

高端门店增速放缓，奥特莱斯增长稳健

首商股份 (600723.SH)

推荐 维持评级

投资要点:

● 多因素叠加拖累行业增速放缓

近期，我们对北京地区百货行业进行了实地调研，发现行业增速出现放缓迹象，高端百货尤其突出。我们分析有如下几点原因：1、宏观经济增速放缓的影响开始在消费市场显现。2、零售渠道格局发生改变，竞争加剧。3、金价震荡，黄金珠宝消费出现明显下滑。4、气候偏暖以及服装提价幅度较大，导致冬装销售不旺。我们认为，前两个因素对行业的影响是缓慢且长期的，不会一蹴而就，并且百货行业仍存在来自于内生性的变革动力，这将在一定程度上抵消负面因素的影响。后两个因素则对行业的影响相对较短，随着春节传统销售旺季的来临，以及大规模打折促销的展开，行业四季度增速有望得到修正，我们预计行业全年增速依然保持 20% 以上。而由于高基数效应，2012 年一季度行业将面临考验。

● 多品牌、多业态、多区域护航业绩稳健增长

公司 2011 年没有拓展新门店，收入提升全部来自于内生性增长，多品牌、多业态、多区域的运营模式令公司抵御行业风险的能力较强。我们预计 2011 年全年北京地区销售收入增速在 18% 左右，其中百货门店同店增速在 15% 左右，奥特莱斯增速有望超过 28%。位于成都、新疆、兰州的外阜门店受益当地的消费升级与消费普及，同店增速有望超过 30%。在不考虑外延扩张的背景下，我们预计公司 2012-2013 年营业收入增速为 20-22%。随着管理层磨合到位，公司发展战略日益清晰，预计明后两年公司外延扩张将有序展开。

● 投资建议

考虑行业增速放缓的因素，我们对公司业绩进行了小幅调整，预计 2011-2013 年公司营业收入复合增速为 20.90%，归属于母公司净利润复合增速为 24.6%，EPS 分别为 0.57 元、0.70 元和 0.88 元，对应市盈率为 21X、17X、13X。公司未来一年无大规模外延扩张，增长主要来自于现有门店，公司对业务条线的整合正在逐步展开，协同效应的释放将提升公司毛利率水平，进一步降低费用率水平，在行业增长存在一定不确定因素背景下，公司稳健的经营作风和较为确定的业绩增速将提供一定的安全边际。从中长期看，我们看好公司多品牌、多业态、多资源的立体化商业运营模式，公司治理结构的进一步完善有利于提升公司的盈利能力，外延扩张的重启将引领公司突破成长天花板。我们认为公司适宜于追求稳健回报的长线投资者，维持“推荐”评级。

分析师

陈雷

☎: (8610) 6656 8162

✉: chenlei_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020010

卞晓宁

☎: (8610) 6656 8482

✉: bianxiaoning@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511060003

市场数据

时间 2011.11.30

A 股收盘价 (元)	11.67
A 股一年内最高价 (元) *	17.07
A 股一年内最低价 (元) *	11.31
上证指数	2333
市净率	3.0
总股本 (万股)	65841
实际流通 A 股 (万股)	31788
限售 A 股 (万股)	34053
流通 A 股市值 (亿元)	37.10

注: *价格未复权

相关研究

- 1、首商股份 (600723.SH): 内生增长稳健，利润大幅提升
- 2、西单商场 (600723): 协同发展提升盈利能力 (20110830)
- 3、西单商场 (600723): 品牌、业态、资源铸造商业旗舰 (20110630)
- 4、西单商场 (600723): 优势互补，协同发展 (20101123)

表 1: 首商股份 (600723) 财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	2329	2662	3024	3956	5304	营业收入	2486	2993	12095	14651	17680
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	1931	2343	9593	11615	14009
应收账款	48	46	133	161	194	营业税金及附加	20	27	97	117	141
预付款项	23	25	34	46	60	销售费用	121	116	619	740	883
其他应收款	27	34	97	117	141	管理费用	346	426	971	1173	1410
存货	254	234	788	955	1151	财务费用	11	8	24	29	35
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	2	1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	523	485	908	1031	1272	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	141	220	360	汇兑收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0	营业利润	55	71	791	975	1200
无形资产	355	342	262	225	187	营业外收支净额	-5	-4	0	0	0
长期待摊费用	60	68	46	39	33	税前利润	50	68	791	975	1200
资产总计	1875	1956	5584	6901	8854	减: 所得税	14	21	214	263	300
短期借款	72	50	780	1124	1554	净利润	35	47	577	712	900
应付票据	5	9	32	38	46	归属母公司净利	30	40	374	458	580
应付账款	300	305	788	955	1151	少数股东损益	5	7	204	254	320
预收款项	117	149	209	283	371	基本每股收益	0.07	0.10	0.57	0.70	0.88
应付职工薪酬	81	71	571	571	571	稀释每股收益	0.07	0.10	0.57	0.70	0.88
应交税费	17	23	23	23	23	财务指标					
其他应付款	129	141	391	391	391	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	6.9%	20.4%	304.1%	21.1%	20.7%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	124.3%	19.4%	907.5%	23.2%	23.0%
预计负债	0	3	3	3	3	净利润增长率	-198.9%	31.5%	840.5%	22.5%	26.7%
负债合计	721	755	2801	3391	4114	盈利性					
股东权益合计	1154	1201	2670	3381	4282	销售毛利率	22.3%	21.7%	20.7%	20.7%	20.8%
现金流量表						销售净利率	1.2%	1.3%	3.1%	3.1%	3.3%
净利润	35	47	577	712	900	ROE	2.8%	2.5%	20.4%	28.6%	18.4%
折旧与摊销	121	120	128	142	163	ROIC	7.20%	9.20%	10.20%	12.40%	14.60%
经营活动现金流	183	246	1334	902	1124	估值倍数					
投资活动现金流	53	43	-300	-300	-500	PE	168.9	128.4	20.6	16.8	13.2
融资活动现金流	1754	44	175	330	725	P/S	2.1	1.7	0.6	0.5	0.4
现金净变动	1990	332	1208	932	1348	P/B	2.5	4.2	2.9	2.3	1.8
期初现金余额	339	2329	2662	3024	3956	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	2329	2662	3870	3956	5304	EV/EBITDA	12.5	13.6	6.2	4.8	3.5

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

陈雷，商贸行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

卞晓宁，商贸行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

北京地区：傅楚雄	010-83574171	fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：于淼	021-20257811	yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn