

首商股份 (600723.sh)

三季度收入增速压力较大，燕莎商城资产利润稳定增长

欧亚菲 首席分析师

电话: 020-87555888-8641

eMail: oyf@gf.com.cn

执业编号: S0260511020002

三季度收入增速压力较大

首商股份第三季度实现营业收入 27.26 亿元，同比增长 2.88%；单季度实现归属于母公司所有者的净利润 8770 万元，同比下降 6.02%，对应基本每股收益 0.133 元。公司 1-9 月份累计实现收入 89.58 亿，同比增长 5.34%，累计实现净利润 3.25 亿，同比增长 13.86%，对应年初以来每股收益 0.494 元。今年以来公司综合毛利率水平下降 0.08 个百分点，但期间费用率报告期内合计下降 0.46 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 年同期提升 0.34 和 0.27 个百分点，仍然实现了净利润增速快于收入增速的结果。

燕莎商城资产利润稳定增长

我们基于财报分析显示，公司少数股权损益三季度仍然保持了良好增长，第三季度少数股权损益 4417 万，同比增速 10.75%，与上半年增速持平，反映了燕莎商城部分资产持续的盈利能力。若扣除燕莎商城部分，我们估算西单部分加贵友及金源部分利润 4353 万，同比下降 18.54%（去年 1-9 月上市公司扣除燕莎商城后利润为 5344 万）。

投资建议

我们略下调首商股份 2012-2014 年 EPS 至 0.61、0.70 和 0.80 元。首商未来的增量主要来自燕莎奥特莱斯业务在区域市场的发展和西单在西部地区门店的快速增长。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，目标价维持 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	12531.24	13620.18	14899.85
增长率(%)	20.41%	290.53%	7.21%	8.69%	9.40%
EBITDA(百万元)	168.46	864.20	938.18	1055.42	1195.04
净利润(百万元)	39.73	345.67	401.75	463.66	529.50
增长率(%)	31.54%	770.00%	16.22%	15.41%	14.20%
每股收益(元)	0.10	0.53	0.61	0.70	0.80
市盈率	130.44	18.59	13.27	11.50	10.07
市净率	4.58	2.84	2.00	1.71	1.46
EV/EBITDA	27.68	3.33	1.57	0.79	0.08

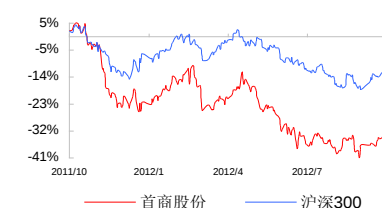
数据来源:北京首商集团股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	8.10 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	12.34	3.98	-34.20
沪深 300	2.88	-4.24	-15.23

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

资产负债表

单位：百万元

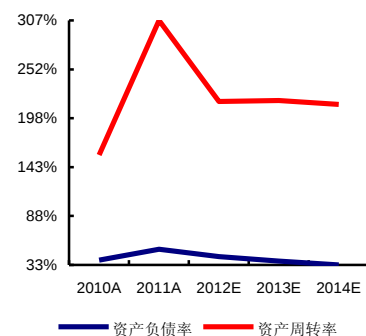
至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	908	4,380	4,596	5,223	5,964
货币资金	569	3,606	3,856	4,500	5,242
应收及预付	105	169	155	140	141
存货	234	350	326	323	321
其他流动资产	0	254	260	260	260
非流动资产	1,048	1,273	1,333	1,380	1,416
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	485	528	564	590	604
在建工程	0	0	10	20	30
无形资产	410	456	468	479	490
其他长期资产	152	289	291	291	291
资产总计	1,956	5,653	5,929	6,604	7,380
流动负债	748	2,850	2,500	2,459	2,423
短期借款	50	62	0	0	0
应付及预收	698	2,632	2,342	2,301	2,265
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	2,527	2,486	2,450
股本	410	658	658	658	658
资本公积	750	825	825	825	825
留存收益	-30	776	1,178	1,641	2,171
归属母公司股东权益	1,130	2,259	2,661	3,125	3,654
少数股东权益	71	516	741	993	1,275
负债和股东权益	1,956	5,653	5,929	6,604	7,380

利润表

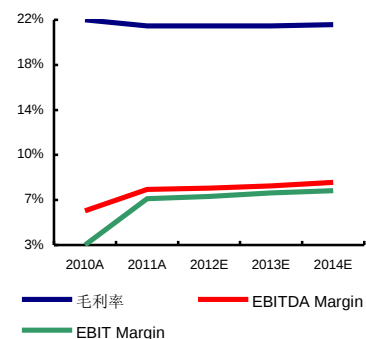
单位：百万元

至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2993	11688	12531	13620	14900
营业成本	2343	9209	9870	10730	11731
营业税金及附加	27	113	125	136	149
销售费用	116	618	677	715	767
管理费用	426	975	1002	1076	1162
财务费用	8	31	10	13	13
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	846	949	1078
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	846	954	1083
所得税	21	194	220	239	271
净利润	47	535	626	716	812
少数股东损益	7	190	225	252	282
归属母公司净利润	40	346	402	464	529
EBITDA	168	864	938	1055	1195
EPS (元)	0.10	0.53	0.61	0.70	0.80

