

## 证券研究报告—动态报告

商业贸易

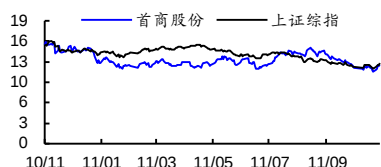
零售

**首商股份(600723)**
**推荐**

2011 年 3 季报点评

(维持评级)

## 一年该股与上证综指走势比较



## 股票数据

|                 |                    |
|-----------------|--------------------|
| 总股本 (百万股)       | 658.4/317.9        |
| 总市值 (百万元)       | 8,197.2/3,957.6    |
| 沪深 300/深圳成指     | 2,473.41/10,561.99 |
| 12 个月最 / 最低 (元) | 15.99/11.38        |

## 相关研究报告:

《首商股份-600723-规模与效率叠升周期来临》——2011-8-30

《西单商场-600723-合并新燕莎,步入新纪元》——2011-6-3

《西单商场-600723-增发方案水落石出,公司旧貌换新颜》——2010-9-1

## 证券分析师: 孙菲菲

电话: 0755-82130722

E-mail: sunff@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120031

## 联系人: 常伟

电话: 0755-82131528

E-mail: changwei@guosen.com.cn

## 季报点评

2011 年 10 月 31 日

# 业绩稳步提升, 规模效应加速显现

## ●前三季度 EPS 为 0.43 元, 内部效率提升显著

2011 年前三季度, 公司实现营业收入 85.0 亿元、净利润 2.9 亿元, 分别同比增长 24.2%、70.2%, 对应的 EPS 为 0.43 元。其中 7-9 月实现收入 26.5 亿元, 同比增长 21.7%; 净利润 0.9 亿元, 同比增长 75.5%。前三季度三项费用率提升幅度较大, 其中销售费用率 5.2%、管理费用率 7.8%, 分别同比降低 0.4、1.4 个百分点。实现毛利率 21.1%, 净利率 3.4%, 净利率比去年明显提升 0.9 个百分点, 盈利水平的提高主要来自内部费用率的下降。

## ●管理层顺利过渡, 发展战略明确

2011 年第三季度, 公司基本完成了管理层人事调整, 除原董事长继续担任新公司董事长外, 剩余高管主要来自新燕莎。整体而言, 公司管理层过渡较为顺利, 能够为后续业务整合奠定良好的基础。下一步公司将进入业务整合阶段, 依据西单和新燕莎的定位差异, 公司未来将以“燕莎主内, 西单主外”为主要发展思路, 即北京市的扩张将以燕莎商场品牌为主导, 主打高端精品百货; 北京以外地区以西单商场为品牌进行百货连锁扩张; 贵友大厦则将主打社区购物中心, 在北京及周边进行连锁扩张。目前, 首商股份总资产占首旅集团的 15%, 且资产质量较好、盈利能力较强。未来, 首旅集团剩余大量北京地区核心地段的优质物业、土地资源有望注入上市公司, 加大公司自有物业比例, 搭建公司在京内、京郊、京外加速扩张的跳板。

## ●盈利预测、估值及投资评级

公司第三季度的经营业绩稳步提升, 继续验证我们对公司进入“规模与效率叠升周期”的判断, 未来主要看点: 1) 业务整合带来管理效率的提升, 未来公司将保持较快的开店速度; 2) 运用燕莎的管理经验、西单的良好物业条件, 加上首旅商业地产项目上的大力支持, 较快地占据优质地段, 有望在年内开出重组后的首家新店; 3) 未来还有望成为首旅集团的商业平台。我们维持对公司的“推荐”评级, 预测 2011~13 年 EPS 为 0.60/0.80/1.01 元, 对应的 PE 为 21/16/12 倍。

