

## 西单商场 (600723.SH)

## 百货零售行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

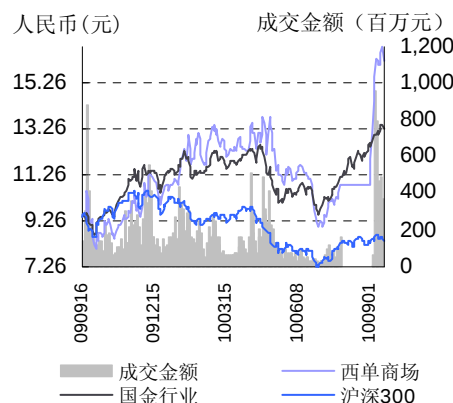
市价(人民币): 16.20元

目标(人民币): 19.90元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

|              |            |
|--------------|------------|
| 已上市流通A股(百万股) | 317.88     |
| 总市值(百万元)     | 6,637.43   |
| 年内股价最高最低(元)  | 16.83/8.01 |
| 沪深300指数      | 2903.19    |
| 上证指数         | 2638.80    |



## 相关报告

1. 《新燕莎控股资产注入构成重大利好》，2010.9.1

文瑶

联系人  
(8621)61038260  
wenyao@gjzq.com.cn

贾仁栋

分析师 SAC 执业编号: S1130210040001  
(8621)61038227  
jiard@gjzq.com.cn

张斌

分析师 SAC 执业编号: S1130206080208  
(8621)61038278  
zhangbin@gjzq.com.cn

## 注入资产优良, 奥特莱斯具备连锁扩张能力

## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2008   | 2009   | 2010E   | 2011E  | 2012E  |
|-------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | -0.075 | 0.074  | 0.376   | 0.471  | 0.569  |
| 每股净资产(元)    | 2.57   | 2.64   | 2.43    | 2.90   | 3.47   |
| 每股经营性现金流(元) | 0.41   | 0.32   | 1.22    | 0.94   | 1.12   |
| 市盈率(倍)      | -53.65 | 147.44 | 44.17   | 35.27  | 29.17  |
| 行业优化市盈率(倍)  | 29.12  | 59.57  | 59.57   | 59.57  | 59.57  |
| 净利润增长率(%)   | N/A    | N/A    | 691.94% | 25.25% | 20.89% |
| 净资产收益率(%)   | -2.90% | 2.79%  | 15.44%  | 16.21% | 16.38% |
| 总股本(百万股)    | 409.72 | 409.72 | 636.53  | 636.53 | 636.53 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **注入资产新燕莎控股是北京高端零售的代表, 资产质量优良:** 新燕莎控股集团拥有“燕莎、燕莎奥莱、燕莎金源茂、燕莎贵友”等中高端商业品牌, 旗下有中高端百货门店 7 家、燕莎奥特莱斯中心和燕莎金源茂; 重组完成后, 公司经营业务可覆盖高、中、低端客户, 提升公司整体影响力, 形成优势互补。
- **短期内, 西单商场的减亏和成长期的奥特莱斯 C 馆是主要业绩增长动力:** 西单商场处于盈利拐点期, 最大亏损源青海子公司的门店已经停业, 2010 年以后继续大幅亏损的可能性很低, 其余亏损子公司的剥离工作正在进行; 燕莎奥特莱斯 C 馆 2007 年底开业, 总面积超过 A/B 馆的总和, 经过 2 年培育, 目前已经进入成长期, 预计年均收入增速在 30% 左右。
- **我们看好注入资产中燕莎奥特莱斯的发展前景, 并认为公司有能力实现该业态的连锁扩张:** 1、奥特莱斯业态最早由北京燕莎商城在 2002 年引入中国, 近几年发展迅速; 2、奥特莱斯实际是过剩经济的产物, 是品牌企业消化库存的通道, “低土地成本+厂家直销”的业态特征决定其比百货和购物中心更易实现连锁扩张; 3、我们认为新燕莎控股集团的高端定位和品牌影响力能使百货业务与奥特莱斯业务产生协同效应, 在实现奥特莱斯连锁扩张方面具备较强竞争优势; 4、重组后, 新燕莎控股的扩张可获得资本市场的资金支持。

## 投资建议

- 此次重组完成后, 公司业务全面覆盖高中低端市场, 西单商场原有业务的经营效率有望得到改善, 燕莎集团的购物中心和奥特莱斯业务发展获得融资平台, 我们看好公司未来的发展, 并认为其将成为北京乃至华北零售市场的龙头企业。

## 估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月目标价 19.90 元/股, 对应 2011 年 PS 值 1.7 倍(目前百货行业 2011 年平均 PS 值为 1.7 倍)。

## 风险

- 公司重组案尚未完成, 重组后管理层安排及企业文化融合还存在不确定性。

## 内容目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 新燕莎控股集团注入西单商场 .....              | 3  |
| 重组案简介：注入资产优良，价格合理.....           | 3  |
| 新燕莎控股集团：北京高端零售的代表企业 .....        | 4  |
| 西单商场：大众百货定位与新燕莎控股形成优势互补 .....    | 5  |
| 重组后未来 2 年的主要增长来源.....            | 6  |
| 新燕莎控股：奥特莱斯 C 馆+贵友大厦 .....        | 6  |
| 西单商场：亏损源减少促进盈利回升 .....           | 8  |
| 注入资产亮点：具备连锁扩张能力的奥特莱斯业态 .....     | 10 |
| 奥特莱斯的业态特征：过剩经济的产物，库存的消化通道 .....  | 10 |
| 中国奥特莱斯现状：行业快速扩张，经营能力要求高 .....    | 10 |
| 新燕莎控股集团的发展猜想：实现奥特莱斯业态的连锁经营 ..... | 12 |
| 盈利预测与估值.....                     | 13 |
| 风险提示 .....                       | 14 |
| 附录：三张报表预测摘要 .....                | 15 |

## 图表目录

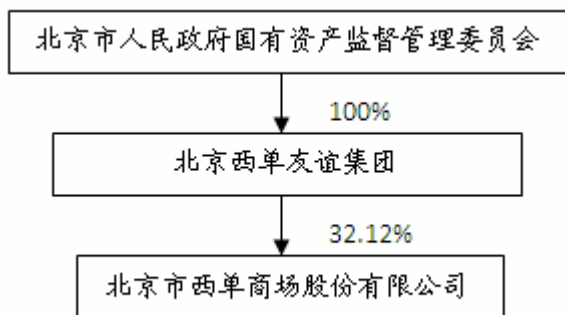
|                                                  |    |
|--------------------------------------------------|----|
| 图表 1：重组前西单商场的股权结构 .....                          | 3  |
| 图表 2：重组后西单商场的股权结构 .....                          | 3  |
| 图表 3：主要百货类上市公司 PB 值及行业平均值（2010-9） .....          | 3  |
| 图表 4：新燕莎控股下属主要子公司及门店 .....                       | 4  |
| 图表 5：新燕莎控股的子公司及主要门店基本情况 单位：平米、万元 .....           | 5  |
| 图表 6：西单商场主要百货店情况 单位：万平米 .....                    | 6  |
| 图表 7：西单商场各子公司经营情况 单位：万元（2009 年） .....            | 6  |
| 图表 8：新燕莎控股集团各子公司的收入及盈利预测 单位：万元 .....             | 7  |
| 图表 9：西单商场收入及同比增速 单位：百万元 .....                    | 8  |
| 图表 10：西单商场净利润及净利率 单位：百万元 .....                   | 8  |
| 图表 11：西单商城各控股子公司历年盈利情况 单位：万元 .....               | 8  |
| 图表 12：西单商场收入与盈利预测 单位：万元 .....                    | 9  |
| 图表 13：美国奥特莱斯业态的发展轨迹及各阶段主要特点 .....                | 10 |
| 图表 14：中国东部沿海及中部的部分中心城市人均 GDP 单位：万元/<br>年·人 ..... | 11 |
| 图表 15：上海青浦与北京燕莎奥特莱斯的交通情况 .....                   | 11 |
| 图表 16：奥特莱斯招商与采购的主要环节和内容 .....                    | 12 |
| 图表 17：燕莎奥特莱斯销售收入增长情况 单位：亿元 .....                 | 12 |
| 图表 18：2002 年美国排名前五的奥特莱斯经营公司 单位：美元、平方英尺<br>.....  | 13 |
| 图表 19：主要可比公司及行业平均 PS 值情况（2010-9-15） .....        | 14 |

