

首商股份 (600723.SH)

营收增速降幅收窄，费用率上升拖累业绩

● 营收降幅收窄，毛利率持续提升，但费用率增长拖累整体业绩

首商股份 2013 年 1 至 3 季度实现营收 88.65 亿，同比下降 1.04%，扣除已关闭的贵友大厦方庄店后同店增长 0.01%；3 季度营收同比下降 2.70%，比 2 季度下降 3.05% 有所收窄。公司 3 季度毛利率 21.54%，同比增长 0.28 个百分点，已连续 5 个季度同比上涨，将 1 至 3 季度毛利率同比提升 0.22 个百分点至 21.22%，体现了公司在优化业态组合和流程管控上的努力。由于人工、租金、运营费用刚性上涨和资本开支增加，1 至 3 季度期间费用率同比上升 0.79 个百分点至 13.55%。受费用率上升拖累，3 季度净利润同比下降 19.46%，拖累 1 至 3 季度净利润同比下降 6.71%，净利率亦下降 0.29 个百分点至 5.06%。在优化业态组合方面，公司在 3 月份完成了 2012 年亏损 1270 万的控股子公司光彩伟业的退出工作后，10 月份亦将 2012 年亏损 327 万的四川金鹏食品挂牌出售，进一步加强了公司对主营业务的专注力度和提升了资本回报率。

● 经营展望：毛利率有望继续提升，新店培育拖累业绩

随着对门店经营能力和业态调整的深入，公司 4 季度毛利率继续保持同比增长是大概率事件。另外，年底将开出的天津奥特莱斯与北京新燕莎金街项目今年预计将产生约 1 亿亏损，亦为 2014 年业绩形成部分压力。

● 盈利预测与投资建议

在成熟门店同店增长放缓下，新店开拓将成为未来公司业绩增长的主要驱动因素，但天津奥特莱斯与新燕莎金街培育期将对 13、14 年公司业绩形成压力。考虑到同店增长继续放缓，我们下调公司 2013-2015 年 EPS 预测至 0.50、0.57、0.65 元，维持谨慎增持评级。

● 风险提示

新店培育期放缓，费用刚性上涨，新店开拓乏力。

盈利预测：

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	11,688.02	12,225.43	12,243.37	13,413.17	13,888.82
增长率(%)	290.53%	4.60%	0.15%	9.55%	3.55%
EBITDA(百万元)	864.20	908.73	746.19	941.87	1,019.89
净利润(百万元)	345.67	397.93	327.15	375.91	429.42
增长率(%)	770.00%	15.12%	-17.79%	14.90%	14.23%
EPS(元/股)	0.525	0.604	0.497	0.571	0.652
市盈率(P/E)	18.59	12.33	13.04	11.35	9.94
市净率(P/B)	2.84	1.85	1.43	1.27	1.13
EV/EBITDA	3.33	0.91	0.27	-0.37	-0.81

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

谨慎增持

当前价格

6.39 元

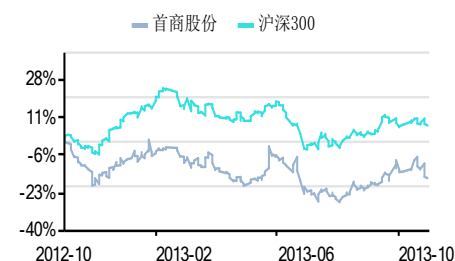
前次评级

谨慎增持

报告日期

2013-10-28

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 2013 半年报点评： 2013-08-26

首商股份(600723.SH)：一 2013-05-01

季度收入微幅增长、全年业绩

压力较大

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

联系人： 智健 020-87555888-8423

zhijian@gf.com.cn

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	4380	4940	4795	5327	5780
货币资金	3606	4126	4066	4611	5090
应收及预付	169	170	151	138	131
存货	350	383	318	318	299
其他流动资产	254	261	260	260	260
非流动资产	1273	1224	1280	1332	1373
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	528	487	528	558	577
在建工程	0	0	10	20	30
无形资产	456	445	456	468	480
其他长期资产	289	291	286	286	286
资产总计	5653	6163	6075	6660	7153
流动负债	2850	3038	2454	2427	2271
短期借款	62	50	0	0	0
应付及预收	2632	2819	2296	2269	2113
其他流动负债	156	169	158	158	158
非流动负债	27	26	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	27	26	27	27	27
负债合计	2877	3064	2481	2454	2298
股本	658	658	658	658	658
资本公积	825	825	825	825	825
留存收益	776	1174	1501	1877	2306
归属母公司股东权益	2259	2657	2984	3360	3790
少数股东权益	516	443	610	846	1065
负债和股东权益	5653	6163	6075	6660	7153

利润表

单位：百万元

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	11688	12225	12243	13413	13889
营业成本	9209	9627	9651	10561	10920
营业税金及附加	113	124	122	134	139
销售费用	618	637	722	738	750
管理费用	975	1014	1077	1127	1160
财务费用	31	10	2	27	44
资产减值损失	0	4	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	743	810	668	827	876
营业外收入	5	5	5	5	5
营业外支出	18	7	5	5	5
利润总额	729	807	668	827	876
所得税	194	212	174	215	228
净利润	535	595	494	612	648
少数股东损益	190	197	167	236	219
归属母公司净利润	346	398	327	376	429
EBITDA	864	909	746	942	1020
EPS (元)	0.53	0.60	0.50	0.57	0.65

识别风险，发现价值

现金流量表

单位：百万元

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	947	842	129	685	619
净利润	535	595	494	612	648
折旧摊销	91	85	76	88	100
营运资金变动	311	156	-448	-15	-129
其它	10	6	6	0	0
投资活动现金流	-88	-32	-138	-140	-140
资本支出	-32	-32	-138	-140	-140
投资变动	-56	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-96	-287	-50	0	0
银行借款	62	50	-50	0	0
债券融资	-50	-62	1	0	0
股权融资	0	30	0	0	0
其他	-108	-305	-1	0	0
现金净增加额	763	523	-60	545	479
期初现金余额	569	3606	4126	4066	4611
期末现金余额	1332	4130	4066	4611	5090

主要财务比率

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力(%)					
营业收入增长	290.5	4.6	0.1	9.6	3.5
营业利润增长	939.5	9.0	-17.5	23.8	6.0
归属母公司净利润增长	770.0	15.1	-17.8	14.9	14.2
获利能力(%)					
毛利率	21.2	21.3	21.2	21.3	21.4
净利率	4.6	4.9	4.0	4.6	4.7
ROE	15.3	15.0	11.0	11.2	11.3
ROIC	---	---	---	---	---
偿债能力					
资产负债率(%)	50.9	49.7	40.8	36.8	32.1
净负债比率	-1.3	-1.3	-1.1	-1.1	-1.0
流动比率	1.54	1.63	1.95	2.20	2.54
速动比率	1.40	1.49	1.81	2.05	2.40
营运能力					
总资产周转率	3.07	2.07	2.00	2.11	2.01
应收账款周转率	164.78	145.17	146.00	165.91	182.50
存货周转率	31.50	26.26	30.42	33.18	36.50
每股指标(元)					
每股收益	0.53	0.60	0.50	0.57	0.65
每股经营现金流	1.44	1.28	0.20	1.04	0.94
每股净资产	3.43	4.04	4.53	5.10	5.76
估值比率					
P/E	18.6	12.3	13.0	11.3	9.9
P/B	2.8	1.8	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	3.3	0.9	0.3	-0.4	-0.8

请务必阅读末页的免责声明

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。

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。