



持有

2% ↑

目标价格: 人民币6.75

600723.CH

价格: 人民币 6.62

目标价格基础: 15倍14年市盈率

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	2	5	5.4	(12.9)
相对新华富时A50指数	8	5	10.2	8.6

发行股数(百万)	658.40
流通股(%)	48.28
流通股市值(人民币 百万)	2,104
3个月日均交易额(人民币 百万)	31
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
北京首都旅游集团	37.79

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2014年3月24日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费服务: 批发和零售贸易

唐佳睿, CFA / CAIA / FRM

(8621) 2032 8511

jiarui.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513110001

梁江泽

(8621) 2032 8594

jiangze.liang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514010003

首商股份

业绩低于预期, 大体量门店开业和筹备导致公司利润下滑

首商股份发布年报: 2013年公司实现营业收入120.67亿元, 同比下降1.30%; 归属母公司净利润32,918万元, 折合每股收益0.50元, 同比下降17.28%。公司业绩低于我们之前每股收益0.53元的预期。公司扣非后净利润为31,790万元, 同比下降20.67%。我们预测公司2014-2016年每股收益分别为0.45、0.48、0.51元, 以2013年为基期未来三年复合增长率为0.90%, 给予6个月目标价6.75元, 对应2014年15倍市盈率。鉴于短期天津奥莱项目开业和新燕莎金街购物广场正在筹备开业, 将对公司业绩造成较大压力, 维持持有评级。

支撑评级的要点

- 收入略有下滑, 主要是由于方庄店闭店及高端店收入下滑所致: 报告期内, 公司营业总收入下滑1.3%, 其中商品销售实现收入112.33亿元, 同比下降1.74%, 主要是由于本期贵友大厦方庄店关店和光彩公司股权转让, 以及高档百货店燕莎商城受到三公消费影响, 销售下滑。此外, 房屋租赁部分报告期内实现收入5.22亿元, 同比增长5.18%。报告期内, 公司净利润大幅下滑, 主要是由于天津滨海奥特莱斯于2013年12月21日8万平米全部开业, 同时北京新燕莎金街(7.85万平)处于开业筹备期给公司带来大幅亏损, 两大项目分别亏损5,770万元和5,507万元。
- 4季度利润下降较多, 主要是由于天津奥莱新店开业所致: 从单季度拆分看, 2013年4季度公司营业收入32.02亿元, 同比降低1.99%, 降幅略低于3季度的3.05%; 归属于母公司的净利润2,557万元, 同比降低64.72%, 降幅远高于3季度的6.79%。扣非后净利润2,756万元, 同比降低64.21%, 降幅高于3季度的16.06%。公司4季度利润大幅下滑, 主要是由于天津奥莱12月开业, 新门店开业导致费用激增。
- 毛利率同比增长0.22个百分点, 期间费用率同比增加0.92个百分点: 毛利率方面, 2013年公司综合毛利率为21.47%, 较去年同期同比增长0.22个百分点。期间费用率方面, 2013年公司期间费用率同比增加0.92个百分点至14.50%, 其中销售、管理、财务费用率同比分别变化-0.09、1.02、-0.02个百分点至5.12%、9.32%和0.07%。公司报告期内管理费用大幅增长1.1亿元, 主要是由于为人工成本增加以及天津奥莱、新燕莎金街购物广场成立租赁费、折旧摊销费增加所致。

评级面临的主要风险

- 企业整合效果不佳, 业绩低于预期; 宏观经济增速低于预期。

估值

- 我们预测公司2014-2016年每股收益分别为0.45、0.48、0.51元, 以2013年为基期未来三年复合增长率为0.90%, 给予6个月目标价6.75元, 对应2014年15倍市盈率。维持持有评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	12,225	12,067	12,832	13,709	14,669
变动(%)	4.6	(1.3)	6.3	6.8	7.0
净利润(人民币 百万)	398	329	298	318	338
全面摊薄每股收益(人民币)	0.761	0.500	0.452	0.482	0.513
变动(%)	15.1	(17.3)	(9.6)	6.7	6.3
市场预期每股收益(人民币)			0.533	0.606	0.677
核心每股收益(人民币)	0.761	0.500	0.452	0.482	0.513
变动(%)	15.1	(17.3)	(9.6)	6.7	6.3
全面摊薄市盈率(倍)	8.5	12.9	14.3	13.4	12.6
核心市盈率(倍)	8.5	12.9	14.3	13.4	12.6
每股现金流量(人民币)	1.28	0.72	0.53	1.25	1.25
价格/每股现金流量(倍)	5.0	8.9	12.1	5.2	5.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.0	5.8	7.0	6.2	5.8
每股股息(人民币)	0.250	0.160	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	3.9	2.5	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1.2013 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2012	2013	同比增长(%)
营业收入	12,225.43	12,067.08	(1.30)
-营业税及附加	124.11	126.84	2.20
净营业收入	12,101.32	11,940.24	(1.33)
营业成本	9,626.92	9,476.05	(1.57)
销售费用	637.13	618.03	(3.00)
管理费用	1,013.96	1,124.24	10.88
营业利润	823.31	721.92	(12.31)
非经常性项目	(6.31)	13.89	(320.13)
经常性投资收益	0	0	
净财务费用	9.90	7.94	(19.80)
利润总额	807.10	727.87	(9.82)
所得税	211.98	211.69	(0.14)
少数股东损益	197.20	186.20	(5.58)
归属母公司股东净利润	397.92	329.98	(17.07)
扣除非经常性损益的净利润	402.57	320.13	(20.48)
每股收益(元)	0.604	0.501	(17.07)
扣非后每股收益(元)	0.611	0.486	(20.48)
盈利能力(%)			
综合业务毛利率	21.25	21.47	
经营利润率	6.73	5.98	
净利润率	3.25	2.73	
扣非后净利率	3.29	2.65	

