

买入(首次)

目标价格: 16.00 元
当前价格: 12.95 元

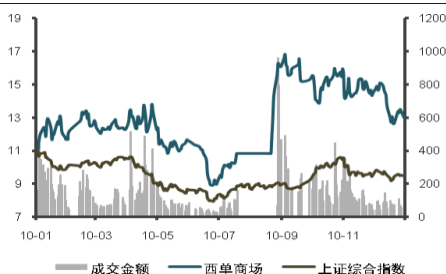
市场数据:

商业零售指数 4480
三个月涨跌幅 -8.7%
上证综合指数 2804
沪深 300 指数 3125

基础数据:

每股净资产(元) 2.73
资产负债率(%) 40%
总股本(百万) 409
流通股(百万) 317

相对股价表现:



相关研究:

研究员:

李项峰

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

执业证书编号:S0120109030554

刘晓华(联系人)

8621-68761616-8515

Lixh@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼, 200122

<http://www.tebon.com.cn>

正演变为全国性超大型零售集团

报告摘要:

经营模式的转变: 通过积极全国范围布局, 公司已从传统的单体百货店向连锁百货集团转变, 目前拥有 10 家零售门店和 2 家品牌专营专卖公司, 业务涉及北京、新疆、兰州和成都等地, 是国内较具知名度和影响力的百货零售企业。西单门店经营正步入上升通道。

收购新燕莎控股: 公司拟收购的新燕莎控股公司旗下拥有众多优质的零售资产, 具体包括燕莎友谊商城 (50%)、贵友大厦 (75%) 及新燕莎商业公司 (100%) 三家子公司, 合计零售门店 9 家, 营业面积接近 31 万平方米, 包括了百货店、购物中心和奥特莱斯等多种零售业态。

资产重组的效应: 1) **公司经营规模实现大幅提升:** 新燕莎 09 年资产规模、销售收入及净利润额分别为西单商场的 131%、216%、434%, 重组无疑将提高公司在北京乃至全国范围的市场地位和竞争能力。2) **公司各个业态能够实现优势互补:** 目前西单商场的业态主要大众时代百货和专营专卖, 新燕莎控股的业态主要为都市高端百货、社区休闲购物中心、奥特莱斯名品折扣和大型综合购物中心, 因此两者在市场定位上完全可以实现优势互补。3) **公司两大品牌实现相互推进:** 西单和燕莎目前都是享誉北京乃至全国的著名零售品牌, 各自拥有不同的经营模式、消费群体及渠道优势。重组可以使得公司在不产生同业竞争的情况下实现品牌价值的相互推进。4) **扩大和完善公司的区域布局:** 西单目前拥有 10 家连锁门店及 200 多家专营专卖店, 新燕莎的 9 家优质门店注入后将大大提升公司在北京区域的市场占有率。此外, 门店之间的相互协调作战也给外部竞争者设置了壁垒和威胁。

风险提示: 重组后管理层安排及融合还存在不确定性; 外埠门店经营低于预期。

盈利预测及投资评级: 我们预计公司 10 年/11 年/12 年营业收入分别增长 19.8%、254.1%和 9.8%, EPS 分别为 0.13 元/0.46 元/0.53 元。给予公司目标价格为 16 元/股, 对应 10 年/11 年/12 年动态 PE 分别为 123 倍/35 倍/30 倍。首次给予“买入”评级。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012 E	2013E	2014E
营业收入	2486	2978	10544	11580	12633	13708
(+/-, %)	6.9%	19.8%	254.1%	9.8%	9.1%	8.5%
净利润	30	53	305	350	386	418
(+/-, %)	198.9%	76.8%	470.2%	15.0%	10.3%	8.2%
毛利率(%)	22.3%	22.4%	22.9%	23.1%	23.2%	23.2%
ROE (%)	2.8%	4.7%	7.1%	7.5%	7.7%	7.7%
EPS-摊薄(元)	0.07	0.13	0.46	0.53	0.59	0.63

1. 资产注入将大幅提升公司盈利能力

西单商场于1996年上市，是北京市著名的百货零售企业，目前公司业态主要为大众时尚百货和专营专卖，拥有北京西单商场总店、十里堡西单商场、新疆西单商场、成都西单商场、兰州西单商场等5家百货店，友谊商店、皂君庙、天通苑、万方西单商场等4家社区店，以及“法雅”、“西羽”等2家品牌专营专卖公司。公司已由区域传统的百货单体店转变成为具有一定异地扩张能力的连锁百货运营商。

2010年，公司拟以定向增发方式购买首旅集团旗下的新燕莎控股100%股权。新燕莎控股是北京市最具影响力的大型商业集团之一，其核心资产包括燕莎、贵友、金源新燕莎等9家零售门店，是北京市当前新型购物消费模式及中高端品牌典型代表。

