

首商股份 (600723.SH)

政府补贴推动业绩大幅超预期

核心观点:

● 14 年收入下滑 2.1%，扣非净利下滑 10.5%

公司 2014 年实现营业收入 118.1 亿元,同比下滑 2.1%;实现归属母公司股东净利润 3.34 亿元,同比增长 1.7%,合每股收益 0.508 元;扣除非经常损益后归属母公司净利润为 2.84 亿元,同比下滑 10.5%;公司计划 14 年每 10 股派发股息 1.6 元(含税)。因天津奥特莱斯收到政府补助而提前盈利,公司业绩大幅超过预期。公司预计 15 年实现营业收入 122.8 亿元,同比增长 3.9%;实现利润总额 7.5 亿元,同比增长 7.9%。

● 老店增长疲软,天津奥莱培育情况略高于预期

分门店看,老店表现较为疲软,母公司和燕莎控股收入分别下滑 4.8% 和 6.4%,而外埠西单门店也多录得业绩下滑。新店中,本埠燕莎金街(建筑面积 7.85 万平米)亏损 1.13 亿元,而天津新燕莎奥特莱斯(建筑面积 9.25 万平米)开业实现盈利约 700 万元,扣除政府补助因素后亏损 5500 万,培育状态略好于预期。

● 费用高点已过,静待改革落地

随着 15 年金价和反三公消费高基数效应的消失,公司老店的同店压力将呈现缓和。在新店层面,天津奥特莱斯增长情况较好使其有望成为 15 年利润贡献点。故我们预计公司 15 年利润率水平有望较 14 年呈现回升。

公司是北京市属 3 家零售上市公司之一,并在 13 年起引入市场化的高管薪酬体系。我们预计未来改革的可能方向包括股权激励和大股东首旅集团的资源整合。

我们上调公司 2015-17 年盈利预测至 0.53 元、0.56 元和 0.61 元,基于 24 倍 2015 年市盈率,上调目标价至 12.90 元,维持“谨慎增持”评级。

● 风险提示

新店培育低于预期

盈利预测:

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	12,067.08	11,814.67	12,286.75	12,844.38	13,482.36
增长率(%)	-1.30%	-2.09%	4.00%	4.54%	4.97%
EBITDA(百万元)	824.20	779.35	837.26	899.84	955.18
净利润(百万元)	329.18	334.76	351.54	370.20	398.67
增长率(%)	-17.28%	1.69%	5.01%	5.31%	7.69%
EPS(元/股)	0.500	0.508	0.534	0.562	0.606
市盈率(P/E)	13.04	15.77	18.26	17.34	16.10
市净率(P/B)	1.52	1.73	1.89	1.70	1.54
EV/EBITDA	0.78	1.97	2.02	1.10	0.26

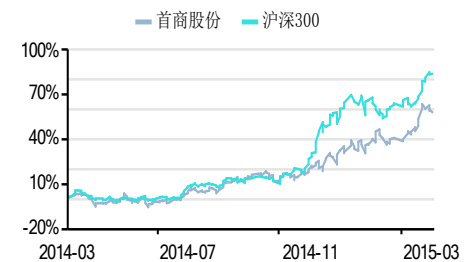
数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

谨慎增持

当前价格	9.75 元
合理价值	12.90 元
前次评级	谨慎增持
报告日期	2015-03-30

相对市场表现



分析师: 洪涛 S0260514050005



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

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】14Q3 2014-11-02

点评: 政府补助助力亏损收窄, 期待 15 年业绩恢复平稳

【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

业绩优于预期

首商股份2014年实现营业收入118.1亿元,同比下滑2.1%;实现息税前净利6.4亿元,同比下滑11.0%;实现归属母公司股东净利润3.34亿元,同比增长1.7%,合每股收益0.508元。公司计划14年每10股分配股息1.6元(含税)。公司预计15年实现营业收入122.8亿元,同比增长3.9%;实现利润总额7.5亿元,同比增长7.9%。

