5	6.6	6.5	6.4
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.6	0.6	0.6	0.7
每股净资产	4.7	5.3	6.0	6.6
每股经营现金流	0.7	0.7	0.7	0.7
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	30.8	30.7	29.7	28.6
PB	4.0	3.5	3.1	2.8
EV/EBITDA	19.8	19.7	18.8	17.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	264	269	277	288
折旧和摊销	47	44	42	41
营运资金变动	(7)	12	16	18
经营活动现金流	271	291	301	311
资本开支	11	(40)	(41)	(41)
投资	(100)	(6)	(6)	(6)
投资活动现金流	(81)	59	61	61
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(159)	0	0	0
现金净流量	31	350	361	372

分析师与研究助理简介

马科，家电行业分析师，原民生证券策略分析师。

赵令伊，商贸零售、纺织服装组组长。英国帝国理工学院风险管理与金融工程学硕士，伦敦国王学院工程与商业管理学学士，2015年加入民生证券。

李奇琦，中国农业大学金融学学士，美国克拉克大学金融学硕士。2016年加入民生证券，主要负责商贸零售、纺织服装领域研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101；200122

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层；525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考慮本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。