我们认为，本次重组无疑将是西单商场完成战略蜕变、实现跨越式发展的最佳时机：

- **公司经营规模实现大幅提升：**新燕莎09年资产规模、销售收入及净利润额分别为西单商场的131%、216%、434%，重组无疑将提高公司在北京乃至全国范围的市场地位和竞争能力。
- **公司各个业态实现优势互补：**目前西单商场的业态主要为大众时代百货和专营专卖，新燕莎控股的业态主要为都市高端百货、社区休闲购物中心、奥特莱斯名品折扣和大型综合购物中心，因此两者在市场定位上完全可以实现优势互补。
- **公司两大品牌实现相互推进：**西单和燕莎目前都是享誉北京乃至全国的著名零售品牌，各自拥有不同的经营模式、消费群体及渠道优势。重组可以使得公司在不产生同业竞争的情况下实现品牌价值的相互推进。
- **扩大和完善公司的区域布局：**西单目前拥有10家连锁门店及200多家专营专卖店，新燕莎的9家优质门店注入后将大大提升公司在北京区域的市场占有率。此外，门店之间的相互协调作战也给外部竞争者设置了壁垒和威胁。

图表 1 西单与新燕莎门店基本情况比较

	门店数量	销售收入	百强排名	品牌价值	业态模式	门店布局
西单商场	10 家	25 亿元	第 75 位	西单	大众百货、专营专卖	西单商圈
新燕莎控股	9 家	54 亿元	第 48 位	燕莎、贵友	高中档百货、OUTLETS、MALL	燕莎、CBD、中关村、方庄商圈
合并后	19 家	79 亿元	第 40 位	西单、燕莎、贵友	高中低百货、OUTLETS、MALL	西单、燕莎、CBD、中关村、方庄商圈

资料来源：德邦研究

图表 2 北京市主要商圈情况介绍

商圈名称	区域	商圈定位	主要零售门店
王府井商圈	东城区	北京市最成熟的商圈之一，综合型旅游购物商圈，主要面对境内外游客	王府井百货、东方广场、东方新天地、银泰百货
西单商圈	西城区	北京市最成熟的商圈，定位时尚、品味、休闲，主要面向年轻人群	西单商场总店、君太百货、中友百货、赛特购物中心
燕莎商圈	朝阳区	经营国内外高档名牌商品和时尚精品，特色街区众多，消费档次较高	燕莎友谊商城总店、星吧路特色餐饮街
CBD 商圈	朝阳区	新兴的市级商业中心，集中大量金融、服务、商务、酒店的高档商圈	国贸商城、万达广场、银泰购物中心、贵友建国门店
崇文门商圈	东城区	京东地区著名商圈，定位为引导时尚潮流的青年商业聚集地	国瑞城、新世界商城、搜秀商城
中关村商圈	海淀区	包括多个主题子商圈，如数码商业街等	金源新燕莎 MALL、大钟寺国际商业广场
方庄商圈	丰台区	北京高档富人区，消费力高，社区型商圈	贵友方庄店、方庄购物中心

资料来源：德邦研究

新燕莎的进入将与西单原有门店形成一定的合力，有利于最大程度上扩大公司品牌影响，增强其市场控制，对于西单商场未来的发展具有相当明显的战略意义。

2.西单：经营业绩正处于历史拐点

公司西单部分目前共有10家零售门店和2家专营专卖公司。除了西单总店外，公司在近年先后新开了兰州、成都、新疆及十里堡等4家百货店及4家社区店和1家超市，零售经营面积共计达到17万平方米。在这10家零售门店中，其中4家属于自有物业，经营面积为6.5万平方米，约占全部门店面积的40%。

公司目前的销售收入主要集中于北京地区，约占全部收入的70%。从2003年开始，公司加快异地扩张步伐，分别在兰州、成都和新疆等西部城市开出了自己的百货店，至此公司经营模式已由传统的单体百货店转向了具有一定异地扩张能力的连锁百货运营商。