## 盈利预测和财务指标

|              | 2009     | 2010     | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|--------------|----------|----------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)    | 2,485.56 | 2,992.86 | 11,822 | 15,132 | 18,461 |
| (+/-%)       | 6.87%    | 20.41%   | 295.0% | 28.0%  | 22.0%  |
| 净利润(百万元)     | 30.87    | 39.73    | 393    | 527    | 663    |
| (+/-%)       | 201.05%  | 28.70%   | 887.9% | 34.3%  | 25.8%  |
| 每股收益 (元)     | 0.08     | 0.10     | 0.60   | 0.80   | 1.01   |
| EBIT Margin  | 2.19%    | 2.42%    | 5.1%   | 5.3%   | 5.4%   |
| 净资产收益率 (ROE) | 2.83%    | 2.02%    | 26.9%  | 27.8%  | 27.0%  |
| 市盈率 (PE)     | 165.23   | 128.38   | 20.9   | 15.5   | 12.4   |
| EV/EBITDA    | 38.33    | 32.17    | 17.0   | 13.9   | 12.0   |
| 市净率 (PB)     | 4.68     | 2.59     | 5.62   | 4.32   | 3.34   |

## 独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 附表 1：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      | 2010        | 2011E       | 2012E       | 2013E       | 利润表 (百万元)        | 2010      | 2011E      | 2012E      | 2013E       |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|-----------|------------|------------|-------------|
| 现金及现金等价物         | 569         | 2012        | 2932        | 3992        | 营业收入             | 2993      | 11822      | 15132      | 18461       |
| 应收款项             | 80          | 316         | 405         | 494         | 营业成本             | 2343      | 9133       | 11654      | 14212       |
| 存货净额             | 234         | 928         | 1185        | 1446        | 营业税金及附加          | 27        | 98         | 125        | 153         |
| 其他流动资产           | 25          | 98          | 125         | 152         | 销售费用             | 116       | 402        | 514        | 628         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>908</b>  | <b>3354</b> | <b>4647</b> | <b>6084</b> | 管理费用             | 426       | 1585       | 2039       | 2469        |
| 固定资产             | 486         | 496         | 503         | 507         | 财务费用             | 8         | (13)       | (27)       | (39)        |
| 无形资产及其他          | 342         | 331         | 320         | 308         | 投资收益             | 0         | 0          | 0          | 0           |
| 投资性房地产           | 220         | 220         | 220         | 220         | 资产减值及公允价值变动      | (1)       | (1)        | (1)        | (1)         |
| 长期股权投资           | 0           | 0           | 0           | 0           | 其他收入             | 0         | 0          | 0          | 0           |
| <b>资产总计</b>      | <b>1956</b> | <b>4401</b> | <b>5689</b> | <b>7119</b> | 营业利润             | 71        | 615        | 825        | 1037        |
| 短期借款及交易性金融负债     | 50          | 50          | 50          | 50          | 营业外净收支           | (4)       | (4)        | (4)        | (4)         |
| 应付款项             | 314         | 1244        | 1588        | 1937        | <b>利润总额</b>      | <b>68</b> | <b>612</b> | <b>822</b> | <b>1034</b> |
| 其他流动负债           | 384         | 1506        | 1926        | 2347        | 所得税费用            | 21        | 153        | 205        | 258         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>748</b>  | <b>2800</b> | <b>3564</b> | <b>4334</b> | 少数股东损益           | 7         | 66         | 89         | 112         |
| 长期借款及应付债券        | 0           | 0           | 0           | 0           | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>40</b> | <b>393</b> | <b>527</b> | <b>663</b>  |
| 其他长期负债           | 7           | 14          | 21          | 27          |                  |           |            |            |             |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>7</b>    | <b>14</b>   | <b>21</b>   | <b>27</b>   |                  |           |            |            |             |
| <b>负债合计</b>      | <b>755</b>  | <b>2814</b> | <b>3584</b> | <b>4362</b> |                  |           |            |            |             |
| 少数股东权益           | 71          | 129         | 206         | 304         |                  |           |            |            |             |
| 股东权益             | 1130        | 1458        | 1899        | 2453        |                  |           |            |            |             |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>1956</b> | <b>4401</b> | <b>5689</b> | <b>7119</b> |                  |           |            |            |             |

