

首商股份 (600723.sh)

费用率下降及少数股东损益比例降低驱动业绩增长

欧亚菲 首席分析师

电话: 020-87555888-8641

eMail: oyf@gf.com.cn

执业编号: S0260511020002

业绩快于销售增长主要源于费用率下降及少数股东损益比例降低

首商股份 2011 年整体实现营业收入 116.88 亿元, 同比增长 20.60%, 实现归属于母公司股东的净利润 3.46 亿元, 同比增长 44.68%。净利润增速远快于收入增速, 主要源于费用率的下降及少数股东损益占比的降低。报告期内公司在毛利率略有下降及营业附加税金占比提升背景下, 期间费用率占比(管理费用+销售费用)合计下降 1.22 个百分点, 整合效应显著、为公司节省了营运成本, 同时少数股东损益总额仅同比提升 6%左右, 占收入比重也较去年下降 0.23 个百分点, 以上因素共同导致成本费用占收入比重下降 0.53 个百分点, 最终实现归属于公司净利润 3.45 亿, 净利润率提升 0.49 个百分点至 2.96%。

2012 经营展望

公司管理层人事布局已经基本完成, 2012 年公司将现有业务分为传统百货板块、高端购物和奥特莱斯三个板块, 根据业态特点和消费群体特征不同进行差异化治理。同时经历了报告期内的关店, 公司也将在 2012 年加速外延式扩张选址的考察, 再次进入扩张周期。

投资建议

我们预计合并后的首商股份 2012-2014 年 EPS 至 0.62 元、0.75 元和 0.86 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

预测及评估

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	2992.86	11688.02	13348.21	15435.31	17832.36
增长率(%)	20.41%	290.53%	14.20%	15.64%	15.53%
EBITDA(百万元)	168.46	864.20	973.83	1149.43	1331.10
净利润(百万元)	39.73	345.67	408.10	493.88	568.49
增长率(%)	31.54%	770.00%	18.06%	21.02%	15.11%
每股收益(元)	0.10	0.53	0.62	0.75	0.86
市盈率	130.44	18.59	17.57	14.52	12.61
市净率	4.58	2.84	2.69	2.27	1.92
EV/EBITDA	27.68	3.33	3.26	2.05	1.06

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	10.89 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	6.76	10.22	-13.30
沪深 300	3.45	9.76	-19.23

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	15.30%
ROA	9.09%
资产负债率	50.90%

2011 年报数据

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

2011 年业绩回顾

业绩快于销售增长主要源于费用率下降及少数股东损益比例降低

近日首商股份公布2011年度财务报告，报告期公司整体实现营业收入116.88 亿元，同比增长20.60%，公司实现利润总额7.29 亿元，同比增长27.84%，实现归属于母公司的净利润3.46 亿元，同比增长44.68%，由于属于同一控制下合并，公司对新燕莎控股合并前年度进行了追溯调整，如下表：

表 1：追溯调整后主要财务指标

	2010 年	2011 年	变动情况
营业收入	969,184	1,168,802	20.60%
营业成本	757117	920873	
毛利率	21.88%	21.21%	-0.67%
营业税金及附加占比	0.73%	0.97%	0.24%
销售费用占比	5.57%	5.29%	-0.28%
管理费用占比	9.28%	8.34%	-0.94%
税后利润	42,097	53,527	
少数股东损益	18044	19054	
少损占比	1.86%	1.63%	-0.23%
归属于母公司净利润	23,892	34,567	44.7%
净利率	2.47%	2.96%	0.49%
EPS	0.365	0.525	

