

# 首商股份 (600723.sh)

## 二季度收入增速回暖、费用率下降推动利润快速增长

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

### 二季度收入增速回暖、费用率下降推动利润快速增长

首商股份 2012 年上半年实现营业收入 62.32 亿元, 同比增长 6%; 实现利润总额 4.70 亿元, 同比增长 18%; 实现归属于母公司所有者的净利润 2.38 亿元, 同比增长 23%。其中二季度实现营业收入增长 10.96%, 较一季度大幅回暖, 单季度实现净利润 1.15 亿, 同比增速为 23.86%, 与一季度基本持平。报告期内综合毛利率水平由于促销活动的增多较去年同期下降 0.11 个百分点。但期间费用率报告期内合计下降 0.66 个百分点, 以上因素共同影响营业利润率及归属于母公司净利润率较 2011 年上半年提升 0.49 和 0.53 个百分点, 实现了净利润增速大幅快于收入增速的结果。

### 下半年经营展望

纵观去年及今年上半年经营情况, 公司北京门店销售增速压力较大, 燕莎奥特莱斯门店及京外门店表现最好。为了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。

### 投资建议

我们维持首商股份 2012-2014 年 EPS0.63、0.75 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, 目标价下调至 10 元, 对应 2012 年 16 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	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	76.7	14.47	12.33	10.36	9.03
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	7.77 元
合理价值	10.00 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	-4.43	-21.75	-46.15
沪深 300	-2.13	-3.75	-12.53

### 股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	658/317
主要股东:	北京西单友谊集团
主要股东持股比例	19.99%
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%

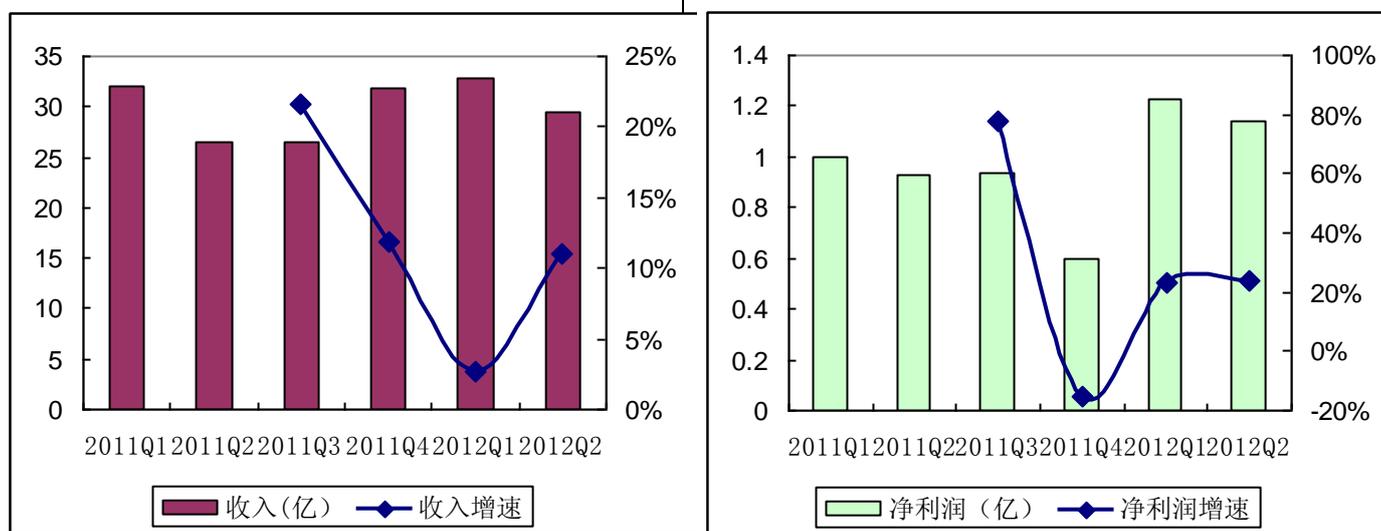
2011 年报数据

## 上半年业绩回顾

### 二季度收入增速回暖、费用率下降推动利润快速增长

首商股份2012年上半年实现营业收入62.32亿元，同比增长6%；实现利润总额4.70亿元，同比增长18%；实现归属于母公司所有者的净利润2.38亿元，同比增长23%。其中二季度实现营业收入29.49亿，同比增长10.96%，较一季度2.7%的收入增速回暖，单季度实现归属于上市公司股东净利润1.15亿，同比增速为23.86%，与一季度基本持平。

图1：首商股份2011Q1-2012Q2各个季度收入及净利润表现情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