## 新燕莎控股集团注入西单商场

### 重组案简介：注入资产优良，价格合理

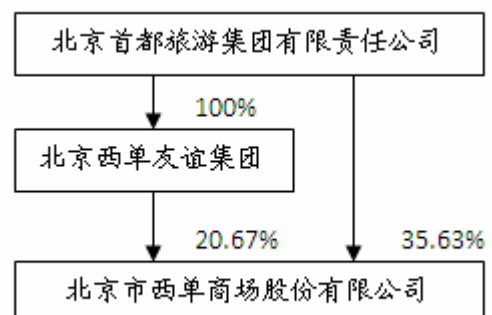
- 西单商场于 2010 年 9 月 1 日发布公告称，公司董事会审议通过了《关于公司向北京首都旅游集团有限责任公司发行股份购买资产的议案》及相关议案，该议案目前已获北京市国资委审批通过，仍需股东大会批准并经中国证监会审批。
- 根据议案内容，西单商场将向首旅集团发行股份由首旅集团以其拥有的新燕莎控股（集团）有限责任公司（“新燕莎控股”）100%股权为对价全额认购。
- 新燕莎控股的预估值约 22.50 亿元，暂定发行价格为 9.92 元/股，西单商场向首旅集团发行 A 股股票总量约 22681 万股。
- 交易完成后，首旅集团持有西单商场约 35.63% 股份，是公司第一大股东，西友集团持有西单商场约 20.67% 股份，是公司第二大股东；同时，北京市国资委已将西友集团的国有资产无偿划转给首旅集团，在无偿划转及本次重组交易后，首旅集团将实现对西单商场的绝对控股。

图表1：重组前西单商场的股权结构



来源：公司公告、国金证券研究所

图表2：重组后西单商场的股权结构



- 新燕莎控股账面资产价值 7.05 亿元，目标资产预估值 22.50 亿元，PB 值为 3.2 倍，参考目前主要百货类上市公司的平均 PB 值 6.2 倍，注入资产的预估值处于合理水平。

图表3：主要百货类上市公司 PB 值及行业平均值（2010-9）

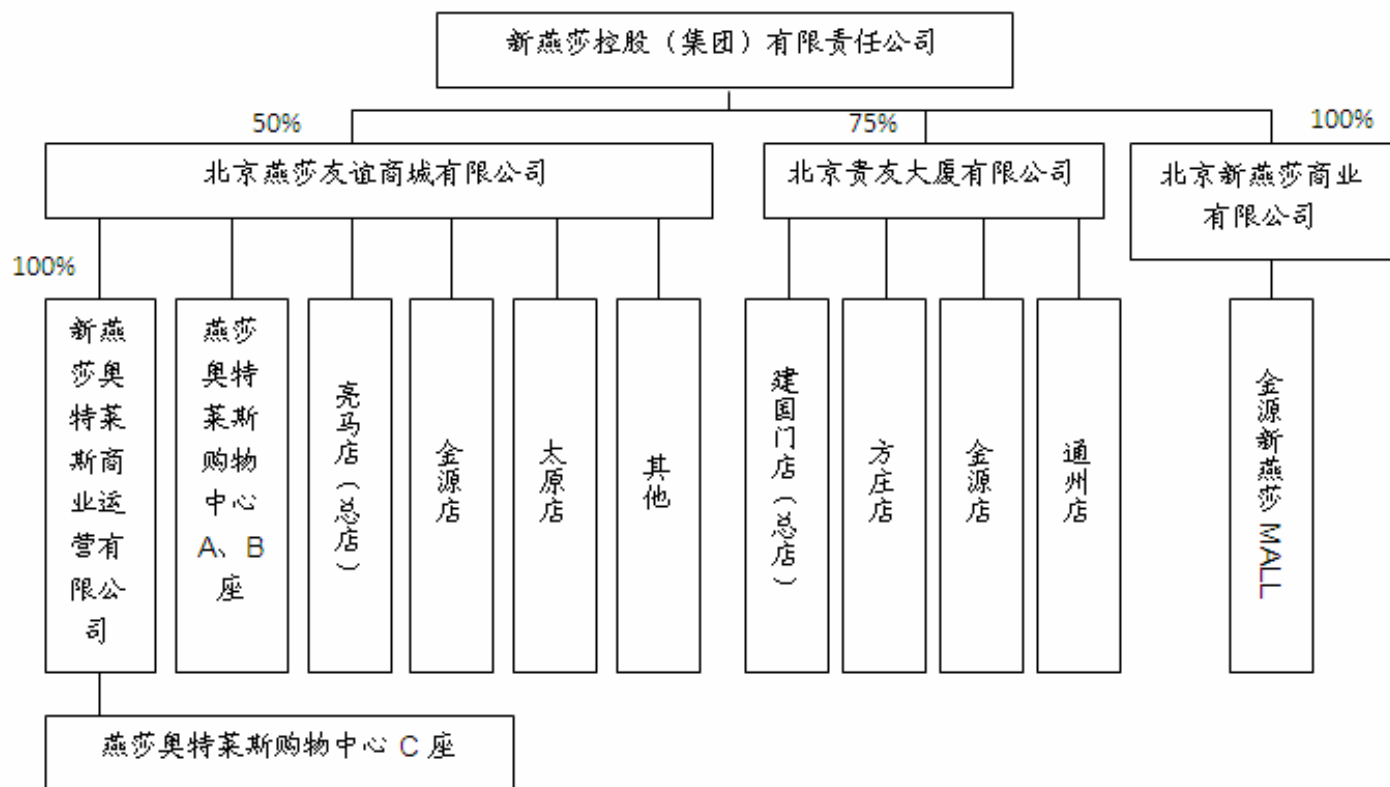
| 股票代码   | 股票名称 | 分类 | PB   | 市值    | 市值占比  |
|--------|------|----|------|-------|-------|
| 600697 | 欧亚集团 | 百货 | 5.78 | 45.3  | 1.9%  |
| 600858 | 银座股份 | 百货 | 5.92 | 80.9  | 3.3%  |
| 000501 | 鄂武商A | 百货 | 6.72 | 94.3  | 3.9%  |
| 600631 | 百联股份 | 百货 | 2.28 | 150.6 | 6.2%  |
| 000417 | 合肥百货 | 百货 | 8.63 | 86.9  | 3.6%  |
| 600859 | 王府井  | 百货 | 6.48 | 180.8 | 7.4%  |
| 600778 | 友好集团 | 百货 | 5.36 | 50.5  | 2.1%  |
| 600628 | 新世界  | 百货 | 4.45 | 77.6  | 3.2%  |
| 000987 | 广州友谊 | 百货 | 8.05 | 107.8 | 4.4%  |
| 行业平均   |      |    | 6.24 | 合计    | 36.0% |

来源：国金证券研究所

### 新燕莎控股集团：北京高端零售的代表企业

- 新燕莎控股集团是北京市高端零售业的代表企业，拥有“燕莎、燕莎奥莱、燕莎金源茂、燕莎贵友”等中高端商业品牌。
- 公司直接持有燕莎商城公司 50% 股权、贵友大厦公司 75% 股权和新燕莎商业公司 100% 股权，并通过燕莎商业公司持有北京燕莎奥特莱斯商业运营有限公司 100% 股权。
- 按经营业态分，燕莎商城公司主要经营都市高端百货和奥特莱斯名品折扣店；贵友大厦主要经营社区休闲购物中心；新燕莎商业公司主要经营大型购物中心等。
- 新燕莎控股及新加坡新诚集团分别持有燕莎商城公司 50% 股权，合资经营期限将于 2010 年 10 月 19 日到期，双方已于 2010 年 7 月 30 日签订新合资经营章程，将合作期限延长 19 年 6 个月，至 2030 年 4 月 19 日；公司董事长由中方派驻，9 人董事会中方占 6 席，拥有多数表决权。

图表4：新燕莎控股下属主要子公司及门店



来源：公司公告、国金证券研究所

- 新燕莎控股主要高端百货品牌“燕山友谊商城”和“燕莎奥特莱斯”由燕莎友谊商城子公司经营，2009 年实现销售收入 37.17 亿元，占集团总销售额的 67.9%。
- “燕莎友谊商城”总店位于北京市第三使馆区，是京东地区高档商圈的核心百货门店，在高端奢侈品消费领域享有很高的知名度和美誉度，总面积约 4 万平方米，营业面积 2.2 万平方米；2009 年居北京单体百货店销售额排名第二，其中男装及皮具的销售额蝉联第一。
- “奥特莱斯”业态最早由燕莎商城公司于 2002 年引入中国，目前“燕莎奥特莱斯”是中国经营情况最好的“奥特莱斯”店之一，2009 年“燕莎奥特莱斯”（含 2007 年底开业的 C 馆）的销售额接近 20 亿元。