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

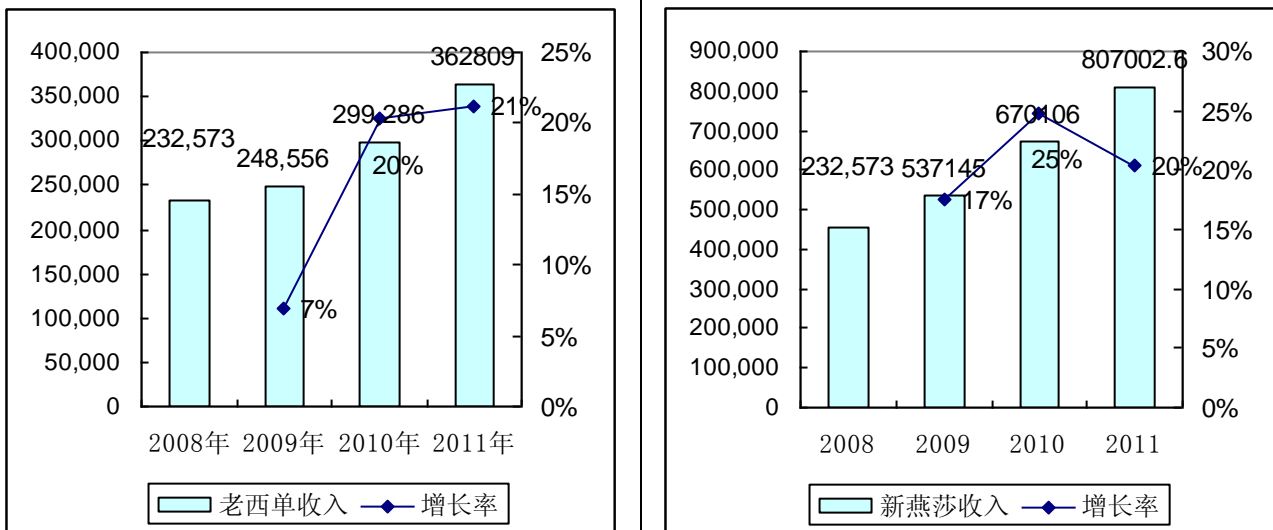
从上表中我们可以看出，公司2011年销售增长20%表现中规中矩，但归属于净利润同比增速达到44.7%，远远快于收入增速，主要源于：（1）由于报告期打折促销的增多和企业性质转变多缴纳了营业附加税金，以上两项共计增加收入占比0.91个百分点，但期间费用率（管理费用+销售费用）合计下降1.22个百分点的收入占比，整合效应显

著为公司节省了营运成本；(2)报告期少数股东损益1.9亿，主要来自于燕莎商城另50%权益占比的流出，少损总额仅同比提升6%左右，收入占比也较去年下降0.23个百分点，该项原因也成为公司净利润快速增长的重要原因。以上因素共同导致成本费用占收入比重下降0.53个百分点，最终实现归属于公司净利润3.45亿，净利润率提升0.49个百分点至2.96%。

老西单受益于外部门店增速较快

老西单实现营业收入36.28 亿元，同比增长21.22%，新燕莎实现营业收入80.70 亿元，同比增长20.28%；老西单实现归属于母公司股东的净利润5,983.44万元，同比增长50.59%，新燕莎实现归属于母公司股东的净利润2.86 亿元，同比增长43.50%。

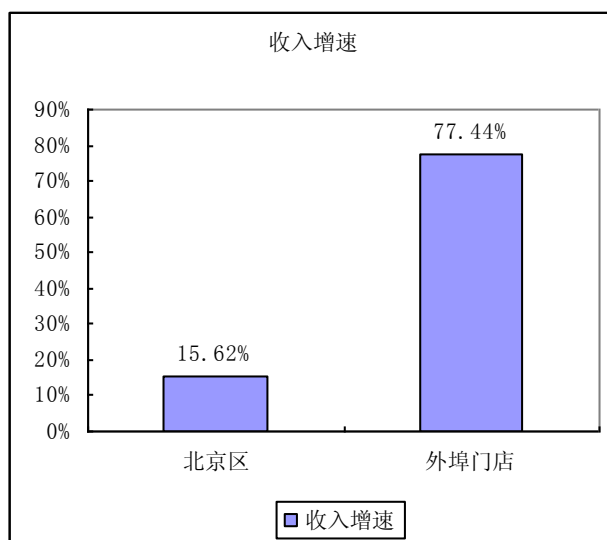
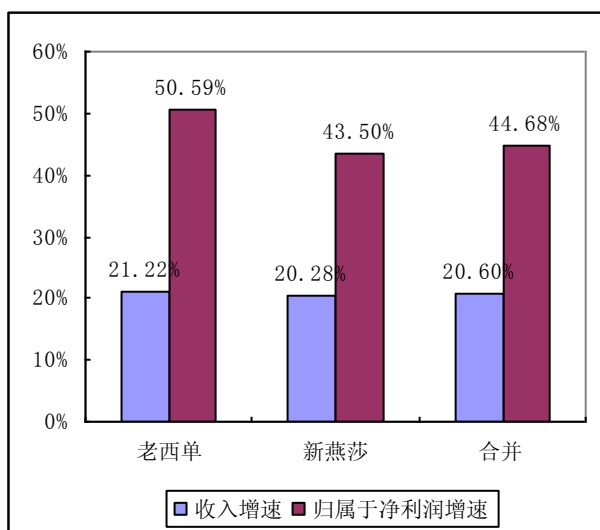
图1：老西单和新燕莎部分近年来销售增长情况列示