图表 3 西单商场现有门店经营情况

		开业时间	合计持股	建面/营面(m²)	物业性质	业态定位	08 收入	08 净利	09 收入	09 净利
北京门店	西单总店	1978 年	分公司	6.5 万/3 万	自有	百货店				
	十里堡店	2010 年	分公司	3.2 万/2 万	租赁	百货店				
	天通苑店	2002 年	分公司	NA/1.5 万	自有	社区店				
	皂君庙店	2005 年	分公司	1 万/NA		社区店				
	友谊商店	1964 年	86.87%	2.5 万/1 万	自有	社区店	7,545	-901	6,434	-350
	万方店	1998 年	52%	1.9 万/1 万	自有	社区店	11,652	-284	10,019	-47
外埠门店	新疆店	2005 年	100%	2 万/1.5 万	租赁	百货店	17,559	1,120	23,403	1,346
	成都店	2004 年	95%	4 万/2.5 万	租赁	百货店	17,142	-253	19,276	205
	兰州店	2003 年	100%	4.1 万/2.9 万	租赁	百货店	16,994	-847	18,853	247
	格尔木店	2005 年	100%	1.2 万/0.63 万	租赁	超市	806	-3,308	720	-1,701
其它业务	光彩伟业	2001 年	80%			品牌代理	7,844	87	8,272	199
	法雅公司	2003 年	72%			品牌代理	47,666	1,139	56,596	1,284
	西羽公司	2007 年	90.80%			品牌代理	7,272	261	8,715	573
	谊星商业	2004 年	75%			物业出租	2,897	979	2,859	524
	四川金鹏	2004 年	95.82%			食品加工	1,094	-1,190	600	-374

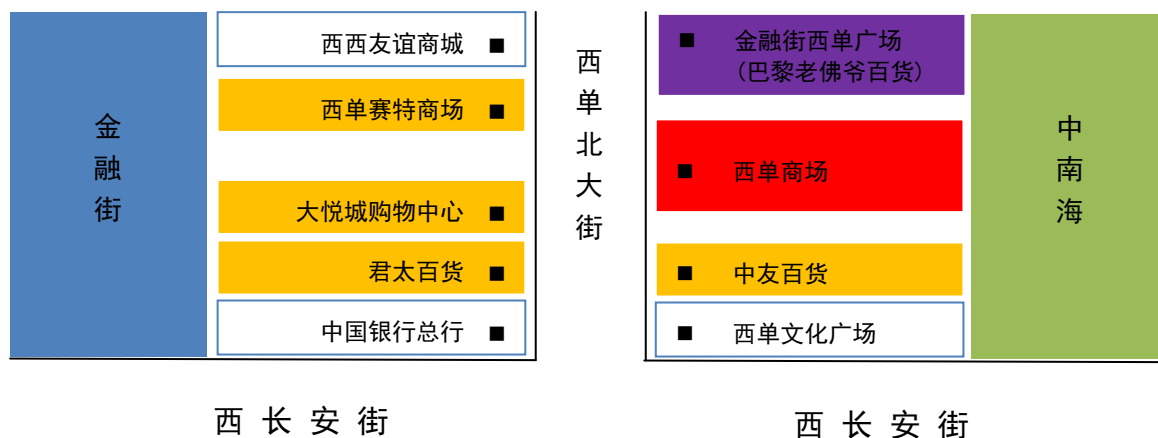
资料来源:公司公告,德邦研究

西单总店

西单是北京市的传统商圈，位置优越且交通便利，是当地居民和外地游客购物消费娱乐的重要场所。西单商场位于西单商圈的核心区域，是当地久负盛名的百货商场，目前来看，其竞争对手主要包括中友百货、君太百货、大悦城和赛特购物中心等。2010年11月份法国百年老牌百货店Galeries Lafayette已经正式宣布，将联手香港I.T时装集团整体租赁位于西单商场北部的金融街西单广场，预计将于2013年开业。

基于丰富的客流资源，西单商圈正在吸引着百货、超市及购物中心等各种零售业态的入驻。与西单商场仅一街之隔的君太百货坚持高端路线，中友也定位中高档百货，大悦城和赛特商场则类似于MALL业态，未来巴黎老佛爷百货的落户将无疑提升该商圈的整体消费档次。西单商场定位相对较低，有利于缓解来自周边零售门店的激烈竞争，并在很大程度上填补居民购物消费的不均衡需求。2010年全年公司西单总店同店增幅达到10%左右，显示了良好的经营态势。

图表 4 西单商场主要竞争对手



资料来源:公司公告, 德邦研究

西单十里堡店

2010年4月底, 公司在京第二家百货店十里堡商场如期开业, 意味着公司朝着连锁百货经营模式又迈出了重要一步。十里堡商场位于京东的朝青商圈, 属于CBD辐射地区, 由于紧邻四环主路及地铁1号线, 因此交通非常便利。新开业的十里堡商场建筑面积为3.2万平方米, 实际营业面积超过2万平方米, 年租金高达4700万元, 是公司所有门店中体量相对较大的门店。该门店具体分为负一层(超市)和地上五层(百货), 经营定位于大众时尚百货, 以浪琴、雅顿等国际品牌树立形象, 以杰克琼斯、ONLY等知名品牌引领时尚, 以大众品牌产生效益, 以品质品牌和精品超市作为经营补充, 是一家集购物、休闲、服务为一体的综合性百货商场。