- 由燕莎奥特莱斯公司经营的 C 馆租赁面积 5.6 万平米，2007 年底开业，处于成长期；目前奥特莱斯子公司并入燕莎商城的工商变更登记手续正在办理中。
- 贵友大厦公司拥有 4 家门店，其中建国门总店为自有物业，除 2008 年新开的通州店外，其余门店面积较小但地理位置优越，随着京城零售业竞争加剧，近几年采取了特色定位经营的发展模式。
- 贵友大厦建国门总店 2010 年 8 月底重装升级后，以“时尚黄金和名品珠宝”为经营重点，黄金珠宝经营面积由 7% 增加至 25%，品牌数量增加 79%，并对二楼以上的女装、男装及鞋类品牌进行了精品化升级，销售收入大幅增长。

图表5：新燕莎控股的子公司及主要门店基本情况 单位：平米、万元

| 子公司及门店          | 面积 平米   | 租期 | 开业时间     | 合计收入<br>(2009) | 备注                            |
|-----------------|---------|----|----------|----------------|-------------------------------|
| <b>燕莎商城公司</b>   |         |    |          |                |                               |
| 亮马店 总店          | 39,958  | 30 | 1992.6   | 371,706        | 北京市单体百货销售额排名第2                |
| 金源店             | 42,000  | 20 | 2004.10. |                | 金源MALL主力百货店，定位中高端             |
| 太原店             | 15,703  | 15 | 2005.8   |                |                               |
| 奥特莱斯A馆          | 17,474  | 15 | 2002.12  |                | 燕莎奥特莱斯主体部分，以服装为主，采用大卖场形式      |
| 奥特莱斯B馆          | 17,999  | 15 | 2003.11  |                |                               |
| 合计              | 133,134 |    | 占比       | 67.9%          |                               |
| <b>燕莎奥特莱斯公司</b> |         |    |          |                |                               |
| 奥特莱斯C馆          | 56,040  | 15 | 2007.12  | 54,748         | 补充餐饮、娱乐、家电等业态，主打国际品牌          |
|                 |         |    | 占比       | 10.0%          |                               |
| <b>贵友大厦公司</b>   |         |    |          |                |                               |
| 建国门店 总店         | 12,500  | 自有 | 1990.9   | 74,848         | 2010年6月调整结构，金银珠宝首饰经营面积占比达到25% |
| 方庄店             | 25,499  | 10 | 2002.10. |                |                               |
| 金源店             | 11,854  | 20 | 2004.10. |                |                               |
| 通州店             | 35,000  | 20 | 2008.5   |                | 贵友大厦重点打造的新店                   |
| 合计              | 84,853  |    | 占比       | 13.7%          |                               |
| <b>新燕莎商业公司</b>  |         |    |          |                |                               |
| 金源燕莎MALL        | 180,336 | 20 | 2004.10. | 46,363         | MALL整体面积68万平米，全品类销售           |
|                 |         |    | 占比       | 8.5%           |                               |
| 总计              | 454,363 |    |          | 547,665        |                               |

来源：国金证券研究所

#### 西单商场：大众百货定位与新燕莎控股形成优势互补

- 西单商场主要定位大众百货，与新燕莎控股在目标客户群、商品组织和现场管理等方面均有所差异，二者合并初期以规模提升为主；由于经营项目可覆盖高、中、低端客户，合并还可提升公司整体影响力，形成优势互补。
- 目前西单商场有门店 9 家，其中北京市内 5 家，西部地区 4 家，西单总店的单店销售额在 10 亿元以上，是主要收入和利润来源。
- 主业专营专卖的法雅商贸是北京、山西和内蒙等地的耐克、阿迪达斯等运动品牌的总代理商，现有门店 220 多家，并发展部分加盟代理商，2009 年实现净利润 1284 万元，占公司全部盈利的 22.1%。
- 公司在新疆、青海、成都和甘肃有四家分店，其中乌鲁木齐店由于当地竞争环境不激烈，且地处城市新商圈，经营情况良好，2009 年实现净利润 1346 万元，占公司全部盈利的 23.2%。

- 青海地区扩张不利，除已经关闭的西宁店外，格尔木店 2009 年亏损 1701 万元，占全部亏损额的 60.9%；亏损的主要原因是青海子公司与门店物业出租方创新房地产公司的租赁纠纷，青海省高院一审判决西单青海子公司支付创新公司款项 1344 万元，目前二审判决尚未做出。

**图表6：西单商场主要百货店情况 单位：万平米**

| 门店      | 开业时间    | 权益比例 | 建筑面积 | 营业面积 | 备注               |
|---------|---------|------|------|------|------------------|
| 西单商场    | 1978    | -    | 6.5  | 3    | 单体销售额10亿元以上，位置优越 |
| 友谊商店    | 1964    | 87%  | -    | 0.9  | 涉外零售，珠宝、旅游纪念品销售  |
| 万方西单商场  | 1998.6  | 52%  | -    | 1    | 超市+百货，社区商场       |
| 天通苑购物中心 | 2002.11 | -    | -    | 1.5  | 百货+超市，社区商场       |
| 兰州店     | 2003.8  | 98%  | -    | 2    | 时尚百货             |
| 青海格尔木店  | 2004.8  | 90%  | 1.2  | 0.8  | 超市+百货+电器         |
| 成都店     | 2004.8  | 95%  | 4    | 2.5  | 8000万投资，超市+大众百货  |
| 乌鲁木齐店   | 2005.4  | 98%  | 2    | 1.5  | 超市+现代百货          |
| 十里堡店    | 2010.4  | -    | 3    | 2.2  |                  |

来源：国金证券研究所

**图表7：西单商场各子公司经营情况 单位：万元（2009 年）**

|          | 权益比例   | 收入      | 净利润    | 净利率     | 备注                                                            |
|----------|--------|---------|--------|---------|---------------------------------------------------------------|
| 北京友谊商店   | 86.87% | 6,434   | -350   | -5.4%   | 计划拆除重建，目前6000平米出租经营品牌家具                                       |
| 万方西单商场   | 52%    | 10,019  | -47    | -0.5%   |                                                               |
| 兰州西单     | 98%    | 18,853  | 247    | 1.3%    |                                                               |
| 青海西单     | 89.80% | 720     | -1,701 | -236.3% | 主要亏损源，09年亏损包含一审判决的结果                                          |
| 成都西单     | 95%    | 19,276  | 205    | 1.1%    |                                                               |
| 新疆西单     | 98%    | 23,403  | 1,346  | 5.8%    | 在新城区，竞争对手较少，盈利情况良好                                            |
| 光彩伟业商业   | 80%    | 8,272   | 199    | 2.4%    |                                                               |
| 河北金鹰食品   | 84.08% | 40      | -320   | -800.0% | 已经停业                                                          |
| 谊星商业投资   | 75%    | 2,859   | 524    | 18.3%   |                                                               |
| 法雅商贸     | 72%    | 56,596  | 1,284  | 2.3%    | 专营专卖，耐克、阿迪在北京、河北、山西、内蒙的总代理，门店220多家，部分为加盟店，最大面积5000平米，小的100多平米 |
| 北京西羽戎腾商贸 | 80%    | 8,715   | 573    | 6.6%    |                                                               |
| 四川金鹏食品   | 95.82% | 600     | -374   | -62.3%  | 专业经营羽绒服，目前7-8家店，主要在北京                                         |
| 小计       |        | 155,787 | 1,586  | 1.0%    |                                                               |
| 其他       |        | 92,769  | 1,435  | 1.5%    | 主要是归属于母公司的西单商场总店                                              |
| 总计       |        | 248,556 | 3,021  | 1.2%    |                                                               |

来源：公司公告、国金证券研究所

## 重组后未来 2 年的主要增长来源

### 新燕莎控股：奥特莱斯 C 馆+贵友大厦

- 燕莎奥特莱斯 C 馆的收入增长可带动新燕莎控股集团未来 2 年的主营业务收入增长 25%以上。
  - 2007 年底开业的燕莎奥特莱斯 C 馆建筑面积 5.6 万平米，占奥特莱斯项目总面积的 61.2%，2009 年销售收入 5.47 亿元，约占奥特莱斯项目总收入的 30%。
  - 考虑到 C 馆有大量餐饮、娱乐经营项目，我们按照 A/B 馆坪效值的 70%计算 C 馆成熟期的销售收入，预计总收入可达到 13-14 亿元，尚有 150%以上增长空间，可带动新燕莎控股总收入增长 25%以上。
  - 按 3%的净利率计算，奥特莱斯 C 馆预计可新增净利润约 2500 万元。

- 重装升级后的贵友大厦建国门总店及通州店是贵友大厦子公司的主要增长来源。
- 贵友大厦建国门总店 2010 年 8 月底完成重装后，受黄金珠宝销售的带动，9 月上旬销售收入同比增长接近 100%，预计全年增长在 30% 左右。
- 贵友大厦通州店于 2008 年 5 月开业，目前的客单价在 400-600 之间，经过 2 年培育已经进入成长期。