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

随着外埠门店的逐渐成熟，老西单部分近年来销售增速首次超过新燕莎控股，根据公司年报披露2011年外埠门店销售增速77%（考虑了太原店合并、未剔除口径因素），据我们分拆，其中老西单资产中新疆店、兰州店和成都店销售增速分别为42%、24%和25%。

图2：老西单和新燕莎利润增速及公司不同区域收入增长



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 2：公司外埠门店销售增长

	2010 年收入	2011 年收入	YOY
新疆店	3.02	4.28	42%
兰州店	2.14	2.66	24%
成都店	2.54	3.18	25%
合计	7.7	10.12	31%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

整合效应显著、管理布局初步完毕

公司重组完成后，第六届董事会第十三次临时会议于2011年6月22日召开，本次会议主要目的在于进行合并重组后的管理层置换：在董事会和高管中引入首旅和新燕莎控股的人员，包括提名祖国丹（新燕莎总经理）、史历新（首旅运营管理部总经理）、王他一（首旅投资发展部总经理）等三人为董事会候选人；聘任祖国丹为公司总经理，同时聘任王力强、傅跃红、张跃进、寇萍、池洋为公司副总经理；聘任张艳钊为公司总会计师，上述7名高管均来自新燕莎控股。

报告期内公司发生销售费用6.17亿，同比增长14%，销售费用率较去年同期下降0.28个百分点至5.29%，管理费用发生9.75亿，同比增长8%，管理费用率较去年同期下降0.94个百分点至8.34%。费用科目中较大项目有职工薪酬7.49亿（管理人员+销售人员）、租赁费3.83亿、水电费0.94亿，广告宣传费0.73亿等。报告期内公司费用率显著下降，整合效应显现。

表 4: 主要费用科目

	2010 年	2011 年	YOY
人力成本	620,609,519.11	749,083,609.61	21%
人力成本占比	6.40%	6.41%	
租赁费	367,398,884.90	383,233,663.69	4%
租赁费占比	3.79%	3.28%	
折旧摊销	91,656,645.39	91,200,288.96	0%
折旧摊销占比	0.95%	0.78%	
广告宣传	66,133,047.12	73,205,144.09	11%
广告宣传占比	0.68%	0.63%	

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

2012年经营展望

公司在重组完成和高管初步到位后，即将着手展开经营业务架构方面调整，即将现有业务分为传统百货板块、高端购物和奥特莱斯三个板块，根据业态特点和消费群体特征不同进行差异化治理。公司现有业务几乎对百货零售行业全部覆盖，在过去的经营中积累了丰富的行业资源与经验，是公司未来业态组合扩张的宝贵财富。我们将重点关注未来三个板块业务架构调整进度和相应人事安排。从2011年业绩可以看出整合协同效应的发挥已经初见成效，费用率同比下降显著。老西单和新燕莎两处人员也已经实现一处办公，我们预计公司未来成本费用率仍有进一步压缩空间。

