

首商股份 (600723.SH)

政府补助力助亏损收窄, 期待 15 年业绩恢复平稳

● 新店收入贡献开始体现, 政府补助力助亏损收窄

首商股份 14Q1-3 实现收入 86.88 亿, 同比下降 2.00%, Q3 收入同比增长 0.40%, 六个季度以来首次转正, 新店贡献凸显; Q1-3 归属母公司净利 2.09 亿, 同比下降 31.09%, Q3 净利同比增长 3.74%, 天津奥莱 0.37 亿补贴力助净利增速反转; Q1-3 扣非净利同比下降 39.67%, Q3 扣非净利下降 28.45%, 逐季收窄。1) Q3 毛利率同比提升 0.47pp 至 22.01%, 拉动 Q1-3 毛利率同比提升 0.24pp 至 21.46%, 在奥莱销售占比增大下毛利率仍能持续提升体现了公司不断加强的品类管控和统采能力; 2) Q3 销售管理费用率同比提升 1.42pp 至 16.22%, 拉升 Q1-3 销售管理费用率 1.69pp 至 15.12%, 天津奥莱、燕莎金街费用贡献明显; 3) Q3 净利率同比下降 0.05pp 至 3.99%, 为 6 个季度以来最低降幅, Q1-3 净利率同比下降 1.21pp 至 3.85%。

● 经营展望: 新店费用高点已到, 期待国企改革中期主题

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。但两家门店在巨额培育费用下 14 年亏损超 1 亿, 将大幅压制公司 14 年净利润水平, 预计 15 年后业绩将逐渐平稳。北京地区国企改革在中央、北京连续发布改革纲要后预计将大幅提速, 是贯穿明后年的中期主题。公司在北京地区有大量优质商业门店资源, 在同业整合和效率提升方面都有较大空间, 国企改革的或有突破值得重点关注。

● 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。公司在行业低潮两家大店集中开业所产生的巨额培育费用将对公司 14 年盈利造成较大压制, 15 年后盈利能力提升所带来的利润持续转暖值得期待, 北京国企改革下同业整合和效率提升也是值得重点关注的中期主题。维持 14-16 年 EPS 预测至 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	21.68	20.01	18.42
市净率(P/B)	1.85	1.52	1.55	1.44	1.33
EV/EBITDA	0.91	0.78	0.79	-0.03	-0.81

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

7.14 元

前次评级

谨慎增持

报告日期

2014-11-02

相对市场表现



分析师: 欧亚菲 S0260511020002



020-87555888-8641



oyf@gf.com.cn

相关研究:

【广发零售-首商股份】14H1 2014-08-26

点评: 14 年为培育费用高点,

资本开支下降将贡献业绩

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

联系人: 智健 020-87555888-8423

zhijian@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

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	21.7	20.0	18.4
P/B	1.8	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	0.9	0.8	0.8	-	-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：** 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。

