

首商股份 (600723.sh)

未来增长主要看奥特莱斯和外地门店

欧亚菲 首席分析师

电话: 020-87555888-8641

eMail: oyf@gf.com.cn

执业编号: S0260511020002

2011 年主力门店经营回顾

西单板块: 西单商场总店 2011 年实现收入 12 亿, 净利润 0.47 亿。天通苑店实现收入 1.13 亿, 盈利 50 万元; 十里堡实现收入 2.29 亿, 当年亏损 2800 万, 公司预计 2012 年亏损额度在 2000 万。燕莎板块: 燕莎友谊亮马店去年收入 22.77 亿, 实现净利润 1.43 亿, 燕莎奥特莱斯店在燕莎板块中增幅最好, 全年完成收入 27.4 亿, 实现净利润 1.27 亿, 燕莎友谊金源店完成收入 9.8 亿, 实现净利润 0.7 亿; 燕莎友谊太原店去年收入 3.47 亿, 净利润 0.18 亿元, 太原店今年以来销售也有所下降。贵友系列中建国门店收入 3.95 亿; 方庄店实现收入 4.12 亿, 净利润 1480 万, 今年物业合同将到期, 目前正在谈租约, 预计会有较大幅度提高; 金源店收入 2.09 亿, 2012 年 1 季度仍有 10% 左右增速; 通州店收入 2.74 亿, 今年一季度同样增速在 10%。

2012 年经营展望

应对今年较差的市场环境, 公司主要采取的措施包括, 抓好促销与营销活动, 相对对标企业仍然表现良好; 在消费形势不乐观背景下很多供应商降低进入门槛, 公司抓住机会在不影响定位前提下调整品牌结构; 严控费用, 预计今年除非开新店, 费用方面除了人工外其他不会有大幅增长。西单建国门和首旅购物中心项目尚无进展, 今年难以开业。

投资建议: 我们略调高首商股份 2012 年 EPS 至 0.63 元, 维持 2013-2014 年 EPS 0.75 元和 0.86 元。我们一方面看好燕莎奥特莱斯业务在区域市场的发展前景, 另一方面西单在西部地区门店也进入快速增长期。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, 尽管今年未必会有力度, 但对公司长期发展较为有利。我们维持买入评级, 目标价 12.5 元, 对应 2012 年 20 倍 PE。

风险提示: 消费增速回升幅度低于预期

预测及评估

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	2992.86	11688.02	12595.10	14060.07	15674.91
增长率(%)	20.41%	290.53%	7.76%	11.63%	11.49%
EBITDA(百万元)	168.46	864.20	937.54	1114.90	1278.61
净利润(百万元)	39.73	345.67	411.98	493.56	569.21
增长率(%)	31.54%	770.00%	19.18%	19.80%	15.33%
每股收益(元)	0.10	0.53	0.63	0.75	0.86
市盈率	100.44	18.98	15.96	13.41	11.70
市净率	4.58	2.84	2.68	2.27	1.92
EV/EBITDA	27.68	3.33	3.52	2.31	1.37

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	10.01 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	4.60	-3.19	-23.00
沪深 300	0.42	0.41	-13.43

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年公司各主力门店经营情况

西单板块：西单商场总店 2011 年实现收入 12 亿，总店的折旧费用归入总部费用，同时财务费用也在总部费用中体现，在此基础上总店实现盈利 1.47 亿元，西单总部费用大概在 1 个亿。天通苑店去年实现收入 1.13 亿，盈利 50 万元；2010 年末新开十里堡 2011 全年实现收入 2.29 亿，当年亏损 2800 万，公司预计 2012 年亏损额度在 2000 万。

燕莎板块：燕莎友谊亮马店去年收入 22.77 亿，实现净利润 1.43 亿，燕莎奥特莱斯店在燕莎板块中增幅最好，全年完成收入 27.4 亿，实现净利润 1.27 亿，整体毛利率在 17% 左右。燕莎友谊金源店完成收入 9.8 亿，实现净利润 0.7 亿；燕莎友谊太原店去年收入 3.47 亿，净利润 0.18 亿元，太原店今年以来销售也有所下降。贵友系列建国门店收入 3.95 亿；方庄店（营业面积 16000 平米），实现收入 4.12 亿，净利润 1480 万，今年物业合同将到期，目前正在谈租约，预计会有较大幅度提高；金源店收入 2.09 亿，2012 年 1 季度仍有 10% 左右增速；通州店收入 2.74 亿，今年一季度同样增速在 10%。

法雅体育 2011 年销售增长 16.6%，光彩伟业下降了 10% 多。

2012年经营展望

2012年一季度各主力门店经营情况

一季度母公司收入增长 2.62%，西单系列百货销售提升 5.7%，西单商场总店销售下降 1.5%。兰州店销售增长 9.2%，新疆店增长 16.7%，成都店增长 10.8%，三个外部门店成为公司销售增长稳定器。

燕莎友谊商城三个门店销售合计下降 5.9%，其中亮马店销售下降 7.4%，同时奥特莱斯业务收入增长 15.7%。贵友系列四个门店收入下降 6.3%，燕莎板块累计到四月份销售合计下降 7.7%。