**图表8：新燕莎控股集团各子公司的收入及盈利预测 单位：万元**

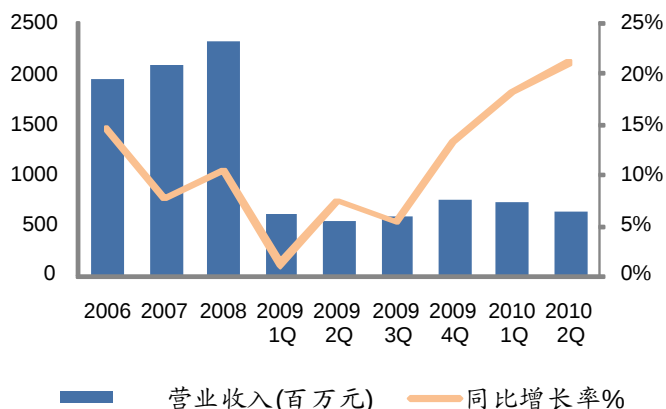
| 控股子公司          | 2007    | 2008    | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>燕莎商城公司</b>  |         |         |         |         |         |         |
| 营业收入           | 315,820 | 350,794 | 371,706 | 427,461 | 478,757 | 550,570 |
| yoy            |         | 11.1%   | 6.0%    | 15.0%   | 12.0%   | 15.0%   |
| 收入占比%          | 78.0%   | 74.0%   | 67.9%   | 65.2%   | 63.0%   | 62.0%   |
| 营业利润           | 15,409  | 19,141  | 26,652  | 28,918  | 31,520  | 34,357  |
| 营业利润率%         | 4.9%    | 5.5%    | 7.2%    | 8.5%    | 9.0%    | 9.0%    |
| 净利润            | 10,797  | 19,175  | 19,593  | 24,365  | 27,768  | 31,933  |
| 净利率%           | 3.4%    | 5.5%    | 5.3%    | 5.7%    | 5.8%    | 5.8%    |
| <b>新燕莎奥特莱斯</b> |         |         |         |         |         |         |
| 营业收入           | 795     | 16,869  | 54,748  | 79,385  | 107,170 | 139,321 |
| yoy            |         | 2020.7% | 224.6%  | 45.0%   | 35.0%   | 30.0%   |
| 收入占比%          | 0.2%    | 3.6%    | 10.0%   | 12.1%   | 14.1%   | 15.7%   |
| 营业利润           | -1,401  | 530     | 1,125   | 1,166   | 1,213   | 1,267   |
| 营业利润率%         | 0.0%    | 3.1%    | 2.1%    | 3.6%    | 4.0%    | 4.5%    |
| 净利润            | -1,381  | 513     | 891     | 2,143   | 3,001   | 4,040   |
| 净利率%           | -173.7% | 3.0%    | 1.6%    | 2.7%    | 2.8%    | 2.9%    |
| <b>贵友大厦公司</b>  |         |         |         |         |         |         |
| 营业收入           | 53,447  | 65,229  | 74,848  | 97,303  | 116,763 | 134,278 |
| yoy            |         | 22.0%   | 14.7%   | 30.0%   | 20.0%   | 15.0%   |
| 收入占比%          | 13.2%   | 13.8%   | 13.7%   | 14.8%   | 15.4%   | 15.1%   |
| 营业利润           | 1,680   | 908     | 1,154   | 1,180   | 1,205   | 1,232   |
| 营业利润率%         | 3.1%    | 1.4%    | 1.5%    | 2.2%    | 2.2%    | 2.2%    |
| 净利润            | 1,146   | 683     | 1,609   | 1,751   | 2,160   | 2,551   |
| 净利率%           | 2.1%    | 1.0%    | 2.1%    | 1.8%    | 1.9%    | 1.9%    |
| <b>新燕莎商业公司</b> |         |         |         |         |         |         |
| 营业收入           | 34,642  | 41,372  | 46,363  | 51,926  | 57,119  | 63,973  |
| yoy            |         | 19.4%   | 12.1%   | 12%     | 10%     | 12%     |
| 收入占比%          | 8.6%    | 8.7%    | 8.5%    | 7.9%    | 7.5%    | 7.2%    |
| 营业利润           | 3,796   | 8,251   | 9,874   | 12,540  | 16,051  | 20,545  |
| 营业利润率%         | 11.0%   | 19.9%   | 21.3%   | 27.0%   | 28.0%   | 28.0%   |
| 净利润            | 2,745   | 6,171   | 7,422   | 10,385  | 11,995  | 13,434  |
| 净利率%           | 7.9%    | 14.9%   | 16.0%   | 20.0%   | 21.0%   | 21.0%   |
| <b>合计</b>      |         |         |         |         |         |         |
| 营业收入           | 404,704 | 474,264 | 547,665 | 656,076 | 759,809 | 888,142 |
| yoy            |         | 17.2%   | 15.5%   | 19.8%   | 15.8%   | 16.9%   |
| 营业利润           | 19,484  | 28,831  | 38,805  | 43,803  | 49,989  | 57,401  |
| %              | 4.8%    | 6.1%    | 7.3%    | 6.7%    | 6.6%    | 6.5%    |
| 净利润            | 13,307  | 26,542  | 29,514  | 38,645  | 44,924  | 51,959  |
| 净利率%           | 3.3%    | 5.6%    | 5.4%    | 5.9%    | 5.9%    | 5.9%    |

来源：国金证券研究所

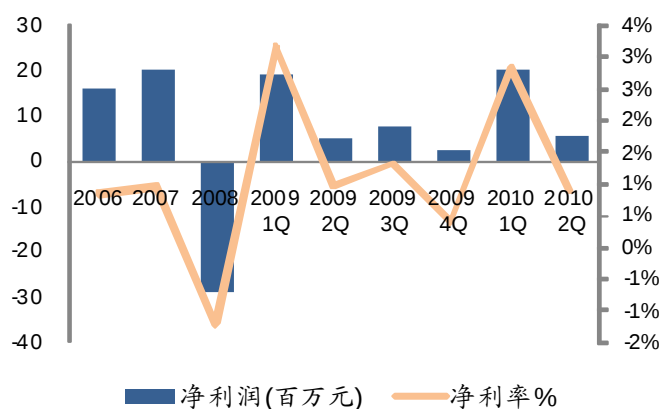
### 西单商场：亏损源减少促进盈利回升

- 随着青海子公司等亏损源的逐渐减少，2010 年西单商场的盈利情况将进一步好转。
- 2010 年上半年，西单商城销售收入增速维持上升趋势，前两季度分别同比增长 18.2%和 21%；北京西单总店、新疆西单子公司和法雅商贸贡献了大部分的收入和利润增长。

图表9：西单商场收入及同比增速 单位：百万元



图表10：西单商场净利润及净利率 单位：百万元



来源：公司公告、国金证券研究所

- 过去 3 年，公司大部分亏损子公司均实现逐年减亏，其中最大亏损源青海子公司两家门店均已停业，公司与物业出租方创新房地产公司的法律纠纷正在等待青海省高院的二审判决，预计 2010 年以后继续大幅亏损的可能性很小。
- 北京友谊商店 1-3 楼西侧已经出租给达芬奇等名品家具店，旅游纪念品及珠宝的销售面积大幅缩减，门店原址计划拆除重建，预计 2010 年以后可实现减亏甚至盈利。

图表11：西单商城各控股子公司历年盈利情况 单位：万元

|          | 权益比例   | 销售收入<br>2009 | 净利润<br>2007 | 净利润<br>2008 | 净利润<br>2009 | 变动幅度<br>(2007-2009) |
|----------|--------|--------------|-------------|-------------|-------------|---------------------|
| 北京友谊商店   | 86.87% | 6,434        | -205        | -901        | -350        | -70.7%              |
| 万方西单商场   | 52%    | 10,019       | -151        | -284        | -47         | 68.9%               |
| 兰州西单     | 98%    | 18,853       | -320        | -847        | 247         | 177.2%              |
| 青海西单     | 89.80% | 720          | -2,025      | -3,308      | -1,701      | 16.0%               |
| 成都西单     | 95%    | 19,276       | -107        | -253        | 205         | 291.6%              |
| 新疆西单     | 98%    | 23,403       | 474         | 1,120       | 1,346       | 184.0%              |
| 光彩伟业商业   | 80%    | 8,272        | 99          | 87          | 199         | 101.0%              |
| 河北金鹰食品   | 84.08% | 40           | -1,845      | -1,885      | -320        | 82.7%               |
| 谊星商业投资   | 75%    | 2,859        | 564         | 979         | 524         | -7.1%               |
| 法雅商贸     | 72%    | 56,596       | 1,027       | 1,139       | 1,284       | 25.0%               |
| 北京西羽戎腾商贸 | 80%    | 8,715        | 68          | 261         | 573         | 742.6%              |
| 四川金鹏食品   | 95.82% | 600          | -145        | -1,190      | -374        | -157.9%             |
| 小计       |        | 155,787      | -2,566      | -5,082      | 1,586       | 161.8%              |
| 权益净利润    |        |              | -2,420      | -4,766      | 1,208       | 149.9%              |
| 报表净利润    |        | 248,556      | 1,694       | -3,055      | 3,021       | 78.3%               |