| 现金流量表 (百万元)    | 2010        | 2011E       | 2012E       | 2013E        |
|----------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 净利润            | 40          | 393         | 527         | 663          |
| 资产减值准备         | (1)         | (1)         | 0           | 0            |
| 折旧摊销           | 62          | 45          | 48          | 51           |
| 公允价值变动损失       | 1           | 1           | 1           | 1            |
| 财务费用           | 8           | (13)        | (27)        | (39)         |
| 营运资本变动         | 67          | 1055        | 398         | 400          |
| 其它             | 7           | 59          | 78          | 98           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>176</b>  | <b>1551</b> | <b>1052</b> | <b>1213</b>  |
| 资本开支           | (8)         | (44)        | (44)        | (44)         |
| 其它投资现金流        | 0           | 0           | 0           | 0            |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(8)</b>  | <b>(44)</b> | <b>(44)</b> | <b>(44)</b>  |
| 权益性融资          | 0           | 0           | 0           | 0            |
| 负债净变化          | 0           | 0           | 0           | 0            |
| 支付股利、利息        | (5)         | (65)        | (87)        | (109)        |
| 其它融资现金流        | (15)        | 0           | 0           | 0            |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>(26)</b> | <b>(65)</b> | <b>(87)</b> | <b>(109)</b> |
| <b>现金净变动</b>   | <b>143</b>  | <b>1442</b> | <b>921</b>  | <b>1060</b>  |
| 货币资金的期初余额      | 427         | 569         | 2012        | 2932         |
| 货币资金的期末余额      | 569         | 2012        | 2932        | 3992         |
| 企业自由现金流        | 201         | 1508        | 1001        | 1157         |
| 权益自由现金流        | 186         | 1518        | 1021        | 1186         |

| 关键财务与估值指标     | 2010  | 2011E | 2012E  | 2013E |
|---------------|-------|-------|--------|-------|
| 每股收益          | 0.10  | 0.60  | 0.80   | 1.01  |
| 每股红利          | 0.01  | 0.10  | 0.13   | 0.17  |
| 每股净资产         | 2.76  | 2.22  | 2.88   | 3.73  |
| ROIC          | 5%    | 64%   | -7327% | -184% |
| ROE           | 4%    | 27%   | 28%    | 27%   |
| 毛利率           | 22%   | 23%   | 23%    | 23%   |
| EBIT Margin   | 3%    | 5%    | 5%     | 5%    |
| EBITDA Margin | 5%    | 5%    | 6%     | 6%    |
| 收入增长          | 20%   | 295%  | 28%    | 22%   |
| 净利润增长率        | 32%   | 888%  | 34%    | 26%   |
| 资产负债率         | 42%   | 67%   | 67%    | 66%   |
| 息率            | 0.1%  | 1.3%  | 1.7%   | 2.1%  |
| P/E           | 128.4 | 20.9  | 15.5   | 12.4  |
| P/B           | 4.5   | 5.6   | 4.3    | 3.3   |
| EV/EBITDA     | 40.9  | 17.0  | 13.9   | 12.0  |

资料来源：国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别   | 定义                                 |
|------------|------|------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上          |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间      |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间  |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上          |
| 行业<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上        |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间    |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间 |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上         |

