



业绩符合预期，期间费用率下降

买入维持

- **一季报摘要。**2012 年一季度实现营业收入 34.93 亿元，同比增长 13.66%；归属于母公司净利润 0.96 亿元，同比增长 45.01%；扣除非经常损益基本每股收益 0.184 元，同比增长 42.16%；摊薄每股收益为 0.185 元，平均加权 ROE 为 4.19%，同期增加 1.15 个百分点。
- **综合毛利率表现良好，高于同期 0.55 个百分点至 17.88%。**公司通过品类调整，加强差异化竞争战略，以及成熟门店比重不断上升，综合毛利率较去年同期相比有显著改善，符合我们之前预期。我们预计随着公司成熟门店比重不断上升，未来毛利率将能够保持较高水平。
- **销售、管理和财务费用率全面低于同期水平，期间费用拐点已现。**如我们之前所预期，随着公司 2012 年门店扩张逐渐放缓，公司期间费用率已经开始下降。一季度销售费用率为 9.00%，低于去年同期 0.20 个百分点，管理费用率 2.85%，低于同期 0.05 个百分点，财务费用率 1.30%，低于同期 0.07 个百分点。我们认为，未来随着公司门店扩张速度进一步放缓，以及成熟门店比重的逐步提高，公司销售费用率和财务费用率还有进一步下降空间，从而逐步实现利润释放。
- **业绩如期释放，商业主业（不含地产业务）贡献归属母公司净利润 0.96 亿元，同比大增 45.01%。**我们在之前深度报告中预期今年公司会迎来业绩拐点，一季度数据再次印证了我们之前的判断，公司商业主业稳健增长，业绩如期释放。
- **盈利预测。**12 年 4 月 17 日，公司实施了每 10 股派发现金红利 0.30 元(含税)、资本公积转增股本 8 股的分配方案，转增后公司总股本由 288,925,883 股增加为 520,066,589 股。由此我们对 EPS 预期进行相应调整。我们预计 12-14 年 EPS 分别为 0.39 元、0.72 元和 1.16 元，对应市盈率分别为 29.85、16.37 和 10.11；维持“买入”评级。

百万元、元 (不含地产业务)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	8794.68	10907.46	13484.00	16277.05	19409.01
增长率	67.75%	24.02%	23.62%	20.71%	19.24%
归属母公司净利润	110.92	115.66	204.88	373.56	604.92
增长率	-6.70%	4.28%	77.13%	82.33%	61.94%
每股收益(EPS)	0.213	0.222	0.394	0.718	1.163
PE	55.14	52.88	29.85	16.37	10.11

消费服务研究组

高级分析师：

陈旭 (S1180511080001)

电话：010-8808 5961

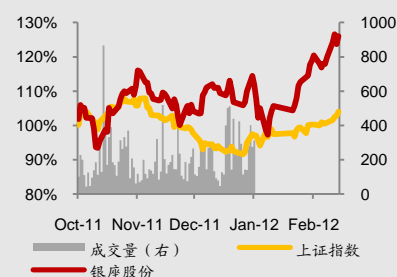
Email: chenxu@hysec.com

邢波 (S1180511080004)

