

首商股份 (600723.sh)

单季度盈利下滑影响全年增速

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

公司公告

公司近日公告预计 2011 年 1—12 月实现归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长 770% 左右, 业绩增长主要得益于主营业务稳步发展和合并新燕莎控股所致。2010 公司 (老西单) 实现净利润 0.397 亿元, 依据预增公告计算, 2011 年公司实现归属于上市公司股东净利润为 3.45 亿左右, 对应年末摊薄每股收益 0.53 元, 基本符合我们 0.55 元的盈利预测。

单季度盈利下滑影响全年增速

首商股份 2011 年前三季度实现净利润 2.86 亿, 即第四季度实现 0.59 亿净利润, 据我们粗略计算 2010 年四季度老西单及新燕莎控股合计实现 0.7 亿净利润, 2011 年四季度公司盈利下滑约 16%。主要由于公司主要销售及赢利均来自北京, 2011 年四季度以来经济增速出现放缓和当季的反常天气直接影响了公司业绩。

投资建议

我们调整合并后新西单 2011-2013 年 EPS 至 0.53 元、0.64 元和 0.77 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, 虽然北京消费走势在今后一段时间内较为严峻, 但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 13 元, 对应 2012 年 20 倍 PE。

风险提示

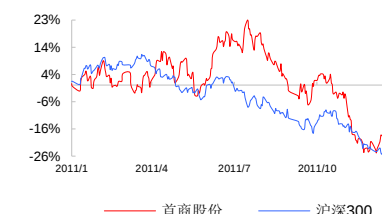
消费增速下滑; 整合效果不达预期

公司评级

买入

当前价格 9.52 元
合理价值 13.00 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	-2.56	-18.56	-20.27
沪深 300	5.34	-0.65	-14.96

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股) 658/317
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 48.18%

财务比率

ROE 3.51%
ROA 2.07%
资产负债率 38.59%
2010 年报数据

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2486	2993	12078	14840	17380
增长率(%)	6.9%	20.4%	23.1%	22.9%	17.1%
EBITDA(百万元)	148	168	594	633	767
净利润(百万元)	30	40	345	422	506
增长率(%)	198.9%	31.5%	43.5%	21.6%	19.6%
每股收益(元)	0.07	0.10	0.53	0.64	0.77
市盈率	147.4	130.4	18.1	15.0	12.5
市净率	4.1	4.6	4.5	4.1	3.7
EV/EBITDA	27.7	27.7	24.1	18.6	15.0

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

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易, 亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考, 请务必阅读正文之后的免责声明。

本报告联系人: 刘旭 020-87555888-8423 liuxu@gf.com.cn

资产负债表

单位：百万元

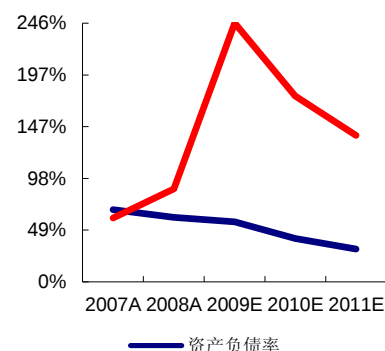
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	779	908	1,246	1,689	2,093
货币资金	427	569	805	1,139	1,468
应收及预付	98	105	127	158	179
存货	254	234	314	392	445
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	1,097	1,048	964	884	810
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	523	485	420	357	296
在建工程	0	0	1	1	2
无形资产	415	410	391	374	360
其他长期资产	158	152	152	152	152
资产总计	1,875	1,956	2,210	2,573	2,902
流动负债	721	748	895	1,115	1,267
短期借款	72	50	0	0	0
应付及预收	649	698	895	1,115	1,267
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	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
负债合计	721	755	903	1,124	1,276
股本	410	410	410	410	410
资本公积	750	750	750	750	750
留存收益	-77	-30	60	181	331
归属母公司股东权益	1,083	1,130	1,221	1,341	1,492
少数股东权益	71	71	87	108	134
负债和股东权益	1,875	1,956	2,210	2,573	2,902

利润表

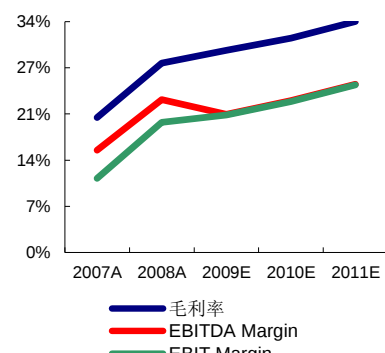
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2486	2993	12078	14840	17380
营业成本	1931	2343	9389	11539	13491
营业税金及附加	20	27	82	101	120
销售费用	121	116	688	852	991
管理费用	346	426	1141	1409	1642
财务费用	11	8	20	10	15
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
营业利润	55	71	75,2	92,2	111,5
营业外收入	10	6	8	10	12
营业外支出	15	10	8	9	11
利润总额	50	68	75,2	92,3	111,6
所得税	14	21	188	230	278
净利润	35	47	56,4	69,1	83,6
少数股东损益	5	7	217	269	331
归属母公司净利润	30	40	345	422	506
EBITDA	148	168	594	633	767
EPS (元)	0.07	0.10	0.53	0.64	0.77

