

证券研究报告

批发零售

**强烈推荐（维持）**

证券分析师

聂秀欣

S1060511010019  
010-66299565  
niexiuxin001@pingan.com.cn

## 西单商场 (600723)

### 更名和管理层变动获股东会通过

事项:

7 月 8 日, 我们参加了西单商场 2010 年第一次临时股东大会, 与管理层进行了交流。

平安观点 :

- **内部整合是未来一个阶段的重要任务:** 企业名称的变更和管理层的更换是内部整合的开始, 业务层面的梳理和企业文化的融合需要一段时间的磨合期。考虑两公司同属北京市国资委, 同时首旅的重组经验丰富, 我们预计整合期不会太长。
- **和银泰之间的合作还未进入实质性阶段:** 银泰通过外资股权转让, 持有新燕莎控股旗下燕莎商城 50% 的股权, 二者已就企业发展基本达成共识, 下一步将在战略合作方面做进一步的探讨。
- **丰富的商业资源为成长提供广阔空间:** 整合后, 公司的商业资源更加丰富, 既有中高端业态 (燕莎商城), 又有新业态 (奥莱、金源) 和传统业态 (西单、贵友), 品牌的互补性和共用性更加突出, 可以实现多品牌、多业态、多定位的发展。地域角度, 公司将立足北京、辐射全国。未来, 依托首旅集团的资源优势, 以及燕莎丰富的经营经验, 扩张不成问题, 而在扩张中更考虑的是: 如何能够匹配现有的资源和定位, 以便于更快的渡过培育期以及获得更广阔的市场空间。
- **Outlets 业态是亮点:** 在品牌认知程度逐步提升、居民收入不断提高的现阶段, 中国国内 outlets 仍有较大的市场空间。作为首家将奥特莱斯引入中国的企业, 燕莎在品牌资源和运营经验上均有丰厚的积累, 我们预计这将会是扩张中的突破口。
- **维持“强烈推荐”:** 从公司整合进程和经营角度来看, 各方面进展均符合预期, 我们看好整合带来的平台提升及发展空间的打开, 维持 2011、2012 年 EPS 分别为 0.55、0.73 元的盈利预测, 对应 PE 分别为 24.7 倍、18.6 倍, 维持“强烈推荐”“评级。

图表1 董事会成员变动前后比较

| 新   |       | 原   |           |
|-----|-------|-----|-----------|
| 姓名  | 职务    | 姓名  | 职务        |
| 于学忠 | 董事长   | 于学忠 | 董事长       |
| 祖国丹 | 总经理   | 郝建中 | 总经理、副董事长  |
| 郝建中 | 党委书记  | 庄晓为 | 董事        |
| 史历新 | 董事    | 王翼龙 | 副总经理、总会计师 |
| 王他一 | 董事    | 尹阿奇 | 副总经理      |
| 王健  | 副总、董秘 | 王健  | 副总、董秘     |
| 刘洪跃 | 独董    | 刘洪跃 | 独董        |
| 陈及  | 独董    | 陈及  | 独董        |
| 汪宁  | 独董    | 汪宁  | 独董        |

资料来源：平安证券研究所

| 资产负债表          |       | 单位:百万元 |       |       |  |
|----------------|-------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度           | 2009A | 2010A  | 2011E | 2012E |  |
| <b>流动资产</b>    | 779   | 908    | 3819  | 4743  |  |
| 现金             | 427   | 569    | 2230  | 2809  |  |
| 应收账款           | 48    | 46     | 222   | 277   |  |
| 其他应收款          | 27    | 34     | 143   | 177   |  |
| 预付账款           | 23    | 25     | 105   | 130   |  |
| 存货             | 254   | 234    | 1120  | 1350  |  |
| 其他流动资产         | 0     | 0      | 0     | 0     |  |
| <b>非流动资产</b>   | 1097  | 1048   | 1079  | 1053  |  |
| 长期投资           | 0     | 0      | 0     | 0     |  |
| 固定资产           | 523   | 485    | 542   | 548   |  |
| 无形资产           | 355   | 342    | 326   | 310   |  |
| 其他非流动资产        | 219   | 220    | 211   | 195   |  |
| <b>资产总计</b>    | 1875  | 1956   | 4899  | 5796  |  |
| <b>流动负债</b>    | 721   | 748    | 2899  | 3074  |  |
| 短期借款           | 72    | 50     | 694   | 402   |  |
| 应付账款           | 300   | 305    | 1352  | 1661  |  |
| 其他流动负债         | 349   | 393    | 854   | 1011  |  |
| <b>非流动负债</b>   | 0     | 7      | 3     | 4     |  |
| 长期借款           | 0     | 0      | 0     | 0     |  |
| 其他非流动负债        | 0     | 7      | 3     | 4     |  |
| <b>负债合计</b>    | 721   | 755    | 2903  | 3078  |  |
| 少数股东 权益        | 71    | 71     | 253   | 493   |  |
| 股本             | 410   | 410    | 658   | 658   |  |
| 资本公积           | 750   | 750    | 750   | 750   |  |
| 留存收益           | -77   | -30    | 334   | 816   |  |
| 归属母公司股东权益      | 1083  | 1130   | 1743  | 2224  |  |
| <b>负债和股东权益</b> | 1875  | 1956   | 4899  | 5796  |  |