报告期内,公司毛利率同比提升0.1个百分点至21.6%,销售费用率同比提升1.1个百分点至6.2%,管理费用率同比下降0.4个百分点至8.9%。公司期间费用率的增长主要源自北京新燕莎金街购物广场和天津新燕莎奥特莱斯两家新店开业引致的人工和租赁成本上升。2014年公司收到天津保税区补助6,159万元,导致净利润增速显著高于息税前利润。

表 1: 首商股份 2014 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2013	2014	同比(%)	13 年 4 季度	14 年 4 季度	同比(%)
营业收入	12,067	11,815	(2.1)	3,202	3,127	(2.4)
营业成本	9,476	9,266	(2.2)	2,493	2,443	(2.0)
毛利润	2,591	2,549	(1.6)	710	685	(3.5)
营业税及附加	127	127	(0.2)	34	35	0.1
销售费用	618	728	17.8	164	194	18.4
管理费用	1,124	1,052	(6.4)	388	272	(29.8)
息税前利润	722	642	(11.0)	123	183	49.3
财务费用	8	-4	(144.7)	-3	-13	338.1
资产减值	0	2	(516.8)	0	1	(241.2)
营业外收入	18	58	228.4	1	20	1,755.8
营业外支出	5	1	(84.0)	4	0	(87.8)
利润总额	727	701	(3.5)	123	216	74.6
所得税	212	198	(6.5)	56	46	(17.9)
净利润	515	503	(2.3)	67	169	152.1
少数股东权益	186	169	(9.4)	42	44	5.3
归属上市公司股东净利润	329	335	1.7	26	126	390.9

数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

表 2: 首商股份 2014 年销售费用明细

(人民币, 百万)	2013	2014	同比
租赁费	271	384	41.4%
费用率	2.2%	3.2%	
人工成本	237	243	2.4%
费用率	2.0%	2.1%	
水电气费	43	45	6.4%
费用率	0.4%	0.4%	

广告宣传费	31	21	-33.4%
费用率	0.3%	0.2%	
日常修理及维护费	15	16	1.7%
费用率	0.1%	0.1%	
其他	20	20	-2.4%
费用率	0.2%	0.2%	
合计	618	728	17.8%
费用率	5.1%	6.2%	

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

表 3：首商股份 2014 年管理费用明细

(人民币, 百万)	2013	2014	同比
人工成本	669	687	2.7%
费用率	5.5%	5.8%	
折旧与摊销费用	131	94	-28.5%
费用率	1.1%	0.8%	
水电气费	58	49	-15.5%
费用率	0.5%	0.4%	
广告宣传费	44	43	-2.1%
费用率	0.4%	0.4%	
租赁费	42	135	219.1%
费用率	0.3%	1.1%	
办公费	22	34	57.1%
费用率	0.2%	0.3%	
其他	86	83	
费用率	0.7%	0.7%	
合计	1,052	1,124	6.9%
费用率	8.7%	9.5%	

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

老店压力较大，天津奥特莱斯盈利略好于预期

分业态看，报告期内公司传统百货业绩压力较大。老店中，母公司收入下滑4.8%（包括老西单、天通苑购物中心和十里铺商场），贡献超过6成税前利润的子公司新燕莎控股（包括本埠2家燕莎，燕莎奥特莱斯、燕莎太原店以及社区百货贵友大厦）收入和利润分别下滑6.4%和5.4%，其余主要外埠西单百货亦录得不同程度的下滑。

新店中，位于王府井商圈的新燕莎金街购物广场（租赁，建筑面积7.85万平米）全年亏损1.13亿元，而13年12月开业的天津新燕莎奥特莱斯（租赁，建筑面积9.25万平米）开业首年录得约700万利润，扣除政府补贴因素后亏损5500万元（原本预期全年亏损约0.6亿元），略好于我们预期。该项目目前已有Armani、Coach、Cerruti 1881等国际一线品牌进入，店铺开业率超过95%，本地客流占比95%，在天津地区的优势地位趋于稳固。

