

西单商场(600723)

公司研究/调研简报

推荐 首次给予

合理估值: 16.5 元

外埠门店增长强劲，重组进展顺利

民生精品---调研报告/零售行业

2011 年 1 月 17 日

一、事件概述

近日我们到西单商场(600723)实地调研,就市场关心的公司经营状况、重大资产重组进展情况以及公司未来发展规划与公司高管进行了详细的交流。

二、分析与判断

► 北京市门店平稳增长，外埠门店增长强劲

北京西单商场总店、天通苑店、万方店、皂君庙店均为成熟门店,保持了 10% 多的内生增长;三个外埠门店,成都、兰州、新疆店销售同店增长高达 30-40%,由于基数较小,净利润增幅更快。在消除了青海关店的影响后,外埠门店成为 2010 年乃至未来几年业绩的增长点。

► 重组进展较顺利，有望上半年获批

资产重组正在等待证监会的审批,由于收购方案合理公允,只涉及股权变更,手续相对简单,估计会比较顺利,有望上半年获批。

► 多品牌、多业态优势互补，协同效应值得期待

本次重组使公司一举成为北京百货业的旗舰。西单商场是北京市零售业的传统优势企业,拥有“西单商场”、“友谊商店”、“法雅体育”等传统优势品牌,新燕莎控股更有“燕莎友谊”、“燕莎奥特莱斯”、“燕莎金源 Mall”、“贵友”等新型消费模式代表的中高端品牌一并进入;从业态上,西单商场经营业态主要为大众时尚百货和专营专卖,新燕莎控股将为公司带来都市高端百货、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等业态,重组后的上市公司将形成多品牌、多业态立体化运营的优势格局,全面覆盖中高端客户群体,核心竞争力、可持续发展能力及盈利能力均大幅提升。

► 重组将加快公司寻求扩张的步伐，提升扩张中的优势和成功几率

我国百货业正处于黄金发展期,也正面临“跑马圈地”式的扩张期,新店的扩张将加大公司在资金、业绩、经营管理各方面的压力,外埠扩张尤其是青海店的失利曾一度导致公司近几年业绩波动。资产重组后,公司在资产规模、盈利能力、品牌优势、业态覆盖、供应商资源和议价能力等方面均有跨越式的提升,对公司抓住黄金机遇期重回外延扩张的通道极为有利。实际上,公司寻求扩张的脚步从未停歇,通过前期的经验积累也具备了继续推进外延扩张的能力,重组后公司多品牌、多业态的优势也使得扩张中目标范围更广、成功的几率更高,比如新燕莎的优势业态购物中心和奥特莱斯业务发展将获得融资平台和复制的空间。

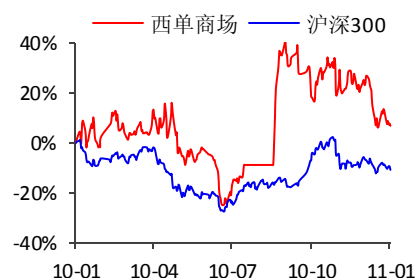
民生证券研究所

分析师: 史萍
 执业证书编号: S0100208080214
 电话: (8610)8512 7651
 Email: shiping@mszq.com

分析师: 李振飞
 执业证书编号: S0100210060002
 电话: (8610)8512 7650
 Email: lizhenfei@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号
 民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2011-1-14)

收盘价(元)	12.72
近 12 个月最高/最低	17.07/8.45
总股本(百万股)	409.72
流通股本(百万股)	317.88
流通股比例%	77.58%
总市值(亿元)	52.12
流通市值(亿元)	40.43

相关研究

三、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.12 元、0.16 元和 0.20 元，考虑 2011 年新燕莎并表完成，按照重组后总股本 65840.76 万股摊薄计算，2011-2012 年 EPS 分别为 0.55 元和 0.73 元。重组方案中鉴于对业绩承诺补偿的考虑对盈利预测颇为保守，实际上新燕莎旗下的燕莎金源 Mall、奥特莱斯 C 座以及通州店正处在快速成长期，也是公司未来业绩的新动力。重组后公司将发挥规模优势，对渠道的控制力大大提升，供应商资源和议价能力增强，外延扩张速度将会加快，有望展现给市场更多的亮点。我们按照 2011 年 30 倍市盈率计算，公司合理估值为 16.5 元，首次给予公司“推荐”评级。

