

# 首商股份 (600723.sh)

## 西单燕莎销售同步快速增长、合并效应充分显现

欧亚菲 首席分析师  
 电话: 020-87555888-8641  
 eMail: oyf@gf.com.cn  
 执业编号: S0260511020002

### 老西单新燕莎销售同步快速增长

公司前三季度实现营业收入 85.04 亿元, 同比增长 24.20%, 略低于上半年 25.39% 的增速, 其中三季度营业收入 26.50 亿, 同比增长 21.64%; 1-9 月份实现归属母公司净利润 2.86 亿元, 增长 69.63%, 其中三季度实现归属母公司净利润 9332 万元, 同比增长 77.60%, 净利润增速较上半年进一步加速。经我们粗略估算, 西单商场销售增速 24.66%, 新燕莎销售增速 24.13%, 两者基本相当, 由于本年黄金珠宝销售占比提升导致年初至报告期末综合毛利率较去年同期下降 0.89 个百分点至 21.08%。

### 合并效应充分显现

本年 1-9 月份合并口径期间费用率为 13.23%, 较去年同期大幅下降 1.9 个百分点, 整合效应也经充分显现。其中母公司西单商场前三季度期间费用下降约为 3.43 个百分点, 导致其实现净利润约为 3418 万, 去年同期为亏损。新燕莎方面期间费用较去年同期下降 1.68 个百分点, 粗略计算其净利润 2.5 亿, 同比增长 43%。

### 投资建议

我们维持合并后新西单 2011 年 EPS0.56 元预测, 略微下调 2012-2013 年盈利预测至 0.72 和 0.90 元。我们一方面看好燕莎控股在北京精品百货业务的发展前景, 另一方面西单在西部地区门店也进入快速增长期, 且公司费用率弹性较大, 盈利能力提升空间较大。从中期看, 整合后管理层将在首旅集团支持下借助资本市场继续作大作强, 股价催化剂较多。我们维持买入评级, 目标价 16.5 元, 对应 2011 年 30 倍 PE。

### 风险提示

消费增速下滑; 整合效果不达预期

### 预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,485.56	2,992.86	11981.95	14582.49	17068.25
增长率(%)	6.87%	20.41%	300.06%	21.71%	17.05%
EBITDA(百万元)	148.21	168.46	897.34	1250.67	1579.23
净利润(百万元)	30.21	39.73	368.71	473.80	592.74
增长率(%)	198.87%	31.54%	828.04%	33.93%	26.67%
每股收益(元)	0.07	0.10	0.56	0.72	0.90
市盈率	147.44	130.44	22.2	17.4	13.8
市净率	4.11	4.58	4.5	4.0	3.5
EV/EBITDA	27.66	27.68	23.1	16.6	12.3

数据来源:北京首商集团股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入 

当前价格	12.44 元
合理价值	16.50 元
前次评级	买入

### 股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-1.83	-11.95	-19.80
沪深 300	1.56	-10.95	-23.50

### 股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	658/318
主要股东:	
北京首都旅游集团有限责任公司	
主要股东持股比例	37.79%
流通 A 股比例	48.33%

### 财务比率

ROE	3.51%
ROA	2.07%
资产负债率	38.59%

2010 年报数据

## 目录索引

一级标题一.....	4
二级标题一.....	4
一级标题二.....	4
二级标题二.....	4

## 图表索引

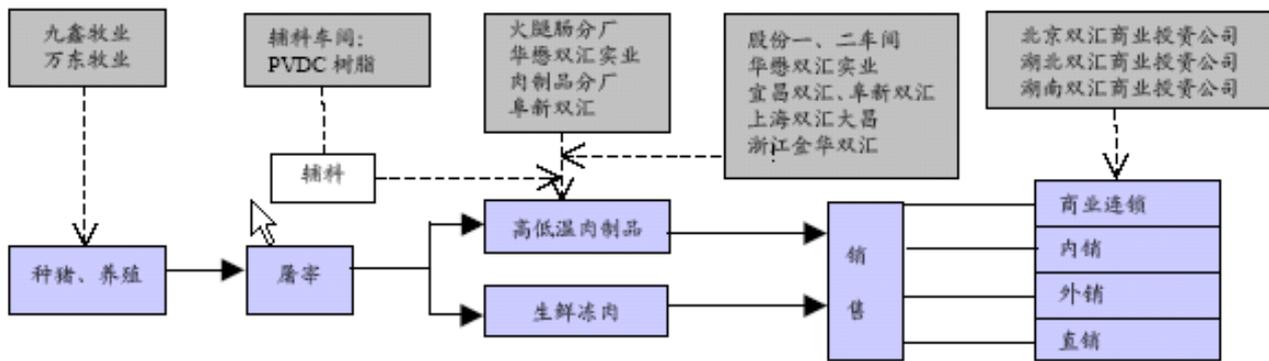
图1: XX公司产量图产量.....	4
图2: XX公司产量盈利.....	4
表1: XX公司产量图产量.....	4
表2: XX公司产量盈利.....	4

## 公司背景介绍（一级标题）

### 主要业务（二级标题）

公司于1998年在深交所上市，现已初步形成了高低温肉制品、生鲜肉、商业连锁等业务（图1）。公司现总股本为 51355.5 万股，流通股为20175 万股。

图1: XXXX的主要业务与产业链条



数据来源：Wind资讯、彭博资讯

综合考虑，公司完成一个营业周期仅需要47天，说明公司资产管理效率是非常高的，并高于国内行业内的其它公司。综合考虑，公司完成一个营业周期仅需要47天，说明公司资产管理效率是非常高的，并高于国内行业内的其它公司。综合考虑，公司完成一个营业周期仅需要47天，说明公司资产管理效率是非常高的，并高于国内行业内的其它公司。

综合考虑，公司完成一个营业周期仅需要47天，说明公司资产管理效率是非常高的，并高于国内行业内的其它公司。综合考虑，公司完成一个营业周期仅需要47天，说明公司资产管理效率是非常高的，并高于国内行业内的其它公司。综合考虑，公司完成一个营业周期仅需要47天，说明公司资产管理效率是非常高的，并高于国内行业内的其它公司。

综合考虑，公司完成一个营业周期仅需要47天，说明公司资产管理效率是非常高的，并高于国内行业内的其它公司。综合考虑，公司完成一个营业周期仅需要47天，说明公司资产管理效率是非常高的，并高于国内行业内的其它公司。综合考虑，公司完成一个营业周期仅需要47天，说明公司资产管理效率是非常高的，并高于国内行业内的其它公司。

## 公司的增长潜力分析

### 盈利能力逐年提高

公司上市6年多来主营业务高速增长，盈利能力仍保持较高水平。1998-2003年间，

公司平均主营业务利润率为14.14%，平均净资产收益率达到17.19%，2003 年每股收益达到了0.77 元，显示公司具有很强的盈利能力。特别是2004年9 月末净资产收益率达到了15.68%，明显高于同行公司的收益率水平。

表1: 1998 年 - 3Q2004 年盈利指标

指标	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	3Q2004年	2003/1998
主营业务收入增长率 (%)								
净利润增长率 (%)								
每股收益 (%)								
主营业务利润率 (%)								
净资产收益率 (%)								

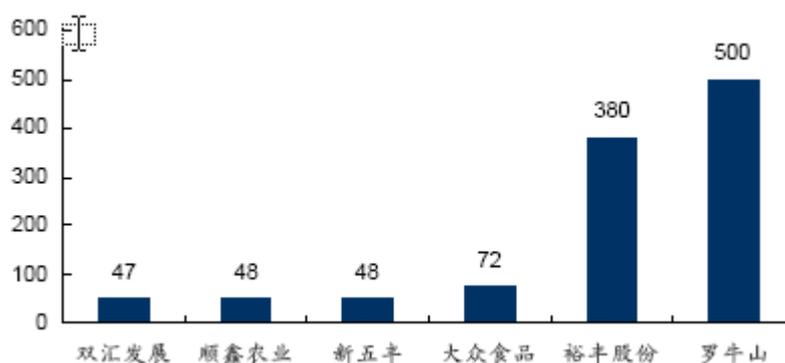
数据来源：聚源数据

综合考虑，公司完成一个营业周期仅需要47 天，说明公司资产管理效率是非常高的，并高于国内行业内的其它公司。

### 资产管理效率较高

公司存货周转天数为31.6 天就能将存货变为收入；应收账款周转天数为15.5天，综合考虑，公司完成一个营业周期仅需要47 天，说明公司资产管理效率是非常高的，并高于国内行业内的其它公司。

