

首商股份 (600723.SH)

一季度收入微幅增长、全年业绩压力较大

核心观点:

● 一季度收入微幅增长

首商股份 2013 年第一季度实现收入 33.54 亿, 同比小幅增长 2.13%, 单季度实现归属于上市公司净利润 1.26 亿, 同比增长 2.45%, 对应基本每股收益 0.19 元。报告期内公司综合毛利率略微提升 0.05 个百分点至 20.83%, 期间费用率较去年同期提升 0.28 个百分点, 至 12.56%, 由于所税率的降低, 以上因素共同导致报告期内净利率达到 3.76%, 略高于去年同期水平。

● 扩张周期内全年业绩压力较大

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。

● 盈利预测及投资建议

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, 我们维持首商股份 2013-2015 年每股收益为 0.50 元、0.58 元和 0.66 元。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	12.85	11.17	9.78
市净率 (P/B)	2.84	1.85	1.43	1.27	1.12
EV/EBITDA	3.33	0.91	0.22	-0.41	-0.85

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	6.48 元
合理价值	8.00 元
前次评级	谨慎增持
报告日期	2013-05-01

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): 12 2013-03-25
年老西单驱动业绩增长、13
年进入新一轮扩张
- 首商股份 (600723.SH): 再 2012-12-11
次加快扩张步伐、明年业绩压
力较大
- 首商股份 (600723.sh): 三 2012-10-29
季度收入增速压力较大, 燕莎
商城资产利润稳定增长

联系人: 刘旭 020-87555888-8423

liuxu@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

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	12.9	11.2	9.8
						P/B	2.8	1.8	1.4	1.3	1.1
						EV/EBITDA	3.3	0.9	0.2	-0.4	-0.8

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。