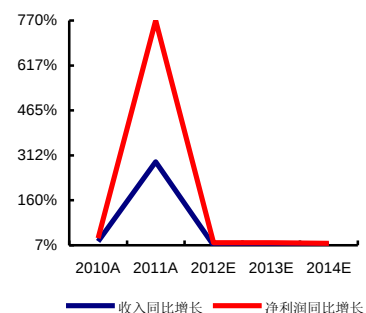
资产负债率趋势



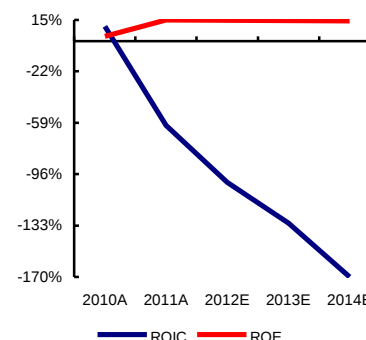
经营利润率趋势



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

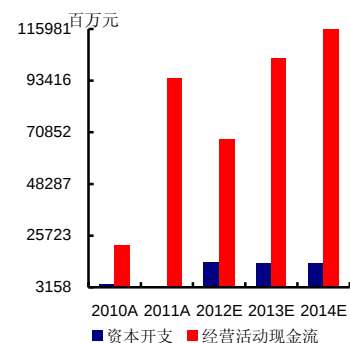
至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	214	947	454	779	877
净利润	47	535	626	716	812
折旧摊销	88	91	81	93	104
营运资金变动	64	311	-254	-25	-34
其它	16	10	0	-5	-5
投资活动现金流	-38	-88	-141	-135	-135
资本支出	-43	-32	-141	-135	-135
投资变动	0	-56	0	0	0
其他	5	0	0	0	0
筹资活动现金流	-34	-96	-63	0	0
银行借款	100	62	-62	0	0
债券融资	-122	-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	250	644	742
期初现金余额	427	569	3,606	3,856	4,500
期末现金余额	569	1,332	3,856	4,500	5,242

主要财务比率

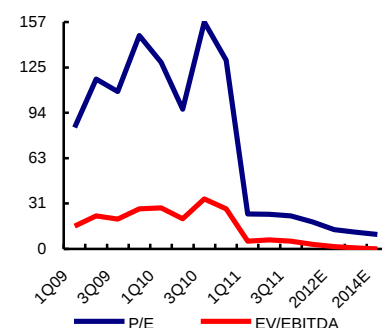
单位：%

至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力					
营业收入	20.4%	290.5%	7.2%	8.7%	9.4%
营业利润	30.7%	939.5%	14.0%	12.1%	13.5%
归属于母公司净利润	31.5%	770.0%	16.2%	15.4%	14.2%
获利能力					
毛利率	21.7%	21.2%	21.2%	21.2%	21.3%
净利率	1.6%	4.6%	5.0%	5.3%	5.4%
ROE	3.5%	15.3%	15.1%	14.8%	14.5%
ROIC	10.6%	-60.5%	-101.7%	-130.9%	-169.7%
偿债能力					
资产负债率	38.6%	50.9%	42.6%	37.6%	33.2%
净负债比率	-43.2%	-127.7%	-113.3%	-109.3%	-106.3%
流动比率	1.21	1.54	1.84	2.12	2.46
速动比率	0.87	1.40	1.69	1.98	2.32
营运能力					
总资产周转率	1.56	3.07	2.16	2.17	2.13
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	0.61	0.70	0.80
每股经营现金流	0.52	1.44	0.69	1.18	1.33
每股净资产	2.76	3.43	4.04	4.75	5.55
估值比率					
P/E	130.4	18.6	13.3	11.5	10.1
P/B	4.6	2.8	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	27.7	3.3	1.6	0.8	0.1

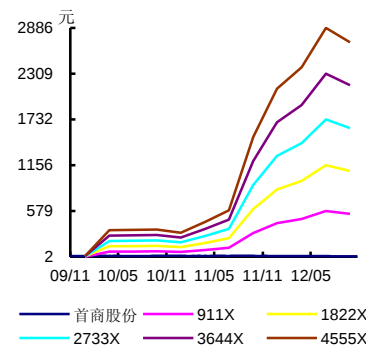
资本支出与经营活动现金流



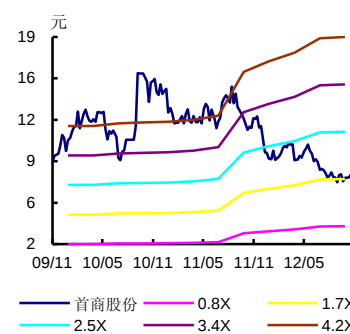
相对估值



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，4 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）：二季度收入增速回暖、费用率下降推动利润快速增长	刘旭	2012-08-26
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

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	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15A03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518000	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。