来源：国金证券研究所

**图表12：西单商场收入与盈利预测 单位：万元**

|        | 权益比例    | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 西单商场   | 100.00% | 92,769  | 103,902 | 114,812 | 127,441 |
| YOY %  |         |         | 12.0%   | 10.5%   | 11.0%   |
| 净利润    |         | 1,813   | 1870.2  | 2296.2  | 2803.7  |
| 净利率 %  |         | 2.0%    | 1.8%    | 2.0%    | 2.2%    |
| 北京友谊商店 | 86.87%  | 6,434   | 6,820   | 7,195   | 7,555   |
| YOY %  |         |         | 6.0%    | 5.5%    | 5.0%    |
| 净利润    |         | -350    | -150    | -       | 150     |
| 净利率 %  |         | -5.4%   | -2.2%   | 0.0%    | 2.0%    |
| 万方西单商场 | 52%     | 10,019  | 10,770  | 11,524  | 12,331  |
| YOY %  |         |         | 7.5%    | 7.0%    | 7.0%    |
| 净利润    |         | -47     | -       | 50      | 100     |
| 净利率 %  |         | -0.5%   | 0.0%    | 0.4%    | 0.8%    |
| 兰州西单   | 98%     | 18,853  | 21,115  | 23,227  | 25,550  |
| YOY %  |         |         | 12%     | 10%     | 10%     |
| 净利润    |         | 247     | 317     | 348     | 383     |
| 净利率 %  |         | 1.3%    | 1.5%    | 1.5%    | 1.5%    |
| 青海西单   | 89.80%  | 720     | 0       | 0       | 0       |
| 净利润    |         | -1,701  | -1,000  | -500    | -200    |
| 成都西单   | 95%     | 19,276  | 22,167  | 25,049  | 28,055  |
| YOY %  |         |         | 15.0%   | 13.0%   | 12.0%   |
| 净利润    |         | 205     | 266     | 376     | 421     |
| 净利率 %  |         | 1.1%    | 1.2%    | 1.5%    | 1.5%    |
| 新疆西单   | 98%     | 23,403  | 28,084  | 33,139  | 38,109  |
| YOY %  |         |         | 20%     | 18%     | 15%     |
| 净利润    |         | 1,346   | 1,629   | 1,988   | 2,287   |
| 净利率 %  |         | 5.8%    | 5.8%    | 6.0%    | 6.0%    |
| 法雅商贸   | 72%     | 56,596  | 62,256  | 68,481  | 75,329  |
| YOY %  |         |         | 10%     | 10%     | 10%     |
| 净利润    |         | 1,284   | 1,432   | 1,575   | 1,733   |
| 净利率 %  |         | 2.3%    | 2.30%   | 2.30%   | 2.30%   |
| 西羽戎腾商贸 | 80%     | 8,715   | 9,587   | 10,545  | 11,600  |
| YOY %  |         |         | 10%     | 10%     | 10%     |
| 净利润    |         | 573     | 623     | 685     | 754     |
| 净利率 %  |         | 6.6%    | 6.50%   | 6.50%   | 6.50%   |
| 谊星商业投资 | 75%     | 2,859   | 3,145   | 3,459   | 3,805   |
| YOY %  |         |         | 10%     | 10%     | 10%     |
| 净利润    |         | 524     | 566     | 623     | 685     |
| 净利率 %  |         | 18.3%   | 18%     | 18%     | 18%     |
| 光彩伟业商业 | 80%     | 8,272   | 9,099   | 10,009  | 11,010  |
| YOY %  |         |         | 10%     | 10%     | 10%     |
| 净利润    |         | 199     | 227     | 250     | 275     |
| 净利率 %  |         | 2.4%    | 2.50%   | 2.50%   | 2.50%   |
| 河北金鹰食品 | 84.08%  | 40      | -       | -       | -       |
| 净利润    |         | -320    | -200.00 | -100.00 | -       |
| 四川金鹏食品 | 95.82%  | 600     | 500.00  | 200.00  | 200.00  |
| 净利润    |         | -374    | -200.00 | -100.00 | -       |
| 总收入    |         | 248,556 | 277,445 | 307,641 | 340,985 |
| 净利润    |         | 5,100   | 6,380   | 7,992   | 9,591   |
| 权益净利润  |         | 3,021   | 4,777   | 6,690   | 8,407   |
| 净利率 %  |         | 1.2%    | 1.7%    | 2.2%    | 2.5%    |

来源：国金证券研究所

## 注入资产亮点：具备连锁扩张能力的奥特莱斯业态

- 我们看好奥特莱斯业态在中国的发展前景，并且认为新燕莎控股集团是少数能够成功实现该业态连锁经营的零售企业之一。

### 奥特莱斯的业态特征：过剩经济的产物，库存的消化通道

- 奥特莱斯（Outlet）的中文翻译为“工厂直销中心”，初期主要以消化制造厂商积压库存和断码尾货为主，于 1975 年最早在美国诞生，20 世纪 80 年代末开始繁荣。
- 根据美国经验，经济危机带来的中产阶级实际购买力下降和 SPA 经营模式提高服装业平均库存周转速度，催生了奥特莱斯业态并推动其在上世纪 90 年代走向繁荣。
- 奥特莱斯经营成功的必备要素包括：品牌、折扣和购物环境，其中拥有大量品牌资源和稳定的折扣商品供应又是重中之重。
- 2005 年国际购物中心协会将奥特莱斯列为购物中心类型之一，表明奥特莱斯的发展已从折扣商品销售中心向购物休闲综合场所转变。

**图表13：美国奥特莱斯业态的发展轨迹及各阶段主要特点**

| 发展阶段 | 成长期<br>1975-1987                                                    | 繁荣期<br>1988-1996                                                                                                              | 成熟期<br>1997以后                                                                |
|------|---------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|
| 经营模式 | 工厂直销店                                                               | 有规划的工厂直销中心                                                                                                                    | 整合多种零售业态的超业态平台                                                               |
| 扩张规模 | · 1987年底美国共有Outlet106家，年均新开9家                                       | · 1988-1996年，美国新开奥特莱斯264家，年均新增33家                                                                                             | · 1997年以后Outlet年新增数量锐减，至2004年底总计新增33家<br>· Outlet总量从1996年的329家下降至2004年底的225家 |
| 发展原因 | · 石油危机后的经济滞胀刺激了消费者对质优价廉的品牌折扣商品的消费需求                                 | · 独立的工厂直销零售业形成，并拥有特定的消费群体<br>· 80年代兴起的SPA服装营销模式加快行业平均存货周转速度，服装企业对库存销售通路的需求推动Outlet业态进入繁荣期                                     | · 经营困难加剧，并购增加，产业趋向集中<br>· Outlet功能多样化，与购物中心的产业边缘日趋模糊                         |
| 主要特点 | · 品牌制造厂商通过工厂直销店的形式消化积压库存和断码尾货<br><br>· 品牌制造商是直销店的经营主体，主要依靠低廉的价格吸引顾客 | · 50%以上租户为工厂直销零售商，开始出现专门针对Outlet开发的品牌商品<br>· 娱乐、餐饮等辅助业态进入直销中心<br><br>· 工厂直销店汇集成为直销中心，专业商业经营公司成为开发主体<br>· 品牌、折扣和购物环境是经营成功的必备要素 | · 工厂直销零售商的比例变化灵活，休闲与娱乐等体验性功能加强<br><br>· 辐射范围扩大，旅游客户成为目标客户群的重要一支              |

来源：国金证券研究所

## 中国奥特莱斯现状：行业快速扩张，经营能力要求高

- 北京燕莎商城公司在 2002 年将奥特莱斯业态引入中国，近几年发展迅猛，全国各类奥特莱斯及品牌折扣中心的总数超过 200 家；中国奥特莱斯快速发展的原因主要包括：
  - 经济发展带来城市居民消费能力提升，品牌认知度较高的发达地区已经具备发展奥特莱斯的潜力。