## 风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 国信证券经济研究所团队成员

|                  |                    |                |                    |               |                    |
|------------------|--------------------|----------------|--------------------|---------------|--------------------|
| <b>宏观</b>        |                    | <b>固定收益</b>    |                    | <b>策略</b>     |                    |
| 周炳林              | 0755-82130638      | 李怀定            | 021-60933152       | 黄学军           | 021-60933142       |
| 林松立              | 010-66026312       | 侯慧娣            | 021-60875161       | 林丽梅           | 021-60933157       |
| 崔 嵘              | 021-60933159       | 张 旭            | 010-66026340       |               |                    |
|                  |                    |                |                    | <b>技术分析</b>   |                    |
|                  |                    |                |                    | 闫 莉           | 010-88005316       |
| <b>交通运输</b>      |                    | <b>银行</b>      |                    | <b>房地产</b>    |                    |
| 郑 武              | 0755- 82130422     | 邱志承            | 021- 60875167      | 方 焱           | 0755-82130648      |
| 陈建生              | 0755- 82133766     | 黄 颢            | 0755-82133476      | 区瑞明           | 0755-82130678      |
| 岳 鑫              | 0755- 82130432     |                |                    | 黄道立           | 0755- 82133397     |
| 周 俊              | 0755-82130833-6215 |                |                    |               |                    |
| 糜怀清              | 021-60933167       |                |                    |               |                    |
| <b>商业贸易</b>      |                    | <b>汽车及零配件</b>  |                    | <b>钢铁及新材料</b> |                    |
| 孙菲菲              | 0755-82130722      | 左 涛            | 021-60933164       | 郑 东           | 010- 66025270      |
| 祝 彬              | 021-60933156       |                |                    | 秦 波           | 010-66026317       |
| 常 伟              |                    |                |                    | 郭 莹           | 010-88005303       |
| <b>机械</b>        |                    | <b>基础化工</b>    |                    | <b>医药</b>     |                    |
| 郑 武              | 0755- 82130422     | 刘旭明            | 010-66025272       | 贺平鸽           | 0755-82133396      |
| 陈 玲              | 0755-82130646      | 张栋梁            | 0755-82130532      | 丁 丹           | 0755- 82139908     |
| 杨 森              | 0755-82133343      | 罗 洋            | 0755-82150633      | 杜佐远           | 0755-82130473      |
| 后立尧              | 010-88005327       | 吴琳琳            | 0755-82130833-1867 | 胡博新           | 0755-82133263      |
|                  |                    | 梁 丹            | 0755- 82134323     | 刘 勃           | 0755-82130833-1845 |
| <b>电力设备与新能源</b>  |                    | <b>传媒</b>      |                    | <b>有色金属</b>   |                    |
| 杨敬梅              | 021-60933160       | 陈财茂            | 010-88005322       | 彭 波           | 0755-82133909      |
| 张 弢              | 010-88005311       | 刘 明            | 010-88005319       | 龙 飞           |                    |
| <b>电力与公用事业</b>   |                    | <b>非银行金融</b>   |                    | <b>通信</b>     |                    |
| 谢达成              | 021-60933161       | 邵子钦            | 0755- 82130468     | 严 平           | 021-60875165       |
|                  |                    | 田 良            | 0755-82130513      | 唐俊杰           | 021-60875160       |
|                  |                    | 童成敦            | 0755-82130513      |               |                    |
| <b>造纸</b>        |                    | <b>家电</b>      |                    | <b>计算机</b>    |                    |
| 李世新              | 0755-82130565      | 王念春            | 0755-82130407      | 段迎晟           | 0755- 82130761     |
| 邵 达              | 0755-82130706      | 朱少凌            | 0755-82130646      | 欧阳仕华          | 0755-82151833      |
| <b>电子元器件</b>     |                    | <b>纺织服装</b>    |                    | <b>农业</b>     |                    |
| 段迎晟              | 0755- 82130761     | 方军平            | 021-60933158       | 张 如           | 021-60933151       |
| 高耀华              | 010-88005321       |                |                    |               |                    |
| 熊 丹              | 0755-82133528      |                |                    |               |                    |
| <b>建材</b>        |                    | <b>旅游</b>      |                    | <b>食品饮料</b>   |                    |
| 郑 东              | 010- 66025270      | 曾 光            | 0755-82150809      | 黄 茂           | 0755-82138922      |
| 马 彦              | 010-88005304       | 钟 潇            | 0755-82132098      |               |                    |
| <b>建筑</b>        |                    | <b>新兴产业</b>    |                    | <b>研究支持</b>   |                    |
| 邱 波              | 0755-82133390      | 陈 健            | 010-66022025       | 沈 瑞           | 0755-82132998      |
| 刘 萍              | 0755-82130678      | 李筱筠            | 010-66026326       | 余 辉           | 0755-82130741      |
|                  |                    | 孙 伟            | 010- 66026320      | 王越明           | 0755-82130478      |
| <b>量化投资产品</b>    |                    | <b>基金评价与研究</b> |                    | <b>量化投资策略</b> |                    |
| 焦 健              | 0755-82133928      | 杨 涛            | 0755-82133339      | 葛新元           | 0755-82133332      |
| 周 琦              | 0755-82133568      | 康 亢            | 010-66026337       | 董艺婷           | 021-60933155       |
| 邓 岳              | 0755- 82150533     | 刘舒宇            | 0755-82133568      | 郑 云           | 021-60875163       |
|                  |                    | 李 腾            | 0755-82130833-6223 | 毛 甜           | 021-60933154       |
|                  |                    | 刘 洋            | 0755-82150566      | 李荣兴           | 021-60933165       |
|                  |                    | 潘小果            | 0755-82130843      | 郑亚斌           |                    |
|                  |                    | 蔡乐祥            | 0755-82130833-1368 |               |                    |
|                  |                    | 钱 晶            | 0755-82130833-1367 |               |                    |
| <b>量化交易策略与技术</b> |                    | <b>数据与系统支持</b> |                    |               |                    |
| 戴 军              | 0755-82133129      | 赵斯尘            | 021-60875174       |               |                    |
| 黄志文              | 0755-82133928      | 徐左乾            | 0755-82133090      |               |                    |
| 彭甘霖              | 0755-82133259      | 李扬之            | 0755-82136165      |               |                    |

