

首商股份(600723.sh)

全品类百货零售商起航、下半年重点看业务架构调整

欧亚菲 首席分析师

电话: 020-87555888-8641 eMail: oyf@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511020002

西单业绩反转、新燕莎稳定成长

报告期内公司整体实现营业收入 58.55 亿元, 同比增长 25.39%, 净利润 1.93 亿元, 同比增长 66.02%, 其中: 西单股份净利润 4,741.75 万元, 同比增长 101%, 新燕莎净利润 14,508.86 万元, 同比增长 57%。北京市内收入提升 20.35%, 市外门店收入爆发式增长达到 91.13%, 受黄金珠宝销售比重加大及营销力度增强, 毛利率水平略有下降。报告期内费用控制良好, 管理层换岗初步到位。

下半年经营展望

公司在重组完成和高管初步到位后, 即将着手展开经营业务架构方面调整, 我们将重点关注未来三个板块业务架构调整进度和相应人事安排。其次从中期业绩可以看出整合协同效应的发挥已经初见成效, 预计公司成本费用率仍有进一步压缩空间。

投资建议

我们维持合并后新西单 2011-2013EPS0.56、0.75 和 0.92 元。我们一方面看好燕莎控股在北京精品百货业务的发展前景, 另一方面西单在西部地区门店也进入快速增长期, 且公司费用率弹性较大, 盈利能力提升空间较大。从中期看, 整合后管理层将在首旅集团支持下借助资本市场继续作大作强, 股价催化剂较多。我们维持买入评级, 目标价 16.5 元, 对应 2011 年 30 倍 PE。

风险提示

消费增速下滑; 整合效果不达预期。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,485.56	2,992.86	11981.95	14582.49	17068.25
增长率(%)	6.87%	20.41%	300.06%	21.71%	17.05%
EBITDA(百万元)	130.23	138.17	897.34	1250.67	1579.23
净利润(百万元)	30.21	39.73	368.71	493.80	605.74
增长率(%)	-198.87%	31.54%	828.04%	33.93%	26.67%
每股收益(元)	0.074	0.097	0.56	0.75	0.92
市盈率	147.4	130.4	26.0	19.4	15.8
市净率	4.1	4.6	4.5	4.0	3.5
EV/EBITDA	27.7	27.7	23.1	16.6	12.3

数据来源: 北京首商集团股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	14.57
目标价格(元)	16.50
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	2.03%	17.59%	34.29%
沪深 300	-4.01%	-3.73%	-0.20%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)
658.41/317.88

主要股东:

北京首都旅游集团有限责任公司
主要股东持股比例 37.79%

财务比率

ROE	3.51%
ROA	3.97%
资产负债率	38.59%
每股净资产(元)	2.76

2010 年报数据

西单业绩反转、新燕莎稳定成长

报告期内公司整体实现营业收入58.55 亿元，同比增长25.39%，其中：西单股份实现营业收入17.36 亿元，同比增长26%，新燕莎集团实现营业收入41.19 亿元，同比增长25%；公司实现利润总额3.98 亿元，同比增长32.88%，其中：西单股份实现利润总额7,180.88 万元，同比增长113%，新燕莎集团实现利润总额32,639.46 万元，同比增长23%；实现归属于母公司股东的净利润1.93 亿元，同比增长66.02%，其中：西单股份实现归属于母公司股东的净利润4,741.75 万元，同比增长101%，新燕莎集团实现归属于母公司股东的净利润14,508.86 万元，同比增长57%。

西单京外门店迅猛增长、营销力度加大毛利率略降

公司大部分门店集中于北京，只有四家门店分布于市外：西单商场兰州店、青海店、成都店和新疆店，还有燕莎商场太原店。今年上半年公司北京市内收入完成50.59亿，同比提升20.35%，市外门店完成收入6.59亿，爆发式增长达到91.13%，由于公司外埠门店中除了青海超市门店为2002年开出，其他门店基本都在2005年左右开出，经过公司后期商品调整和门店购物环境改善，正是该类次新门店销售规模快速增长时期。