| 现金流量表          |       | 单位:百万元 |       |       |  |
|----------------|-------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度           | 2009A | 2010A  | 2011E | 2012E |  |
| <b>经营活动现金流</b> | 133   | 214    | 922   | 987   |  |
| 净利润            | 35    | 47     | 546   | 722   |  |
| 折旧摊销           | 80    | 88     | 87    | 94    |  |
| 财务费用           | 11    | 8      | 19    | 26    |  |
| 投资损失           | 0     | 0      | 0     | 0     |  |
| <b>营运资金变动</b>  | 7     | 64     | 194   | 129   |  |
| 其他经营现金流        | -1    | 7      | 76    | 17    |  |
| <b>投资活动现金流</b> | 3     | -38    | -135  | -90   |  |
| 资本支出           | 12    | 44     | 110   | 70    |  |
| 长期投资           | 0     | 0      | 3     | -1    |  |
| 其他投资现金流        | 15    | 6      | -22   | -21   |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -48   | -34    | 874   | -318  |  |
| 短期借款           | -28   | -22    | 644   | -292  |  |
| 长期借款           | 0     | 0      | 0     | 0     |  |
| 普通股增加          | 0     | 0      | 249   | 0     |  |
| 资本公积增加         | 0     | 0      | 0     | 0     |  |
| 其他筹资现金流        | -20   | -12    | -19   | -26   |  |
| <b>现金净增加额</b>  | 87    | 142    | 1661  | 579   |  |

| 利润表             |       | 单位:百万元 |       |       |  |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度            | 2009A | 2010A  | 2011E | 2012E |  |
| <b>营业收入</b>     | 2486  | 2993   | 12390 | 15315 |  |
| 营业成本            | 1931  | 2343   | 9655  | 11921 |  |
| 营业税金及附加         | 20    | 27     | 93    | 115   |  |
| 营业费用            | 121   | 116    | 558   | 684   |  |
| 管理费用            | 346   | 426    | 1338  | 1608  |  |
| 财务费用            | 11    | 8      | 19    | 26    |  |
| 资产减值损失          | 2     | 1      | 2     | 1     |  |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0      | 0     | 0     |  |
| 投资净收益           | 0     | 0      | 0     | 0     |  |
| <b>营业利润</b>     | 55    | 71     | 726   | 960   |  |
| 营业外收入           | 10    | 6      | 6     | 6     |  |
| 营业外支出           | 15    | 10     | 4     | 4     |  |
| <b>利润总额</b>     | 50    | 68     | 728   | 963   |  |
| 所得税             | 14    | 21     | 182   | 241   |  |
| <b>净利润</b>      | 35    | 47     | 546   | 722   |  |
| 少数股东损益          | 5     | 7      | 182   | 241   |  |
| <b>归属母公司净利润</b> | 31    | 40     | 364   | 481   |  |
| EBITDA          | 146   | 167    | 832   | 1080  |  |
| EPS (元)         | 0.08  | 0.10   | 0.55  | 0.73  |  |

#### 主要财务指标

| 会计年度            | 2009A  | 2010A | 2011E  | 2012E  |  |
|-----------------|--------|-------|--------|--------|--|
| <b>成长能力</b>     |        |       |        |        |  |
| 营业收入 (%)        | 6.9%   | 20.4% | 314.0% | 23.6%  |  |
| 营业利润 (%)        | 467.8% | 30.7% | 916.5% | 32.2%  |  |
| 归属母公司股东权益 (%)   | 1.1%   | 28.7% | 816.1% | 32.2%  |  |
| <b>获利能力</b>     |        |       |        |        |  |
| 毛利率 (%)         | 22.3%  | 21.7% | 22.1%  | 22.2%  |  |
| 净利率 (%)         | 1.2%   | 1.3%  | 2.9%   | 3.1%   |  |
| ROE(%)          | 2.9%   | 3.5%  | 20.9%  | 21.6%  |  |
| ROIC(%)         | 6.7%   | 9.3%  | 166.9% | 428.2% |  |
| <b>偿债能力</b>     |        |       |        |        |  |
| 资产负债率 (%)       | 38.4%  | 38.6% | 59.3%  | 53.1%  |  |
| 净负债比率 (%)       | 9.99%  | 6.62% | 23.91% | 13.06% |  |
| 流动比率            | 1.08   | 1.21  | 1.32   | 1.54   |  |
| 速动比率            | 0.72   | 0.89  | 0.92   | 1.09   |  |
| <b>营运能力</b>     |        |       |        |        |  |
| 总资产周转率          | 1.34   | 1.56  | 3.61   | 2.86   |  |
| 应收账款周转率         | 50     | 57    | 84     | 55     |  |
| 应付账款周转率         | 6.90   | 7.74  | 11.65  | 7.91   |  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |       |        |        |  |
| 每股收益            | 0.08   | 0.10  | 0.55   | 0.73   |  |
| 每股经营现金流         | 0.20   | 0.33  | 1.40   | 1.50   |  |
| 每股净资产           | 1.65   | 1.72  | 2.65   | 3.38   |  |
| <b>估值比率</b>     |        |       |        |        |  |
| P/E             | 290.0  | 225.4 | 24.6   | 18.6   |  |
| P/B             | 8.3    | 7.9   | 5.1    | 4.0    |  |
| EV/EBITDA       | 67     | 42    | 10     | 9      |  |

---

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）  
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）  
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）  
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）  
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）  
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）  
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。  
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。  
市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257