

首商股份 (600723.SH)

12 年老西单驱动业绩增长、13 年进入新一轮扩张

核心观点:

● 收入增速逐季放缓、费用管控有效

首商股份 2012 年实现营业收入 122.25 亿, 同比增长 4.6%, 实现归属于上市公司股东净利润 3.98 亿, 同比增速为 15.12%, 对应基本每股收益 0.60 元, 整合效应的持续体现使得公司利润增速维持在两位数以上。公司 2012 年综合毛利率略提升 0.04 个百分点至 21.25%, 扭转了上半年毛利率下滑的趋势。同时在费用率管控效果进一步强化, 全年公司期间费用率较去年同期下降 0.31 个百分点, 使得 2012 年营业利润率及归属于净利率分别提升 0.27 和 0.3 个百分点。

● 2013 经营展望

公司 2013 年将进入新一轮扩张周期, 年内有望开出两个项目: 天津滨海奥特莱斯与北京新燕莎金街项目。两个项目合计建筑面积约为 17 万平米, 预计今年亏损额在 1 亿左右。其次是存量的关店与退出: 2013 年贵友大厦方庄店因租约到期闭店将对公司的利润产生一定影响。

● 投资建议

新项目在加快公司业务拓展速度的同时, 也将在未来两年培育期内带来一定程度亏损, 天津滨海新区项目及燕莎金街项目 2013、2014 分别亏损约 1 亿和 5500 万左右, 我们预测首商股份 2013-2015 年每股收益为 0.50 元、0.58 元和 0.66 元。我们维持公司谨慎增持评级, 合理价值 8.0 元, 对应 2013 年 16 倍 PE。

● 风险提示

天津奥特莱斯及北京金街店新开亏损超预期、北京地区高端消费政策压力超预期。

盈利预测:

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	11,688.02	12,225.43	12,421.10	13,607.88	14,090.44
增长率 (%)	290.53%	4.60%	1.60%	9.55%	3.55%
EBITDA (百万元)	864.20	908.73	755.91	954.27	1,033.26
净利润 (百万元)	345.67	397.93	331.92	381.79	436.31
增长率 (%)	770.00%	15.12%	-16.59%	15.03%	14.28%
EPS (元/股)	0.525	0.604	0.504	0.580	0.663
市盈率 (P/E)	18.59	12.33	15.25	13.26	11.60
市净率 (P/B)	2.84	1.85	1.69	1.50	1.33
EV/EBITDA	3.33	0.91	1.27	0.43	-0.08

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级

谨慎增持

当前价格	7.69 元
合理价值	8.00 元
前次评级	谨慎增持
报告日期	2013-03-25

相对市场表现



分析师: 欧亚菲 S0260511020002



020-87555888-8641



oyf@gf.com.cn

相关研究:

- 首商股份 (600723.SH): 再次加快扩张步伐、明年业绩压力较大 2012-12-11
- 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 2012-10-29
- 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 2012-08-26

联系人: 刘旭 020-87555888-8423

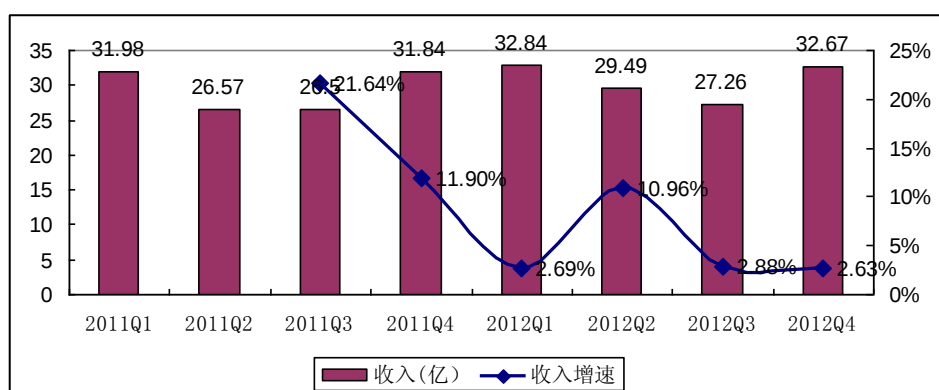
liuxu@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