|     |                     |     |               |
|-----|---------------------|-----|---------------|
| 秦国文 | 0755-82133528       | 陈爱华 | 0755-82133397 |
| 韦 敏 | 0755-82130833-3772  | 袁 剑 | 0755-82139918 |
| 张璐楠 | 0755-82130833- 1379 |     |               |

### 国信证券机构销售团队

| 华北区（机构销售一部） |                                                       | 华东区（机构销售二部） |                                                      | 华南区（机构销售三部） |                                                        |
|-------------|-------------------------------------------------------|-------------|------------------------------------------------------|-------------|--------------------------------------------------------|
| 王立法         | 010-66026352<br>13910524551<br>wanglf@guosen.com.cn   | 盛建平         | 021-60875169<br>15821778133<br>shengjp@guosen.com.cn | 魏 宁         | 0755-82133492<br>13823515980<br>weining@guosen.com.cn  |
| 王晓建         | 010-66026342<br>13701099132<br>wangxj@guosen.com.cn   | 马小丹         | 021-60875172<br>13801832154<br>maxd@guosen.com.cn    | 林 莉         | 0755-82133197<br>13824397011<br>linli2@guosen.com.cn   |
| 焦 骥         | 010-66026343<br>13601094018<br>jiaojian@guosen.com.cn | 郑 毅         | 021-60875171<br>13795229060<br>zhengyi@guosen.com.cn | 邵燕芳         | 0755-82133148<br>13480668226<br>shaoyf@guosen.com.cn   |
| 李文英         | 010-88005334<br>13910793700<br>liwying@guosen.com.cn  | 黄胜蓝         | 021-60875166<br>13761873797<br>huangsl@guosen.com.cn | 王昊文         | 0755-82130818<br>18925287888<br>wanghaow@guosen.com.cn |
| 赵海英         | 010-66025249<br>13810917275<br>zhaohy@guosen.com.cn   | 刘 塑         | 021-60875177<br>13817906789<br>liusu@guosen.com.cn   | 甘 墨         | 0755-82133456<br>15013851021<br>ganmo@guosen.com.cn    |
| 原 祎         | 010-88005332<br>15910551936<br>yuanyi@guosen.com.cn   | 叶琳菲         | 021-60875178<br>13817758288<br>yelf@guosen.com.cn    | 段莉娟         | 0755-82130509<br>18675575010<br>duanlj@guosen.com.cn   |
|             |                                                       | 孔华强         | 021-60875170<br>13681669123<br>konghq@guosen.com.cn  | 徐 冉         | 0755-82130655<br>13632580795<br>xuran1@guosen.com.cn   |
|             |                                                       |             |                                                      | 颜小燕         | 0755-82133147<br>13590436977<br>yanxy@guosen.com.cn    |
|             |                                                       |             |                                                      | 赵晓曦         | 0755-82134356<br>15999667170<br>zhaoxxi@guosen.com.cn  |
|             |                                                       |             |                                                      | 郑 灿         | 0755-82133043<br>13421837630<br>zhengcan@guosen.com.cn |