我们认为, 公司通过前期的经营积累已经完全具备了推进外延扩张的能力和经历, 此次进军京东商圈是其加快门店布局、抢占优质物业的关键一步, 公司正竭力把“西单商场”的品牌影响力推广至北京乃至全国各地。十里堡商场所在的朝青商圈属于京东新兴商圈, 周边均是高档生活社区, 年收入在8-15万元的居民家庭占据绝对比例, 将来发展潜力十分巨大。然而, 目前来看, 该地区各种商业业态还处于不断完善的过程中。与市中心诸多成熟商圈相比, 朝青商圈尚缺有号召力的主力百货店和品牌专卖店, 在经营上难以形成较强的商业合力。此外, 公司十里堡商场开办费和租赁费分别超过了2000万元和4000万元, 将对门店1-2年的经营业绩产生较大的压力, 预计今年难以扭亏为盈。

外埠店

公司目前在新疆、成都和兰州各有一家百货店, 另在青海格尔木还有一家超市, 其中新疆店于05年开业, 营业面积为1.5万平方米; 成都店于04年开业, 营业面积达2.5万平方米; 兰州店于03年开业, 营业面积2.9万平方米。三家外埠店经过几年的培育和调整, 目前已扭亏为盈, 销售规模和盈利能力迅速提高, 成为公司未来发展的重要支撑。2009年三家外埠店共计实现营业收入5.85亿元和净利润1798万元。

新疆店尽管开业时间较晚, 但营业次年即便实现盈利, 是公司外埠门店中经营状况最好的。09年新疆店净利1346万元, 同比增幅20%。我们预计, 该门店10年依然可

以维持30%的同店增幅，全年业绩约为2350万元。兰州店和成都店分别于03年和04年开业，两家门店培育期较长，09年实现盈利，预计10年净利均在500万元左右。

2004年底，公司在青海开设了西宁创新店。西宁店自开业日起便出现了持续亏损，已于08年关店停业，目前公司在青海只剩下一家格尔木超市，预计未来也将关闭。

图表 5 西单外埠门店的净利润情况

门店名	开业时间	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E
兰州店	2003 年	(1,362)	(368)	(1,018)	(1,395)	(320)	(847)	247	475
成都店	2004 年			(243)	(231)	(107)	(253)	205	500
新疆店	2005 年			(188)	98	474	1,120	1,346	2,350
青海店	2004 年			(622)	(745)	(2,025)	(3,308)	(1,701)	(700)

资料来源：公司公告，德邦研究

专营专卖

专注品牌专营专卖的法雅公司和西羽公司分别成立于03年和07年，公司目前分别持有两家子公司72%和90.8%的股权。法雅公司主要从事体育休闲用品的品牌代理及批发业务，近年通过持续新开连锁门店，目前公司店铺数量已超过200家，09年分别实现销售收入5.66亿元和净利润1284万元；西羽公司由公司与法雅共同组建，专营羽绒服饰及羽绒制品，目前店铺规模已达10家左右，09年西羽实现销售8715万元和净利润573万元。

品牌专营专卖是公司除了百货店外又一大力发展的业务，从近几年的经营情况来看，法雅和西羽两家公司发展稳健，盈利能力持续增强，目前已成为公司业绩的重要支撑。2010年法雅公司已全面托管了皂君庙购物中心，按照公司计划未来几年将继续加大对专营专卖业务的投入，经营范围将涉及北京、河北和内蒙古等地。

图表 6 法雅和西羽公司的经营情况

公司名称	成立时间	持股比例	09 年店铺	2004	2005	2006	2007	2008	2009	净利率
法雅公司	2003 年	72.0%	205 家	211	178	184	1,027	1,139	1,284	2.3%
西羽公司	2007 年	90.8%	10 家				68	261	573	6.6%

资料来源：公司公告，德邦研究

3.新燕莎：质地优良，业绩拓展具备想象空间

公司拟以增发方式购买新燕莎控股100%股权。新燕莎控股是一家控股型公司，实行多品牌、多业态的立体化商业运营模式，旗下现有众多优质的零售资产，具体包括燕莎友谊商城（50%）、贵友大厦（75%）及新燕莎商业公司（100%）三家子公司。其中燕莎友谊商城主要经营都市高端百货和奥特莱斯名品折扣业态，现有4家零售门店，营业面积11.8万平方米；贵友大厦主要经营社区休闲购物中心业态，现有4家零售门店，营业面积6.3万平方米；新燕莎商业公司主要经营大型购物中心业态，即金源新燕莎MALL，营业面积13.2万平方米。