四、风险提示：

重组进展低于预期，整合效应低于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2,486	2,932	3,351	3,780
增长率(%)	6.9%	18.0%	14.3%	12.8%
归属母公司股东净利润(百万元)	30	47	67	83
增长率(%)	-198.9%	56.2%	41.2%	24.5%
每股收益(元)	0.07	0.12	0.16	0.20
毛利率(%)	22.3%	21.8%	22.2%	22.5%
净资产收益率 ROE(%)	3.1%	4.9%	6.5%	7.5%
每股净资产(元)	2.82	2.96	3.16	3.40
PE	181.7	106	79.5	63.6
PB	4.5	4.3	4.0	3.7
EV/EBITDA	84.02	35.80	29.29	24.79

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	2,486	2,932	3,351	3,780
减：营业成本	1,931	2,293	2,607	2,929
营业税金及附加	20	23	26	30
销售费用	121	111	126	140
管理费用	346	415	472	533
财务费用	11	9	11	13
资产减值损失	2	1	0	0
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	55	80	108	135
加：营业外收支净额	(5)	(3)	0	0
三、利润总额	50	77	108	135
减：所得税费用	14	19	27	34
四、净利润	35	58	81	101
归属于母公司的利润	30	47	67	83
五、基本每股收益(元)	0.07	0.12	0.16	0.20
主要财务指标				
项目	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	84.02	35.80	29.29	24.79
成长能力：				
营业收入同比	6.9%	18.0%	14.3%	12.8%
营业利润同比	-667.8%	45.8%	35.9%	24.5%
净利润同比	-225.3%	62.3%	41.2%	24.5%
营运能力：				
应收账款周转率	58.60	51.28	48.37	51.31
存货周转率	10.28	10.54	10.32	10.23
总资产周转率	1.34	1.62	1.88	1.99
盈利能力与收益质量：				
毛利率	22.3%	21.8%	22.2%	22.5%
净利率	1.2%	1.6%	2.0%	2.2%
总资产净利率 ROA	1.9%	3.2%	4.6%	5.3%
净资产收益率 ROE	3.1%	4.9%	6.5%	7.5%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	1.08	1.39	1.60	1.79
资产负债率	38.4%	38.4%	36.5%	36.4%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标(元)				
每股收益	0.07	0.12	0.16	0.20
每股经营现金流量	0.32	0.26	0.34	0.43
每股净资产	2.82	2.96	3.16	3.40

资产负债表				
项目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	427	498	578	740
应收票据	0	0	0	0
应收账款	48	66	72	75
预付账款	23	29	34	34
其他应收款	27	32	36	41
存货	254	303	347	393
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	779	928	1,067	1,283
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	523	497	471	445
在建工程	0	1	1	1
无形资产	355	319	284	248
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1,097	817	755	694
资产总计	1,875	1,881	1,959	2,113
短期借款	72	110	90	105
应付票据	5	11	13	14
应付账款	300	275	313	352
预收账款	117	169	192	216
其他应付款	129	150	130	120
应交税费	17	17	18	17
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	721	669	665	718
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	721	669	665	718
股本	410	410	410	410
资本公积	750	750	750	750
留存收益	(69)	(22)	44	127
少数股东权益	64	74	89	107
所有者权益合计	1,154	1,212	1,293	1,394
负债和股东权益合计	1,875	1,881	1,959	2,113

现金流量表				
项目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	133	106	138	175
投资活动现金流量	3	(1)	0	0
筹资活动现金流量	(48)	(34)	(58)	(13)
现金及等价物净增加	87	72	80	162

资料来源：民生证券研究所

分析师简介

史萍，中国人民大学经济学硕士，具有证券投资咨询执业资格，07年加盟民生证券研究所，从事零售及旅游行业及上市公司研究3年以上，对行业有较深入的见解和认识，擅长行业景气周期研究，熟悉上市公司盈利模式和核心竞争力的分析。

李振飞，南开大学旅游管理硕士，具有证券投资咨询执业资格。08年加盟民生证券研究所，从事旅游行业及上市公司研究2年以上，对旅游行业有较深入的见解和认识。

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。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹瑭	韦珂嘉	孟辉
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	13916107040
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	menghui@mszq.com
联系人	郭明	许力平	李北铎
电话	010-85127762	010-85127667	021-64274383
手机	18601357268	13811008335	18621639595
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	Libeiduo@mszq.com

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 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	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
行业评级标准		
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 指数涨跌幅为基准。	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

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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资目标、财务状况或需要。本公司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。

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、传播或复印本报告。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。