电话：010-8808 5963

Email: xingbo@hysec.com

市场表现



股东户数

收盘价 11.76

目标价

总市值(百万元) 6115.98

流通市值(百万元) 5576.22

总股本(百万股) 520.07

A 股(百万股) 520.07

—已流通(百万股) 474.17

—限售股(百万股) 45.90

B 股(百万股) 0.00

H 股(百万股) 0.00

数据来源：宏源证券

表 1：银座股份损益表分季度指标

单位：百万元	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2011	2012Q1
营业收入	3,073.23	2,286.31	2,559.61	2,988.30	10,907.46	3,492.90
同比增速	27.18%	20.38%	23.07%	24.55%	24.02%	13.66%
营业成本	2,540.79	1,883.25	2,114.45	2,445.85	8,984.33	2,868.53
同比增速	28.33%	20.28%	23.84%	25.94%	24.87%	12.90%
销售毛利率	17.33%	17.63%	17.39%	18.15%	17.63%	17.88%
营业税金及附加	24.50	13.91	20.95	25.31	84.67	32.23
同比增速	43.25%	28.34%	41.03%	39.35%	38.89%	31.54%
销售费用	282.62	219.35	269.96	410.75	1,182.68	314.46
同比增速	30.07%	16.68%	44.23%	8.72%	21.89%	11.26%
管理费用	89.18	100.38	125.46	28.02	343.03	99.51
同比增速	31.27%	12.53%	22.08%	-247.12%	42.42%	11.59%
财务费用	41.98	47.99	45.42	32.55	167.93	45.58
同比增速	16.29%	97.62%	12.54%	-21.35%	18.16%	8.59%
期间费用合计	413.78	367.71	440.84	471.31	1,693.64	459.55
同比增速	28.78%	21.97%	33.47%	17.78%	25.16%	11.06%
销售费用率	9.20%	9.59%	10.55%	13.75%	10.84%	9.00%
管理费用率	2.90%	4.39%	4.90%	0.94%	3.14%	2.85%
财务费用率	1.37%	2.10%	1.77%	1.09%	1.54%	1.30%
期间费用率	13.46%	16.08%	17.22%	15.77%	15.53%	13.16%
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
同比增速	NA	NA	NA	NA	NA	NA
加：营业外收入	1.47	1.07	8.79	22.19	33.52	1.33
同比增速	-46.53%	-77.48%	35.27%	309.97%	72.63%	-9.93%
减：营业外支出	3.74	1.01	2.08	2.77	9.61	0.20
同比增速	1487.91%	146.38%	230.34%	-73.92%	-19.36%	-94.64%
利润总额	92.21	21.11	-11.36	62.90	164.86	131.89
同比增速	-7.94%	-9.48%	-134.48%	113.27%	-11.33%	43.03%
归属于母公司净利润	66.38	10.58	-9.38	48.09	115.66	96.26
同比增速	-7.21%	-32.98%	-138.89%	-9296.87%	4.28%	45.01%