从公司上半年整体看，保持在20%以上的业绩增速处于行业领先水平。报告期内收入增长6.45%，同时综合毛利率水平由于促销活动的增多较去年同期下降0.11个百分点。但费用控制良好，期间费用率报告期内合计下降0.66个百分点，以上因素共同影响营业利润率及归属于母公司净利润率较2011年上半年提升0.49和0.53个百分点，实现了净利润增速大幅快于收入增速的结果。

表1：报告期与上年同期比较

	2012H	2011H	变动情况
营业收入(亿)	62.32	58.58	
收入增速	<b>6.45%</b>		
综合毛利率	20.89%	21.00%	<b>-0.11%</b>

期间费用率	12.37%	13.03%	-0.66%
营业利润率	7.52%	7.03%	0.49%
净利润	2.38	1.92	
净利润增速	<b>23.50%</b>		
净利率（归属于）	3.82%	3.29%	<b>0.53%</b>

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### 各区域毛利率普遍下降、京外门店收入增速居前

分区域看，北京地区实现主营业务收入53.35亿，同比增长5.45%，毛利率下降0.47个百分点；京外地区实现收入7.24亿，同比增长9.72%，毛利率大幅下滑0.7个百分点，导致公司主营业务毛利率较去年同期下降0.51个百分点。2011年及今年上半年北京门店销售增速压力较大，尤其是老西单和贵友等，部分门店出现了同比下降，燕莎奥特莱斯业态成为北京地区亮点，在一季度销售低潮过后恢复显著，同时京外门店继续保持稳定良好增长。为了应对今年较差的市场环境，公司加大了促销力度，导致不同区域的主营业务毛利率有所下降，下降幅度在0.5个百分点左右，但以房地产租赁为主的其他高毛利率收入占比提升，使得综合毛利率较去年同期下降0.11个百分点。

图2：不同区域收入及毛利额占比

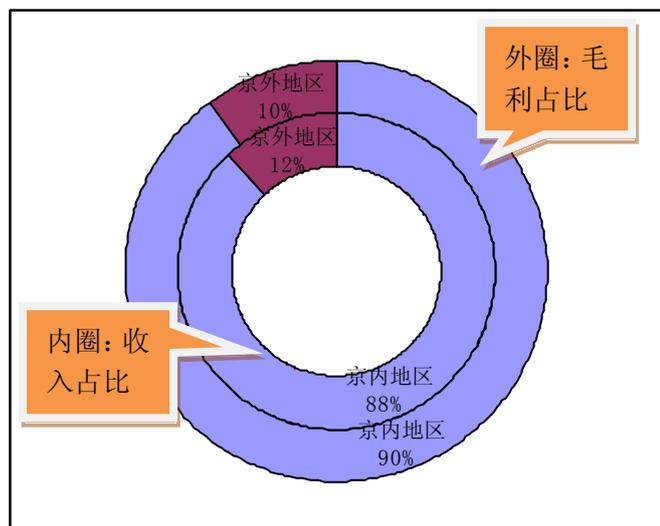
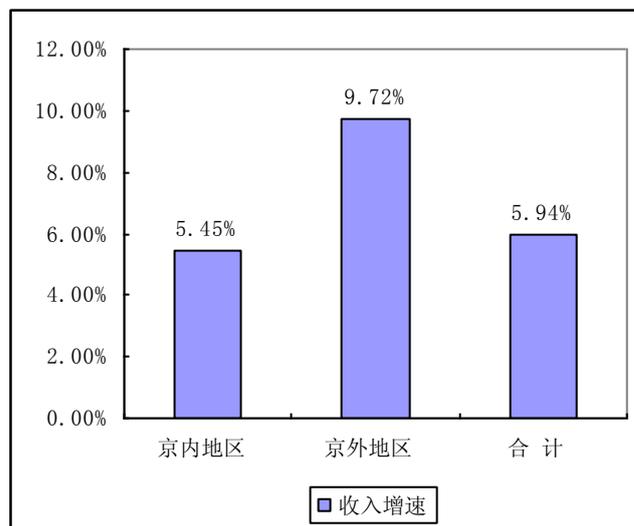
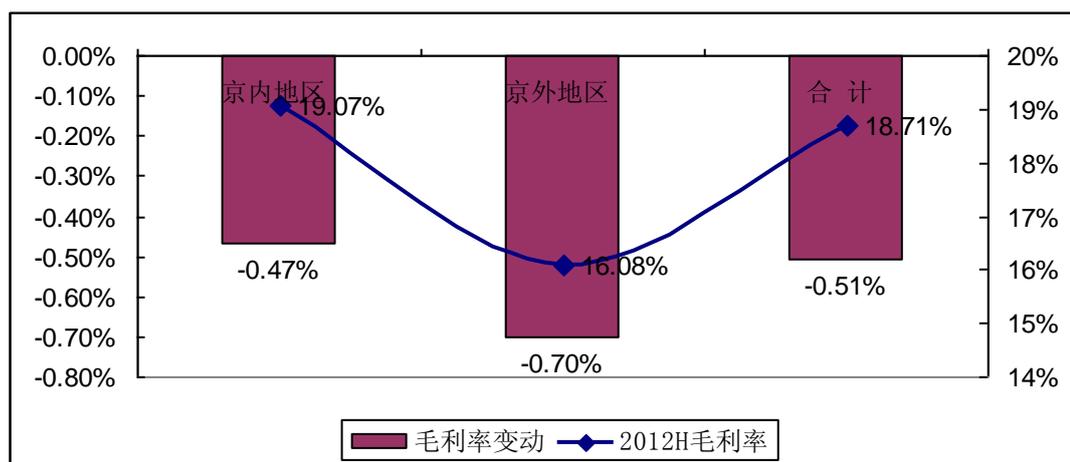


