

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@china-invs.cn

6-12 个月目标价: 10.50 元

当前股价: 8.28 元

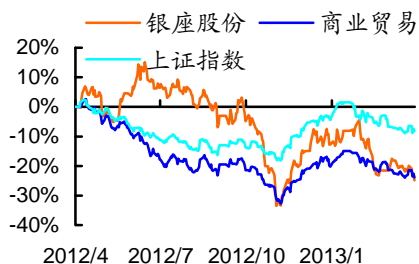
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2199.31
总股本(百万)	520
流通股本(百万)	518
流通市值(亿)	43
EPS	0.67
每股净资产(元)	4.97
资产负债率	75.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
银座股份	-4.17%	-13.75%	-23.19%
商业贸易	-6.38%	-4.51%	-5.11%
上证指数	-5.48%	-4.02%	4.65%



相关报告

《银座股份-要约收购的背后: 提高控制力、坚定看好公司未来》2013-4-2

《银座股份-店龄结构改善带来主业利润高速增长-2012 年 3 季报点评》

2012-10-31

《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》2012-9-2

银座股份

600858

强烈推荐

1 季度开店较多拖累业绩

— 2013 年 1 季报点评

2013 年 1 季度, 公司实现营业收入 39.6 亿元(房地产结算较少), 同比增长 13.5%, 符合预期; 归属净利润 1.12 亿元, 同比增长 16.4%, EPS0.22 元, 基本符合预期; 扣除非经常损益后(主要为托管费 652 万元和政府补助 629 万元)的归属净利润同比增长 6.73%, 低于预期。

投资要点:

- **营业收入增长 13.5%:** 1 季度新增 6 家门店, 合计建筑面积约 12-14 万平米, 增幅约 7%; 去年同期仅开 3 家门店, 建筑面积 4.7 万平米。剔除不可比因素后, 预计同店增速在个位数。1 季度, 山东 GDP 增速 9.7%, 与去年同期持平, 全国位列 18 位; 社零额增速 12.8%, 较去年同期下降 2.6 个百分点, 增速全国排 14 位。
- **综合毛利率下滑 0.43 个百分点至 17.45%, 但全年商业毛利率有望稳中有升:** 1 季度开店较多, 较低的新店毛利率拉低了整体水平。此外, 自去年年底以来, 公司打折促销的时间较长, 力度较大。公司已托管集团 40 家门店, 在人才、招商、促销等方面的协同效应将逐渐体现; 公司在进行百货、超市事业部的推进工作, 加大直采、自营比例, 预计全年商业的毛利率将稳中有升。
- **期间费用率下降 0.31 个百分点至 12.85%:** 1、销售费用率/管理费用率分别变化 0.36/-0.78 个百分点, 二者应结合起来看: ①新开店较多带来开办费、广告费、装修费等大幅增长; ②部分人工薪酬由管理费用调至销售费用; ③公司理顺管理职能, 定岗定编, 区域中心店集中管理带来职工薪酬率的下降。
- **资本开支高点已过, 未来财务费用的下降仍是重要看点:** 1 季度, 资产负债率同比/环比下降 1.43/0.52 个百分点; 较 2012 年末, 1 季度末公司短期借款减少 4700 万元, 长期借款增加 1.33 亿元, 一年内到期的非流动负债增加至 2.22 亿元。1 季度, 公司财务费用率延续了 2012 年 2 季度以来的单季度财务费用率下降态势, 相比去年 4 季度下降了 0.05 个百分点至 1.42%。目前, 青岛李沧项目的预售资金可支持后续建设, 全年资产负债率、财务费用率都将继续下降。
- **维持盈利预测与评级:** 作为山东地区的零售龙头企业, 公司店龄结构持续改善, 盈利水平向行业平均水平回归; 地产业务将陆续结算; 集团零售资产注入是大势所趋。预计 2013-15 年公司商业营业收入增速分别为 15.5%、16.2%和 16.5%, 商业贡献归属净利润 3.1、4.05 和 5.09 亿元, 同比增长 39.84%、30.63%和 25.82%, 贡献 EPS0.6、0.78 和 0.98 元, 同期地产业务贡献 EPS0.09、0.15 和 0.15 元, 合计 EPS0.69、0.93 和 1.13 元, 分部估值目标价 10.6 元, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 1、全年开店数量、面积超预期; 2、陷入必须靠促销拉动销售的盈利陷阱