资料来源: 公司数据

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	12,225	12,067	12,832	13,709	14,669
销售成本	(9,627)	(9,476)	(10,042)	(10,700)	(11,427)
经营费用	(1,779)	(1,869)	(2,054)	(2,181)	(2,334)
息税折旧前利润	895	816	757	828	913
折旧及摊销	85	102	24	26	27
经营利润(息税前利润)	810	714	733	802	886
净利息收入/(费用)	77	75	7	14	28
税前利润	807	727	733	802	886
所得税	(212)	(212)	(205)	(225)	(248)
少数股东权益	(197)	(186)	(230)	(260)	(300)
净利润	398	329	298	318	338
核心净利润	398	329	298	318	338
每股收益(人民币)	0.761	0.500	0.452	0.482	0.513
核心每股收益(人民币)	0.761	0.500	0.452	0.482	0.513
每股股息(人民币)	0.250	0.160	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	4.6	(1.3)	6.3	6.8	7.0
息税前利润增长(%)	n.a.	(8.8)	(7.2)	9.4	10.3
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(11.9)	2.7	9.5	10.4
每股收益增长(%)	n.a.	(34.3)	(9.6)	6.7	6.3
核心每股收益增长(%)	n.a.	(34.3)	(9.6)	6.7	6.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	807	727	733	802	886
折旧与摊销	85	102	24	26	27
净利息费用	(4)	(4)	(3)	(26)	(22)
运营资本变动	(1,902)	(1,250)	(1,678)	(2,301)	(2,936)
税金	(212)	(212)	(205)	(225)	(248)
其他经营现金流	1,636	681	1,064	2,043	2,573
经营活动产生的现金流	842	477	351	821	821
购买固定资产净值	0	0	(30)	(40)	(30)
投资减少/增加	0	4	0	0	0
其他投资现金流	(32)	(750)	(2)	0	0
投资活动产生的现金流	(32)	(746)	(32)	(40)	(30)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	0	(165)	(105)	0	0
其他融资现金流	(364)	(193)	(100)	(40)	(50)
融资活动产生的现金流	(287)	(283)	(199)	(26)	(22)
现金变动	523	(552)	121	755	768
期初现金	4,126	3,737	3,857	4,612	5,381
公司自由现金流	891	(190)	321	789	813
权益自由现金流	887	(194)	326	795	818

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	4,126	3,737	3,857	4,612	5,381
应收帐款	72	74	123	132	141
库存	383	373	295	315	337
其他流动资产	4,557	4,113	4,453	5,231	6,025
流动资产总计	4,940	4,486	4,749	5,546	6,362
固定资产	487	961	1,015	1,068	1,105
无形资产	374	455	433	411	391
其他长期资产	362	549	513	436	422
长期资产总计	1,224	1,965	1,960	1,915	1,917
总资产	6,163	6,452	6,709	7,461	8,279
应付帐款	1,135	1,131	1,305	1,391	1,485
短期债务	50	90	0	0	0
其他流动负债	1,853	2,015	1,766	1,854	1,940
流动负债总计	3,038	3,236	3,071	3,245	3,426
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	26	20	20	20	20
股本	658	658	658	658	658
储备	1,999	2,163	2,356	2,673	3,011
股东权益	2,657	2,822	3,014	3,332	3,669
少数股东权益	197	186	230	260	300
总负债及权益	6,163	6,452	6,709	7,461	8,279
每股帐面价值(人民币)	4.04	4.29	4.58	5.06	5.57
每股有形资产(人民币)	3.47	3.59	3.92	4.44	4.98
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.99)	(0.98)	(1.00)	(1.00)	(1.00)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	7.4	6.8	5.9	6.2	6.4
息税前利润率(%)	6.7	6.0	5.7	6.0	6.2
税前利润率(%)	6.6	6.0	5.7	5.9	6.0
净利率(%)	3.3	2.7	2.3	2.3	2.3
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.4	1.5	1.7	1.9
利息覆盖率(倍)	(10.6)	(9.6)	(108.6)	(59.6)	(33.0)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.5	1.3	1.5	1.6	1.8
估值					
市盈率(倍)	8.5	12.9	14.3	13.4	12.6
核心业务市盈率(倍)	8.5	12.9	14.3	13.4	12.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	9.2	14.0	15.5	14.5	13.6
市净率(倍)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
价格/现金流(倍)	5.0	8.9	12.1	5.2	5.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.0	5.8	7.0	6.2	5.8
周转率					
存货周转天数	11.4	11.3	8.4	8.4	8.4
应收帐款周转天数	2.2	2.2	3.5	3.5	3.5
应付帐款周转天数	43.0	43.6	47.5	47.5	47.5
回报率					
股息支付率(%)	27.7	20.4	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	15.0	11.7	9.9	9.5	9.2
资产收益率(%)	6.5	5.1	4.4	4.3	4.1
已运用资本收益率(%)	19.5	16.5	15.3	14.8	14.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371