图3：不同区域收入增速



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图4：不同区域毛利率变动



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### 整合效应显著、费用率进一步下降

报告期内公司发生销售费用2.98亿，同比增长3.2%，销售费用率较去年同期下降0.15个百分点至4.77%，管理费用发生4.60亿，同比增长1.4%，管理费用率较去年同期下降0.36个百分点至7.38%。费用科目中职工薪酬3.87亿（管理人员+销售人员），同比增长8.19%，超过收入增速，体现了人力成本刚性上涨压力；租赁费1.89亿与去年同期基本持平、水电费0.39亿，广告宣传费0.38亿等。报告期内公司费用率显著下降，整合效应显现。

表 2：主要费用科目

	2012H	2011H
职工薪酬	386,906,614.43	357,629,720.00
人力成本	6.21%	6.11%
租赁费	188,800,769.6	189,500,300.0
租售比	3.03%	3.24%
水电费	38,622,776.42	40,654,318.00
水电费率	0.62%	0.69%
销售费用率	4.77%	4.92%
管理费用率	7.38%	7.74%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### 下半年经营展望

公司在重组完成和高管初步到位后，整合工作已经展开，截止到2012年6月底，公司财务系统已经并行，未来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。从2012年业绩可以看出整合协同效应持续发挥，费用率同比下降显著。

纵观去年及今年上半年经营情况，公司北京门店销售增速压力较大，燕莎奥特莱斯

门店及京外门店表现最好。为了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

我们维持首商股份2012-2014年EPS0.63、0.75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，目标价下调至10元，对应2012年16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

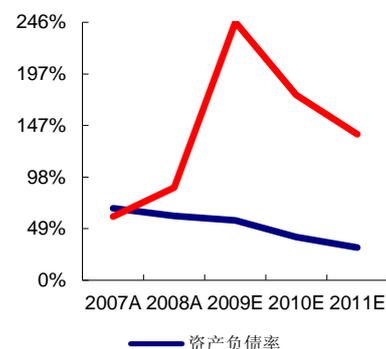
至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	<b>908</b>	<b>4,380</b>	<b>4,609</b>	<b>5,329</b>	<b>6,160</b>
货币资金	569	3,606	3,866	4,590	5,414
应收及预付	105	169	155	145	148
存货	234	350	327	334	338
其他流动资产	0	254	260	260	260
<b>非流动资产</b>	<b>1,048</b>	<b>1,273</b>	<b>1,333</b>	<b>1,380</b>	<b>1,416</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>1,956</b>	<b>5,653</b>	<b>5,942</b>	<b>6,709</b>	<b>7,576</b>
<b>流动负债</b>	<b>748</b>	<b>2,850</b>	<b>2,512</b>	<b>2,532</b>	<b>2,540</b>
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
<b>非流动负债</b>	<b>7</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>27</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>755</b>	<b>2,877</b>	<b>2,539</b>	<b>2,559</b>	<b>2,567</b>
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
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,956</b>	<b>5,653</b>	<b>5,942</b>	<b>6,709</b>	<b>7,576</b>

利润表

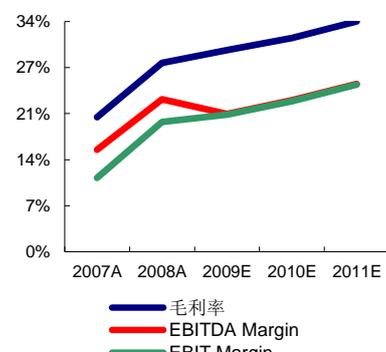
单位：百万元

至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	<b>2993</b>	<b>11688</b>	<b>12595</b>	<b>14060</b>	<b>15675</b>
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
<b>营业利润</b>	<b>71</b>	<b>743</b>	<b>836</b>	<b>992</b>	<b>1140</b>
营业外收入	6	5	0	5	5
营业外支出	10	18	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>68</b>	<b>729</b>	<b>836</b>	<b>997</b>	<b>1145</b>
所得税	21	194	209	249	286
<b>净利润</b>	<b>47</b>	<b>535</b>	<b>627</b>	<b>748</b>	<b>858</b>
少数股东损益	7	190	215	254	289
<b>归属母公司净利润</b>	<b>40</b>	<b>346</b>	<b>412</b>	<b>494</b>	<b>569</b>
EBITDA	168	864	938	1115	1279
EPS (元)	0.10	0.53	0.63	0.75	0.86