图2: XX行业主要企业2004 年前三季度营业周期指标对比



数据来源：聚源数据、广发证券研发中心

综合考虑，公司完成一个营业周期仅需要47 天，说明公司资产管理效率是非常高的，并高于国内行业内的其它公司。

### 风险提示

注意：

表格下方统一标注：数据来源：……。不得使用“资料来源”及其他名词。

数据来源与图标左边对齐。

一级标题与二级标题前均空出一行，为5号。

一级标题为3号楷体加粗

二级标题为小4号楷体加粗

标题之前可使用序号标明层次，一级标题使用“一、”，二级标题使用“（一）”，三级标题使用“1、”，四级标题使用“（1）”的符号。

目录的内容仅包括一级、二级标题。

正文为5号楷体

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	779	908	1,256	1,681	2,097
货币资金	427	569	814	1,148	1,492
应收及预付	98	105	127	154	175
存货	254	234	316	379	430
其他流动资产	0	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1,097	1,048	964	884	810
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	523	485	420	357	296
在建工程	0	0	1	1	2
无形资产	415	410	391	374	360
其他长期资产	158	152	152	152	152
<b>资产总计</b>	1,875	1,956	2,220	2,565	2,907
<b>流动负债</b>	721	748	899	1,082	1,228
短期借款	72	50	0	0	0
应付及预收	649	698	899	1,082	1,228
其他流动负债	0	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	0	7	8	9	10
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	7	8	9	10
<b>负债合计</b>	721	755	907	1,091	1,237
股本	410	410	410	410	410
资本公积	750	750	750	750	750
留存收益	-77	-30	65	203	369
归属母公司股东权益	1,083	1,130	1,226	1,363	1,529
少数股东权益	71	71	88	112	141
<b>负债和股东权益</b>	1,875	1,956	2,220	2,565	2,907

利润表

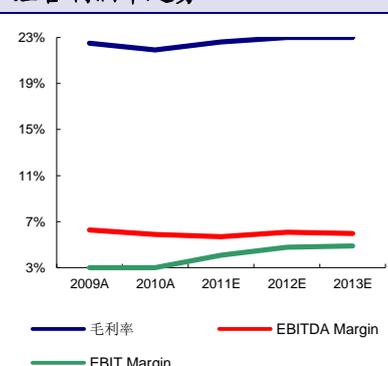
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	2486	2993	3709	4482	5088
营业成本	1931	2343	2878	3460	3928
营业税金及附加	20	27	29	35	40
销售费用	121	116	143	168	186
管理费用	346	426	519	618	699
财务费用	11	8	-15	-22	-32
资产减值损失	2	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	55	71	155	223	268
营业外收入	10	6	8	10	12
营业外支出	15	10	8	9	9
<b>利润总额</b>	50	68	156	225	271
所得税	14	21	44	63	76
<b>净利润</b>	35	47	112	162	195
少数股东损益	5	7	17	24	29
<b>归属母公司净利润</b>	30	40	95	137	166
EBITDA	148	168	202	260	292
EPS (元)	0.07	0.10	0.23	0.34	0.40

资产负债率趋势



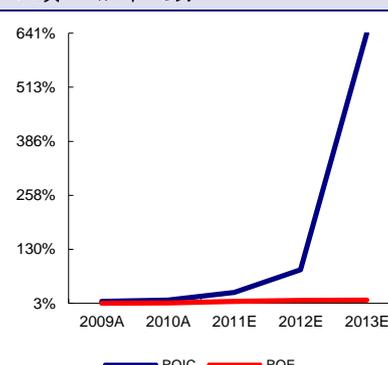
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

