

首商股份 (600723.sh)

整合效应持续推动业绩快于收入增长

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

公司公告一季度经营情况

公司第一季度实现营业收入 32.84 亿元, 比上年同期增长 2.69%; 实现利润总额 2.45 亿, 同比增长 18.37%, 实现归属上市公司股东的净利润 1.23 亿元, 比上年同期增长 23.14%, 一季度对应摊薄每股收益 0.19 元。

整合效应持续推进业绩快于收入增长

由于第一季报黄金珠宝销售增速下滑及合并后公司高毛利率业务占比的提升, 公司本报告期综合毛利率较去年同期提升 0.34 个百分点至 20.78%, 销售费用率和管理费用率合计下降 0.23 个百分点, 同时少数股东损益占比下降, 以上因素共同导致本期归属于母公司净利率相对比去年同期提升 0.62 个百分点至 3.75%。本期公司经营活动现金流量净额为负 4119 万, 主要由于去年四季度打折促销活动较多, 本期为上游供应商回款及为职工支付款项增速较快所致。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

我们维持首商股份 2012-2014 年 EPS0.62 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	9.68 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	-4.63	1.68	-24.73
沪深 300	2.86	4.87	-19.19

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

资产负债表

单位：百万元

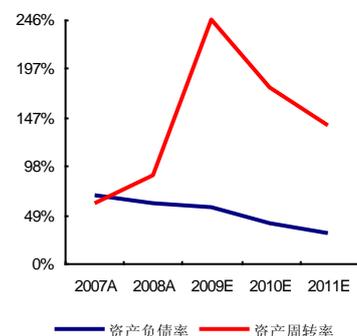
至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	908	4,380	4,762	5,599	6,570
货币资金	569	3,606	3,991	4,814	5,757
应收及预付	105	169	165	159	168
存货	234	350	347	366	385
其他流动资产	0	254	260	260	260
非流动资产	1,048	1,273	1,333	1,380	1,416
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	485	528	564	590	604
在建工程	0	0	10	20	30
无形资产	410	456	468	479	490
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

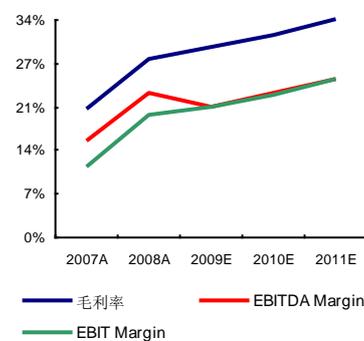
单位：百万元

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

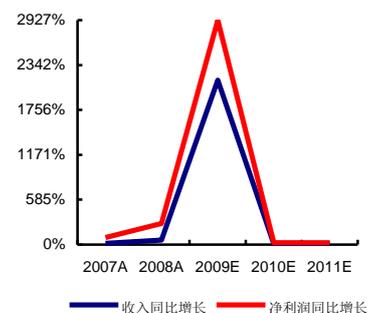
资产负债率趋势



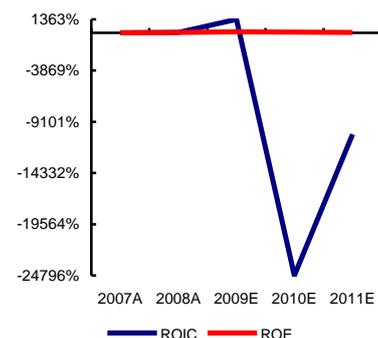
经营利润率趋势



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

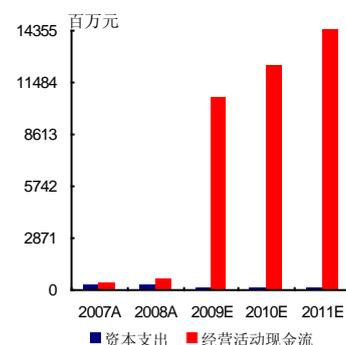
至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	214	947	589	958	1,078
净利润	47	535	638	773	901
折旧摊销	88	91	81	93	104
营运资金变动	64	311	-131	98	78
其它	16	10	0	-5	-5
投资活动现金流	-38	-88	-141	-135	-135
资本支出	-43	-32	-141	-135	-135
投资变动	0	-56	0	0	0
其他	5	0	0	0	0
筹资活动现金流	-34	-96	-63	0	0
银行借款	100	62	-62	0	0
债券融资	-122	-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

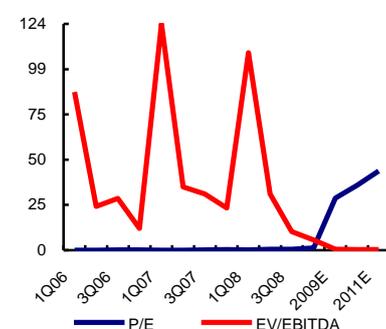
单位：%

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

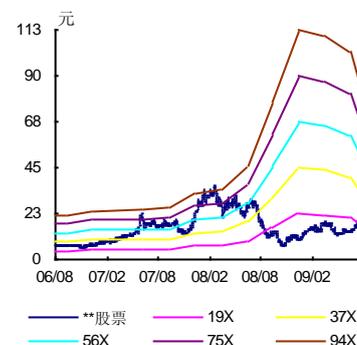
资本支出与经营活动现金流



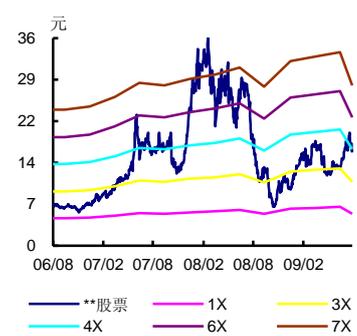
相对估值



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)：费用率下降及少数股东损益比例降低驱动业绩增长	刘旭	2012-03-19
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

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。