表 4: 母公司模拟报表

(人民币, 百万)	2013	2014	同比
主营业务收入	1,688	1,607	-4.8%
主营营业成本	1,350	1,287	-4.7%
毛利	338	320	-5.2%
销售毛利率	16.8%	15.9%	
营业税金及附加	20	19	-5.7%
销售费用	31	79	152.2%
销售费用率	1.5%	3.9%	
管理费用	268	194	-27.8%
管理费用率	13.3%	9.6%	
息税前利润	18	29	59.1%
息税前利润率	0.9%	1.4%	

数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

表 5: 首商股份主要子公司收入及盈利情况

(人民币, 百万)	营业收入			净利润		
	2013	2014	同比 (%)	2013	2014	同比 (%)
北京新燕莎控股(集团)有限责任公司	8,126	7,606	(6.4)	491	464	(5.4)
北京新燕莎金街购物广场有限公司	0	52	n/a	(55)	(113)	105.3

表 6: 首商股份子公司盈利情况

(人民币, 百万)	持股比例 (%)	2013	2014	同比 (%)
北京新燕莎控股(集团)有限责任公司	100.0	491	464	(5.4)
北京法雅商贸有限责任公司	72.0	29	32	11.8
北京市西羽戎腾商贸有限公司	80.0	9	4	(55.7)
北京友谊商店股份有限公司	86.9	(4)	(6)	37.6
北京谊星商业投资发展有限公司	75.0	12	10	(14.4)
北京万方西单商场有限责任公司	52.0	(2)	(0)	(84.5)
北京新燕莎金街购物广场有限公司	100.0	(55)	(113)	105.3
成都西单商场有限责任公司	95.0	16	19	14.7
新疆西单商场百货有限公司	100.0	27	25	(6.4)
兰州西单商场百货有限公司	100.0	14	4	(69.3)
天津新燕莎奥特莱斯商业有限公司	90.0	(58)	7	(112.2)
天津新燕莎奥特莱斯商业有限公司(扣非)	90.0	(70)	(55)	(22.3)
河北金鹰食品有限公司	84.1	(0)	n/a	n/a

数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

15 年展望：费用率高点已过，静待改革落地

随着15年金价和反三公消费高基数效应的消失，公司老店的同店压力将呈现缓和。而在新店层面，天津奥特莱斯成长情况较好使其有望在15年成为利润贡献点。故此我们预计公司15年利润率水平有望较14年呈现回升。

公司是北京市国资委下3家零售上市公司之一，间接控股于首旅集团，且在2013年起为高管层引入以上市公司业绩为指标的市场化薪资体系。目前来看，上市公司平台整合、激励机制市场化以及战投引入是北京市属零售企业国企改革落地的方向。对首商股份而言，我们判断股权激励和首旅集团的资产整合将更可期待。

我们上调公司2015-17年盈利预测至0.54元、0.58元和0.62元，基于24倍2015年市盈率，上调目标价至12.90元，维持“谨慎增持”评级。

风险提示

新店培育低于预期

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	4486	4534	5631	6450	7315
货币资金	3737	3857	4830	5629	6470
应收及预付	119	101	143	148	153
存货	373	342	397	413	431
其他流动资产	257	234	260	260	260
非流动资产	1965	1861	1606	1593	1597
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	961	890	988	989	1007
在建工程	127	0	-110	-105	-100
无形资产	575	674	422	408	395
其他长期资产	302	297	307	301	295
资产总计	6452	6395	7237	8043	8912
流动负债	3236	2901	3115	3268	3442
短期借款	90	110	0	0	0
应付及预收	2947	2576	2915	3058	3222
其他流动负债	199	215	200	210	220
非流动负债	20	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	20	20	20	20	20
负债合计	3256	2921	3235	3488	3762
股本	658	658	658	658	658
资本公积	825	825	825	825	825
留存收益	1338	1568	1919	2289	2688
归属母公司股东权益	2822	3051	3403	3773	4172
少数股东权益	374	389	566	748	945
负债和股东权益	6452	6361	7203	8009	8878