- 金融危机后，中国消费市场一枝独秀，各类国际品牌加快进入步伐，大量出口制造企业转内销等带来存货数量增加，客观上需要辅助的流通渠道延长销售线，消化库存。
- 奥特莱斯开发一般远离城市中心，有利于盘活低成本的城郊商业用地，容易获得地方政府的支持。
- 成功的奥特莱斯项目能提高周边土地及配套商业住宅的价格，新型“商业+地产”的发展模式吸引了多种类型的开发主体。
- 作为复杂的商业项目，奥特莱斯对经营者的综合能力要求较高，通过分析，我们将中国奥特莱斯经营成功的要素总结为五点：消费能力、品牌意识、交通条件、货源组织和购物环境。
- 消费能力：根据行业经验，30 万目标消费者可支持一个 10 万平方米左右规模奥特莱斯的经营；燕莎奥特莱斯的盈利在 2004-2005 年出现显著提高，以此为参考，我们推断东部沿海及中部的部分中心城市已经具备发展奥特莱斯的消费潜力。

图表14：中国东部沿海及中部的部分中心城市人均 GDP 单位：万元/年·人

|      | 深圳   | 上海   | 广州   | 北京   | 厦门   | 杭州   | 宁波   | 南京   | 青岛   | 沈阳   | 大连   | 武汉   | 济南   |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 2000 | 3.28 | 3.00 | 2.56 | 2.25 | 2.45 | 2.23 | 2.12 | 1.98 | 1.60 | 1.57 | -    | 1.51 | 1.69 |
| 2001 | 3.48 | 3.23 | 2.85 | 2.55 | 2.65 | 2.51 | 2.36 | 2.22 | 1.81 | 1.71 | 2.23 | 1.65 | 1.87 |
| 2002 | 4.04 | 3.54 | 3.23 | 3.08 | 3.03 | 2.82 | 2.67 | 2.48 | 2.07 | 1.92 | 2.53 | 1.80 | 2.08 |
| 2003 | 4.70 | 4.01 | 3.84 | 3.49 | 3.50 | 3.28 | 3.19 | 2.98 | 2.40 | 2.18 | 2.92 | 1.96 | 2.34 |
| 2004 | 5.42 | 4.68 | 4.59 | 4.10 | 4.04 | 3.93 | 3.83 | 3.58 | 2.85 | 2.56 | 3.50 | 2.31 | 2.73 |
| 2005 | 6.08 | 5.25 | 5.38 | 4.60 | 4.47 | 4.49 | 4.42 | 4.09 | 3.32 | 2.99 | 3.82 | 2.63 | 3.16 |
| 2006 | 6.95 | 5.88 | 6.31 | 5.21 | 5.01 | 5.19 | 5.15 | 4.61 | 3.89 | 3.59 | 4.26 | 2.99 | 3.64 |
| 2007 | 7.96 | 6.80 | 7.18 | 6.13 | 5.71 | 6.13 | 6.11 | 5.35 | 4.54 | 4.56 | 5.16 | 3.55 | 3.93 |
| 2008 | 8.98 | 7.51 | 8.12 | 6.68 | 6.27 | 7.08 | 7.00 | 6.08 | 5.27 | 5.42 | 6.32 | 4.43 | 4.57 |
| 2009 | 9.20 | 7.90 | 8.82 | 6.88 | 6.44 | 7.49 | 7.40 | 5.48 | 6.41 | 5.55 | 7.16 | 5.01 | 5.04 |

来源：国金证券研究所

- 品牌意识：在美国，年均收入 5.5 万美金左右的家庭（即中产阶级）是奥特莱斯的消费主体，这部分人群具有很强的品牌意识；中国受到消费习惯的影响，东部沿海城市居民和受教育程度高的年轻消费者的品牌意识更强。
- 交通条件：经营成功的奥特莱斯项目一般远离城市中心，与品牌正价店保持一定距离，同时靠近目标客户集中的高端社区、旅游集散地等，二者之间必须有便利的交通网络相连。

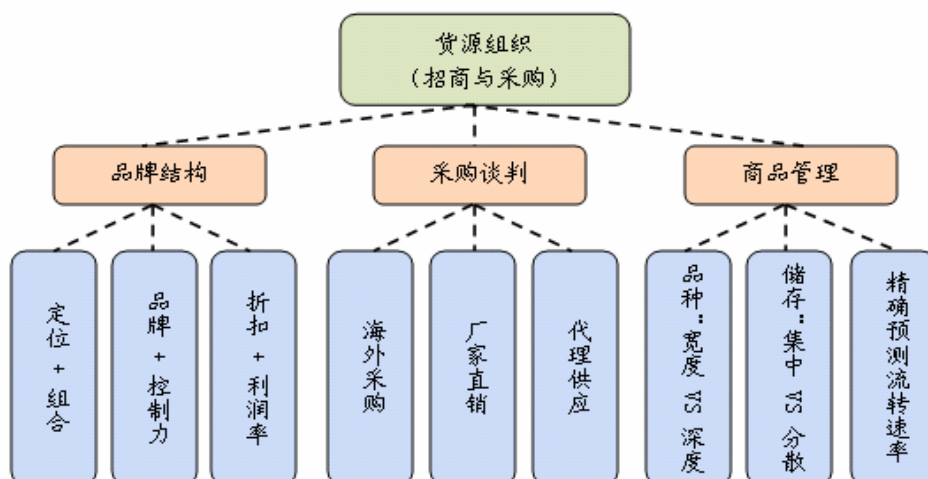
图表15：上海青浦与北京燕莎奥特莱斯的交通情况

|      | 位置               | 周边                                          | 交通                                            |
|------|------------------|---------------------------------------------|-----------------------------------------------|
| 上海青浦 | A9高速公路赵巷出口 200米处 | · 临近佘山、淀山湖、朱家角、周庄等风景区<br>· 临近各种高档度假、别墅、住宅小区 | · 距离市中心26公里，车程30-40分钟<br>· A9等多条高速公路连同江苏、浙江两省 |
| 北京燕莎 | 东四环工大桥西侧         | · 临近中央商务区、北京市中心                             | · 公路交通网发达，距离燕莎友谊商城10公里，距离首都机场26公里             |

来源：国金证券研究所

- 货源组织（招商与采购）：是奥特莱斯经营成功的核心要素，要求经营者必须具备优秀的招商和采购能力，拥有大量品牌资源，并可持续获得稳定和充足的低价品牌商品供应。
- 购物环境：要求经营主体将奥特莱斯的开发与经营相结合，建筑设计与区域主题相统一，并在配套设施、安全系统等方面有整体规划。

图表16：奥特莱斯招商与采购的主要环节和内容

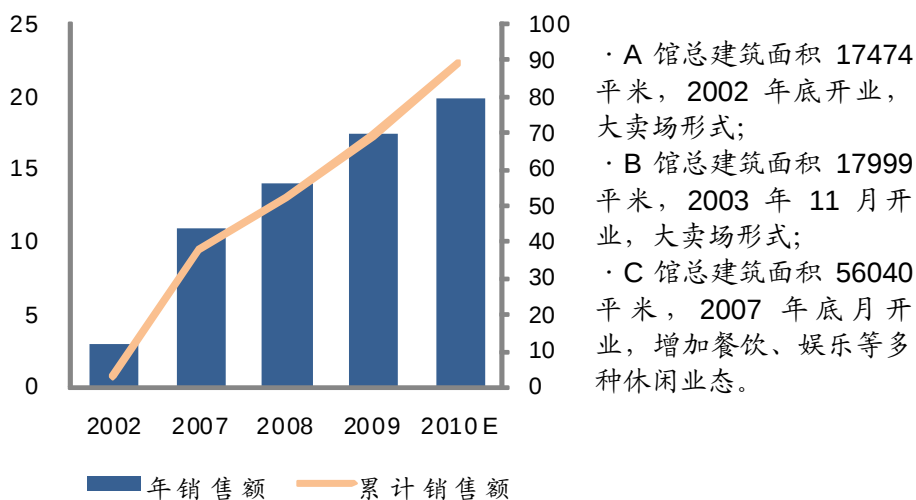


来源：国金证券研究所

### 新燕莎控股集团的发展猜想：实现奥特莱斯业态的连锁经营

- 2002 年开始营业的北京燕莎奥特莱斯是中国目前经营最成功的奥特莱斯项目之一，年销售额接近 20 亿元。

图表17：燕莎奥特莱斯销售收入增长情况 单位：亿元



来源：国金证券研究所

- 新燕莎控股集团经营奥特莱斯的竞争优势主要包括：定位明确、品牌地位、会员基础。
  - 定位明确：新燕莎控股集团旗下燕莎友谊商城建立之初主营涉外零售，始终针对高端市场；明确的品牌定位有利于锁定奥特莱斯的潜在消费者；
  - 品牌地位：“燕莎”品牌在北京高端零售业已经具备象征性地位，奥特莱斯能与高端百货在招商和采购方面产生协同效应，同时有效拉长一线品牌商品的销售线，实现零售商与品牌供应商的共赢。
  - 会员基础：新燕莎控股集团在会员管理方面经验丰富，20 多万高端会员的粘性 & 感染性强。

- 我们认为“低成本土地+厂家直销”使奥特莱斯业态连锁扩张的成功率要大于单体百货和购物中心的异地扩张，美国的行业经验也能印证这一推论。
  - 高昂的土地成本和错乱横行的品牌代理环境是阻碍中国百货业实现跨区连锁扩张的主要障碍，奥特莱斯天然具备克服这两大难关的业态特征。
  - 美国的发展经验表明，连锁经营是奥特莱斯业态的发展趋势，其主要原因是通过做大销售规模，促使品牌供应商生产针对性产品，保证货源供应。

**图表18：2002年美国排名前五的奥特莱斯经营公司 单位：美元、平方英尺**

| 发展商                           | Outlet数量 | 面积<br>(GLA) | 销售/sq.ft | 租金/sq.ft | 出租率                  |
|-------------------------------|----------|-------------|----------|----------|----------------------|
| Chelsea Property Group        | 53       | 12,138,096  | \$379*   | \$20.38  | (额外) 98%<br>(其它) 91% |
| Prime Retail                  | 42       | 11,943,531  | \$241    | \$13.27  | 90.30%               |
| Tanger Factory Outlet Centers | 29       | 5,141,744   | \$294    | \$14.22  | 96%                  |
| Horizon Group Properties      | 9        | 1,791,383   | -3.20%   | \$9.57   | 76%                  |
| New Plan Excel Realty Trust   | 6        | 1,899,000   | NA       | \$16.48  | 86%                  |
| Total                         | 139      | 32,913,756  |          |          |                      |

来源：VRN、国金证券研究所

## 盈利预测与估值

- 此次重组完成后，公司业务全面覆盖高中低端市场，西单商场原有业务的经营效率有望得到改善，燕莎集团的购物中心和奥特莱斯业务发展获得融资平台，我们看好公司未来的发展，并认为其将成为北京乃至华北零售市场的龙头企业。
  - 由于公司重组尚未完成，我们对公司未来2年的盈利预测主要基于西单商场和新燕莎控股集团商业资产的现有盈利状况进行，并未考虑二者合并后协同效应及经营效率提升对盈利的影响。
  - 北京零售市场竞争日趋激烈，新燕莎控股集团要保持目前的行业地位，借助资本市场实现多业态联合发展和连锁扩张是发展趋势，公司有提升管理效率的内在动力。
  - 基于以上两点原因，我们认为按照目前公司变革阶段的盈利预测用PE法估值不能完全反应公司的发展潜力和成长空间，以销售规模衡量零售企业价值的PS估值法更为适宜。
- 根据我们测算，重组完成后的新西单商场2010年-2012年可实现销售收入92.35亿元、105.75亿元和121.91亿元，净利润分别达到2.39亿元、2.99亿元和3.62亿元，按6.37亿股总股本摊薄后的每股收益分别为0.376元/股、0.471元/股、0.569元/股。
- 我们认为公司适用PS估值法，2010-2011年按公司持有子公司股权比例计算的销售总额为66.58亿元和74.53亿元；按照目前百货行业2011年平均PS值1.7倍水平，我们给予公司目标价格19.90元/股。

**图表19：主要可比公司及行业平均PS值情况（2010-9-15）**

| 股票代码   | 股票名称 | 分类 | PS  | 市值    | 市值占比  |
|--------|------|----|-----|-------|-------|
| 600697 | 欧亚集团 | 百货 | 1.0 | 45.3  | 1.9%  |
| 600858 | 银座股份 | 百货 | 1.0 | 80.9  | 3.3%  |
| 000501 | 鄂武商A | 百货 | 1.0 | 94.3  | 3.9%  |
| 600631 | 百联股份 | 百货 | 1.1 | 150.6 | 6.2%  |
| 000417 | 合肥百货 | 百货 | 1.3 | 86.9  | 3.6%  |
| 600859 | 王府井  | 百货 | 1.4 | 180.8 | 7.4%  |
| 600778 | 友好集团 | 百货 | 1.9 | 50.5  | 2.1%  |
| 600628 | 新世界  | 百货 | 2.8 | 77.6  | 3.2%  |
| 000987 | 广州友谊 | 百货 | 3.3 | 107.8 | 4.4%  |
| 行业平均   |      |    | 1.7 | 合计    | 36.0% |

来源：聚源数据、国金证券研究所

### 风险提示

- 公司重组案尚未完成，重组后管理层安排及企业文化融合还存在不确定性。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

|                     | 2007          | 2008          | 2009          | 2010E         | 2011E         | 2012E         |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>主营业务收入</b>       | <b>2,107</b>  | <b>2,326</b>  | <b>2,486</b>  | <b>9,235</b>  | <b>10,574</b> | <b>12,191</b> |
| 增长率                 |               | 10.4%         | 6.9%          | 271.6%        | 14.5%         | 15.3%         |
| <b>主营业务成本</b>       | <b>-1,623</b> | <b>-1,800</b> | <b>-1,931</b> | <b>-7,126</b> | <b>-8,140</b> | <b>-9,351</b> |
| % 销售收入              | 77.0%         | 77.4%         | 77.7%         | 77.2%         | 77.0%         | 76.7%         |
| <b>毛利</b>           | <b>484</b>    | <b>525</b>    | <b>555</b>    | <b>2,109</b>  | <b>2,434</b>  | <b>2,841</b>  |
| % 销售收入              | 23.0%         | 22.6%         | 22.3%         | 22.8%         | 23.0%         | 23.3%         |
| <b>营业税金及附加</b>      | <b>-17</b>    | <b>-19</b>    | <b>-20</b>    | <b>-74</b>    | <b>-85</b>    | <b>-98</b>    |
| % 销售收入              | 0.8%          | 0.8%          | 0.8%          | 0.8%          | 0.8%          | 0.8%          |
| <b>营业费用</b>         | <b>-95</b>    | <b>-107</b>   | <b>-121</b>   | <b>-369</b>   | <b>-423</b>   | <b>-488</b>   |
| % 销售收入              | 4.5%          | 4.6%          | 4.9%          | 4.0%          | 4.0%          | 4.0%          |
| <b>管理费用</b>         | <b>-304</b>   | <b>-370</b>   | <b>-346</b>   | <b>-1,293</b> | <b>-1,459</b> | <b>-1,688</b> |
| % 销售收入              | 14.4%         | 15.9%         | 13.9%         | 14.0%         | 13.8%         | 13.9%         |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>67</b>     | <b>30</b>     | <b>68</b>     | <b>373</b>    | <b>467</b>    | <b>567</b>    |
| % 销售收入              | 3.2%          | 1.3%          | 2.7%          | 4.0%          | 4.4%          | 4.7%          |
| <b>财务费用</b>         | <b>-9</b>     | <b>-13</b>    | <b>-11</b>    | <b>-2</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| % 销售收入              | 0.4%          | 0.6%          | 0.4%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          |
| <b>资产减值损失</b>       | <b>-15</b>    | <b>-27</b>    | <b>-2</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| <b>公允价值变动收益</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| <b>投资收益</b>         | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| % 税前利润              | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          |
| <b>营业利润</b>         | <b>43</b>     | <b>-10</b>    | <b>55</b>     | <b>371</b>    | <b>467</b>    | <b>567</b>    |
| 营业利润率               | 2.0%          | n.a           | 2.2%          | 4.0%          | 4.4%          | 4.7%          |
| <b>营业外收支</b>        | <b>-10</b>    | <b>-7</b>     | <b>-5</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| <b>税前利润</b>         | <b>33</b>     | <b>-16</b>    | <b>50</b>     | <b>371</b>    | <b>467</b>    | <b>567</b>    |
| 利润率                 | 1.6%          | n.a           | 2.0%          | 4.0%          | 4.4%          | 4.7%          |
| <b>所得税</b>          | <b>-12</b>    | <b>-12</b>    | <b>-14</b>    | <b>-82</b>    | <b>-103</b>   | <b>-125</b>   |
| 所得税率                | 37.3%         | n.a           | 28.7%         | 22.0%         | 22.0%         | 22.0%         |
| <b>净利润</b>          | <b>21</b>     | <b>-28</b>    | <b>35</b>     | <b>289</b>    | <b>365</b>    | <b>442</b>    |
| <b>少数股东损益</b>       | <b>4</b>      | <b>2</b>      | <b>5</b>      | <b>50</b>     | <b>65</b>     | <b>80</b>     |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>17</b>     | <b>-31</b>    | <b>30</b>     | <b>239</b>    | <b>300</b>    | <b>362</b>    |
| 净利率                 | 0.8%          | n.a           | 1.2%          | 2.6%          | 2.8%          | 3.0%          |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|                 | 2007        | 2008       | 2009       | 2010E       | 2011E       | 2012E       |
|-----------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>净利润</b>      | <b>21</b>   | <b>-28</b> | <b>35</b>  | <b>289</b>  | <b>365</b>  | <b>442</b>  |
| <b>少数股东损益</b>   | <b>0</b>    | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    |
| <b>非现金支出</b>    | <b>94</b>   | <b>129</b> | <b>83</b>  | <b>93</b>   | <b>133</b>  | <b>151</b>  |
| <b>非经营收益</b>    | <b>12</b>   | <b>17</b>  | <b>8</b>   | <b>4</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    |
| <b>营运资金变动</b>   | <b>4</b>    | <b>49</b>  | <b>7</b>   | <b>394</b>  | <b>98</b>   | <b>119</b>  |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>131</b>  | <b>166</b> | <b>133</b> | <b>780</b>  | <b>596</b>  | <b>712</b>  |
| <b>资本开支</b>     | <b>-280</b> | <b>-89</b> | <b>-1</b>  | <b>-753</b> | <b>-409</b> | <b>-410</b> |
| <b>投资</b>       | <b>0</b>    | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>-1</b>   | <b>0</b>    | <b>0</b>    |
| <b>其他</b>       | <b>6</b>    | <b>2</b>   | <b>3</b>   | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-274</b> | <b>-87</b> | <b>3</b>   | <b>-754</b> | <b>-409</b> | <b>-410</b> |
| <b>股权募资</b>     | <b>0</b>    | <b>3</b>   | <b>3</b>   | <b>227</b>  | <b>0</b>    | <b>0</b>    |
| <b>债权募资</b>     | <b>-40</b>  | <b>10</b>  | <b>-28</b> | <b>-72</b>  | <b>0</b>    | <b>1</b>    |
| <b>其他</b>       | <b>-11</b>  | <b>-12</b> | <b>-23</b> | <b>-3</b>   | <b>0</b>    | <b>0</b>    |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>-50</b>  | <b>1</b>   | <b>-48</b> | <b>152</b>  | <b>0</b>    | <b>1</b>    |
| <b>现金净流量</b>    | <b>-193</b> | <b>80</b>  | <b>87</b>  | <b>178</b>  | <b>187</b>  | <b>303</b>  |

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

|                 | 2007         | 2008         | 2009         | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>货币资金</b>     | <b>261</b>   | <b>339</b>   | <b>427</b>   | <b>604</b>   | <b>791</b>   | <b>1,095</b> |
| <b>应收款项</b>     | <b>95</b>    | <b>62</b>    | <b>75</b>    | <b>392</b>   | <b>449</b>   | <b>518</b>   |
| <b>存货</b>       | <b>180</b>   | <b>230</b>   | <b>254</b>   | <b>879</b>   | <b>1,004</b> | <b>1,153</b> |
| <b>其他流动资产</b>   | <b>29</b>    | <b>17</b>    | <b>23</b>    | <b>180</b>   | <b>206</b>   | <b>236</b>   |
| <b>流动资产</b>     | <b>564</b>   | <b>648</b>   | <b>779</b>   | <b>2,055</b> | <b>2,450</b> | <b>3,001</b> |
| % 总资产           | 30.7%        | 35.6%        | 41.5%        | 53.9%        | 54.7%        | 56.7%        |
| <b>长期投资</b>     | <b>165</b>   | <b>160</b>   | <b>156</b>   | <b>157</b>   | <b>156</b>   | <b>156</b>   |
| <b>固定资产</b>     | <b>631</b>   | <b>572</b>   | <b>523</b>   | <b>1,246</b> | <b>1,527</b> | <b>1,790</b> |
| % 总资产           | 34.4%        | 31.4%        | 27.9%        | 32.7%        | 34.1%        | 33.8%        |
| <b>无形资产</b>     | <b>474</b>   | <b>440</b>   | <b>415</b>   | <b>350</b>   | <b>346</b>   | <b>342</b>   |
| <b>非流动资产</b>    | <b>1,271</b> | <b>1,174</b> | <b>1,097</b> | <b>1,755</b> | <b>2,031</b> | <b>2,290</b> |
| % 总资产           | 69.3%        | 64.4%        | 58.5%        | 46.1%        | 45.3%        | 43.3%        |
| <b>资产总计</b>     | <b>1,835</b> | <b>1,822</b> | <b>1,875</b> | <b>3,810</b> | <b>4,480</b> | <b>5,291</b> |
| <b>短期借款</b>     | <b>90</b>    | <b>100</b>   | <b>72</b>    | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>应付款项</b>     | <b>474</b>   | <b>473</b>   | <b>551</b>   | <b>1,620</b> | <b>1,851</b> | <b>2,129</b> |
| <b>其他流动负债</b>   | <b>104</b>   | <b>117</b>   | <b>98</b>    | <b>520</b>   | <b>594</b>   | <b>683</b>   |
| <b>流动负债</b>     | <b>668</b>   | <b>690</b>   | <b>721</b>   | <b>2,140</b> | <b>2,445</b> | <b>2,812</b> |
| <b>长期贷款</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>1</b>     |
| <b>其他长期负债</b>   | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>负债</b>       | <b>668</b>   | <b>690</b>   | <b>721</b>   | <b>2,140</b> | <b>2,445</b> | <b>2,813</b> |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>1,085</b> | <b>1,053</b> | <b>1,083</b> | <b>1,549</b> | <b>1,849</b> | <b>2,211</b> |
| <b>少数股东权益</b>   | <b>82</b>    | <b>80</b>    | <b>71</b>    | <b>121</b>   | <b>186</b>   | <b>266</b>   |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>1,835</b> | <b>1,822</b> | <b>1,875</b> | <b>3,810</b> | <b>4,480</b> | <b>5,291</b> |

**比率分析**

|               | 2007     | 2008    | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|---------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>每股指标</b>   |          |         |         |         |         |         |
| 每股收益          | 0.041    | -0.075  | 0.074   | 0.376   | 0.471   | 0.569   |
| 每股净资产         | 2.648    | 2.570   | 2.644   | 2.434   | 2.905   | 3.474   |
| 每股经营现金净流      | 0.321    | 0.405   | 0.324   | 1.225   | 0.936   | 1.119   |
| 每股股利          | 0.000    | 0.000   | 0.000   | 0.000   | 0.000   | 0.000   |
| <b>回报率</b>    |          |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率        | 1.56%    | -2.90%  | 2.79%   | 15.44%  | 16.21%  | 16.38%  |
| 总资产收益率        | 0.92%    | -1.68%  | 1.61%   | 6.28%   | 6.69%   | 6.85%   |
| 投入资本收益率       | 3.36%    | 4.26%   | 3.94%   | 17.42%  | 17.91%  | 17.84%  |
| <b>增长率</b>    |          |         |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率     | 16.36%   | 10.39%  | 6.87%   | 271.55% | 14.50%  | 15.29%  |
| EBIT增长率       | 1734.23% | -55.21% | 124.30% | 450.53% | 25.27%  | 21.29%  |
| 净利润增长率        | 109.08%  | N/A     | N/A     | 691.94% | 25.25%  | 20.89%  |
| 总资产增长率        | 10.58%   | -0.71%  | 2.91%   | 103.18% | 17.58%  | 18.08%  |
| <b>资产管理能力</b> |          |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数      | 9.7      | 7.6     | 6.2     | 7.5     | 7.5     | 7.5     |
| 存货周转天数        | 37.3     | 41.5    | 45.7    | 45.0    | 45.0    | 45.0    |
| 应付账款周转天数      | 45.6     | 47.3    | 52.9    | 35.0    | 35.0    | 35.0    |
| 固定资产周转天数      | 108.4    | 89.6    | 76.8    | 45.2    | 42.3    | 38.6    |
| <b>偿债能力</b>   |          |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益      | -14.63%  | -21.11% | -30.72% | -36.19% | -38.89% | -44.14% |
| EBIT利息保障倍数    | 7.1      | 2.3     | 6.2     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 资产负债率         | 36.41%   | 37.84%  | 38.44%  | 56.16%  | 54.58%  | 53.18%  |

### 市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|-----|------|------|------|------|
| 强买 | 0   | 6    | 6    | 6    | 6    |
| 买入 | 0   | 3    | 3    | 3    | 4    |
| 持有 | 0   | 0    | 0    | 0    | 1    |
| 减持 | 0   | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 卖出 | 0   | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0   | 1.33 | 1.33 | 1.33 | 1.39 |

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期           | 评级 | 市价    | 目标价 |
|--------------|----|-------|-----|
| 1 2010-09-01 | 买入 | 11.94 | N/A |

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 2805 室