

百货零售
署名人: 徐晓芳
S0960511030019
0755-82026826
xuxiaofang@china-invs.cn

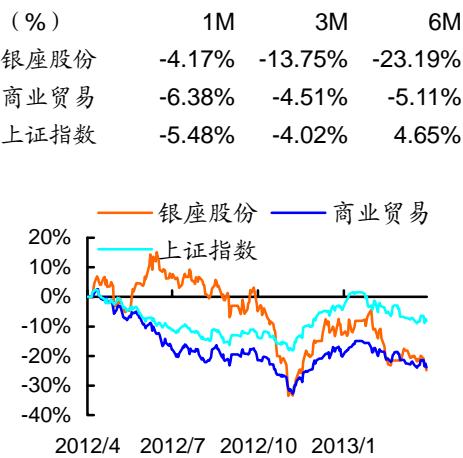
6-12个月目标价: 10.50元

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 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



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店、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

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产				
现金	3947	8298	9672	6701
应收账款	1408	3356	3890	0
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	117	182	214	248
存货	81	93	109	127
其他	2340	4666	5459	6326
非流动资产				
长期投资	11743	14516	15968	12959
固定资产	2	0	0	0
无形资产	3603	3633	3699	3725
其他	1613	1623	1633	1643
资产总计				
流动负债	2578	963	964	890
短期借款	7103	11149	7800	0
应付账款	2340	3554	4476	1755
其他	2260	2917	3412	3955
非流动负债				
长期借款	2503	3162	3260	2091
其他	1718	1618	1118	918
负债合计				
少数股东权益	1718	1618	1118	918
股本	0	0	0	0
资本公积	8821	11251	12267	8719
留存收益	337	322	309	309
归属母公司股东权益	520	520	520	520
负债和股东权益				
少数股东权益	965	965	965	965
股本	1099	1458	1906	2445
资本公积	2585	2943	3391	3931
盈余公积	11743	14516	15968	12959

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流				
净利润	668	-147	936	-386
折旧摊销	341	344	471	588
财务费用	386	366	382	399
投资损失	214	197	178	124
营运资金变动	0	0	0	0
其它	-218	-1083	-102	-1503
投资活动现金流				
资本支出	-56	29	6	6
长期投资	-675	1132	-510	-410
其他	677	-50	350	250
筹资活动现金流				
短期借款	0	-1241	0	0
长期借款	2	-159	-160	-160
普通股增加	579	963	108	-3094
资本公积增加	482	1214	923	-2721
其他	398	-100	-500	-200
现金净增加额				
普通股增加	231	0	0	0
资本公积增加	-231	0	0	0
其他	-301	-151	-314	-173
现金净增加额				
	572	1948	534	-3890

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	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	13536	14299	16780	19450
营业成本	10977	11668	13649	15819
营业税金及附加	191	200	235	272
营业费用	1414	1477	1720	2017
管理费用	285	300	373	438
财务费用	214	197	178	124
资产减值损失	7	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	448	453	620	774
营业外收入	27	40	45	50
营业外支出	13	15	20	30
利润总额	462	478	645	794
所得税	121	134	174	206
净利润	341	344	471	588
少数股东损益	-5	-14	-13	0
归属母公司净利润	347	358	484	588
EBITDA	1048	1016	1181	1297
EPS (元)	0.67	0.69	0.93	1.13

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	24.1%	5.6%	17.4%	15.9%
营业利润	217.6	1.1%	37.0%	24.8%
归属于母公司净利润	199.6	3.4%	35.1%	21.4%
盈利能力				
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

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