

银座股份 (600858)

扩张步伐可能放慢、盈利或改善

投资评级 推荐 评级调整 首次推荐 收盘价 18.14 元

投资要点：

- 1、**银座集团股份有限公司是山东省内的优势企业。**银座集团股份有限公司，是山东省国资委全资子公司山东省商业集团的控股子公司。其销售规模按照占社会消费品零售总额的比重来看，已经具有一定的规模优势。从公开信息来看，公司大股东山东省商业集团，2010 年销售收入达到 370 亿元。是典型的大集团，小公司。
- 2、**区域零售龙头发展空间大。**规模以上的零售企业其销售收入占社消总额的比重呈现了一个稳步上升的趋势。我们的零售行业还处在低集中度竞争的时代。区域性的消费习惯，经销商的区域性特征，都会导致区域销售龙头的存在。同时，随着二线城市、县乡一级市场的发展与成熟，区域性龙头的发展空间较大。
- 3、**扩张策略不变、步伐可能放慢。**根据近年零售行业的发展趋势，我们推断，公司扩张的步伐不会改变。但是支持公司以重资产扩张的资金来源可能遇到障碍。因此，我们认为扩张的步伐会放慢，特别是自购土地、自建门店的方式可能受到限制。因此，未来的同比业绩出现改善是一个大概率事件。
- 4、**低市值、低 P/S。**PS 是零售类企业重要的估值标准，从上市公司的 P/S 来看，银座股份的 P/S 较低，仅高于大商股份，同时银座股份的市值也只有 52 亿元。因此我们认为从多角度估值来看，银座股份存在一定的投资价值。
- 5、**给予“推荐”评级，建议长期关注。**预计 2011/2012/2013 EPS 0.44/0.76/1.10，PE40/23/17。我们认为公司新开门店众多，盈利预测遇到的各种不确定性因素多，建议长期关注。

重要财务指标

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	8795	10730	13197	16365
收入同比(%)	38%	22%	23%	24%
归属母公司净利润	111	128	220	293
净利润同比(%)	-39%	15%	72%	33%
毛利率(%)	18.2%	17.4%	17.5%	17.5%
ROE(%)	5.2%	5.7%	8.9%	10.6%
每股收益(元)	0.38	0.44	0.76	1.01
P/E	47.25	40.98	23.85	17.87
P/B	2.44	2.32	2.11	1.89
EV/EBITDA	14	15	11	9

发布时间：2011 年 12 月 8 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	27.44/16.22
上证指数/深圳成指	2332.73/9606.25
50 日均成交额(百万元)	33.30
市净率(倍)	2.44
股息率	0.28%

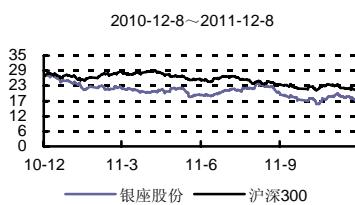
基础数据

流通股(百万股)	263.43
总股本(百万股)	288.93
流通市值(百万元)	4778.56
总市值(百万元)	5241.12
每股净资产(元)	7.43
净资产负债率	270.26%

股东信息

大股东名称	山东省商业集团有限公司
持股比例	19.49%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

《国元证券公司研究-银座股份 600858 公司调研报告：快速成长的山东商业巨头》，

联系方式

研究员：	施雪清
执业证书编号:	S0020511030014
电 话：	021-51097188-1826
电 邮：	shixueqing@gyzq.com.cn

联系人：程维

电 话：(0551) 2207936

电 邮：chengwei@gyzq.com.cn

地 址：中国安徽省合肥市寿春路 179 号
(230001)

目 录

一、区域零售行业龙头大有作为	4
1.1 零售行业的集中度还相对较低.....	4
1.2 区域性零售龙头大有作为	4
二、银座股份是山东地区的优势零售企业	5
三、近年扩张加速、利润增速下滑	5
3.1 公司扩张加速	5
3.2 重资产方式扩张、利润增速下滑明显.....	6
3.3 扩张策略不变、步伐可能放慢.....	7
四、资产注入是解决同业竞争的方式	8
4.1 银座商城股份有限公司.....	8
4.2 资产注入可期	9
六、从 P/S 角度看公司	9
七、盈利预测与投资建议	10