图表 7 新燕莎控股主要门店介绍

	开业时间	合计持股	建面/营面(m ²)	物业性质	门店定位	所处商圈	竞争对手
燕莎奥特莱斯 A	2002 年	50%	3.5 万/2 万	租赁	奥特莱斯名品折扣	京东地区 CBD 商圈	赛特奥特莱斯
燕莎奥特莱斯 B	2003 年	50%		租赁	奥特莱斯名品折扣	京东地区 CBD 商圈	赛特奥特莱斯
燕莎奥特莱斯 C	2007 年	50%	5.6 万/2.3 万	租赁	奥特莱斯名品折扣	京东地区 CBD 商圈	赛特奥特莱斯
燕莎亮马店	1992 年	50%	4.0 万/2.4 万	租赁	都市高端百货店	北京燕莎商圈	赛特、银泰
燕莎金源店	2004 年	50%	4.2 万/3.9 万	租赁	都市高端百货店	北京中关村商圈	暂无明显竞争对手
燕莎太原店	2005 年	50%	1.6 万/1.2 万	租赁	都市高端百货店	太原核心商圈	暂无明显竞争对手
贵友建国门店	1990 年	75%	NA/1.1 万	自有	社区休闲购物中心	CBD 商圈核心区域	新世界彩旋百货
贵友方庄店	2002 年	75%	2.5 万/1.6 万	租赁	社区休闲购物中心	北京方庄商圈	方庄购物中心
贵友金源店	2004 年	75%	1.1 万/1.1 万	租赁	社区休闲购物中心	北京中关村商圈	暂无明显竞争对手
贵友通州店	2008 年	75%	3.5 万/2.5 万	租赁	社区休闲购物中心	北京东部郊区	暂无明显竞争对手
金源新燕莎 MALL	2004 年	100%	18 万/13.2 万	租赁	大型综合购物中心	北京中关村商圈	大钟寺国际广场

资料来源:公司公告, 德邦研究

燕莎商城

燕莎友谊商城定位于“都市一流高档百货店”，目前包括亮马店（总店）、金源店、太原店3家都市高端百货店和1家奥特莱斯名品折扣店，营业面积接近12万平方米，09年燕莎友谊商城实现销售收入37亿元和净利润1.78亿元。

燕莎商城引领着高档消费理念和都市生活方式，目前“燕莎”已经成为一个象征着现代生活方式的品牌。总店亮马店建筑面积4万平方米，营业面积2.4万平方米，与周围的凯宾斯基、昆仑、长城、维斯汀等五星级酒店及众多的高档写字楼共同组成了京东高档消费区燕莎商圈；燕莎金源店，以高档的定位、国际化的品牌和一流的服务形式形成独特的经营方式，成为国内首屈一指的大型高档零售商场；太原店是新燕莎控股旗下唯一的异地百货店，是公司把燕莎品牌实现连锁经营、推向全国的成功范例。



燕莎奥特莱斯于02年底开业，成为全国首家OUTLETS购物中心。经过整整8年的扩建调整，目前燕莎奥特莱斯已包括A、B、C三大区域，净营业面积达到4.3万平方米。A座，02年开业，以经营欧洲精品、商务休闲、妇女儿童、家居用品及太阳镜、钟表为主；B座，03年开业，以经营皮鞋、皮具、运动户外商品为主；C座，07年开业，以经营国际一线知名品牌、男女服饰和餐饮服务为主。三大经营区域主题鲜明，品类突出，以更好地满足消费者的购物需求。

奥特莱斯代表了零售业发展的一种方向。尤其是在近几年随着居民消费结构的升级换代，国内零售业态正发生着翻天覆地的变化，行业朝着多样化、个性化的方向迈进，一方面是经营模式和产品类别的不断引进和创新，另一方面则是消费者的需求和层级在不断演变和提升，供需两方共同推进行业自身的变革，奥特莱斯在国内正迎来迅速崛起和壮大的最佳时机。

我们认为，对整个行业而言，燕莎奥特莱斯无疑代表了一种创新的精神。自02年开业以来，燕莎奥特莱斯不仅在经营面积和销售规模上获得了巨大提升，而且使得“燕莎”这一品牌在消费人群中获得了最为广泛和深入的认知度。目前来看，燕莎奥特莱斯已经步入了相对稳健的成长时期，年均销售增幅超过15%。以07年新建的C座为例，09年全年的净利润为891万元，而10年上半年其净利润已经达到1054万元。



