

剥离亏损门店包袱，减轻盈利压力负担

公司研究简报

◆公告梗概：

董事会批准核销青海西单商场长期股权投资 2450 万元，该项长期股权投资在以前年度已全额计提长期股权投资减值准备；核销公司对青海西单商场的债权 7154 万元，该项债权由于青海西单商场已经清算完毕，并已全额计提了坏帐准备金，对公司 2011 年经营业绩无重大影响。

◆剥离外埠亏损门店，提高未来盈利能力：

青海西单商场有限公司自2004年12月组建以来，相继在西宁开办了创新百货店、城南超市店和格尔木西单商场超市店，由于产品定位及选址等问题，加上异地门店培育期较长，门店的业绩并不理想，连年亏损严重。为减少损失，公司于2008年果断关闭了调整无望的青海创新百货店，力争将公司关店损失降到最低。今年6月份，公司开始对青海西单商场进行清算工作，截止目前清算工作已经全部完成，2005-2010年青海西单商场累计亏损总额 9596 万元（其中2008/2009/2010年，青海西单分别亏损3308/1701/1156万元），对原西单商场业绩造成一定影响。目前公司通过关闭外埠亏损门店，盈利压力大为减小。我们认为原西单商场自身经营情况通过外部亏损门店的剥离，未来几年的业绩增速将值得期待。

◆维持买入评级，六个月目标价 14.8 元：

由于我们模型中已经剔除了青海店的盈利预测，故维持公司2011-2013年EPS分别为0.58/0.74/0.91元的预测，以2010年为基期三年复合增长率 35.80%（已考虑2010年合并报表因素），考虑到目前零售板块估值中枢的下移，我们调整6个月元目标价至14.8元，对应2012年20倍市盈率。从公司3Q2011业绩来看，公司重组的协同效应已初步显现，原西单和新燕莎净利润增速均有较大突破，预计未来随着整合的深入，通过资源整合及供应链、物流共享等方式，原西单商场各门店，尤其是北京地区的亏损门店的业绩改善和提升的空间很大，因此公司的净利润增速未来几年仍能保持较稳健的增速。而原燕莎购物中心及奥特莱斯等新业态占合并后公司经营面积的1/3以上，未来首商股份将形成多业态、多品牌的立体化商业运营态势，符合零售业态发展趋势，发展空间较大。维持买入评级。

◆风险提示：

企业整合效果不佳，业绩低于预期；宏观经济增长速度低于预期

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	2,486	2,993	12,412	14,701	16,889
营业收入增长率	6.87%	20.41%	314.73%	18.44%	14.88%
净利润（百万元）	30	40	382	488	599
净利润增长率	-198.87%	31.54%	860.24%	27.95%	22.65%
EPS（元）	0.05	0.06	0.58	0.74	0.91
ROE（归属母公司）	2.79%	3.51%	9.59%	10.93%	11.82%
P/E	213	162	17	13	11

买入（维持）

当前价/目标价：9.76/14.80 元

目标期限：6个月

分析师

唐佳睿 CFA FRM CAIA

(执业证书编号：S0930510120009)

021-22169161

tangjiarui@ebcn.com

联系人

梁江泽

021-22169312

liangjiz@ebcn.com

市场数据

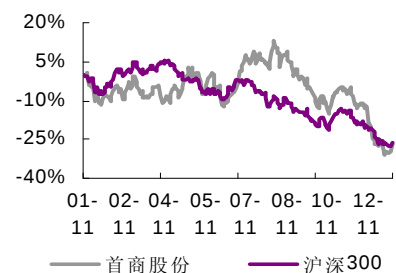
总股本(亿股)：6.58

总市值(亿元)：64.26

一年最低/最高(元)：9.06/15.40

近3月换手率：17.50%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-8.57	-9.39	2.18
绝对	-17.78	-18.52	-22.84