图表：

表 1：规模以上零售企业销售收入占社会消费品零售总额的比重	4
表 2：2010 年中国连锁百强前 9 名	4
表 3：2010 年中国连锁百强区域性零售企业排名	4
表 4：银座股份销售收入占山东省社会消费品零售总额的比重	5
表 5：募集资金情况	6
表 6：自 2007 年以来银座股份扩张一览	6
表 7：银座股份期间费用率变化	7
表 8：银座商城股份有限公司扩张情况（没有剔除已注入门店）	7
表 9：银座集团股份有限公司和银座商城股份有限公司规模对比	9
表 10：两次资产注入的方式	9
表 11：上市零售类企业 P/S 一览	10

图 1：银座股份股东	5
图 2：银座股份固定资产规模变化	6
图 3：银座股份销售收入增速与净利润增速	7
图 4：银座股份资产负债率	8
图 5：银座股份短期负债+长期负债	8
图 6：银座商城股份有限公司股权结构	9

一、区域零售行业龙头大有作为

1.1 零售行业的集中度还相对较低

从规模以上零售企业的销售收入占社会消费品零售总额的比例中，我们可以清晰地看到，规模以上的零售企业其销售收入占社消总额的比重呈现了一个稳步上升的趋势。

但是，从目前来看，这个比重还是较低，因此我们的零售行业还处在低集中度竞争的时代。

表 1：规模以上零售企业销售收入占社会消费品零售总额的比重

规模以上零售企业销售额占社会消费品零售总额比重	
2001 年	2.87%
2002 年	3.03%
2003 年	3.36%
2004 年	3.52%
2005 年	4.03%
2006 年	4.47%
2007 年	4.87%
2008 年	4.97%
2009 年	5.48%
2010 年	5.99%

资料来源：WIND、国元证券研究中心

1.2 区域性零售龙头大有作为

从 2010 年全国零售行业销售收入的排名来看，全国扩张的零售企业在销售规模上占了明显的优势。例如电器全国连锁的苏宁电器、国美电器，全国性超市家乐福、沃尔玛等。

表 2：2010 年中国连锁百强前 9 名

2010 年中国连锁百强排名	公司
NO.1	苏宁电器集团
NO.2	国美电器有限公司
NO.3	百联集团有限公司
NO.4	大连大商集团有限公司
NO.5	华润万家有限公司
NO.6	康成投资（中国）有限公司
NO.7	家乐福（中国）管理咨询服务有限公司
NO.8	安徽省徽商集团有限公司
NO.9	沃尔玛（中国）投资有限公司

资料来源：国元证券研究中心

但是区域性零售龙头，在数量上占据了较大的优势，基本上各个区域都有自身的优势零售企业。我们认为，区域性的消费习惯，经销商的区域性特征，都会导致区域销售龙头的存在。同时，随着二线城市、县乡一级市场的发展与成熟，区域性龙头的发展空间较大。

表 3：2010 年中国连锁百强区域性零售企业排名

2010 年中国连锁百强排名 公司	
NO.10	重庆商社（集团股份有限公司）
NO.12	山东银座商城股份有限公司
NO.17	合肥百货大楼股份有限公司
NO.19	武汉中百集团股份有限公司
NO.23	武汉武商集团股份有限公司
NO.29	长春欧亚集团股份有限公司

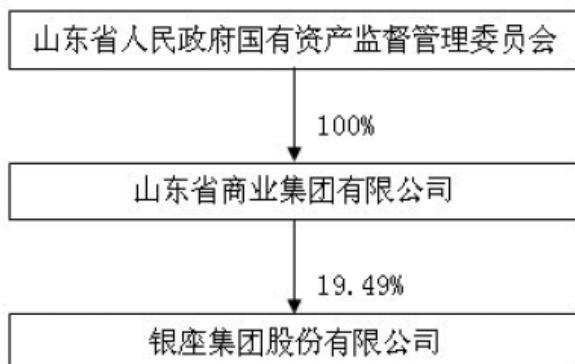
资料来源：国元证券研究中心

二、银座股份是山东地区的优势零售企业

银座集团股份有限公司，是山东省国资委全资子公司山东省商业集团的控股子公司。其销售规模按照占社会消费品零售总额的比重来看，已经具有一定的规模优势。

从公开信息来看，公司大股东山东省商业集团，2010 年销售收入达到 370 亿元。是典型的大集团，小公司。因此，一方面大集团的背景有利于公司在省内的扩张；另一方面集团对于上市公司的定位，关乎公司未来发展。