图1：地区收入占比

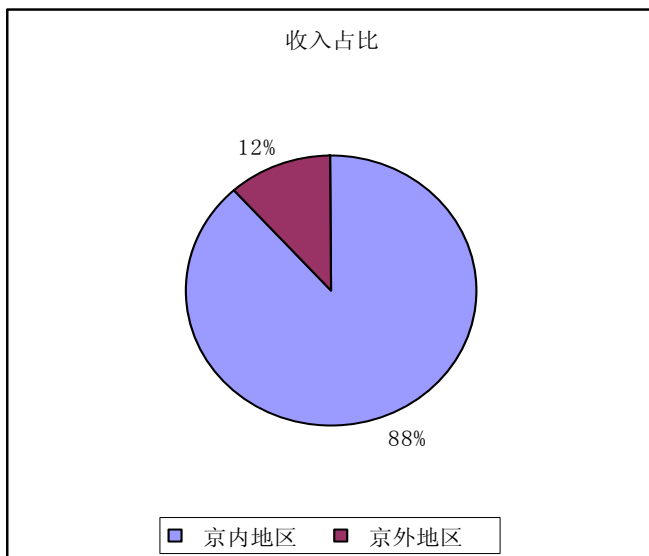
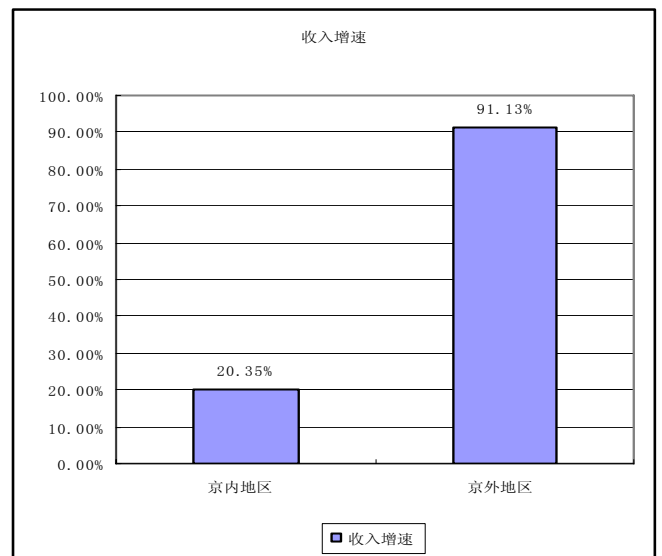


图2：地区收入增速



数据来源：公司中报、广发证券发展研究中心

报告期内公司综合毛利率同比下降1.05个百分点至21.01%，其中主营业务商品零售毛利率同比下滑0.77个百分点至18.16%，从结构上分析主要是由北京市内商品销售毛利率下降导致。从已经披露中报的零售企业来看，普遍出现了百货业务毛利率下降的现象，我们认为除了与上半年各商圈营销力度增大有关外，还与上半年限额以上商品类别中黄金珠宝以48%的同比增长率稳具榜首，黄金的热销拉低了零售渠道的平均扣点率及综合毛利率水有关。

