

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

6-12个月目标价: 12.30元

当前股价: 10.66元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2062.35
总股本(百万)	520
流通股本(百万)	474
流通市值(亿)	50
EPS	0.40
每股净资产(元)	7.78
资产负债率	76.12%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
银座股份	-0.19	-10.12	-3.18
商业贸易	-0.21	-4.72	-21.80
沪深300指数	-2.32	-4.65	-14.71



相关报告

银座股份 - 店龄结构优化, 资本开支下行,
盈利进入快速增长期 2012-09-03

银座股份

600858**强烈推荐**

店龄结构改善带来主业利润高速增长

- 2012年3季报点评

3季度, 公司营业收入同比增长15.5%, 地产结算约2000万元; 归属净利润2604万元, 贡献EPS0.05元。前3季度营业收入同比增长19.2%, 扣除房地产结算2.5亿元后, 主业同比增长16%; 前3季度归属净利润1.94亿元, 同比增长186.7%, 扣除房地产贡献的净利润约3000万元后, 主业同比增长约142%, 公司在经历了快速扩张后店龄结构改善, 业绩拐点确立。

投资要点:

- **3季度, 商业主收入增速15.48%, 与上半年增速15.58%基本持平; 归属净利润2604万元, 折合EPS0.05元, 而去年同期亏损938万元:** 3季度, 公司商业主业增长15.48%, 与上半年商业增速15.58%持平。1) 前3季度, 山东省GDP增速9.7%, 高于全国平均水平。当地经济较快的发展是公司收入增长的坚实保障。2) 2008年快速扩张以来新增的40余家门店陆续盈利, 店龄结构改善, 收入和利润均处于快速增长期。
- **2012年保持较快开店速度:** 3季度, 公司新开3家较小体量的门店, 包括泰安奥特莱斯(品牌折扣店)和曹县银座超市和滨州国际大厦店(1.2万平米)。前3季度, 累计新增8家左右门店, 新增建筑面积超11万平米。另: 聊城银座、河北保定世纪财富广场项目(4.8万平米)等有望于4季度或2013年初开业。
- **3季度, 期间费用率16.08%, 较去年同期下降1.15个百分点, 但较1、2季度分别上升2.92和1.44个百分点:** 伴随着店龄结构的改善、快速展店后规模效应的显现、资本开支回落, 公司期间费用率整体将呈下降态势。具体来看, 销售费用率将稳步下降; 而大量自建物业转固定资产后带来折旧增加, 管理费用率将呈上升态势。
- **地产项目:** 3季度末, 振兴街房地产项目预收款超7亿元, 预计将于4季度和2013年陆续结算。2014年起, 青岛乾豪或李沧的地产项目将开始结算。若李沧项目成功剥离, 则该项目的收益有望提前反映在业绩中。
- **维持盈利预测与评级:** 预计2012-2014年商业主业收入分别为128.7、155.7和191.6亿元, 贡献EPS0.47、0.68和0.89元, 以2011年为基期, CAGR58.5%。假设振兴街地产项目于4季度和2013年结算; 2014年将会有青岛乾豪或李沧(此处按未剥离假设)的地产项目开始结算, 但金额难以确定, 故暂不考虑; 则2012-13年地产贡献EPS0.12和0.14元。给予商业25倍PE, 地产5倍PE(振兴街、乾豪、李沧项目可持续结算5年), 目标价12.3元, “强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 财务费用不能如期资本化; 地产项目结算进度低于预期; 同店速度放缓

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	10907	13271	16074	19156
收入同比(%)	24%	22%	21%	19%
归属母公司净利润	116	304	432	462
净利润同比(%)	4%	162%	42%	7%
毛利率(%)	17.6%	18.6%	18.7%	18.0%
ROE(%)	5.1%	11.9%	14.7%	13.7%
每股收益(元)	0.22	0.59	0.83	0.89
P/E	49.95	19.04	13.37	12.51
P/B	2.57	2.27	1.96	1.72
EV/EBITDA	14	9	7	7