图 1：银座股份股东



资料来源：公司公告

表 4：银座股份销售收入占山东省社会消费品零售总额的比重

	山东省社会消费品零售总额（亿元）	银座股份销售收入（亿元）	银座股份销售收入占山东省社总额的比重
2005 年	533.100	15.82	2.97%
2006 年	712.250	24.07	3.38%
2007 年	843.890	30.74	3.64%
2008 年	1,038.120	41.94	4.04%
2009 年	1,236.290	52.42	4.24%
2010 年	1,421.152	87.94	6.19%

资料来源：WIND、国元证券研究中心

三、近年扩张加速、利润增速下滑

3.1 公司扩张加速

公司从 2007 年开始扩张的步伐明显加快。2007 年以来，先后两次从资本市场上募集资

金，加快了对外扩张的步伐。

公司的战略：抢抓机遇，深耕山东市场，并积极加快省外市场发展步伐。对于省内市场，大力实施“密集渗透”策略，在各地市积极发展同城分店，构筑“一城多店、错位经营、融合竞争、协同发展”格局，加快推进省内东部市场开发，拓展县级市场，打造省内绝对竞争优势。

表 5：募集资金情况

报告期	2010 年报	2007 年报	1993 年报
方案	原有 A 股增发 A 股	配股	配股
时间	2010 年 3 月	2007 年 10 月	1994 年 7 月
实际募集资金(元)	1,192,727,695.24	790,708,332.10	25,839,000.00

资料来源：WIND、国元证券研究中心

表 6：自 2007 年以来银座股份扩张一览

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
当年新开店面	收购滨州一家成熟门店	济南、泰安、滨州、东营、莱芜	河北石家庄、济南、临沂、	淄博银座 6 家；济南、东营、潍坊、德州、淄博、滨州、临沂共 9 家
合计店面数量	16	25	34	46

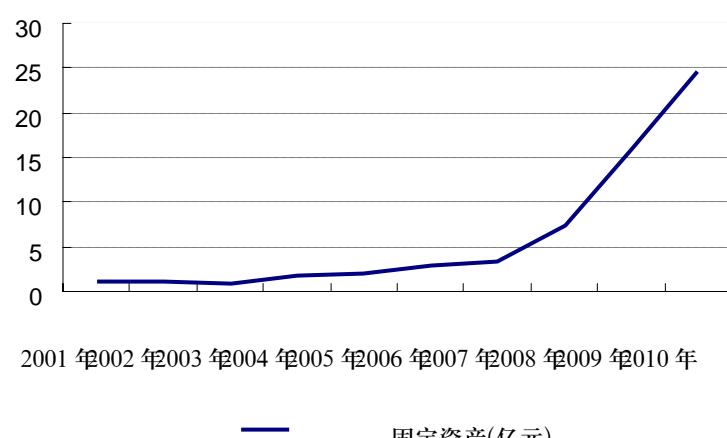
资料来源：公司公告、国元证券研究中心

3.2 重资产方式扩张、利润增速下滑明显

从公司的固定资产规模上来看，从 2008 年开始固定资产规模显示出了巨大的增幅。也意味着公司重资产扩张的开始。

一方面、重资产扩张的方式导致资金占用、资产负债率上升，同时新开门店也存在培育期问题、提高了销售费用率。2007 年以来，尽管销售收入增速保持了 30% 左右的增速，但是归属于母公司的净利润增速的下滑趋势明显。