贵友大厦

与燕莎商城不同，贵友大厦走的是一条相对低端的经营路线。贵友旗下的4家门店，即建国门店、方庄店、金源店和通州店均定位于社区休闲购物中心业态。与其它3家店相比，建国门总店地处北京繁华的建国门外大街，开业较早，定位也相对较高，10年8月底经过结构调整之后，黄金珠宝经营面积和品牌数量均获得了大幅提升，目前门店经营重点转向为“时尚黄金和名品珠宝”；金源店于04年开业，营业面积1.1万平方米，其经营的珠宝首饰和羊绒制品在北京地区闻名遐迩；方庄店和通州店分别开业于02年和08年，其中通州店是公司近年重点打造的门店，经过不到两年时间的培育，该店已进入稳步成长期，目前来看门店的客单价维持在400-600元之间。

金源新燕莎MALL

作为新燕莎控股的第三种业态，金源新燕莎MALL开业于2004年10月，被认为是国内首家真正意义上的SHOPPING MALL。该门店地处北京市海淀区昆玉河畔，位于西北三环和四环之间，属于中关村西区商业圈，地理位置十分优越。金源新燕莎MALL总建筑面积达到68万平方米，新燕莎商业公司经营其中的18万平方米，经营区域包括燕莎主力店、贵友主力店以及近500个品牌专卖店，其中近百家为旗舰店，有50多项功能服务、1600个知名品牌，还有百余家餐饮店分布在各个楼层，是一家集休闲、娱乐、餐饮、购物一体化的超大型购物中心。

在北京地区，金源新燕莎具有较强的影响力和良好的口碑。09年金源新燕莎MALL实现收入和净利分别达到4.64亿元和7416万元，占到新燕莎控股的8.6%和56.6%。



4. 盈利预测及投资评级

公司目前除了十里堡店外其余门店均已进入成熟期，其中西单总店10年销售同比增幅约在10%，而新疆、兰州和成都等3家异地店销售增长迅速，同比增幅则达到了30%左右，预计这4家百货店将成为公司10年最主要的盈利增长点。十里堡店于今年4月底开业，由于开办费和门店租金数量较大，因此短期之内难以获得盈利。

新燕莎控股公司将于11年注入，基于这部分零售资产质地较好、盈利能力强，届时将对公司整体业绩产生很大的提升作用。

我们预计，公司10年-14年营业收入分别为29.78亿元/105.44亿元/115.80亿元/126.33亿元/137.08亿元，同比增幅为19.8%、254.1%、9.8%、9.1%、8.5%；归属于母公司所有者净利润分别为0.53亿元/3.05亿元/3.50亿元/3.86亿元/4.18亿元，同比增幅为76.8%、470.2%、15.0%、10.3%、8.2%；EPS分别为0.13元/0.46元/0.53元/0.59元/0.63元。给予公司目标价格为16元/股，对应10年/11年/12年/13年/14年动态PE分别为123倍/35倍/30倍/27倍/25倍。首次给予其“买入”评级。

