

北京地区门店增速放缓, 2011 年业绩略低于预期

投资要点:

● 2011 年业绩略低于预期

经初步测算, 预计公司 2011 年 1—12 月实现归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长 770% 左右, 对应实现归属上市股东净利润约为 34,567 万元, 对应 EPS 为 0.53 元, 略低于此前我们对 EPS0.57 元的预期。

● 多因素叠加拖累四季度业绩

按可比口径, 公司 2011 年前三季度营业收入同比增长 24.20%, 归属母公司净利润同比增长 69.63%, 每股收益为 0.43 元。通过倒推公司四季度收入增速为 16.85%, 归属母公司净利润增速为 0.98%, 下滑明显。通过对北京地区百货门店调研, 2011 年四季度以来行业增速放缓趋势已经形成, 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, 高端百货影响尤其突出。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。前两个因素对行业的影响是缓慢且长期的, 不会一蹴而就, 而叠加 2011 年高基数效应, 我们判断 2012 年一季度公司业绩仍将面临一定考验。

● 多品牌、多业态、多区域护航业绩增长

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。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。

● 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下调, 预计 2011-2013 年公司营业收入复合增速为 18.36%, 归属于母公司净利润复合增速为 20.45%, EPS 分别为 0.53 元、0.64 元和 0.77 元, 对应市盈率分别为 17.8X、14.7X、12.3X。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。

首商股份 (600723.SH)**推荐 维持评级**

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 2012.1.31

A 股收盘价 (元)	9.41
A 股一年内最高价 (元) *	17.07
A 股一年内最低价 (元) *	9.02
上证指数	2285.04
市净率	2.3
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)	30.52

注: *价格未复权

相关研究

- 1、首商股份 (600723.SH): 高端门店增速放缓, 奥特莱斯增长稳健 (20111130)
- 2、首商股份 (600723.SH): 内生增长稳健, 利润大幅提升 (20111030)
- 3、西单商场 (600723): 协同发展提升盈利能力 (20110830)
- 4、西单商场 (600723): 品牌、业态、资源铸造商业旗舰 (20110630)
- 5、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	2960	3790	4976	营业收入	2486	2993	11840	14038	16588
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	1931	2343	9347	11084	13110
应收账款	48	46	130	154	182	营业税金及附加	20	27	95	112	133
预付款项	23	25	34	45	58	销售费用	121	116	608	713	839
其他应收款	27	34	95	112	133	管理费用	346	426	1016	1187	1397
存货	254	234	768	911	1078	财务费用	11	8	24	28	33
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	752	914	1076
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	752	914	1076
资产总计	1875	1956	5495	6679	8430	减: 所得税	14	21	203	247	269
短期借款	72	50	780	1124	1554	净利润	35	47	549	667	807
应付票据	5	9	31	36	43	归属母公司净利	30	40	348	421	504
应付账款	300	305	768	911	1078	少数股东损益	5	7	201	246	303
预收款项	117	149	208	278	361	基本每股收益	0.07	0.10	0.53	0.64	0.77
应付职工薪酬	81	71	571	571	571	稀释每股收益	0.07	0.10	0.53	0.64	0.77
应交税费	17	23	23	23	23						
其他应付款	129	141	391	391	391	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
其他流动负债	0	0	0	0	0	成长性					
长期借款	0	0	0	0	0	营收增长率	6.9%	20.4%	295.6%	18.6%	18.2%
预计负债	0	3	3	3	3	EBIT 增长率	124.3%	19.4%	858.3%	21.4%	17.8%
负债合计	721	755	2779	3341	4028	净利润增长率	-198.9%	31.5%	774.8%	21.0%	19.9%
股东权益合计	1154	1201	2641	3308	4115	盈利性					
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	销售毛利率	22.3%	21.7%	21.1%	21.0%	21.0%
净利润	35	47	549	667	807	销售净利率	1.2%	1.3%	2.9%	3.0%	3.0%
折旧与摊销	121	120	128	142	163	ROE	2.8%	2.5%	19.4%	26.5%	16.6%
经营活动现金流	183	246	1308	860	1031	ROIC	7.20%	9.20%	10.20%	12.40%	14.60%
投资活动现金流	53	43	-300	-300	-500	估值倍数					
融资活动现金流	1754	44	175	271	655	PE	168.9	128.4	17.8	14.7	12.3
现金净变动	1990	332	1183	830	1186	P/S	2.1	1.7	0.5	0.4	0.4
期初现金余额	339	2329	2662	2960	3790	P/B	2.5	4.2	2.3	1.9	1.5
期末现金余额	2329	2662	3845	3790	4976	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						EV/EBITDA	12.5	13.6	4.9	3.9	3.0

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