图 2：银座股份固定资产规模变化



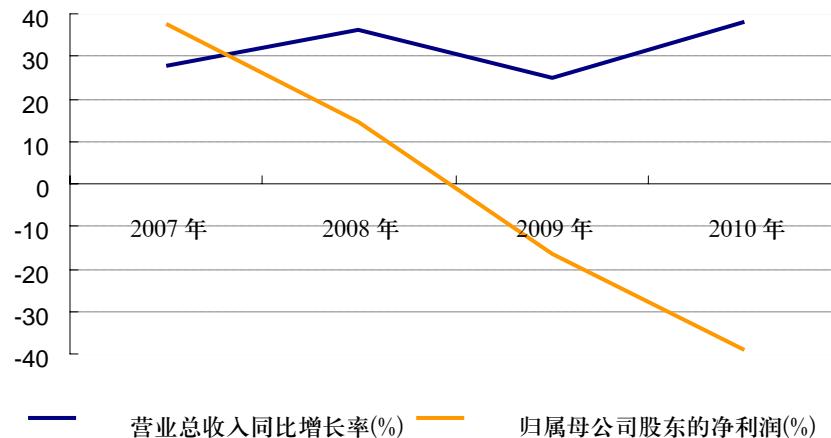
资料来源：公司公告、国元证券研究中心

表 7：银座股份期间费用率变化

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
销售费用率	9.27%	8.32%	10.02%	10.04%	11.03%
管理费用率	2.18%	2.26%	2.88%	3.46%	2.74%
财务费用率	0.35%	0.40%	0.85%	1.41%	1.62%

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

图 3：银座股份销售收入增速与净利润增速



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

3.3 扩张策略不变、步伐可能放慢

根据近年零售行业的发展趋势，结合鲁商集团旗下另一家公司银座商城股份有限公司的扩张速度来看，零售行业跑马圈地的格局并没有发生变化，因此我们推断，公司扩张的步伐不会改变。

表 8：银座商城股份有限公司扩张情况（没有剔除已注入门店）

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
新开门店数量	5	10	10	14	17	15	12
累计门店数量	16	26	36	50	67	82	94

资料来源：公司网站、国元证券研究中心

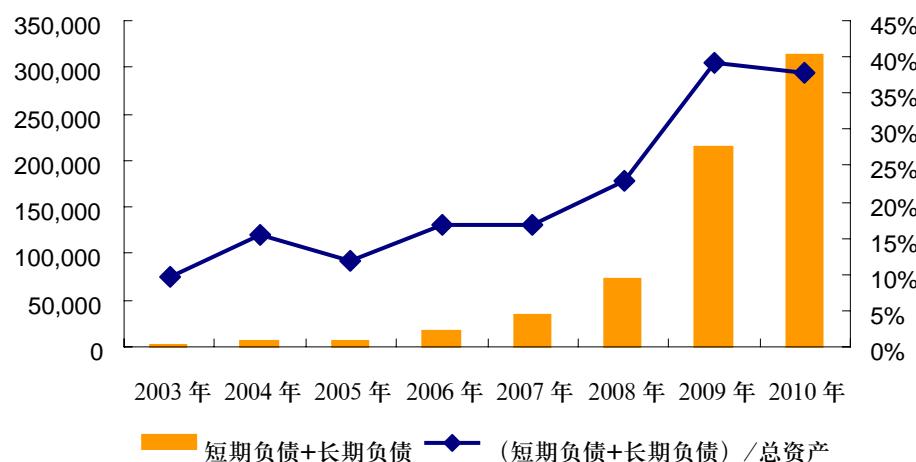
但是目前存在的问题是，支持公司重资产扩张的资金来源可能遇到障碍。一方面公司的资产负债率已经处在较高的位置，另一方面由于公司全资子公司山东银座置业有限公司、青岛银座投资开发有限公司，均涉及房地产业务，按照目前的政策，再融资也较为困难，因此，我们认为扩张的步伐会放慢，特别是自购土地、自建门店的方式可能受到限制。因此，未来的同比业绩出现改善是一个大概率事件。

