

首商股份 (600723.SH)

14年为培育费用高点, 资本开支下降将贡献业绩

● 14H1 业绩回顾: 培育费用大幅压低利润水平

首商股份 14H1 公司实现收入 60.25 亿, 同比下跌 3.02%; 归属上市公司股东净利 1.36 亿, 同比下跌 41.65%, 主要由于天津奥莱、北京金街培育费用激增。报告期内公司: 1) 14H1 毛利率同比增长 0.13pp 至 21.22%, 体现了公司持续整合上游采购; 2) 14H1 销售管理费用率同比增长 1.80pp 至 14.63%, 主要因为新店开业租金运营费用、折旧摊销分别大幅增长 14.63%、11.68%、55.62%, 人工费用则压缩较为严格。预计下半年金街购物中心开业仍将大幅拉升整体费用水平; 3) 受费用快速上升影响, 2014H1 净利率同比大幅下跌 1.71pp 至 3.78%; 4) 上半年天津奥莱加速培育, 多个国际一线品牌陆续进驻, 同时金街购物广场于 5 月试营业, 7 月正式营业; 同时积极调整各品牌企业经营, 最大程度减小利润下滑。

● 下半年经营展望: 费用高点仍是主题

随着下半年金银珠宝和三公消费控制双基数消失, 预计公司成熟门店压力将减小, 下半年同店将较上半年有所回升。天津奥莱和金街购物广场增量是拉动公司全年销售转正的核心。但我们预计分别于 13 年底、14 年中开业的天津奥莱和金街购物广场在巨额培育费用下 14 年亏损超 1 亿, 将大幅压制公司 14 年净利润水平, 费用高点仍将是 14 年下半年主题。

● 盈利预测与投资建议

首商股份在北京拥有多元化零售业态, 市占率和认知度都处于领先地位。近年终端零售疲软压制公司整体盈利能力。同时, 公司在行业低潮期集中两家大店开业所产生的巨额培育费用将对公司盈利造成较大压制。预计 14 年是公司费用高点, 15 年后盈利能力提升所带来的利润持续转暖值得期待。由于 14H1 亏损扩大, 调整公司 14-16 年 EPS 至 0.33、0.36、0.39 元, 维持“谨慎增持”评级。

● 风险提示: 终端零售大幅放缓、新店培育不达预期。

盈利预测:

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	12,225.43	12,067.08	12,286.75	12,844.38	13,482.36
增长率(%)	4.60%	-1.30%	1.82%	4.54%	4.97%
EBITDA(百万元)	908.73	824.20	724.50	761.08	808.62
净利润(百万元)	397.93	329.18	216.83	234.98	255.19
增长率(%)	15.12%	-17.28%	-34.13%	8.37%	8.60%
EPS(元/股)	0.604	0.500	0.329	0.357	0.388
市盈率(P/E)	12.33	13.04	19.59	18.07	16.64
市净率(P/B)	1.85	1.52	1.40	1.30	1.20
EV/EBITDA	0.91	0.78	0.16	-0.63	-1.37

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	6.45 元
前次评级	谨慎增持
报告日期	2014-08-26

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): 营 2013-10-28
收增速降幅收窄, 费用率上升
拖累业绩
- 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

联系人: 智健 020-87555888-8423

zhijian@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

一、2014H1 业绩回顾：培育费用大幅压低利润水平

首商股份发布2014H1报告，2014H1公司实现营业收入60.25亿，同比下跌3.02%；归属上市公司股东净利润1.36亿，同比下跌41.65%；扣非净利1.26亿，同比下跌43.16%，主要由于天津奥莱、北京金街培育费用激增。报告期内公司：（1）上半年天津奥莱加速培育，多个国际一线品牌陆续进驻，同时金街购物广场于5月试营业，7月正式营业；（2）积极进行经营调整：各品牌企业经营调整中涉及品牌总计1085个、涉及面积4.6万平米。同时实施降本增效专门方案，最大程度减小利润下滑。