相关研报

首商股份：业绩符合预期，规模和整合效应初露端倪---3Q2011 季报点评

..... 2011-10-30

首商股份：业绩符合预期，重组后的首份满意答卷---1H2011 中报点评

..... 2011-08-29

首商股份：腾笼换鸟，老树新枝---公司动态报告

..... 2011-08-28

图表 1：首商股份 EPS 拆分明细¹

2007-2013 年首商股份 EPS 拆分明细（最新更新日期：2011 年 8 月 26 日）

门店	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
总店+天通苑	0.02	0.00	-0.07	0.08	0.05	0.04	0.05	0.06
十里堡店	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.05	-0.02	-0.01	0.01
友谊商店	-0.00	-0.00	-0.01	-0.00	-0.00	-0.00	0.00	0.00
万方西单商场	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	0.00	0.00
西单兰州店	-0.02	-0.00	-0.01	0.00	0.01	0.01	0.02	0.03
西单成都店	-0.00	-0.00	-0.00	0.00	0.01	0.02	0.02	0.03
西单新疆店	0.00	0.01	0.02	0.02	0.03	0.04	0.06	0.07
光彩伟业	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
法雅商贸	0.00	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.03	0.04
谊星商业投资	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02
西羽戎腾商贸	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02
四川金鹏食品	0.00	-0.00	-0.02	-0.01	-0.01	-0.01	-0.00	-0.00
青海西单商场	-0.01	-0.03	-0.05	-0.02	-0.02	0.00	0.00	0.00
河北金鹰食品	-0.01	-0.02	-0.02	-0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00
燕莎商城	0.00	0.08	0.11	0.14	0.22	0.29	0.37	0.45
贵友大厦	0.00	0.01	0.01	0.02	0.02	0.03	0.03	0.04
新燕莎商业	0.00	0.04	0.05	0.06	0.10	0.17	0.21	0.24
误差项	0.03	-0.07	0.15	-0.06	-0.04	-0.06	-0.07	-0.09
总计	0.02	0.03	0.17	0.24	0.36	0.58	0.74	0.91

资料来源：公司公告、光大证券研究所

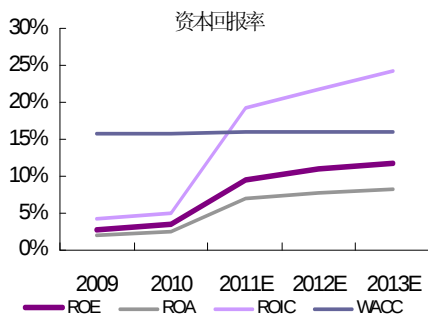
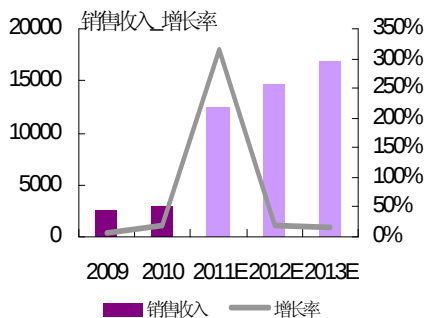
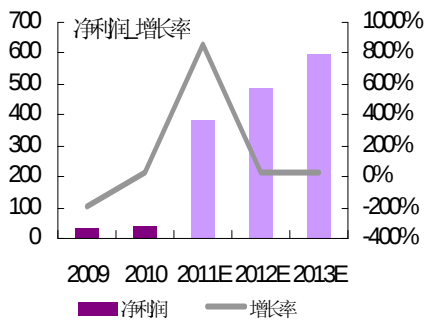
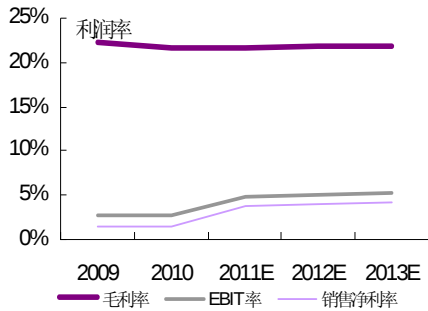
相关报告：

20110828 首商股份：腾笼换鸟，老树新枝---公司动态报告

20110829 首商股份：业绩符合预期，重组后的首份满意答卷---1H2011 中报点评

20111030 首商股份：业绩符合预期，规模和整合效应初露端倪---3Q2011 季报点评

¹ 2006、2007 年仅考虑了原西单商场的业务，2008 及 2008 年以后考虑了新燕莎业务，但未剔除关联交易情况。



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,486	2,993	12,412	14,701	16,889
营业成本	1,931	2,343	9,727	11,497	13,187
折旧和摊销	80	88	68	69	70
营业税费	20	27	124	147	169
销售费用	121	116	422	500	557
管理费用	346	426	1,539	1,823	2,077
财务费用	11	8	-27	-52	-63
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	55	71	615	784	958
利润总额	50	68	615	784	958
少数股东损益	5	7	80	100	120
归属母公司净利润	30.21	39.73	381.53	488.18	598.75