图 4：银座股份资产负债率



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

图 5：银座股份短期负债+长期负债



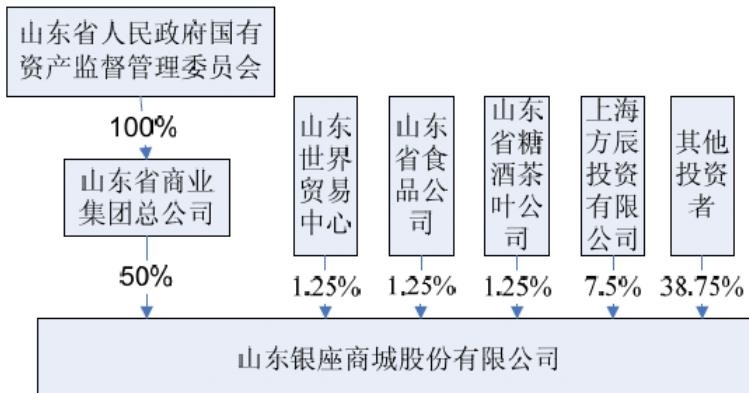
资料来源：公司公告、国元证券研究中心

四、资产注入是解决同业竞争的方式

4.1 银座商城股份有限公司

银座商城股份有限公司与银座集团股份有限公司同属于山东省商业集团总公司。其主要业务均为山东省内的零售业务，均使用“银座”商标。

图 6：银座商城股份有限公司股权结构



资料来源：公司公告

根据银座商城股份有限公司 2010 年网站的公开信息来看，公司已拥有 92 家大型现代化商场、140 多家便民连锁超市，经营面积 260 多万平方米。根据 2009 年公司非公开增发中的信息来看银座商城股份有限公司和银座集团股份有限公司规模相当。

表 9：银座集团股份有限公司和银座商城股份有限公司规模对比

	银座商城股份有限公司	银座集团股份有限公司
销售收入 (单位：万元)	2006 年 2007 年 2008 年	278,888.02 376,820.79 494,817.63
归属于母公司的净利润	2006 年 2007 年 2008 年	6,172.54 12,241.66 4,012.76
		240,760.96 307,472.31 419,450.02

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

4.2 资产注入可期

2009 年非公开增发预案中，为彻底避免同业竞争之可能，银座商城和世贸中心的实际控制人商业集团于 2009 年 3 月 31 日做出若干承诺，其中一条是：商业集团未来商品零售业务的发展规划将以银座股份为主导，并将银座股份作为未来整合商业集团所控制的零售业务资源的唯一主体，在各方面条件成熟的情况下，将商业集团所控制的银座股份之外的零售业务全部纳入上市公司，以从根本上消除潜在同业竞争之可能性。

从前两次资产注入的方式来看，都是通过用二级市场募集的资金购买银座商城股份有限公司的资产。

表 10：两次资产注入的方式

项目时间	收购资产
2007 年配股	收购滨州银座购物广场有限公司 90% 的股权
2009 年非公开增发	收购淄博银座商城 100% 股权

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

六、从 P/S 角度看公司

P/S 是零售类企业重要的估值标准，从上市公司的 P/S 来看，银座股份的 P/S 较低，仅高于大商股份，同时银座股份的市值也只有 52 亿元。因此我们认为从多角度估值来看，银座股份存在一定的投资价值。

表 11：上市零售类企业 P/S 一览

代码	简称	最新日期	市净率 PB (MRQ)	市销率 PS (TTM)
600694	大商股份	2011-12-05	2.98	0.44
600858	银座股份	2011-12-05	2.34	0.58
600729	重庆百货	2011-12-05	5.37	0.66
000501	鄂武商 A	2011-12-05	3.96	0.75
600280	南京中商	2011-12-05	6.09	0.79
600697	欧亚集团	2011-12-05	4.39	0.79
002024	苏宁电器	2011-12-05	2.81	0.79
002251	步步高	2011-12-05	3.77	0.93
002264	新华都	2011-12-05	6.19	0.96
601116	三江购物	2011-12-05	3.70	1.03
000417	合肥百货	2011-12-05	3.54	1.14
600785	新华百货	2011-12-05	4.07	1.19
600859	王府井	2011-12-05	4.51	1.23
600693	东百集团	2011-12-05	2.75	1.46
002419	天虹商场	2011-12-05	4.30	1.48
000987	广州友谊	2011-12-05	3.92	1.81
002277	友阿股份	2011-12-05	3.65	1.93
601933	永辉超市	2011-12-05	5.86	1.96
600738	兰州民百	2011-12-05	4.82	2.14
600828	成商集团	2011-12-05	5.82	2.52
002561	徐家汇	2011-12-05	3.60	2.68