公司各门店中销售增速最好的是奥特莱斯业务，累计到四月份增速维持在 18%。公司将着眼于全国进行奥特莱斯的选址和扩张，目前正在处于项目考察阶段，现有的项目考察仍以北京地区为主，新奥特莱斯项目在体量上规划与已有项目一样，品牌引进和管理上也会充分借鉴与现有项目经验。

一季度公司销售品类上下降比较明显的主要是高端奢侈品、黄金珠宝等。一季度毛利率略升，主要是受品类销售的结构影响。一季度购物卡的销售同比有所下降，具体幅度尚不清楚。公司购物卡、银联卡在内的卡类消费占比总体销售的 70%。

应对今年形势公司所采取的措施

- （1）抓好促销与营销活动，相对对标企业仍然表现良好；
- （2）今年消费形势不乐观背景下很多供应商降低进入门槛，公司抓住机会在不影响定位前提下调整品牌结构；
- （3）严控费用，预计今年除非开新店，费用方面除了人工外其他不会有大幅增长。
- （4）西单建国门物业其土地属于新友谊所有，房产属于友谊商店，目前该项目正在

规划阶段，尚无明确结论。北京饭店后面的购物中心今年肯定不会开，主要是因为股
东方需要进行的后期装修改造工程很大，所以明年能不能开也尚不明确。

整合进度较慢

公司目前有五个品牌企业，即西单系列、贵友系列、燕莎系列、奥特莱斯系列、
金源购物中心系列和三个法人企业。去年年底已经实现了不同品牌体系间总部、事业
部和门店的三个管理层次，事业部内部会有规模共享效应，力图首先做到事业部内部
的品牌共享和品牌招商资源共享。

人员方面公司不会采取调整，2011 年人工成本上升 10%，今年人工成本上升
的幅度尚不确定。燕莎和西单的工资体系不统一，西单的工资比燕莎要低不少，西单
体系原有 1000 多名员工包括总部的管理团队，工资薪酬还是按照原来体系发放，薪
酬制度待整合与接轨。

投资建议

我们略调高首商股份2012年EPS至0.63元，维持2013-2014年EPS0.75元和0.86
元。我们一方面看好燕莎奥特莱斯业务在区域市场的发展前景，另一方面西单在西部
地区门店也进入快速增长期。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，尽管今年未必
会有力度，但对公司长期发展较为有利。我们维持买入评级，目标价12.5元，对应2012
年20倍PE。

风险提示

竞争加剧消费增速回升幅度低于预期

资产负债表

单位：百万元

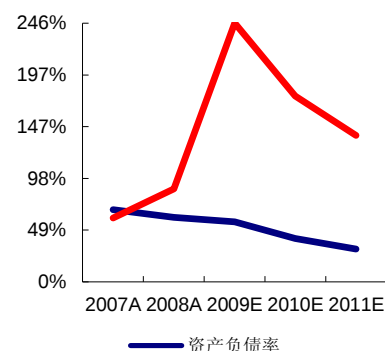
至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	908	4,380	4,609	5,329	6,160
货币资金	569	3,606	3,866	4,590	5,414
应收及预付	105	169	155	145	148
存货	234	350	327	334	338
其他流动资产	0	254	260	260	260
非流动资产	1,048	1,273	1,333	1,380	1,416
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	485	528	564	590	604
在建工程	0	0	10	20	30
无形资产	410	456	468	479	490
其他长期资产	152	289	291	291	291
资产总计	1,956	5,653	5,942	6,709	7,576
流动负债	748	2,850	2,512	2,532	2,540
短期借款	50	62	0	0	0
应付及预收	698	2,632	2,354	2,374	2,382
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	2,539	2,559	2,567
股本	410	658	658	658	658
资本公积	750	825	825	825	825
留存收益	-30	776	1,188	1,681	2,251
归属母公司股东权益	1,130	2,259	2,671	3,165	3,734
少数股东权益	71	516	731	985	1,275
负债和股东权益	1,956	5,653	5,942	6,709	7,576

利润表

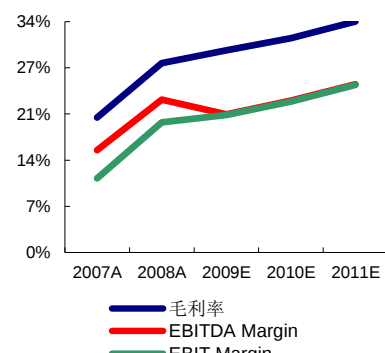
单位：百万元

至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2993	11688	12595	14060	15675
营业成本	2343	9209	9915	11074	12345
营业税金及附加	27	113	121	146	172
销售费用	116	618	652	688	737
管理费用	426	975	1051	1130	1246
财务费用	8	31	20	30	35
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	836	992	1140
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	836	997	1145
所得税	21	194	209	249	286
净利润	47	535	627	748	858
少数股东损益	7	190	215	254	289
归属母公司净利润	40	346	412	494	569
EBITDA	168	864	938	1115	1279
EPS (元)	0.10	0.53	0.63	0.75	0.86