2012 年业绩回顾

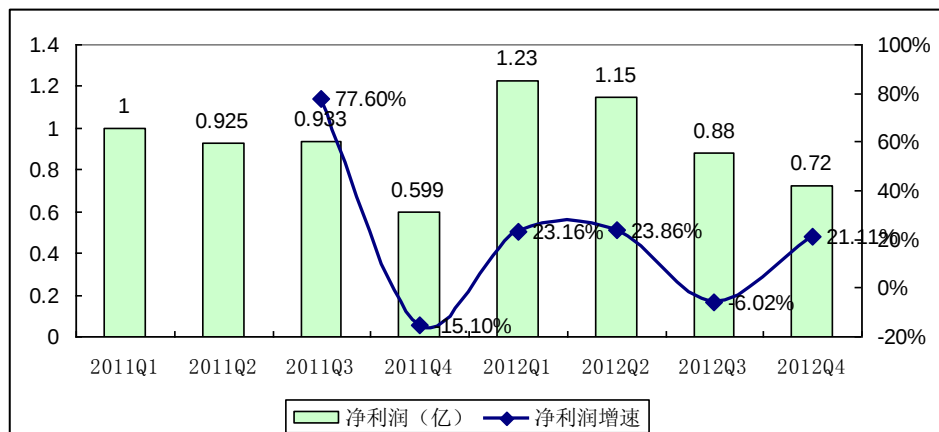
首商股份2012年实现营业收入122.25亿，同比增长4.6%，实现归属于上市公司股东净利润3.98亿，同比增速为15.12%，对应基本每股收益0.60元，复合我们此前预期。其中第四季度实现收入32.67亿，同比增长2.63%，单季度实现归属于净利润7200万，增速为21.11%。

图1：过去8个季度收入及增速



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图2：过去8个季度归属于净利润及增速



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

从2012年2季度以来，公司收入增速逐季下滑。北京区域商业竞争激烈，2013年以来政策压力较大，公司1-2月份收入出现下滑，可见今年全年收入增速压力仍然较大。从不同区域看，公司京内门店收入105.2亿收入，增速4.22%，京外实现14.06亿收入，增速仅为6.3%，随着京外门店店龄增长，门店走出快速成长期，外埠门店增速回归平稳。

虽然收入方面公司压力较大，但整合效应的持续体现使得公司利润增速仍然维持在两位数以上。公司2012年综合毛利率略提升0.04个百分点至21.25%，扭转了上半年毛利率下滑的趋势。同时在费用率管控效果进一步强化，全年公司期间费用率较去

年同期下降0.31个百分点，使得2012年营业利润率及归属于净利率分别提升0.27和0.3个百分点。

表1: 报告期与上年同期比较

	2012	2011	变动情况
营业收入(亿)	122.25	116.88	
收入增速	4.60%		
综合毛利率	21.25%	21.21%	+0.04%
期间费用率	12.37%	13.03%	-0.31%
营业利润率	6.62%	6.35%	0.27%
归属于净利润	3.98	3.46	
净利润增速	15.12%		
净利率(归属于)	3.26%	2.96%	0.3%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

公司现有业务主要有老西单和新燕莎部分组成: 年报中披露新燕莎实现净利润4.99亿, 由于同时披露了公司少数股权损益为1.97亿, 我们可以大致推算新燕莎部分贡献的归属于上市公司股东净利润为在3亿左右, 即老西单部分贡献归属于净利润在1亿左右。由于去年披露了老西单实现归属于母公司股东的净利润5,983.44万元, 新燕莎实现归属于母公司股东的净利润2.86 亿元, 可见2012年仍然是老西单驱动的快速利润增长。

表2: 子公司经营情况

子公司名称	持股比例%	净利润 (万)
北京新燕莎控股(集团)有限责任公司	100	49,902.19
北京法雅商贸有限责任公司	72	2,570.23
北京市西羽戎腾商贸有限公司	80	880.48
北京友谊商店股份有限公司	86.87	-323.29
北京谊星商业投资发展有限公司	75	1,217.50
北京万方西单商场有限责任公司	52	-65.85
成都西单商场有限责任公司	95	1,525.79
新疆西单商场百货有限公司	100	3,426.20
兰州西单商场百货有限公司	100	984.44
河北金鹰食品有限公司	84.08	-12.19

四川金鹏食品有限公司	95.82	-327.37
北京光彩伟业商业有限公司	80	-1,270.33
天津新燕莎奥特莱斯商业有限公司	90	-21.97

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

报告期内公司发生销售费用6.37亿，同比增长3.11%，增速较之前下降10个百分点。管理费用发生10.14亿，同比增长4%。费用科目中较大项目有职工薪酬8.14亿（管理人员+销售人员）、租赁费3.87亿、折旧摊销费0.82亿，广告宣传费0.80亿等。报告期内公司费用率显著下降，整合效应显现。

表3：主要费用科目

	2010 年	2011 年	2012 年
人力成本	620,609,519.11	749,083,609.61	814,494,766.85
人力成本占比	6.40%	6.41%	6.66%
租赁费	367,398,884.90	383,233,663.69	386,748,940.89
租赁费占比	3.79%	3.28%	3.16%
折旧摊销	91,656,645.39	91,200,288.96	81,628,941.65
折旧摊销占比	0.95%	0.78%	0.67%
广告宣传	66,133,047.12	73,205,144.09	79,375,624.88
广告宣传占比	0.68%	0.63%	0.65%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