图1：公司2014H1收入继续下降

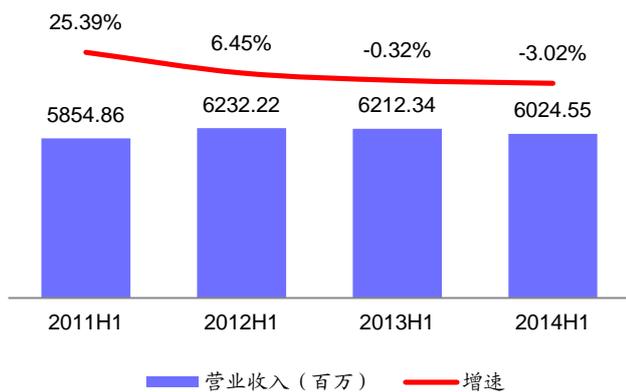
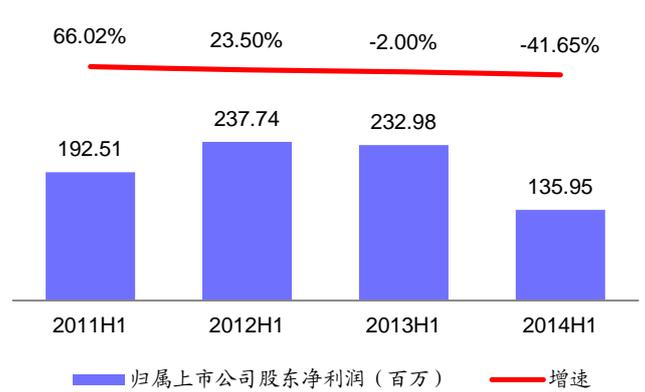


图2：培育费用快速增长大幅拉低14H1净利



数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

（一）2014H1 毛利率持续提升，但培育费用大幅增长压低净利率

（1）公司 Q1、Q2 收入分别下跌 3.46%、2.51%，跌幅较小；（2）Q1、Q2 毛利率同比分别下跌 0.07pp 和上涨 0.36pp，拉升 2014H1 毛利率同比增长 0.13pp 至 21.22%，体现了公司持续整合上游采购；（3）2014H1 销售管理费用率同比增长 1.80pp 至 14.63%，主要因为新店开业租金运营费用、折旧摊销分别大幅增长 14.63%、11.68%、55.62%，人工费用则压缩较为严格。预计下半年金街购物中心开业仍将大幅拉升整体费用水平（租金同比增长 7000 万，运营费用至少增加 3000 万）；（4）受费用快速上升影响，2014H1 净利率同比大幅下跌 1.71pp 至 3.78%。

图3：费用增长拉低公司利润

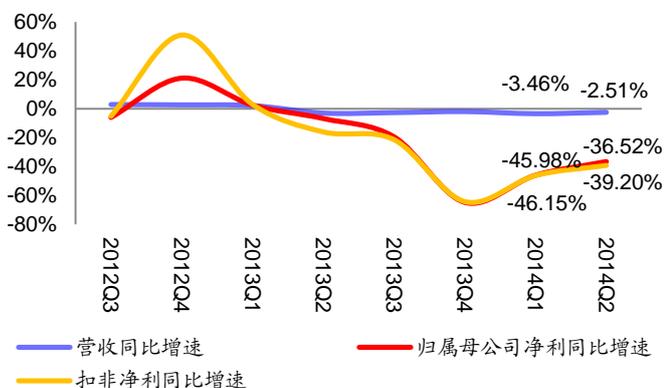
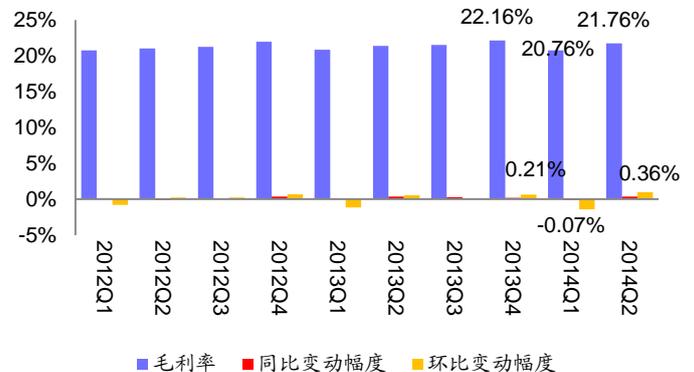
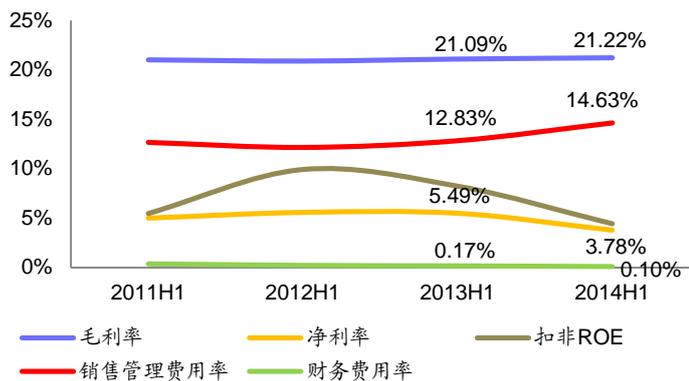