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	13536	14299	16780	19450
收入同比(%)	24%	6%	17%	16%
归属母公司净利润	347	358	484	588
净利润同比(%)	200%	3%	35%	21%
毛利率(%)	18.9%	18.4%	18.7%	18.7%
ROE(%)	13.4%	12.2%	14.3%	15.0%
每股收益(元)	0.67	0.69	0.93	1.13
P/E	12.43	12.02	8.90	7.33
P/B	1.67	1.46	1.27	1.10
EV/EBITDA	6	6	5	5

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	3947	8298	9672	6701	营业收入	13536	14299	16780	19450
现金	1408	3356	3890	0	营业成本	10977	11668	13649	15819
应收账款	0	0	0	0	营业税金及附加	191	200	235	272
其它应收款	117	182	214	248	营业费用	1414	1477	1720	2017
预付账款	81	93	109	127	管理费用	285	300	373	438
存货	2340	4666	5459	6326	财务费用	214	197	178	124
其他	1	0	0	0	资产减值损失	7	4	5	6
非流动资产	7796	6219	6297	6258	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	3603	3633	3699	3725	营业利润	448	453	620	774
无形资产	1613	1623	1633	1643	营业外收入	27	40	45	50
其他	2578	963	964	890	营业外支出	13	15	20	30
资产总计	11743	14516	15968	12959	利润总额	462	478	645	794
流动负债	7103	9633	11149	7800	所得税	121	134	174	206
短期借款	2340	3554	4476	1755	净利润	341	344	471	588
应付账款	2260	2917	3412	3955	少数股东损益	-5	-14	-13	0
其他	2503	3162	3260	2091	归属母公司净利润	347	358	484	588
非流动负债	1718	1618	1118	918	EBITDA	1048	1016	1181	1297
长期借款	1718	1618	1118	918	EPS (元)	0.67	0.69	0.93	1.13
其他	0	0	0	0					
负债合计	8821	11251	12267	8719	主要财务比率				
少数股东权益	337	322	309	309	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	520	520	520	520	成长能力				
资本公积	965	965	965	965	营业收入	24.1%	5.6%	17.4%	15.9%
留存收益	1099	1458	1906	2445	营业利润	217.6	1.1%	37.0%	24.8%
归属母公司股东权益	2585	2943	3391	3931	归属于母公司净利润	199.6	3.4%	35.1%	21.4%
负债和股东权益	11743	14516	15968	12959	获利能力				
					毛利率	18.9%	18.4%	18.7%	18.7%
					净利率	2.6%	2.5%	2.9%	3.0%
					ROE	13.4%	12.2%	14.3%	15.0%
					ROIC	10.4%	8.6%	10.3%	9.4%
					偿债能力				
					资产负债率	75.1%	77.5%	76.8%	67.3%
					净负债比率	48.21	47.75%	46.42	31.81%
					流动比率	0.56	0.86	0.87	0.86
					速动比率	0.23	0.38	0.38	0.05
					营运能力				
					总资产周转率	1.20	1.09	1.10	1.34
					应收账款周转率	29605	70454	-	-
					应付账款周转率	4.93	4.51	4.31	4.29
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.67	0.69	0.93	1.13
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.28	-0.28	1.80	-0.74
					每股净资产(最新摊薄)	4.97	5.66	6.52	7.56
					估值比率				
					P/E	12.43	12.02	8.90	7.33
					P/B	1.67	1.46	1.27	1.10
					EV/EBITDA	6	6	5	5

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2013-4-2	《银座股份-要约收购的背后：提高控制力、坚定看好公司未来》
2012-10-31	《银座股份-店龄结构改善带来主业利润高速增长-2012年3季报点评》
2012-9-2	《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》

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、奢侈品分析师,中山大学岭南学院经济学硕士。重点覆盖公司:欧亚集团、步步高、大商股份、友好集团、银座股份、重庆百货、友阿股份、天虹商场、广州友谊、新华百货、南京中商、通程控股以及潮宏基、东方金钰、飞亚达 A、千足珍珠等。

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