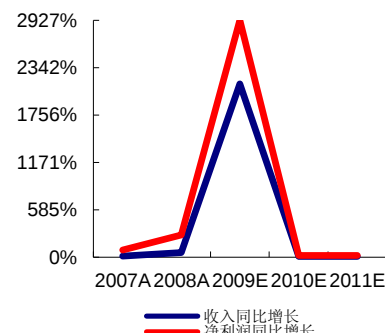
资产负债率趋势



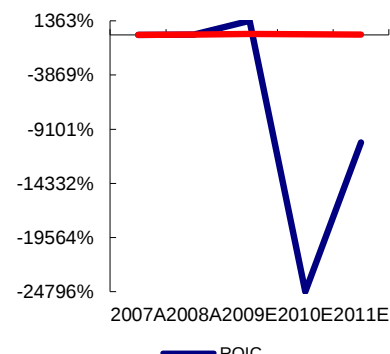
经营利润率趋势



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

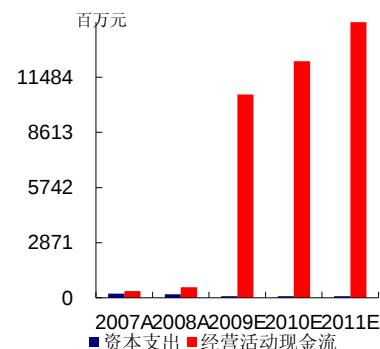
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	133	214	263	311	306
净利润	35	47	106	142	177
折旧摊销	80	88	62	59	56
营运资金变动	7	64	95	112	77
其它	10	16	0	-1	-3
投资活动现金流	3	-38	23	22	22
资本支出	-1	-43	23	22	22
投资变动	0	0	0	0	0
其他	3	5	0	0	0
筹资活动现金流	-48	-34	-50	1	1
银行借款	150	100	-50	0	0
债券融资	-178	-122	1	1	1
股权融资	3	0	0	0	0
其他	-23	-12	-1	0	0
现金净增加额	87	142	236	334	329
期初现金余额	339	427	569	805	1,139
期末现金余额	426	569	805	1,139	1,468

主要财务比率

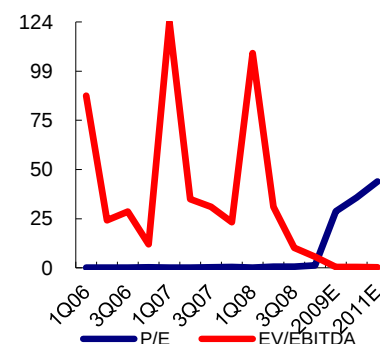
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	6.9%	20.4%	23.1%	24.6%	13.8%
营业利润	667.8%	30.7%	105.5%	33.3%	23.9%
归属于母公司净利润	198.9%	31.5%	126.7%	33.9%	24.7%
获利能力					
毛利率	22.3%	21.7%	22.2%	22.1%	22.2%
净利率	1.4%	1.6%	2.9%	3.1%	3.4%
ROE	2.8%	3.5%	7.4%	9.0%	10.1%
ROIC	7.5%	10.6%	27.0%	78.6%	2253.7
偿债能力					
资产负债率	38.4%	38.6%	40.8%	43.7%	44.0%
净负债比率	-30.7%	-43.2%	-61.6%	-78.6%	-90.3%
流动比率	1.08	1.21	1.39	1.51	1.65
速动比率	0.70	0.87	1.01	1.13	1.27
营运能力					
总资产周转率	1.34	1.56	1.77	1.92	1.91
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
每股指标 (元)					
每股收益	0.07	0.10	0.22	0.29	0.37
每股经营现金流	0.32	0.52	0.64	0.76	0.75
每股净资产	2.64	2.76	2.98	3.27	3.64
估值比率					
P/E	147.4	130.4	18.1	15.0	12.5
P/B	4.1	4.6	4.5	4.1	3.7
EV/EBITDA	27.7	27.7	24.1	18.6	15.0

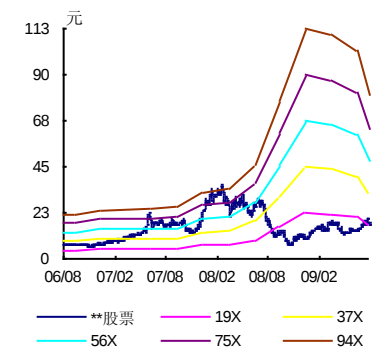
资本支出与经营活动现金流



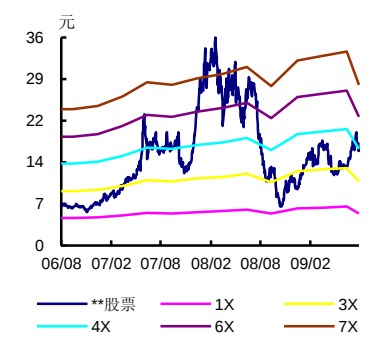
相对估值



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。2011 年度新财富批零行业第三名，金牛分析师批零行业第三名，2009-2010 年度新财富批零行业第六名。

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

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	刘旭	2011-11-01
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。