图4：毛利率保持稳小幅同比增长



数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

图5: 销售管理费用率大幅增长拉低净利率



数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

图6: Q2职工薪酬现金支出加速

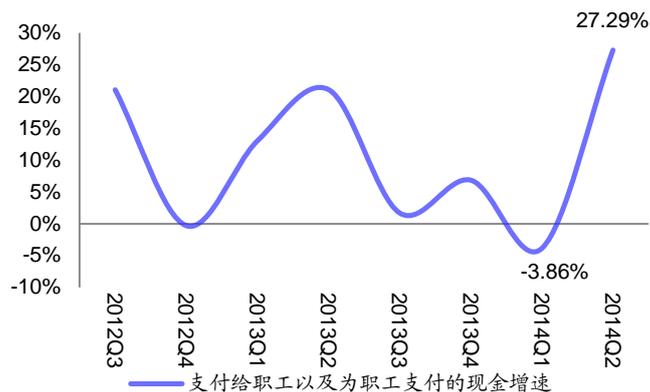


表 1: 租金、营运费用、折旧摊销因开店而保持快速增长, 预计下半年仍将加速

	2011H1	2012H1	2013H1	2014H1	2014 费用占比	同比增速		
						2012H1	2013H1	2014H1
薪酬费用	357.63	386.91	416.52	432.86	49.11%	8.19%	7.65%	3.92%
营收占比	6.11%	6.21%	6.70%	7.18%				
租金	189.50	188.80	196.41	225.15	25.54%	-0.37%	4.03%	14.63%
营收占比	3.24%	3.03%	3.16%	3.74%				
营运费用	150.55	118.28	119.51	133.47	15.14%	-21.43%	1.04%	11.68%
营收占比	2.57%	1.90%	1.92%	2.22%				
折旧摊销	43.66	41.43	43.59	67.83	7.70%	-5.11%	5.20%	55.62%
营收占比	0.75%	0.66%	0.70%	1.13%				
销售管理总费用	741.34	757.22	797.36	881.41		2.14%	5.30%	10.54%
营收占比	12.66%	12.15%	12.84%	14.63%				

数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

(二) 租赁业态拉升公司利润水平, 京外受冲击较大

分业态观察, 公司2014H1商品销售同比下跌3.97%, 毛利率微降0.22pp至17.43%, 但仍为利润主要贡献体; 房屋租赁则因新业态不断出现而同比增长23.13%, 毛利率也同比增长1.65pp至50.73%, 收入、毛利率均连续三年提升, 拉升公司整体利润率水平。分地区观察, 京内、京外营收分别同比下跌2.78%、4.14%, 毛利率分别同比增长0.46pp、下降1.65pp至19.78%、13.43%。京外持续疲软一方面反映了公司外埠门店受冲击更为严重, 另一方面天津奥莱销售额提升也将拉低毛利率水平。

分门店观察: 母公司、新燕莎控股14H1收入分别下降5.09%、7.81%, 净利润分别下降13.05%、6.69%, 为整体收入、利润增长带来较大压力。天津奥莱、金街购物广场14H1分别亏损0.16、0.71亿, 预计全年分别亏损0.6、0.8亿, 巨额培育费用仍将压制公司利润。

表 2: 分业态分析: 房屋租赁表现持续超越销售商品

收入占比	2011H1	2012H1	2013H1	2014H1	增速	2012H1	2013H1	2014H1
销售商品	96.23%	96.41%	96.22%	95.21%	销售商品	6.15%	-0.58%	-3.97%