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,875	1,956	6,535	7,545	8,662
流动资产	779	908	5,656	6,685	7,823
货币资金	427	569	4,210	4,974	5,875
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	48	46	233	276	318
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	27	34	149	176	186
存货	254	234	967	1,144	1,313
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	523	485	475	465	453
无形资产	355	342	325	309	294
总负债	721	755	2,405	2,827	3,226
无息负债	649	705	2,405	2,827	3,226
有息负债	72	50	0	0	0
股东权益	1,154	1,201	4,130	4,718	5,437
股本	410	410	658	658	658
公积金	854	854	3,111	3,160	3,220
未分配利润	-181	-134	210	649	1,188
少数股东权益	71	71	151	251	371

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	133	214	1,096	762	888
净利润	30	40	382	488	599
折旧摊销	80	88	68	69	70
净营运资金增加	14	34	1,197	278	254
其他	8	53	-550	-74	-35
投资活动产生现金流	3	-38	101	-50	-50
净资本支出	1	43	50	50	50
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	2	-82	51	-100	-100
融资活动现金流	-48	-34	2,444	52	63
股本变化	0	0	249	0	0
债务净变化	-28	-22	-50	0	0
无息负债变化	59	56	1,700	422	398
净现金流	87	142	3,641	764	901

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	6.87%	20.41%	314.73%	18.44%	14.88%
净利润增长率	-198.87%	31.54%	860.24%	27.95%	22.65%
EBITDA 增长率	39.02%	14.61%	292.23%	22.06%	20.55%
EBIT 增长率	1871.99%	21.69%	637.86%	24.41%	22.31%
估值指标					
PE	213	162	17	13	11
PB	6	6	2	1	1
EV/EBITDA	28	24	7	6	5
EV/EBIT	63	51	8	6	5
EV/NOPLAT	88	73	11	9	7
EV/Sales	2	1	0	0	0
EV/IC	4	4	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	22.32%	21.71%	21.63%	21.80%	21.92%
EBITDA 率	5.87%	5.59%	5.29%	5.45%	5.72%
EBIT 率	2.64%	2.66%	4.74%	4.98%	5.30%
税前净利润率	2.00%	2.26%	4.96%	5.33%	5.67%
税后净利润率 (归属母公	1.22%	1.33%	3.07%	3.32%	3.55%
ROA	1.89%	2.41%	7.06%	7.80%	8.30%
ROE (归属母公司) (摊	2.79%	3.51%	9.59%	10.93%	11.82%
经营性 ROIC	4.19%	5.04%	19.37%	21.64%	24.24%
偿债能力					
流动比率	1.08	1.21	2.36	2.37	2.43
速动比率	0.73	0.90	1.96	1.96	2.02
归属母公司权益/有息债务	15.04	22.61	-	-	-
有形资产/有息债务	20.25	30.90	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.05	0.06	0.58	0.74	0.91
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.20	0.33	1.66	1.16	1.35
每股自由现金流(FCFF)	0.17	0.10	-1.10	0.44	0.67
每股净资产	1.65	1.72	6.04	6.78	7.69
每股销售收入	3.78	4.55	18.85	22.33	25.65

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

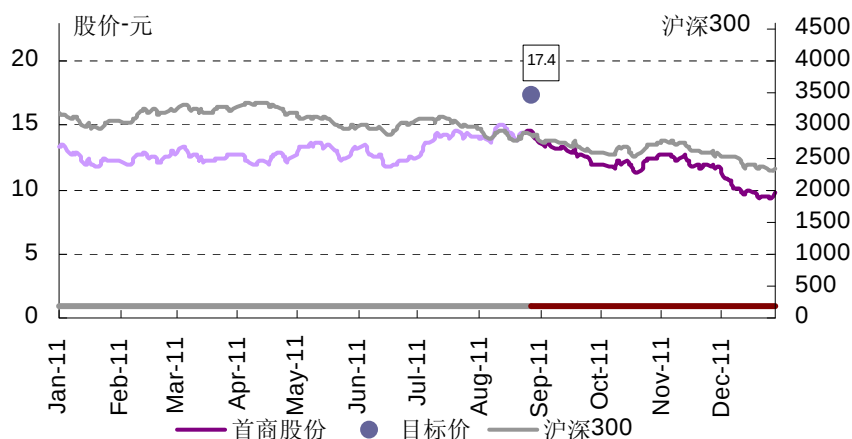
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿，毕业于德国波恩大学国民经济学，获得 CFA CAIA FRM 证书，现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。2011 年获得商贸零售业“水晶球奖”第五名，“金牛奖”第五名，2011 年新财富最佳分析师商贸零售业第六名。

投资建议历史表现图

首商股份（600723）



日期	股价	目标价	评级
2011-08-28	14.43	17.40	买入
2011-08-29	14.57	17.40	买入
2011-10-30	12.45	18.00	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebscn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebscn.com