2011年公司关闭持续亏损的青海店的同时没有进行外延式扩张，总门店数有所下降，在公司整合初见成效背景下，2012年开始进入新一轮的外延式扩张周期，报告期内公司完善了新项目选址的具体物业选择标准，加快了选址工作节奏。全年选址调研项目共有26个，实地考察项目8个，其中6个为外地项目。2012年我们将重点关注公司新门店扩张进展。

投资建议

我们预计合并后的首商股份2012-2014年EPS至0.62元、0.75元和0.86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。

资产负债表

单位：百万元

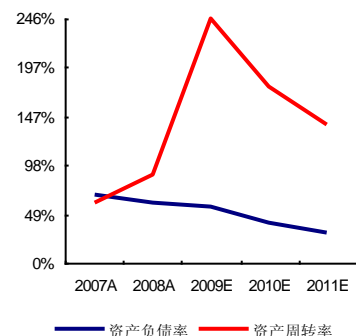
至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	908	4,380	4,762	5,599	6,570
货币资金	569	3,606	3,991	4,814	5,757
应收及预付	105	169	165	159	168
存货	234	350	347	366	385
其他流动资产	0	254	260	260	260
非流动资产	1,048	1,273	1,333	1,380	1,416
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	485	528	564	590	604
在建工程	0	0	10	20	30
无形资产	410	456	468	479	490
其他长期资产	152	289	291	291	291
资产总计	1,956	5,653	6,095	6,980	7,986
流动负债	748	2,850	2,655	2,766	2,872
短期借款	50	62	0	0	0
应付及预收	698	2,632	2,497	2,608	2,714
其他流动负债	0	156	158	158	158
非流动负债	7	27	27	27	27
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	7	27	27	27	27
负债合计	755	2,877	2,682	2,793	2,899
股本	410	658	658	658	658
资本公积	750	825	825	825	825
留存收益	-30	776	1,184	1,678	2,246
归属母公司股东权益	1,130	2,259	2,667	3,161	3,730
少数股东权益	71	516	746	1,025	1,357
负债和股东权益	1,956	5,653	6,095	6,980	7,986

利润表

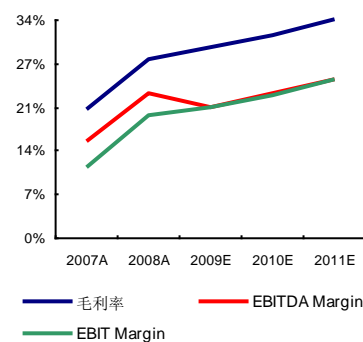
单位：百万元

至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2993	11688	13348	15435	17832
营业成本	2343	9209	10520	12153	14038
营业税金及附加	27	113	133	154	178
销售费用	116	618	694	803	927
管理费用	426	975	1108	1269	1462
财务费用	8	31	30	31	31
资产减值损失	1	0	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	71	743	862	1025	1196
营业外收入	6	5	0	5	5
营业外支出	10	18	0	0	0
利润总额	68	729	862	1030	1201
所得税	21	194	224	258	300
净利润	47	535	638	773	901
少数股东损益	7	190	230	279	332
归属母公司净利润	40	346	408	494	568
EBITDA	168	864	974	1149	1331
EPS (元)	0.10	0.53	0.62	0.75	0.86

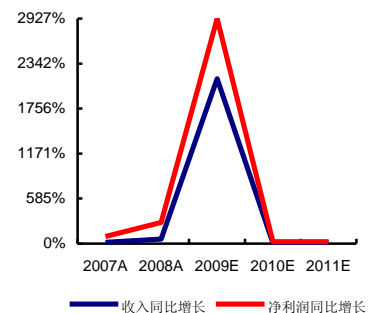
资产负债率趋势



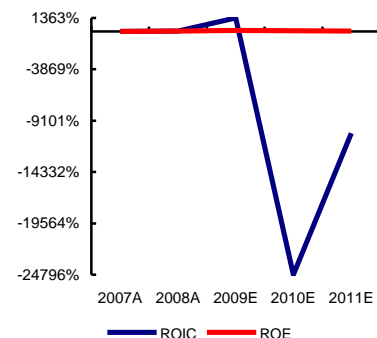
经营利润率趋势



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

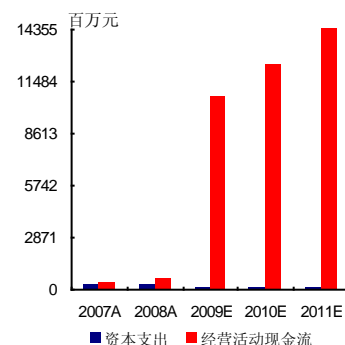
至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	214	947	589	958	1,078
净利润	47	535	638	773	901
折旧摊销	88	91	81	93	104
营运资金变动	64	311	-131	98	78
其它	16	10	0	-5	-5
投资活动现金流	-38	-88	-141	-135	-135
资本支出	-43	-32	-141	-135	-135
投资变动	0	-56	0	0	0
其他	5	0	0	0	0
筹资活动现金流	-34	-96	-63	0	0
银行借款	100	62	-62	0	0
债券融资	-122	-50	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-12	-108	-2	0	0
现金净增加额	142	763	384	823	943
期初现金余额	427	569	3,606	3,991	4,814
期末现金余额	569	1,332	3,991	4,814	5,757

主要财务比率

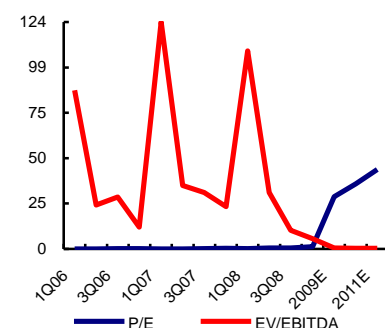
单位：%

至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力					
营业收入	20.4%	290.5%	14.2%	15.6%	15.5%
营业利润	30.7%	939.5%	16.1%	18.9%	16.6%
归属于母公司净利润	31.5%	770.0%	18.1%	21.0%	15.1%
获利能力					
毛利率	21.7%	21.2%	21.2%	21.3%	21.3%
净利率	1.6%	4.6%	4.8%	5.0%	5.0%
ROE	3.5%	15.3%	15.3%	15.6%	15.2%
ROIC	10.6%	-60.5%	-88.5%	-99.4%	-109.6%
偿债能力					
资产负债率	38.6%	50.9%	44.0%	40.0%	36.3%
净负债比率	-43.2%	-127.7%	-116.9%	-115.0%	-113.2%
流动比率	1.21	1.54	1.79	2.02	2.29
速动比率	0.87	1.40	1.65	1.88	2.14
营运能力					
总资产周转率	1.56	3.07	2.27	2.36	2.38
应收账款周转率	63.70	164.78	146.00	165.91	182.50
存货周转率	9.60	31.50	30.42	33.18	36.50
每股指标 (元)					
每股收益	0.10	0.53	0.62	0.75	0.86
每股经营现金流	0.52	1.44	0.89	1.46	1.64
每股净资产	2.76	3.43	4.05	4.80	5.66
估值比率					
P/E	130.4	18.6	17.6	14.5	12.6
P/B	4.6	2.8	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	27.7	3.3	3.3	2.0	1.1

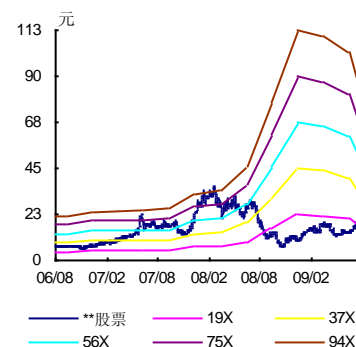
资本支出与经营活动现金流



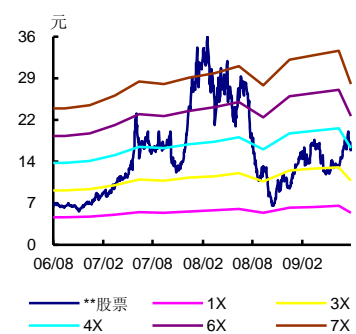
相对估值



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）：单季度盈利下滑影响全年增速	刘旭	2012-02-01
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。