房屋租赁	3.77%	3.59%	3.78%	4.79%	房屋租赁	0.70%	4.90%	23.13%
毛利率	2011H1	2011H1	2012H1	2014H1	毛利率变动	2012H1	2013H1	2014H1
销售商品	18.16%	17.68%	17.66%	17.43%	销售商品	-0.48%	-0.03%	-0.22%
房屋租赁	46.21%	46.34%	49.08%	50.73%	房屋租赁	0.13%	2.74%	1.65%

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

表3：分地区分析：全地区呈负增长，京外地区毛利率连续几年呈负增长

收入占比	2011H1	2012H1	2013H1	2014H1	增速	2012H1	2013H1	2014H1
京内地区	88.46%	88.05%	87.99%	88.14%	京内地区	5.45%	-0.46%	-2.78%
京外地区	11.54%	11.95%	12.01%	11.86%	京外地区	9.72%	0.14%	-4.14%
毛利率	2011H1	2012H1	2013H1	2014H1	毛利率变动	2012H1	2013H1	2014H1
京内地区	19.53%	19.07%	19.33%	19.78%	京内地区	-0.47%	0.26%	0.46%
京外地区	16.78%	16.08%	15.29%	13.43%	京外地区	-0.70%	-0.79%	-1.86%

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

表4：2014母公司、新燕莎收入、利润下降明显，天津奥莱、金街购物广场亏损有所扩大

	持股比例%	净利	净利增速	收入	收入增速	净利	净利增速	收入	收入增速
		2013	2013	2013	2013	2014H1	2014H1	2014H1	2014H1
母公司	100	476.63	-11.42%	1,688.00	2.03%	328.36	-13.05%	798.37	-5.09%
北京新燕莎控股	100	490.66	-1.68%	8,125.67	-2.64%	250.60	-6.69%	3,915.49	-7.81%
北京友谊商店	86.87	-4.36	35.00%			-1.39	-13.08%		
北京万方西单商场	52	-1.89				0.60	-198.45%		
北京西羽戎腾商贸	80	8.75	-0.59%			3.03	-50.93%		
成都西单商场	95	16.25	6.51%			7.40	-8.17%		
新疆西单商场	100	26.98	-21.24%			13.70	10.04%		
兰州西单商场	100	14.20	44.29%			3.29	-47.74%		
天津新燕莎奥特莱斯	90	-57.70		19.27		-15.51	161.29%		
北京新燕莎金街购物广场	100	-55.08		0.00		-70.78	376.01%		
北京法雅商贸有限责任公司	72	28.75	11.84%			16.25	-10.66%		
北京谊星商业投资	75	12.20	0.19%			5.23	-17.72%		
河北金鹰食品有限公司	84.08	-0.14				-0.11	82.42%		

单位：百万人民币

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

下半年经营展望：费用高点仍是主题

随着下半年金银珠宝和三公消费控制双基数消失，预计公司成熟门店压力将减小，下半年同店将较上半年有所回升。天津奥莱和金街购物广场增量是拉动公司全年销售转正的核心。但我们预计分别于13年底、14年中开业的天津奥莱和金街购物广场在巨额培育费用下14年亏损超1亿，将大幅压制公司14年净利润水平，费用高点仍将是14下半年主题。

盈利预测与投资建议

首商股份在北京拥有多元化零售业态，市占率和认知度都处于领先地位。近年终端零售疲软压制公司整体盈利能力。同时，公司在行业低潮期集中两家大店开业所产生的巨额培育费用将对公司盈利造成较大压制。预计14年是公司费用高点，15年后盈利能力提升所带来的利润持续转暖值得期待。由于14H1亏损扩大，调整公司14-16年EPS至0.33、0.36、0.39元，维持“谨慎增持”评级。

风险提示

终端零售大幅放缓、门店培育不达预期。

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	4940	4486	5029	5747	6503
货币资金	4126	3737	4229	4926	5658
应收及预付	170	119	143	148	153
存货	383	373	397	413	431
其他流动资产	261	257	260	260	260
非流动资产	1224	1965	1820	1799	1795
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	487	961	1050	1045	1056
在建工程	0	127	17	22	27
无形资产	445	575	440	426	412
其他长期资产	291	302	312	306	300
资产总计	6163	6452	6849	7546	8298
流动负债	3038	3236	3121	3276	3450
短期借款	50	90	0	0	0
应付及预收	2819	2947	2921	3066	3230
其他流动负债	169	199	200	210	220
非流动负债	26	20	120	220	320
长期借款	0	0	100	200	300
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	26	20	20	20	20
负债合计	3064	3256	3241	3496	3770
股本	658	658	658	658	658
资本公积	825	825	825	825	825
留存收益	1174	1338	1555	1790	2045
归属母公司股东权益	2657	2822	3039	3274	3529
少数股东权益	443	374	570	776	999
负债和股东权益	6163	6452	6849	7546	8298