资料来源：WIND、国元证券研究中心

七、盈利预测与投资建议

公司 2011 年开了 7 家大店，同时 2010 年开出的财富广场依然处于亏损状态。因此 2011 年的业绩难有起色。2012 年值得期待，一方面 2008 年密集开店经过 3 年的培育期陆续进入盈利状态，另一方面振兴街项目房地产业务 2012 年部分确认收入。

给予“推荐”评级，建议长期关注。预计 2011/2012/2013 EPS0.44/0.76/1.10, PE40/23/17。我们认为公司新开门店众多，盈利预测遇到的各种不确定性因素多，建议长期关注。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2972	2839	2839	3521
现金	812	0	0	0
应收账款	1	1	1	2
其他应收款	137	179	116	144
预付账款	57	443	544	675
存货	1964	2216	2178	2700
其他流动资产	1	0	0	0
非流动资产	5335	6142	6504	6735
长期投资	2	0	0	0
固定资产	2472	3440	3869	4121
无形资产	1716	1691	1666	1641
其他非流动资产	1145	1011	969	973
资产总计	8307	8981	9343	10256
流动负债	4668	5229	5371	5991
短期借款	2003	1291	1131	1437
应付账款	865	1329	1742	2295
其他流动负债	1801	2608	2499	2259
非流动负债	1131	1131	1131	1131
长期借款	1131	1131	1131	1131
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	5799	6360	6502	7122
少数股东权益	362	362	362	362
股本	289	289	289	289
资本公积	1197	1197	1197	1197
留存收益	660	774	993	1287
归属母公司股东权益	2146	2259	2479	2772
负债和股东权益	8307	8981	9343	10256

利润表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	8795	10730	13197	16365
营业成本	7195	8863	10888	13501
营业税金及附加	61	75	119	147
营业费用	970	1051	1280	1587
管理费用	241	386	422	524
财务费用	142	160	152	156
资产减值损失	7	2	2	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	178	193	334	447
营业外收入	19	12	13	14
营业外支出	12	8	9	10
利润总额	186	197	338	451
所得税	64	69	118	158
净利润	122	128	220	293
少数股东损益	11	0	0	0
归属母公司净利润	111	128	220	293
EBITDA	566	542	724	872
EPS (元)	0.38	0.44	0.76	1.01

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	38.3%	22.0%	23.0%	24.0%
营业利润	-26.5%	8.0%	73.3%	33.8%
归属于母公司净利润	-39.3%	15.3%	71.8%	33.4%
获利能力				
毛利率(%)	18.2%	17.4%	17.5%	17.5%
净利率(%)	1.3%	1.2%	1.7%	1.8%
ROE(%)	5.2%	5.7%	8.9%	10.6%
ROIC(%)	4.1%	4.3%	5.9%	6.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	69.8%	70.8%	69.6%	69.4%
净负债比率(%)	54.73%	39.97%	36.32%	37.17%
流动比率	0.64	0.54	0.53	0.59
速动比率	0.22	0.12	0.12	0.14

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-11	950	885	317
净利润	122	128	220	293
折旧摊销	246	190	238	269
财务费用	142	160	152	156
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-473	506	334	-355

其他经营现金流

投资活动现金流	-49	-33	-59	-46	营运能力				
资本支出	1419	965	550	450	总资产周转率	1.27	1.24	1.44	1.67
长期投资	0	-2	0	0	应收账款周转率	7053	10839	11031	11071
其他投资现金					应付账款周转率	9.26	8.08	7.09	6.69
筹资活动现金流	1329	-799	-335	133	每股指标(元)				
短期借款	255	-712	-161	306	每股收益(最新摊薄)	0.38	0.44	0.76	1.01
长期借款	721	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.04	3.29	3.06	1.10
普通股增加	54	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.43	7.82	8.58	9.59
资本公积增加	646	0	0	0	P/E	47.25	40.98	23.85	17.87
其他筹资现金					P/B	2.44	2.32	2.11	1.89
流	-347	-87	-174	-173	EV/EBITDA	14	15	11	9
现金净增加额	-100	-812	0	0					

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义		(2)行业评级定义	
	二级市场评级		
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%”以上	推荐	行业基本面好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%”之间	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%”之间	回避	行业基本面差，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%”以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具有以下业务资质：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；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

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。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推測只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推測不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn