

百货零售



向涛 S0190209080152
021-3856 5942
xiangtao@xyzq.com.cn

强烈推荐

西单商场（600723）

经营步入上升通道，未来重组受益显著

2010 年 11 月 28 日

投资要点

我们近日对西单商场进行了调研，我们认为公司自身主业经营已处于涅槃重生前期，新燕莎的入主更将显著提升公司在北京地区占有率及影响力，我们给予公司“强烈推荐”的投资评级。

- **主业概况。**公司现阶段主要经营三块业务：百货、品牌代理、物业出租，其中收入和利润主要来源于百货和品牌代理。百货零售业务方面，公司目前拥有 9 家门店（含社区店），建筑面积 26.7 万平米，营业面积 16.2 万平米；品牌代理方面，公司目前控股法雅商贸、西羽戎腾商贸、光彩伟业三家公司，分别从事体育运动品牌、羽绒服、超市商品代理；此外公司还控股一家谊星商业投资公司，从事物业租赁。09 年百货、品牌代理、物业租赁收入占比分别为 69%、30%、1%，净利润占比分别为 34%、51%、13%。

表、公司主要门店及控股公司概况

业态	主要门店资源	公司性质	建筑面积(万平米)	营业面积（万平米）	备注
百货	西单商场	分公司	6.50	3.20	百货
	西单十里堡店	分公司	3.20	1.40	社区百货，2010 年开业
	北京友谊商店	86.87%	2.50	1.80	百货
	西单万方店	52.00%	1.90	1.10	社区店，折扣百货+超市
	西单皂君庙店	分公司	1.00	0.80	社区店，运动休闲特卖场
	西单天通苑店	分公司	1.50	1.00	社区店，名品折扣店
	西单兰州店	98.00%	4.10	2.90	百货
	西单成都店	91.89%	3.60	2.20	百货
	西单乌鲁木齐店	90.00%	2.40	1.80	百货
品牌代理	法雅商贸	72.00%			体育运动品牌
	西羽戎腾商贸	80.00%			羽绒服品牌
	光彩伟业	80.00%			超市商品品牌
物业租赁	谊星商业投资	75.00%			
小计			26.70	16.20	

资料来源：公司公告，调研，兴业证券研发中心

- **亏损资产剥离已告结束。**公司 08 年开始对部分大幅亏损业务进行了剥离和清理，主要包括关闭和转让青海创新店、四川金鹏食品、河北金鹰食品公司。截止目前，这些亏损资产处理事项均已结束，其中青海店公司预计发生赔偿 800 万（此前已计提 1300 万损失，有望冲回 500 万），其余相关存货、应收账款减值损失也已经完全计提减值。
- **重新梳理和定位部分小幅亏损或微利门店。**公司将部分面积较小，商圈位置不具备优势的门店改造为折

扣店，如万方西单定位为折扣百货，皂君庙店交给法雅商贸管理，定位为运动品牌折扣卖场，天通苑店也改为名品折扣店。调整百货门店中，百货、超市业务的占比机构等。

- **时隔 5 年重归扩张轨道。**除剥离亏损业务、梳理微利资产外，公司 09 年对经理层进行了成功换届，选配了一部分年轻业务骨干，为主业扩张打下了人才基础。2010 年公司开出北京十里堡店，定位为社区百货，这是近 5 年后西单商场新开的第一家百货门店。十里堡店建筑面积 3.4 万平米，当期发生开办费 2000 余万，年租金约在 4700 万，我们预计尚需 2-3 年的培育期。
- **主业经营情况良好，增速喜人。**公司经过 08、09 年的调整，目前主业经营趋势向好。2010 年前三季度，公司实现营业收入 20.87 亿元，同比增长 20.24%。分区域看，北京地区西单商场、北京友谊商店前三季度收入同比增长 15% 左右，异地兰州店收入增长 20% 以上，成都、乌鲁木齐店收入增长 30% 以上；品牌代理方面，法雅商贸收入同比增长 20% 以上，西羽商贸在 40% 以上。净利润方面，前三季度虽然归属母公司净利润 2680 万元，同比下降 9.15%，但是少数股东损益同比增长 110%。净利润同比下降，主要是开办十里堡店带来的一次性成本增加，少数股东损益同比大幅增长，表明控股公司盈利高增长。
- **重组后西单有望多方位受益。**公司今年 9 月公司通过与首旅旗下新燕莎控股重组方案，我们认为整合对西单将至少带来以下几个好处：**1、品牌商资源共享。**过去西单商场经营绩效平平，虽然拥有稀缺商业资源，却无法吸引强势品牌商入驻，而新燕莎在北京则拥有丰富的品牌供应商资源和良好的商誉，未来两家公司有望实现品牌商资源共享，这将有利于西单自身品牌的整合调整，提升收入和毛利率；**2、核心商圈门店再造。**西单商场、北京友谊商店等在北京拥有悠久历史，处于北京最繁华的商业和商务区，但是经营情况一般，西单商场目前单店坪效在 2.5 万/平米.年，友谊商店更是仅有 0.4 万/平米.年，这与大都市核心商圈门店 3-4 万的坪效相比差距显著，未来这些门店若能借助首旅集团及新燕莎资源优势重整建设，则有望实现价值最大化；**3、客户资源共享。**西单和新燕莎都有相关客户资源，未来双方整合后有望实现客户资源的共享。
- **北京地区消费强劲，西单燕莎受益显著。**2010 年 1-3 季度，北京市累计社零同比增长 16.3%，10 月份，全市社零售同比增长 18.6%，其中在黄金周带动下，穿着类商品销售最好，实现零售额 59.3 亿元，同比增长 28.7%，增幅比 9 月份提高 7 个百分点。前三季度，西单收入增长同比在 20% 以上，新燕莎在 25% 以上。我们认为，新燕莎及西单的收入增速与北京社零销售增速相关度较高，因为两家公司近 2 年都鲜有新店开出，收入增速主要体现为同店增长速度，在目前北京地区消费持续高速增长背景下，我们对公司 2011 年业绩抱有充足的信心。
- **盈利预测与投资评级。**不考虑整合，我们预测 2010-2012 年公司对应有股本的 EPS 分别为 0.12 元、0.23 元、0.31 元，假设整合在 2011 年完成且方案不变，预测 2011-2012 年公司整合后对应新股本的 EPS 分别为 0.60 元、0.75 元（其中西单贡献 0.15 元、0.20 元，新燕莎贡献 0.45 元、0.55 元）。根据我们调研的情况，我们认为西单商场经过近 2 年的亏损资产清理剥离和原有资源再整合，目前已经处于涅槃重生的阶段，即便不考虑新燕莎控股入主，其未来几年净利润也有望实现较大幅度提升（亦源于其较低的基数）。重组以后，新的西单将拥有西单、燕莎、贵友等多个北京知名百货品牌，未来公司在北京市场的占有率和影响力都将显著提升，我们看好公司长期前景，给予公司“强烈推荐”的投资评级。
- **投资风险。**公司重组方案不能顺利获批；北京地区消费受非系统性风险影响大幅波动。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。