图表 8 西单商场营业收入分拆预测

西单部分		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
商品销售	西单母公司	117,921	116,817	135,679	166,047	178,823	192,201	206,277	220,921	235,979
	(+/-, %)		-0.9%	16.1%	22.4%	7.7%	7.5%	7.3%	7.1%	6.8%
	友谊商店	7,545	6,434	7,399	7,954	8,511	9,021	9,473	9,946	10,443
	(+/-, %)		-14.7%	15.0%	7.5%	7.0%	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	万方店	11,652	10,019	9,017	9,017	9,468	10,415	11,977	13,774	15,840
	(+/-, %)		-14.0%	-10.0%	0.0%	5.0%	10.0%	15.0%	15.0%	15.0%
	新疆店	17,559	23,403	30,424	35,900	41,285	46,239	51,326	56,458	62,104
	(+/-, %)		33.3%	30.0%	18.0%	15.0%	12.0%	11.0%	10.0%	10.0%
	成都店	17,142	19,276	25,059	30,822	36,987	42,535	47,639	52,403	57,643
	(+/-, %)		12.4%	30.0%	23.0%	20.0%	15.0%	12.0%	10.0%	10.0%
	兰州店	16,994	18,853	22,624	27,148	31,764	36,528	40,181	44,199	48,619
	(+/-, %)		10.9%	20.0%	20.0%	17.0%	15.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	格尔木店	806	720	648	0	0	0	0	0	0
	(+/-, %)		-10.7%	-10.0%	-100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	光彩伟业	7,844	8,272	8,686	9,120	9,576	10,055	10,557	11,085	11,640
	(+/-, %)		5.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
零售合计	法雅公司	47,666	56,596	66,783	78,804	90,625	104,219	119,851	137,829	158,504
	(+/-, %)		18.7%	18.0%	18.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
	西羽公司	7,272	8,715	12,201	15,861	19,827	23,792	28,550	32,833	37,758
	(+/-, %)		19.8%	40.0%	30.0%	25.0%	20.0%	20.0%	15.0%	15.0%
		228,582	245,097	318,520	380,674	426,865	475,005	525,831	579,448	638,529
			7.2%	30.0%	19.5%	12.1%	11.3%	10.7%	10.2%	10.2%
物业租赁	谊星商业	2,897	2,859	3,011	3,161	3,319	3,485	3,659	3,842	4,034
	(+/-, %)		-1.3%	5.3%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
食品加工	四川金鹏	1,094	600	420	189	0	0	0	0	0
	(+/-, %)		-45.2%	-30.0%	-55.0%	-100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	收入额	232,573	248,556	297,750	359,625	405,584	453,690	504,491	558,291	617,563
	(+/-, %)		10.4%	6.9%	19.8%	20.8%	12.8%	11.9%	11.2%	10.6%
	毛利额	52,538	55,478	66,696	80,556	90,851	101,627	113,006	125,057	138,334
	毛利率(%)	22.6%	22.3%	22.4%	22.4%	22.4%	22.4%	22.4%	22.4%	22.4%
燕莎部分		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
燕莎商城		350,743	370,934	518,518	545,999	589,133	632,140	674,493	714,963	754,286
	(+/-, %)		5.8%	39.8%	5.3%	7.9%	7.3%	6.7%	6.0%	5.5%
贵友大厦		65,229	74,848	94,507	103,486	112,075	120,480	128,914	137,293	145,531
	(+/-, %)		14.7%	26.3%	9.5%	8.3%	7.5%	7.0%	6.5%	6.0%
新燕莎商业		41,372	46,363	50,022	57,175	64,093	70,823	77,693	84,297	90,619
	(+/-, %)		12.1%	7.9%	14.3%	12.1%	10.5%	9.7%	8.5%	7.5%
合计		457,344	492,145	663,047	706,660	765,301	823,443	881,100	936,553	990,436
	(+/-, %)		10.4%	7.6%	34.7%	6.6%	8.3%	7.6%	7.0%	6.3%
新燕莎本部				2,050	2,100	2,110	2,200	2,300	2,400	2,500
内部抵消				-13,000	-14,000	-15,000	-16,000	-17,096	-17,545	-18,500
收入额		464,255	536,882	652,097	694,760	752,411	809,643	866,304	921,408	974,436
	(+/-, %)		17.4%	15.6%	21.5%	6.5%	8.3%	7.6%	7.0%	6.4%
	毛利额	109,286	123,362	146,722	161,879	176,817	190,266	203,582	216,531	228,992
	毛利率(%)	23.5%	23.0%	22.5%	23.3%	23.5%	23.5%	23.5%	23.5%	23.5%