2013 经营展望

公司2013年将进入新一轮扩张周期，年内有望开出两个项目：天津滨海奥特莱斯与北京新燕莎金街项目。两个项目合计建筑面积约为17万平米，预计今年亏损额在1亿左右。其次是存量的关店与整合、退出：2013年贵友大厦方庄店因租约到期闭店，以及退出四川金鹏食品有限公司经营，都将对公司的利润产生一定影响。

投资建议

新项目在加快公司业务拓展速度的同时，也将未来两年培育期内带来一定程度

亏损, 天津滨海新区项目及燕莎金街项目2013、2014分别亏损约1亿和5500万左右, 我们预测首商股份2013-2015年每股收益为0.50元、0.58元和0.66元。我们维持公司谨慎增持评级, 合理价值8.0元, 对应2013年16倍PE。

风险提示

天津奥特莱斯及北京金街店新开亏损超预期、北京地区高端消费政策压力超预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	4380	4940	4836	5377	5838	经营活动现金流	947	842	163	694	627
货币资金	3606	4126	4099	4654	5141	净利润	535	595	501	621	659
应收及预付	169	170	153	140	133	折旧摊销	91	85	76	88	100
存货	350	383	323	323	304	营运资金变动	311	156	-421	-15	-131
其他流动资产	254	261	260	260	260	其它	10	6	6	0	0
非流动资产	1273	1224	1280	1332	1373	投资活动现金流	-88	-32	-138	-140	-140
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-32	-32	-138	-140	-140
固定资产	528	487	528	558	577	投资变动	-56	0	0	0	0
在建工程	0	0	10	20	30	其他	0	0	0	0	0
无形资产	456	445	456	468	480	筹资活动现金流	-96	-287	-50	0	0
其他长期资产	289	291	286	286	286	银行借款	62	50	-50	0	0
资产总计	5653	6163	6116	6709	7210	债券融资	-50	-62	1	0	0
流动负债	2850	3038	2488	2460	2302	股权融资	0	30	0	0	0
短期借款	62	50	0	0	0	其他	-108	-305	-1	0	0
应付及预收	2632	2819	2330	2302	2144	现金净增加额	763	523	-26	554	487
其他流动负债	156	169	158	158	158	期初现金余额	569	3606	4126	4099	4654
非流动负债	27	26	27	27	27	期末现金余额	1332	4130	4099	4654	5141
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	27	26	27	27	27						
负债合计	2877	3064	2515	2487	2329						
股本	658	658	658	658	658						
资本公积	825	825	825	825	825						
留存收益	776	1174	1506	1887	2324						
归属母公司股东权	2259	2657	2989	3371	3807						
少数股东权益	516	443	612	852	1074						
负债和股东权益	5653	6163	6116	6709	7210						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元											
至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	11688	12225	12421	13608	14090	成长能力(%)					
营业成本	9209	9627	9792	10714	11078	营业收入增长	290.5	4.6	1.6	9.6	3.5
营业税金及附加	113	124	124	136	141	营业利润增长	939.5	9.0	-16.3	23.9	6.0
销售费用	618	637	733	748	761	归属母公司净利润增长	770.0	15.1	-16.6	15.0	14.3
管理费用	975	1014	1093	1143	1177	获利能力(%)					
财务费用	31	10	2	26	44	毛利率	21.2	21.3	21.2	21.3	21.4
资产减值损失	0	4	0	0	0	净利率	4.6	4.9	4.0	4.6	4.7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	ROE	15.3	15.0	11.1	11.3	11.5
投资净收益	0	0	0	0	0	ROIC	-	-	-	-	-
营业利润	743	810	678	840	890	偿债能力					
营业外收入	5	5	5	5	5	资产负债率(%)	50.9	49.7	41.1	37.1	32.3
营业外支出	18	7	5	5	5	净负债比率	-1.3	-1.3	-1.1	-1.1	-1.1
利润总额	729	807	678	840	890	流动比率	1.54	1.63	1.94	2.19	2.54
所得税	194	212	176	218	231	速动比率	1.40	1.49	1.80	2.04	2.39
净利润	535	595	501	621	659	营运能力					
少数股东损益	190	197	170	240	222	总资产周转率	3.07	2.07	2.02	2.12	2.02
归属母公司净利润	346	398	332	382	436	应收账款周转率	164.78	145.17	146.00	165.91	182.50
EBITDA	864	909	756	954	1033	存货周转率	31.50	26.26	30.42	33.18	36.50
EPS(元)	0.53	0.60	0.50	0.58	0.66	每股指标(元)					
						每股收益	0.53	0.60	0.50	0.58	0.66
						每股经营现金流	1.44	1.28	0.25	1.05	0.95
						每股净资产	3.43	4.04	4.54	5.12	5.78
						估值比率					
						P/E	18.6	12.3	15.3	13.3	11.6
						P/B	2.8	1.8	1.7	1.5	1.3
						EV/EBITDA	3.3	0.9	1.3	0.4	-0.1

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。2012 年度新财富批零行业第二名、金牛分析师第二名；2011 年度新财富批零行业第三名，金牛分析师第三名，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。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 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： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	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	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。