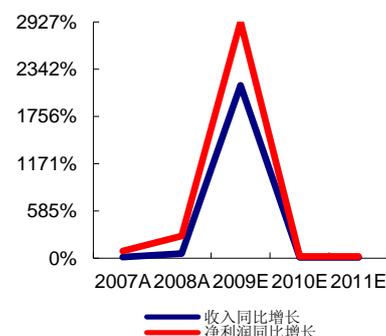
资产负债率趋势



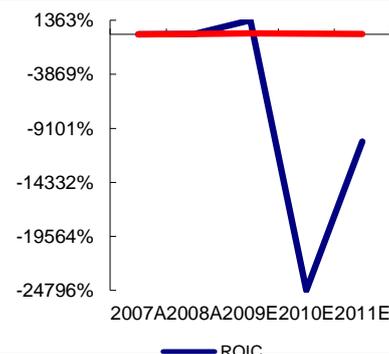
经营利润率趋势



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

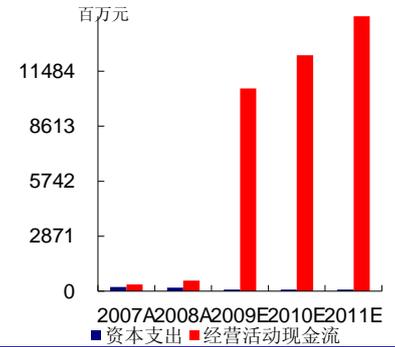
至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	<b>214</b>	<b>947</b>	<b>464</b>	<b>859</b>	<b>959</b>
净利润	47	535	627	748	858
折旧摊销	88	91	81	93	104
营运资金变动	64	311	-245	24	1
其它	16	10	0	-5	-5
<b>投资活动现金流</b>	<b>-38</b>	<b>-88</b>	<b>-141</b>	<b>-135</b>	<b>-135</b>
资本支出	-43	-32	-141	-135	-135
投资变动	0	-56	0	0	0
其他	5	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-34</b>	<b>-96</b>	<b>-63</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
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
<b>现金净增加额</b>	<b>142</b>	<b>763</b>	<b>260</b>	<b>724</b>	<b>824</b>
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

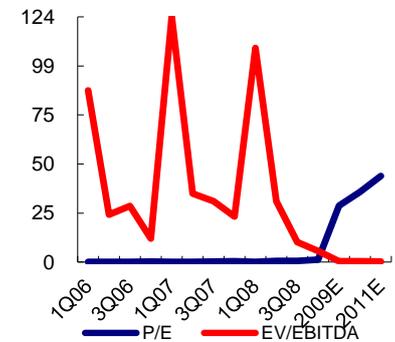
单位：%

至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标 (元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
P/E	76.7	14.47	12.33	10.36	9.03
P/B	4.6	2.8	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	27.7	3.3	3.5	2.3	1.4

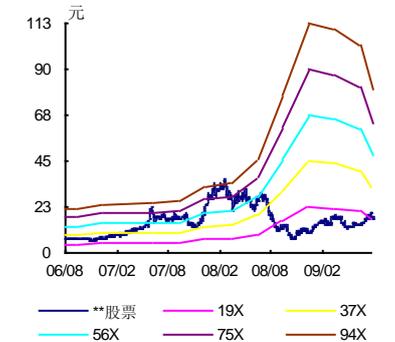
资本支出与经营活动现金流



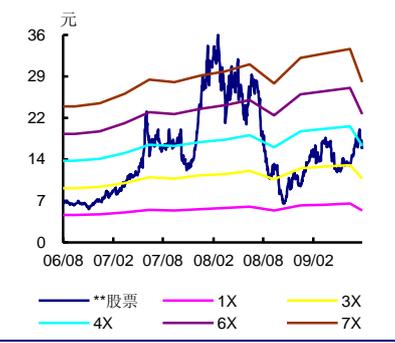
相对估值



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)：二季度增速略有放缓、看点在奥特莱斯及京外门店增长	刘旭	2012-07-23
首商股份(600723.sh)：未来增长主要看奥特莱斯和外地门店	刘旭	2012-05-29
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

## 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。