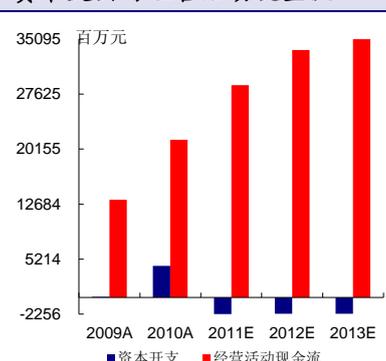
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	133	214	272	312	322
净利润	35	47	112	162	195
折旧摊销	80	88	62	59	56
营运资金变动	7	64	98	93	74
其它	10	16	0	-1	-3
<b>投资活动现金流</b>	3	-38	23	22	22
资本支出	-1	-43	23	22	22
投资变动	0	0	0	0	0
其他	3	5	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-48	-34	-50	1	1
银行借款	150	100	-50	0	0
债券融资	-178	-122	1	1	1
股权融资	3	0	0	0	0
其他	-23	-12	-1	0	0
<b>现金净增加额</b>	87	142	244	335	344
期初现金余额	339	427	569	814	1,148
期末现金余额	426	569	814	1,148	1,492

主要财务比率

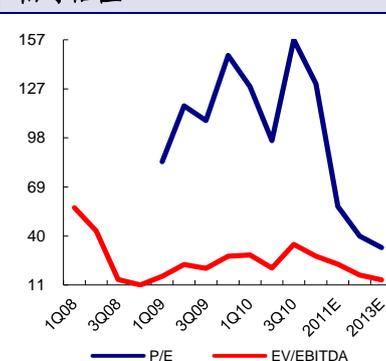
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>					
营业收入	6.9%	20.4%	23.9%	20.8%	13.5%
营业利润	667.8%	30.7%	117.2%	43.9%	19.9%
归属于母公司净利润	198.9%	31.5%	139.5%	44.4%	20.7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	22.3%	21.7%	22.4%	22.8%	22.8%
净利率	1.4%	1.6%	3.0%	3.6%	3.8%
ROE	2.8%	3.5%	7.8%	10.1%	10.9%
ROIC	7.5%	10.6%	28.9%	82.4%	641.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	38.4%	38.6%	40.9%	42.5%	42.6%
净负债比率	-30.7%	-43.2%	-61.9%	-77.9%	-89.4%
流动比率	1.08	1.21	1.40	1.55	1.71
速动比率	0.70	0.87	1.01	1.17	1.33
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.34	1.56	1.78	1.87	1.86
应收账款周转率	58.60	63.70	60.83	60.83	60.83
存货周转率	7.98	9.60	9.13	9.13	9.13
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.07	0.10	0.23	0.34	0.40
每股经营现金流	0.32	0.52	0.66	0.76	0.79
每股净资产	2.64	2.76	2.99	3.33	3.73
<b>估值比率</b>					
P/E	147.4	130.4	57.4	39.7	32.9
P/B	4.1	4.6	4.5	4.0	3.6
EV/EBITDA	27.7	27.7	23.0	16.6	13.6

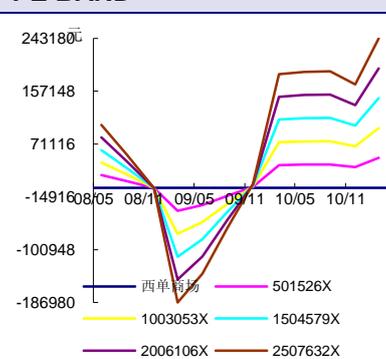
资本支出与经营活动现金流



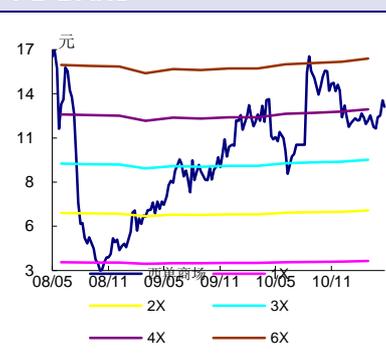
相对估值



PE BAND



PB BAND



## 广发零售行业研究小组

欧亚菲，分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000年进入广发证券，2005年开始从事零售行业研究。2010年度金牛分析师零售商业第四名，2009-2010年度新财富零售行业第六名，2008年度新财富零售行业第七名。

訾猛，分析师，复旦大学经济学硕士，3年证券从业经历，2011年进入广发证券发展研究中心。

刘旭，研究助理，厦门大学管理学硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。联系方式：liuxu@gf.com.cn，020-87555888-8423。

## 相关研究报告

中报业绩略超预期，多因素看好公司发展前景——西单商场中报预增点评：

刘旭

2011-07-19

## 广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy)：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有(Hold)：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell)：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区民田路178号 号华融大厦9楼	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东南路528号 上海证券大厦北塔17楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。