资料来源：宏源证券、公司年报

表 2：盈利预测（主业不含地产业务）

报表预测					财务分析和估值指标汇总					
利润表	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	10907.46	13484	16277	19409	收益率					
减: 营业成本	8984.33	11112	13419	15996	毛利率	18.19%	17.63%	17.59%	17.56%	17.58%
营业税金及附加	84.67	104.67	126.35	150.66	三费/销售收入	15.39%	15.53%	14.89%	13.82%	12.76%
营业费用	1182.68	1415.60	1635.79	1856.11	EBIT/销售收入	3.48%	2.76%	3.16%	3.72%	4.46%
管理费用	343.03	414.03	478.43	528.46	EBITDA/销售收入	6.27%	5.70%	9.90%	9.46%	8.51%
财务费用	167.93	178.39	135.61	91.36	销售净利率	1.39%	0.97%	1.50%	2.27%	3.08%
资产减值损失	3.87	0.00	0.00	0.00	资产获利率					
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROE	5.17%	5.15%	8.44%	13.57%	18.43%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.75%	2.79%	4.35%	5.76%	8.42%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	8.41%	5.92%	8.48%	7.83%	15.01%
营业利润	140.94	259.45	481.61	786.34	增长率					
加: 其他非经营损益	23.91	10.39	10.39	10.39	销售收入增长率	67.75%	24.02%	23.62%	20.71%	19.24%
利润总额	164.86	269.84	492.00	796.73	EBIT 增长率	38.62%	-1.76%	41.89%	42.06%	43.00%
减: 所得税	58.96	67.46	123.00	199.18	EBITDA 增长率	56.22%	12.60%	114.81%	15.34%	7.32%
净利润	105.90	202.38	369.00	597.55	净利润增长率	6.51%	-13.30%	91.10%	82.33%	61.94%
减: 少数股东损益	-9.77	-2.50	-4.55	-7.37	总资产增长率	51.67%	31.86%	-8.98%	7.40%	-2.29%
归属母公司股东净利润	115.66	204.88	373.56	604.92	股东权益增长率	76.06%	4.72%	7.98%	13.47%	19.23%
资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	经营营运资本增长率	21.24%	-479.05%	68.02%	-146.90%	89.09%
货币资金	886.24	134.84	304.52	269.54	资本结构					
应收和预付款项	198.98	289.72	300.29	403.18	资产负债率	69.29%	75.86%	71.68%	70.56%	64.80%
存货	3088.49	3160.88	4386.19	4610.09	投资资本/总资产	46.69%	34.18%	58.22%	40.63%	47.30%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	带息债务/总负债	35.40%	22.75%	41.71%	17.78%	19.81%
长期股权投资	1.70	1.70	1.70	1.70	流动比率	0.65	0.61	0.63	0.82	0.99
投资性房地产	161.10	144.75	128.40	112.05	速动比率	0.22	0.16	0.07	0.10	0.13
固定资产和在建工程	3995.60	3998.68	3699.71	3375.42	股利支付率	18.23%	12.49%	12.49%	12.49%	12.49%
无形资产和开发支出	2088.72	1896.88	1705.05	1513.21	收益留存率	81.77%	87.51%	87.51%	87.51%	87.51%
其他非流动资产	346.29	173.14	0.00	0.00	资产管理效率					
资产总计	10767.11	9800.60	10525.85	10285.19	总资产周转率	1.08	1.01	1.38	1.55	1.89
短期借款	1858.00	1609.37	0.00	0.00	固定资产周转率	3.56	3.25	3.37	4.40	5.75
应付和预收款项	4793.42	3898.75	5911.02	5148.36	应收账款周转率	4109.42	37396.31	4967.28	17801.22	5687.08
长期借款	1320.27	1320.27	1320.27	1320.27	存货周转率	3.66	2.91	3.52	3.06	3.47
其他负债	196.21	196.21	196.21	196.21	业绩和估值指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
负债合计	8167.90	7024.60	7427.51	6664.85	EBIT	305.92	300.55	426.46	605.84	866.32
股本	288.93	288.93	288.93	288.93	EBITDA	551.81	621.33	1334.70	1539.41	1652.08
资本公积	1196.62	1196.62	1196.62	1196.62	NOPLAT	206.51	189.73	312.05	446.59	641.95
留存收益	761.48	940.77	1267.67	1797.04	净利润	110.92	115.66	204.88	373.56	604.92
归属母公司股东权益	2247.03	2426.32	2753.22	3282.59	EPS	0.213	0.222	0.394	0.718	1.163
少数股东权益	352.18	349.68	345.13	337.75	BPS	4.126	4.321	4.665	5.294	6.312
股东权益合计	2599.21	2776.00	3098.34	3620.34	PE	55.14	52.88	29.85	16.37	10.11
负债和股东权益合计	10767.11	9800.60	10525.85	10285.19	PEG	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E	PB	2.85	2.72	2.52	2.22	1.86
经营性现金净流量	1266.85	201.6	2185.0	355.7	PS	0.70	0.56	0.45	0.38	0.32
投资性现金净流量	-1192.24	-522.2	-245.5	-245.5	PCF	545.49	4.83	30.33	2.80	17.20
筹资性现金净流量	-21.59	-430.8	-1769.9	-145.1	EV/EBIT	16.55	16.07	15.66	8.12	5.75
现金流量净额	53.02343595	-751.3994022	169.6758219	-34.97948727						

资料来源：宏源证券

分析师简介:

陈旭: 商贸零售行业高级分析师, 消费服务组组长, 5 年证券行业从业经验。就读于香港大学、厦门大学和中山大学, 金融系。2010 年 8 月加盟宏源证券研究所, 曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所, 2009-2010 年新财富团队成员, 2011 年新财富最佳分析师商贸零售行业排名第 9。成功推荐标的: 永辉超市、欧亚集团、大连友谊。

主要覆盖公司: 成商集团、天虹商场、银座股份、友阿股份、中百集团、小商品城、东方金钰、王府井、新华百货、苏宁电器、大商股份、永辉超市、欧亚集团、东百集团、海宁皮城、友好集团、南京中商、吉峰农机、老凤祥、大连友谊

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	赵胤
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085230 zhaoyin@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。