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	4120	7790	9367	6653
现金	833	3215	3831	0
应收账款	0	0	0	0
其他应收款	136	169	205	244
预付账款	63	86	105	126
存货	3088	4320	5226	6283
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	6763	6334	6450	6451
长期投资	2	0	0	0
固定资产	3356	3499	3640	3723
无形资产	1785	1795	1805	1815
其他非流动资产	1620	1040	1005	912
资产总计	10883	14124	15817	13104
流动负债	6964	10022	11424	8393
短期借款	1858	4242	4953	2389
应付账款	2191	2701	3267	3928
其他流动负债	2915	3080	3204	2076
非流动负债	1320	1220	1120	1020
长期借款	1320	1220	1120	1020
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	8284	11242	12545	9413
少数股东权益	352	340	329	329
股本	289	520	520	520
资本公积	1197	965	965	965
留存收益	761	1056	1458	1877
归属母公司股东权益	2247	2542	2944	3362
负债和股东权益	10883	14124	15817	13104

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1235	254	886	-446
净利润	106	291	421	462
折旧摊销	321	327	344	359
财务费用	168	213	241	267
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	712	-581	-126	-1542
其他经营现金流	-72	2	6	7
投资活动现金流	-1192	54	-510	-410
资本支出	1193	-50	350	250
长期投资	0	-164	0	0
其他投资现金流	1	-160	-160	-160
筹资活动现金流	-22	2075	240	-2975
短期借款	-145	2384	712	-2564
长期借款	189	-100	-100	-100
普通股增加	0	231	0	0
资本公积增加	0	-231	0	0
其他筹资现金流	-66	-209	-371	-310
现金净增加额	21	2382	616	-3831

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	10907	13271	16074	19156
营业成本	8984	10802	13068	15711
营业税金及附加	85	159	193	192
营业费用	1183	1314	1550	1839
管理费用	343	398	466	536
财务费用	168	213	241	267
资产减值损失	4	4	5	6
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	141	380	551	604
营业外收入	34	40	45	50
营业外支出	10	15	20	30
利润总额	165	405	576	624
所得税	59	113	156	162
净利润	106	291	421	462
少数股东损益	-10	-12	-12	0
归属母公司净利润	116	304	432	462
EBITDA	630	920	1136	1231
EPS (元)	0.40	0.59	0.83	0.89

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	24.0%	21.7%	21.1%	19.2%
营业利润	-21.0%	169.4%	45.1%	9.6%
归属于母公司净利润	4.3%	162.4%	42.4%	6.9%
盈利能力				
毛利率	17.6%	18.6%	18.7%	18.0%
净利率	1.1%	2.3%	2.7%	2.4%
ROE	5.1%	11.9%	14.7%	13.7%
ROIC	3.8%	7.7%	10.1%	8.9%
偿债能力				
资产负债率	76.1%	79.6%	79.3%	71.8%
净负债比率	40.74	50.36%	49.21	37.28%
流动比率	0.59	0.78	0.82	0.79
速动比率	0.15	0.35	0.36	0.04
营运能力				
总资产周转率	1.14	1.06	1.07	1.32
应收账款周转率	15412	52190	-	-
应付账款周转率	5.88	4.42	4.38	4.37
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.58	0.83	0.89
每股经营现金流(最新摊薄)	2.37	0.49	1.70	-0.86
每股净资产(最新摊薄)	4.32	4.89	5.66	6.47
估值比率				
P/E	49.95	19.04	13.37	12.51
P/B	2.57	2.27	1.96	1.72
EV/EBITDA	14	9	7	7

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来6~12个月内股价升幅30%以上

推荐：预期未来6~12个月内股价升幅10%~30%

中性：预期未来6~12个月内股价变动在±10%以内

回避：预期未来6~12个月内股价跌幅10%以上

行业评级

看好：预期未来6~12个月内行业指数表现优于市场指数5%以上

中性：预期未来6~12个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡：预期未来6~12个月内行业指数表现弱于市场指数5%以上

研究团队简介

徐晓芳，中投证券百货零售分析师，中山大学岭南学院经济学硕士。重点覆盖公司：天虹商场、广州友谊、欧亚集团、友好集团、南京中商、通程控股等。

樊俊豪，连锁零售行业分析师，中山大学金融学硕士。重点覆盖公司：海宁皮城、永辉超市、吉峰农机、苏宁电器、农产品等。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路6003号荣超商务中心A座19楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街18号丰融国际大厦15层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路580号南证大厦16楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434