利润表

单位：百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	12225	12067	12287	12844	13482
营业成本	9627	9476	9627	10042	10517
营业税金及附加	124	127	129	135	142
销售费用	637	618	690	723	758
管理费用	1014	1124	1257	1329	1405
财务费用	10	8	10	3	-2
资产减值损失	4	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-6	-6	-6
投资净收益	0	-1	0	0	0
营业利润	810	714	568	607	657
营业外收入	5	19	20	22	24
营业外支出	7	5	6	7	8
利润总额	807	727	582	622	673
所得税	212	212	169	180	195
净利润	595	515	413	442	478
少数股东损益	197	186	196	207	223
归属母公司净利润	398	329	217	235	255
EBITDA	909	824	724	761	809
EPS (元)	0.60	0.50	0.33	0.36	0.39

识别风险，发现价值

现金流量表

单位：百万元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	842	477	567	719	778
净利润	595	515	413	442	478
折旧摊销	85	102	141	145	148
营运资金变动	156	-143	25	134	150
其它	6	2	-12	-2	1
投资活动现金流	-32	-746	20	-115	-134
资本支出	-32	-750	20	-115	-134
投资变动	0	4	6	6	6
其他	0	0	-6	-6	-6
筹资活动现金流	-287	-283	-95	93	88
银行借款	50	170	10	100	100
债券融资	-62	-130	0	0	0
股权融资	30	0	0	0	0
其他	-305	-323	-105	-7	-12
现金净增加额	523	-552	492	697	732
期初现金余额	3606	4126	3737	4229	4926
期末现金余额	4130	3574	4229	4926	5658

主要财务比率

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力(%)					
营业收入增长	4.6	-1.3	1.8	4.5	5.0
营业利润增长	9.0	-11.9	-20.5	6.9	8.2
归属母公司净利润增长	15.1	-17.3	-34.1	8.4	8.6
获利能力(%)					
毛利率	21.3	21.5	21.6	21.8	22.0
净利率	4.9	4.3	3.4	3.4	3.5
ROE	15.0	11.7	7.1	7.2	7.2
ROIC	---	---	---	---	---
偿债能力					
资产负债率(%)	49.7	50.5	47.3	46.3	45.4
净负债比率	-1.3	-1.1	-1.1	-1.2	-1.2
流动比率	1.63	1.39	1.61	1.75	1.88
速动比率	1.49	1.26	1.47	1.62	1.75
营运能力					
总资产周转率	2.07	1.91	1.85	1.78	1.70
应收账款周转率	145.17	165.40	173.81	178.05	182.50
存货周转率	26.26	25.06	24.33	24.50	24.66
每股指标(元)					
每股收益	0.60	0.50	0.33	0.36	0.39
每股经营现金流	1.28	0.72	0.86	1.09	1.18
每股净资产	4.04	4.29	4.62	4.97	5.36
估值比率					
P/E	12.3	13.0	19.6	18.1	16.6
P/B	1.8	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	0.9	0.8	0.2	-0.6	-1.4

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:** 首席分析师, 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。2013年度新财富批零行业第二名, 金牛分析师第二名, 水晶球奖第一名, 第一财经分析师第一名; 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。
- 洪涛:** 资深分析师, 浙江大学金融学硕士, 拥有4年零售行业研究经历, 2014年进入广发证券发展研究中心。2012年度新财富批零行业第四名, 金牛分析师第四名, 水晶球奖第二名, 2011年及2013年新财富批零行业入围。
- 智健:** 研究助理, 哥伦比亚大学运筹学硕士, 浙江大学金融学、自动化双学士, 2013年进入广发证券发展研究中心。2013年度新财富批零行业第二名(团队), 金牛分析师第二名(团队), 水晶球奖第一名(团队), 第一财经分析师第一名(团队)。

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。