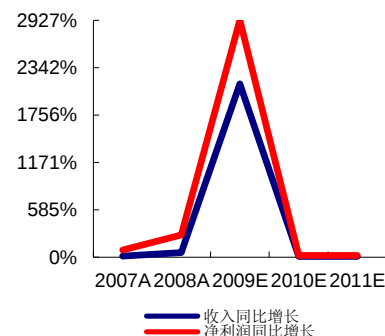
资产负债率趋势



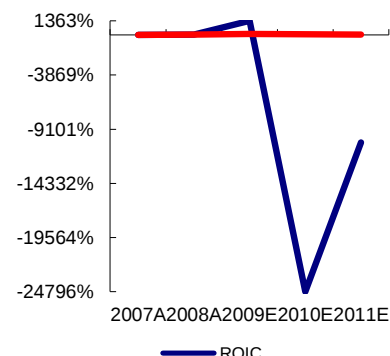
经营利润率趋势



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

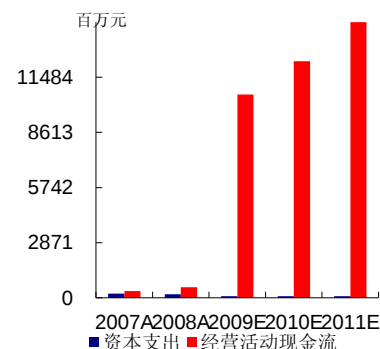
至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	214	947	464	859	959
净利润	47	535	627	748	858
折旧摊销	88	91	81	93	104
营运资金变动	64	311	-245	24	1
其它	16	10	0	-5	-5
投资活动现金流	-38	-88	-141	-135	-135
资本支出	-43	-32	-141	-135	-135
投资变动	0	-56	0	0	0
其他	5	0	0	0	0
筹资活动现金流	-34	-96	-63	0	0
银行借款	100	62	-62	0	0
债券融资	-122	-50	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	260	724	824
期初现金余额	427	569	3,606	3,866	4,590
期末现金余额	569	1,332	3,866	4,590	5,414

主要财务比率

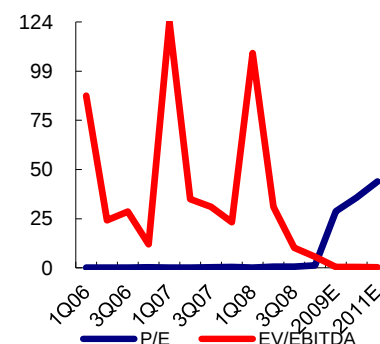
单位：%

至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力					
营业收入	20.4%	290.5%	7.8%	11.6%	11.5%
营业利润	30.7%	939.5%	12.6%	18.6%	14.9%
归属于母公司净利润	31.5%	770.0%	19.2%	19.8%	15.3%
获利能力					
毛利率	21.7%	21.2%	21.3%	21.2%	21.2%
净利率	1.6%	4.6%	5.0%	5.3%	5.5%
ROE	3.5%	15.3%	15.4%	15.6%	15.2%
ROIC	10.6%	-60.5%	-101.5%	-125.8%	-153.2%
偿债能力					
资产负债率	38.6%	50.9%	42.7%	38.1%	33.9%
净负债比率	-43.2%	-127.7%	-113.6%	-110.6%	-108.1%
流动比率	1.21	1.54	1.83	2.10	2.42
速动比率	0.87	1.40	1.69	1.96	2.28
营运能力					
总资产周转率	1.56	3.07	2.17	2.22	2.19
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	0.63	0.75	0.86
每股经营现金流	0.52	1.44	0.71	1.30	1.46
每股净资产	2.76	3.43	4.06	4.81	5.67
估值比率					
P/E	100.44	18.98	15.96	13.41	11.70
P/B	4.6	2.8	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	27.7	3.3	3.5	2.3	1.4

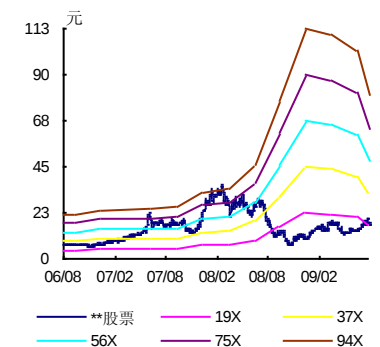
资本支出与经营活动现金流



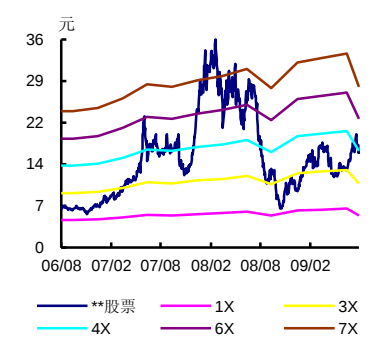
相对估值



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）：整合效应持续推动业绩快于收入增长	刘旭	2012-04-26
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

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。