图3：分业务毛利率变动

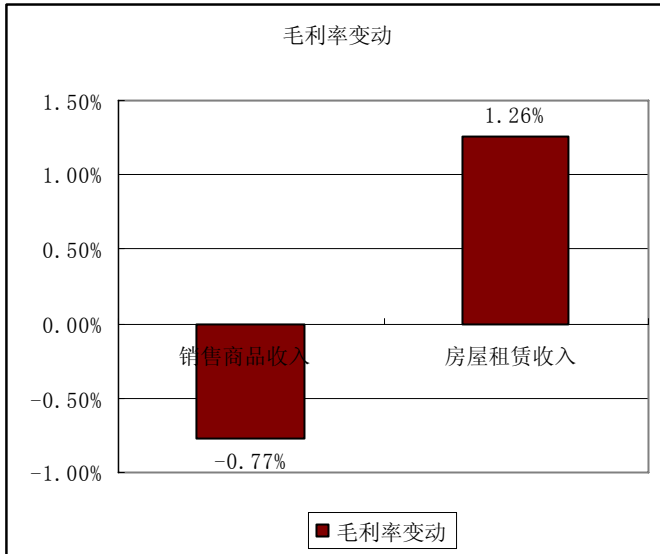
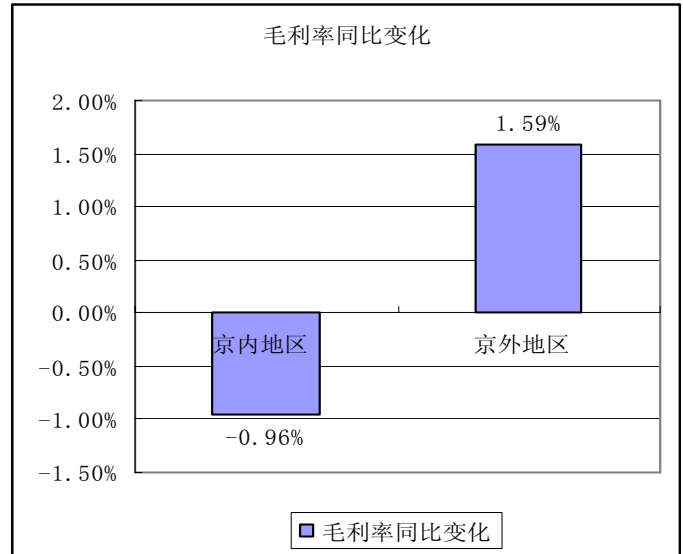


图4：地区毛利率变动



数据来源：公司中报、广发证券发展研究中心

费用稀释明显、整合效应显现

报告期内公司发生销售费用2.88亿，同比增长12.68%，销售费用率较去年同期下降0.56个百分点至4.92%，管理费用发生4.53亿，同比增长5.98%，管理费用率较去年同期下降1.42个百分点至7.74%。费用科目中较大项目有职工薪酬2.57亿（管理人员）、租赁费1.34亿、业务经费7181万等。报告期内公司费用率显著下降，整合效应显现。

表 1：公司费用科目明细

	当期发生额	上期发生额	YOY	费用占比
销售费用				
人工成本	9987.22	9658.72	3.40%	34.65%
租赁费	13422.67	10529.45	27.48%	46.57%
能源费	1866.23	1813.22	2.92%	6.47%
业务经费	3419.41	3480.69	-1.76%	11.86%
管理费用				
人工成本	25775.76	23271.82	10.76%	56.89%
租赁费	5527.36	5808.93	-4.85%	12.20%
能源费	2199.2	2018.97	8.93%	4.85%
折旧摊销	4238.77	4473.09	-5.24%	9.35%
业务经费	7570.54	7181.84	5.41%	16.71%

数据来源：公司中报、广发证券发展研究中心

管理层换岗初步完毕

公司重组完成后，第六届董事会第十三次临时会议于2011年6月22日召开，本次会议主要目的在于进行合并重组后的管理层置换：在董事会和高管中引入首旅和新燕莎控股的人员，包括提名祖国丹（新燕莎总经理）、史历新（首旅运营管理部总经理）、王他一（首旅投资发展部总经理）等三人为董事会候选人；聘任祖国丹为公司总经理，同时聘任王力强、傅跃红、张跃进、寇萍、池洋为公司副总经理；聘任张艳钊为公司总会计师，上述7名高管均来自新燕莎控股。

下半年经营展望

公司在重组完成和高管初步到位后，即将着手展开经营业务架构方面调整，即将现有业务分为传统百货板块、高端购物和奥特莱斯三个板块，根据业态特点和消费群体特征不同进行差异化治理。公司现有业务几乎对百货零售行业全部覆盖，在过去的经营中积累了丰富的行业资源与经验，是公司未来业态组合扩张的宝贵财富。我们将重点关注未来三个板块业务架构调整进度和相应人事安排。

其次从中期业绩可以看出整合协同效应的发挥已经初见成效，费用率同比下降。公司近日公告两处人员也将合为一处办公，我们预计公司成本费用率仍有进一步压缩空间。

投资建议

我们维持合并后新西单2011-2013年EPS0.56、0.75和0.92元。我们一方面看好燕莎控股在北京精品百货业务的发展前景，另一方面西单在西部地区门店也进入快速增长期，且公司费用率弹性较大，盈利能力提升空间较大。从中期看，整合后管理层将在首旅集团支持下借助资本市场继续作大作强，股价催化剂较多。我们维持买入评级，目标价16.5元，对应2011年30倍PE。

