

协同发展提升盈利能力

西单商场 (600723.SH)

推荐

分析师: 陈雷 电话: (8610) 6656 8162

邮箱: chenlei_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130208071629

联系人: 卞晓宁 电话: (8610) 6656 8482

邮箱: bianxiaoning@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130109054136

1. 事件

公司 7 月 20 日发布 2011 年半年度业绩预增公告, 预计公司 2011 年 1-6 月份实现归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长 700% 左右。

2. 我们的分析与判断

公司去年同期归属于上市公司股东的净利润 23,628,475.40 元, 预计今年 1-6 月份归属于上市公司股东的净利润约为 18,903 万元, 对应增发后 65,840.76 万股总股本, 每股 EPS 约为 0.29 元, 基本符合我们此前的判断。我们认为, 公司各门店的内生性增长以及重组后的协同效应释放, 是业绩大幅增长的两大驱动因素。

(1) **同店增长保持高速。**西单商场一季度净利润增长为 67%, 动力主要来自于门店的内生增长及费用率的下降, 我们预计西单商场母店的二季度的增长接近 20%, 成都、兰州、新疆三家外阜门店增速在 30% 以上。此外, 受益于北京高端消费市场保持高速增长, 预计公司利润的最大来源燕莎商场上半年同店增速超过 20%, 而奥特莱斯、贵友等各门店也保持较高的增速。随着 9、10 月份传统销售旺季到来, 我们预计公司各门店仍将延续上半年的高速增长势头, 公司全年收入增速将在 25%~30% 的水平。

(2) **协同效应提升盈利能力。**重组后公司在北京的零售市场份额位居第一, 市场的控制力大幅提升, 战略和管理上的协调将是公司充分发挥协同效应并保持较高内生增速的关键。西单商场与贵友大厦品牌结构与市场定位接近, 在管理融合的基础上将具有整合的空间, 而西单法雅等分销业态又为公司零售渠道向上延伸提供了可能。从公司一季度业绩来看, 公司费用率已出现显著下降。我们认为, 随着公司各业务条线梳理完毕以及管理层磨合到位, 期间费用率具备进一步下降空间, 公司整体盈利能力有望得到显著提升。

(3) **大股东有望给力公司扩张。**重组后的上市公司总资产占首旅集团的约 15%, 销售收入占首旅集团的约 30%。分析来看, 重组后的上市公司是首旅集团资产质量最好, 盈利能力最强的子公司。我们认为, 首旅集团作为北京市最大的商业旅游企业, 拥有众多核心地段的物业、土地资源, 未来将发挥多层次、多业态经营的优势, 有望为公司在北京的外延扩张提供有力支持, 缓解公司自有物业较少所带来的压力。

3. 投资建议

我们认为, 北京市场依然为公司提供很大的成长空间, 各主要门店 2011 年增速有望超出市场预期。在不考虑外延扩张的前提下, 预计 2011-2013 年公司营业收入和归属于母公司净利润复合增长率分别为 21% 和 25%, 调升 2011-2013 年 EPS 分别至 0.60 元、0.73 元和 0.92 元。我们认为, 对应 2012 年 25 倍市盈率, 公司的合理估值在 18-20 元之间, 维持“推荐”评级。

表 1: 西单商场 (600723.SH) 财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	2329	2662	3140	4133	5441	营业收入	2486	2993	12562	15307	18136
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	1931	2343	9818	12012	14302
应收账款	48	46	138	168	199	营业税金及附加	20	27	100	122	145
预付款项	23	25	35	47	61	销售费用	121	116	687	793	904
其他应收款	27	34	100	122	145	管理费用	346	426	1117	1332	1459
存货	254	234	807	987	1175	财务费用	11	8	25	46	73
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	2	1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	523	485	584	609	709	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	141	220	360	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	55	71	814	1002	1254
无形资产	355	342	359	359	187	营业外收支净额	-5	-4	0	0	0
长期待摊费用	60	68	46	39	33	税前利润	50	68	814	1002	1254
资产总计	1875	1956	5501	6835	8461	减: 所得税	14	21	228	276	345
短期借款	72	50	780	1124	1554	净利润	35	47	586	726	909
应付票据	5	9	32	39	47	归属于母公司的净利润	30	40	396	480	603
应付账款	300	305	807	987	1175	少数股东损益	5	7	190	246	306
预收款项	117	149	212	288	379	基本每股收益	0.07	0.10	0.60	0.73	0.92
应付职工薪酬	81	71	571	571	571	稀释每股收益	0.07	0.10	0.60	0.73	0.92
应交税费	17	23	23	23	23	财务指标					
其他应付款	129	141	391	391	391	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	6.9%	20.4%	319.7%	21.9%	18.5%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	124.3%	19.4%	937.1%	24.9%	26.6%
预计负债	0	3	3	3	3	净利润增长率	-198.9%	31.5%	896.1%	21.3%	25.6%
负债合计	721	755	2822	3431	4147	盈利性					
股东权益合计	1154	1201	2678	3405	4314	销售毛利率	22.3%	21.7%	21.8%	21.5%	21.1%
现金流量表 (百万元)						销售净利率	1.2%	1.3%	3.2%	3.1%	3.3%
净利润	35	47	586	726	909	ROE	2.8%	2.5%	21.4%	29.8%	18.7%
折旧与摊销	121	120	128	142	163	ROIC	7.2%	9.2%	10.2%	12.4%	14.6%
经营活动现金流	183	246	1337	934	1175	估值倍数					
投资活动现金流	53	43	-300	-300	-500	PE	189.4	144.0	23.2	19.1	15.2
融资活动现金流	1754	44	174	359	633	P/S	2.3	1.9	0.7	0.6	0.5
现金净变动	1990	332	1211	992	1308	P/B	2.5	4.8	3.4	2.7	2.1
期初现金余额	339	2329	2662	3140	4133	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	2329	2662	3873	4133	5441	EV/EBITDA	12.5	16.7	7.5	5.8	4.2

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

陈雷，商贸行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

卞晓宁，商贸行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908