利润表

单位：百万元

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	12067	11815	12287	12844	13482
营业成本	9476	9266	9627	10042	10517
营业税金及附加	127	127	129	135	142
销售费用	618	728	663	689	723
管理费用	1124	1052	1162	1216	1287
财务费用	8	-4	9	-6	-13
资产减值损失	0	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-6	-6	-6
投资净收益	-1	-8	0	0	0
营业利润	714	636	691	763	822
营业外收入	19	66	60	22	24
营业外支出	5	1	6	7	8
利润总额	727	701	745	778	838
所得税	212	198	216	226	243
净利润	515	503	529	553	595
少数股东损益	186	169	177	182	196
归属母公司净利润	329	335	352	370	399
EBITDA	824	779	837	900	955
EPS (元)	0.50	0.51	0.53	0.56	0.61

现金流量表

单位：百万元

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	477	578	810	820	887
净利润	515	503	529	553	595
折旧摊销	102	137	132	137	141
营运资金变动	-143	-79	202	133	150
其它	2	17	-52	-2	1
投资活动现金流	-746	-76	179	-115	-134
资本支出	-750	-76	179	-115	-134
投资变动	4	0	6	6	6
其他	0	0	-6	-6	-6
筹资活动现金流	-283	-353	-16	93	88
银行借款	170	110	-10	100	100
债券融资	-130	-90	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-323	-373	-5	-7	-12
现金净增加额	-552	149	974	799	842
期初现金余额	4126	3737	3857	4830	5629
期末现金余额	3574	3886	4830	5629	6470

主要财务比率

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力(%)					
营业收入增长	-1.3	-2.1	4.0	4.5	5.0
营业利润增长	-11.9	-10.9	8.6	10.5	7.7
归属母公司净利润增长	-17.3	1.7	5.0	5.3	7.7
获利能力(%)					
毛利率	21.5	21.6	21.6	21.8	22.0
净利率	4.3	4.3	4.3	4.3	4.4
ROE	11.7	11.0	10.3	9.8	9.6
ROIC	-84.0	-100.4	-55.2	-51.7	-48.6
偿债能力					
资产负债率(%)	50.5	45.9	44.9	43.5	42.4
净负债比率	-1.1	-1.1	-1.2	-1.2	-1.2
流动比率	1.39	1.56	1.81	1.97	2.13
速动比率	1.26	1.44	1.67	1.84	1.99
营运能力					
总资产周转率	1.91	1.84	1.80	1.68	1.59
应收账款周转率	165.40	180.66	173.81	178.05	182.50
存货周转率	25.06	25.91	24.33	24.50	24.66
每股指标(元)					
每股收益	0.50	0.51	0.53	0.56	0.61
每股经营现金流	0.72	0.88	1.23	1.25	1.35
每股净资产	4.29	4.63	5.17	5.73	6.34
估值比率					
P/E	13.0	15.8	18.3	17.3	16.1
P/B	1.5	1.7	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	0.8	2.0	2.0	1.1	0.3

广发零售行业研究小组

- 洪涛：**首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事零售行业研究，2014年进入广发证券发展研究中心。2014年度新财富批零行业第三名，水晶球分析师第二名，金牛分析师第三名；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。
- 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。2014年度新财富批零行业第三名，水晶球分析师第二名，金牛分析师第三名；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。
- 倪华：**研究助理，北京大学金融学、香港中文大学经济学双硕士，2014年进入广发证券发展研究中心，2014年度新财富批零行业第三名（团队）、水晶球第二名（团队）、金牛奖第三名（团队）、万德看蚂蚁第一名（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。