风险提示

消费增速下滑；整合效果不达预期。

资产负债表

单位：百万元

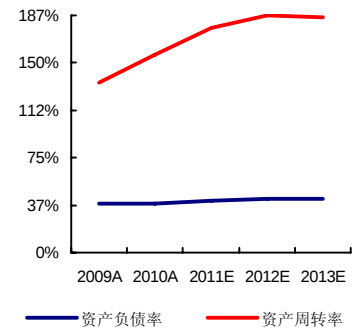
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	779	908	1,256	1,681	2,097
货币资金	427	569	814	1,148	1,492
应收及预付	98	105	127	154	175
存货	254	234	316	379	430
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	1,097	1,048	964	884	810
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	523	485	420	357	296
在建工程	0	0	1	1	2
无形资产	415	410	391	374	360
其他长期资产	158	152	152	152	152
资产总计	1,875	1,956	2,220	2,565	2,907
流动负债	721	748	899	1,082	1,228
短期借款	72	50	0	0	0
应付及预收	649	698	899	1,082	1,228
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	7	8	9	10
长期借款	0	0	0	0	0
应负债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	7	8	9	10
负债合计	721	755	907	1,091	1,237
股本	410	410	410	410	410
资本公积	750	750	750	750	750
留存收益	-77	-30	65	203	369
归属母公司股东权益	1,083	1,130	1,226	1,363	1,529
少数股东权益	71	71	88	112	141
负债和股东权益	1,875	1,956	2,220	2,565	2,907

利润表

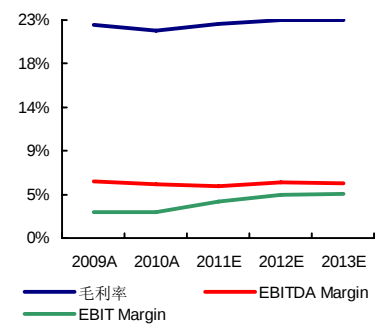
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2486	2993	3709	4482	5088
营业成本	1931	2343	2878	3460	3928
营业税金及附加	20	27	29	35	40
销售费用	121	116	143	168	186
管理费用	346	426	519	618	699
财务费用	11	8	-15	-22	-32
资产减值损失	2	1	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	55	71	155	223	268
营业外收入	10	6	8	10	12
营业外支出	15	10	8	9	9
利润总额	50	68	156	225	271
所得税	14	21	44	63	76
净利润	35	47	112	162	195
少数股东损益	5	7	17	24	29
归属母公司净利润	30	40	95	137	166
EBITDA	148	168	202	260	292
EPS (元)	0.07	0.10	0.23	0.34	0.40

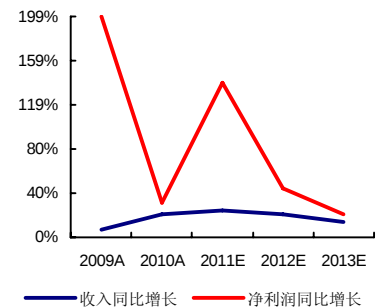
资产负债率趋势



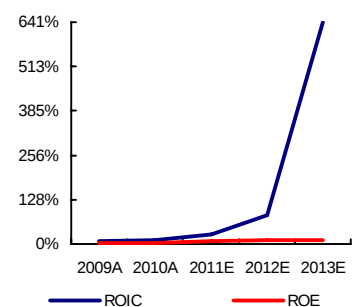
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