资料来源:德邦研究

图表 9 公司三大报表预测

单位:百万元,%

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,107	2,326	2,486	2,978	10,544	11,580	12,633	13,708	14,797	15,920
同比增速(%)	7.6%	10.4%	6.9%	19.8%	254.1%	9.8%	9.1%	8.5%	7.9%	7.6%
毛利率(%)	23.0%	22.6%	22.3%	22.4%	22.9%	23.1%	23.2%	23.2%	23.1%	23.1%
营业费用	95	107	121	119	613	666	724	782	841	900
营费比率(%)	4.5%	4.6%	4.9%	4.0%	5.8%	5.8%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%
管理费用	304	370	346	426	985	1,079	1,178	1,287	1,400	1,519
管费比率(%)	14.4%	15.9%	13.9%	14.3%	9.3%	9.3%	9.3%	9.4%	9.5%	9.5%
财务费用	9	13	11	9	22	22	23	23	24	24
财费比率(%)	0.4%	0.6%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	43	-10	55	90	720	829	910	981	1,052	1,123
营业外净收支	-10	-7	-5	-3	8	8	8	8	8	8
利润总额	33	-16	50	87	728	837	918	989	1,060	1,131
所得税额	12	12	14	24	182	209	229	247	265	283
净利润	21	-28	35	63	546	627	688	742	795	849
少数股东损益	4	2	5	9	242	277	302	324	346	366
归属于母公司净利润	17	-31	30	53	305	350	386	418	450	482
同比增速(%)	9.5%	-280.3%	198.9%	76.8%	470.2%	15.0%	10.3%	8.2%	7.6%	7.2%
净利率(%)	0.8%	-1.3%	1.2%	1.8%	2.9%	3.0%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
EBITDA	132	105	146	180	851	959	1,041	1,113	1,185	1,257
EPS (摊薄,元)	0.04	-0.07	0.07	0.13	0.46	0.53	0.59	0.63	0.68	0.73
流动资产	564	648	779	1,135	7,141	8,312	9,178	10,472	11,452	12,865
现金	261	339	427	718	6,272	7,359	8,125	9,326	10,199	11,509
应收账款	60	37	48	53	158	167	189	199	221	232
预付款项	29	17	23	28	52	58	64	70	77	84
存货	180	230	254	304	441	494	549	607	668	734
其他流动资产	0	0	0	0	150	160	170	180	190	200
非流动资产	1,271	1,174	1,097	983	1,122	1,014	911	807	703	599
长期股权投资	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
固定资产	626	571	523	469	510	478	452	425	397	370
无形资产	388	374	355	325	305	285	265	246	226	206
其他非流动资产	0	0	0	0	80	80	80	80	80	80
资产总计	1,835	1,822	1,875	2,118	8,264	9,327	10,089	11,279	12,155	13,463
流动负债	668	690	721	901	2,771	3,207	3,281	3,728	3,809	4,269
短期借款	90	100	72	140	100	100	100	100	100	100
应付账款	207	259	300	370	1,030	1,321	1,246	1,543	1,473	1,778
其他流动负债	0	0	0	0	110	110	110	110	110	110
非流动负债	0	0	0	0	20	20	20	20	20	20
长期借款	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	20	20	20	20	20	20
负债合计	668	690	721	901	2,792	3,227	3,301	3,749	3,830	4,290
少数股东权益	82	80	71	81	835	1,112	1,414	1,738	2,084	2,450
股本	410	410	410	410	658	658	658	658	658	658
资本公积	752	750	750	750	2,845	2,845	2,845	2,845	2,845	2,845
留存收益	-77	-107	-77	-24	800	1,150	1,536	1,954	2,404	2,886
归属母公司股东权益	1,085	1,053	1,083	1,137	4,304	4,654	5,040	5,458	5,908	6,390
负债和股东权益	1,835	1,822	1,875	2,118	7,930	8,993	9,756	10,945	11,822	13,130
经营活动现金流	131	166	133	233	674	1,166	850	1,287	958	1,396
净利润	21	-28	35	63	546	627	688	742	795	849
折旧摊销	79	102	80	81	109	108	108	109	109	109
财务费用	9	13	11	9	22	22	23	23	24	24

投资损失	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营运资金变动	6	47	7	81	-3	408	31	413	30	414
其他经营现金流	15	33	-1	0	0	0	0	0	0	0
投资活动现金流	-274	-87	3	-1	-37	-57	-62	-62	-62	-62
资本支出	-54	-59	-49	-26	-15	0	5	5	5	5
长期投资	-4	-5	-4	4	0	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-332	-151	-50	-24	-52	-57	-57	-57	-57	-57
筹资活动现金流	-50	1	-48	59	2,282	-22	-23	-23	-24	-24
短期借款	-40	10	-28	68	-40	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	249	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-1	0	0	2,095	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-10	-7	-20	-9	-22	-22	-23	-23	-24	-24
现金净增加额	-193	80	87	291	2,919	1,087	765	1,202	873	1,310
毛利率(%)	23.0%	22.6%	22.3%	22.4%	22.9%	23.1%	23.2%	23.2%	23.1%	23.1%
净利率(%)	0.8%	-1.3%	1.2%	1.8%	2.9%	3.0%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
ROE(%)	1.6%	-2.9%	2.8%	4.7%	7.1%	7.5%	7.7%	7.7%	7.6%	7.5%
资产负债率(%)	36.4%	37.8%	38.4%	42.5%	33.8%	34.6%	32.7%	33.2%	31.5%	31.9%
流动比率	0.84	0.94	1.08	1.26	2.58	2.59	2.80	2.81	3.01	3.01
速动比率	0.84	0.68	0.76	0.92	2.42	2.44	2.63	2.65	2.83	2.84
总资产周转率	1.20	1.27	1.34	1.49	2.03	1.32	1.30	1.28	1.26	1.24
净资产周转率	1.96	2.18	2.33	2.68	3.88	2.59	2.61	2.61	2.60	2.59
每股净资产	2.65	2.57	2.64	2.77	6.54	7.07	7.66	8.29	8.97	9.71
每股经营现金流	0.32	0.41	0.32	0.57	1.02	1.77	1.29	1.95	1.46	2.12
P/E(倍)	309.83	-171.80	173.76	98.28	27.70	24.08	21.83	20.18	18.75	17.50
P/B(倍)	4.84	4.98	4.85	4.62	1.96	1.81	1.67	1.55	1.43	1.32
P/S(倍)	2.49	2.26	2.11	1.76	0.80	0.73	0.67	0.62	0.57	0.53

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅≥20%
增持 – Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性 – Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%
减持 – Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅>10%

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。