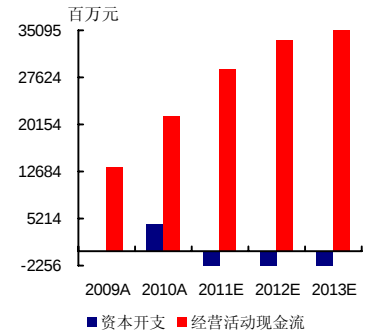
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	133	214	272	312	322
净利润	35	47	112	162	195
折旧摊销	80	88	62	59	56
营运资金变动	7	64	98	93	74
其它	10	16	0	-1	-3
投资活动现金流	3	-38	23	22	22
资本支出	-1	-43	23	22	22
投资变动	0	0	0	0	0
其他	3	5	0	0	0
筹资活动现金流	-48	-34	-50	1	1
银行借款	150	100	-50	0	0
债券融资	-178	-122	1	1	1
股权融资	3	0	0	0	0
其他	-23	-12	-1	0	0
现金净增加额	87	142	244	335	344
期初现金余额	339	427	569	814	1,148
期末现金余额	426	569	814	1,148	1,492

主要财务比率

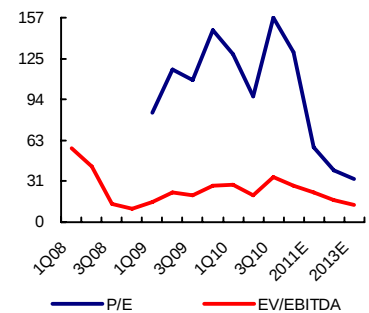
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	6.9%	20.4%	23.9%	20.8%	13.5%
营业利润	667.8%	30.7%	117.2%	43.9%	19.9%
归属于母公司净利润	198.9%	31.5%	139.5%	44.4%	20.7%
获利能力					
毛利率	22.3%	21.7%	22.4%	22.8%	22.8%
净利率	1.4%	1.6%	3.0%	3.6%	3.8%
ROE	2.8%	3.5%	7.8%	10.1%	10.9%
ROIC	7.5%	10.6%	28.9%	82.4%	641.0%
偿债能力					
资产负债率	38.4%	38.6%	40.9%	42.5%	42.6%
净负债比率	-30.7%	-43.2%	-61.9%	-77.9%	-89.4%
流动比率	1.08	1.21	1.40	1.55	1.71
速动比率	0.70	0.87	1.01	1.17	1.33
营运能力					
总资产周转率	1.34	1.56	1.78	1.87	1.86
应收账款周转率	58.60	63.70	60.83	60.83	60.83
存货周转率	7.98	9.60	9.13	9.13	9.13
每股指标 (元)					
每股收益	0.07	0.10	0.23	0.34	0.40
每股经营现金流	0.32	0.52	0.66	0.76	0.79
每股净资产	2.64	2.76	2.99	3.33	3.73
估值比率					
P/E	147.4	130.4	57.4	39.7	32.9
P/B	4.1	4.6	4.5	4.0	3.6
EV/EBITDA	27.7	27.7	23.0	16.6	13.6

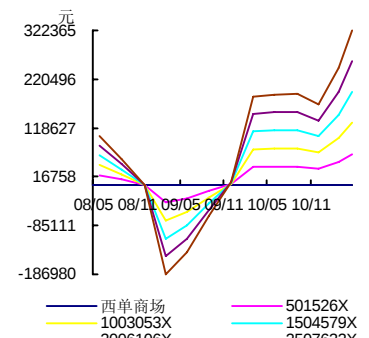
资本支出与经营活动现金流



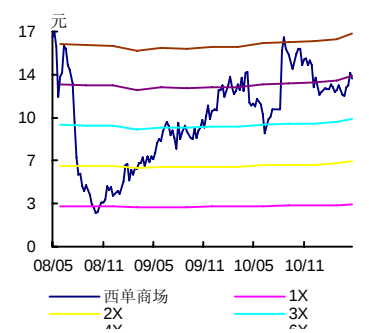
相对估值



PE BAND



PB BAND



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。2010 年度金牛分析师零售商业第四名，2009-2010 年度新财富零售行业第六名，2008 年度新财富零售行业第七名。

訾猛，分析师，复旦大学经济学硕士，3 年证券从业经历，2011 年进入广发证券发展研究中心。

刘旭，研究助理，厦门大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：liuxu@gf.com.cn，020-87555888-8423。

相关研究报告

中报业绩略超预期，多因素看好公司发展前景——西单商场中报预增点评_公告点评

刘旭

2011-07-19

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	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（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：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。

免责声明

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，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。