



要约收购获批，未来资本运作可期

买入 维持

公司事件:

- 5月17日，公司接到控股股东山东省商业集团有限公司通知，已收到中国证监会（证监许可[2013]653号）《关于核准山东省商业集团有限公司公告银座集团股份有限公司要约收购报告书的批复》，对要约收购报告书无异议。

报告摘要:

- 要约收购摘要回顾。**3月27日，公司控股股东鲁商集团向公司除收购人及其关联方以外的全体流通股股东发出部分要约收购，价格9.80元，数量26,003,330股，占总股本5.00%。所需最高资金总额为25,483.26万元，全部来源自有资金。鲁商集团要约收购价格当日停牌前收盘价8.64元溢价13.43%，要目的为（1）看好零售行业未来发展，（2）公司经营业绩提升以及（3）巩固国有控股地位，确保国有资产保值增值。
- 要约收购获批，后期资本运作可期。**此次鲁商集团要约收购前，银座股份已托管鲁商集团旗下体外资产银座商城全部门店，为后期整体资产注入整合提供了铺垫。而此次发出要约收购，进一步显示出公司作为鲁商集团下商业业务唯一平台的重要性，未来仍有通过进一步资本运作优化平台的空间，后期对地产业务处置的进度以及体外资产注入情况值得密切关注。
- 长期看好公司地区规模优势、密集渠道下沉战略以及店龄优化助力业绩释放。**公司在山东省内具有很强的规模优势，同时在一二线地区布点具明显先发优势。公司门店平均培育期约为3年，自08年开始加速扩张至2012年，3-5年店成长龄门店占比不断提升，达到27%，未来2年，成长型门店占比仍将保持较高比重，助力业绩释放。同时公司净利率上升空间仍然巨大，具有较强的业绩弹性。
- 盈利预测和投资建议。**我们看好公司渠道下沉密集布点的扩张战略，预计公司13-14年EPS为0.83、1.08元，其中13年、14年地产分别贡献0.2元、0.1元。维持“买入”评级。

主要经营指标	2010	2011	2012	2013E	2014E
营业收入(百万)	8794.68	10907.46	13536.05	15713	18737
增长率(%)	67.75	24.02%	24.10%	16.08%	19.24%
归母净利润(百万)	110.92	115.66	346.52	434	565
增长率(%)	-6.70%	4.28	199.59	25.25%	29.97%
每股收益	0.21	0.40	0.67	0.83	1.08
市盈率	40.56	21.60	12.90	10.41	8.00

消费服务研究组

分析师:

陈炫如 (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

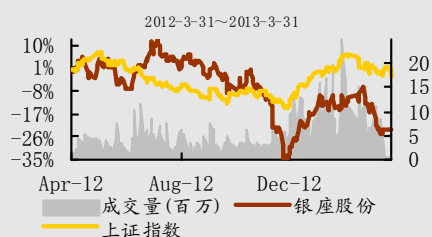
研究助理:

姜天骄

电话: 010-88013525

Email: jiangtianjiao@hysec.com

市场表现



相关研究

- 毛利率略降，净利率延续上升趋势
2013-04-25
- 收购溢价13%，带来交易性机会
2013-04-02
- 地产结算致业绩增长200%
2013-03-09
- 地产结算贡献业绩高增长
2013-01-23
- 业绩符合预期，期间费用率下降
2012-04-20
- 业绩拐点就在2012年
2012-03-12
- 扩张步伐放缓，期间费用率迎来拐点
2012-02-28

表 1: 2012 年公司损益表分季度指标

财务指标	2012 Q1	2012 Q2	2012 Q3	2012 Q4	2012
营业收入	3,492.90	2,987.02	2,955.84	4,100.29	13,536.05
营业收入增速 YOY	13.66%	30.65%	15.48%	37.21%	24.10%
营业成本	2,868.53	2,402.92	2,418.63	3,286.54	10,976.62
综合毛利率（左）	17.88%	19.55%	18.17%	19.85%	18.91%
综合毛利率变动幅度	0.55%	1.93%	0.78%	1.69%	1.28%
营业税金及附加	32.23	43.14	27.40	88.34	191.11
销售费用	314.46	262.07	291.42	546.04	1,413.98
销售费用增速	11.26%	19.48%	7.95%	32.94%	19.56%
管理费用	99.51	119.03	131.23	-64.45	285.32
管理费用增速	11.59%	18.58%	4.60%	-330.05%	-16.82%
财务费用	45.58	55.96	52.55	60.33	214.42
期间费用率	13.16%	14.63%	16.08%	13.22%	14.14%
销售费用率	9.00%	8.77%	9.86%	13.32%	10.45%
管理费用率	2.85%	3.98%	4.44%	-1.57%	2.11%
财务费用率	1.30%	1.87%	1.78%	1.47%	1.58%
资产减值损失	1.83	1.46	-0.15	3.80	6.94
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其中：对联营和合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	130.76	102.44	34.77	179.68	447.66
加：营业外收入	1.33	3.94	5.23	16.51	27.01
减：营业外支出	0.20	2.94	0.76	8.67	12.57
其中：非流动资产处置净损失	0.00	0.00	0.00	2.18	2.18
利润总额	131.89	103.44	39.24	187.53	462.10
减：所得税	36.12	34.29	14.59	35.73	120.73
净利润	95.77	69.15	24.65	151.80	341.37
减：少数股东损益	-0.49	-2.32	-1.39	-0.95	-5.15
归属于母公司所有者的净利润	96.26	71.47	26.04	152.75	346.52
归母净利润增速	45.01%	575.77%	-377.59%	217.67%	199.59%
销售净利率（右）	2.76%	2.39%	0.88%	3.73%	2.56%

资料来源：公司公告，宏源证券

表 2：2013 年 1 季度业绩较同期表现拆分

单位（百万元）	2013 Q1	2012 Q1	2013Q1-2012Q1
营业收入	3,963.39	3,492.90	470.49
营业收入增速 YOY	13.47%	13.66%	-0.19%
营业成本	3,271.74	2,868.53	403.21
综合毛利率（左）	17.45%	17.88%	-0.42%
毛利额	691.65	624.37	67.28
综合毛利率变动幅度	-0.42%	0.55%	
营业税金及附加	36.75	32.23	4.52
销售费用	370.79	314.46	56.33
销售费用增速	17.91%	11.26%	
管理费用	82.06	99.51	-17.46
管理费用增速	-17.54%	11.59%	
财务费用	56.44	45.58	10.86
期间费用率	12.85%	13.16%	-0.31%
销售费用率	9.36%	9.00%	0.35%
管理费用率	2.07%	2.85%	-0.78%
财务费用率	1.42%	1.30%	0.12%
资产减值损失	0.84	1.83	-0.99
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00
营业利润	144.78	130.76	14.02
加：营业外收入	7.75	1.33	6.43
减：营业外支出	0.40	0.20	0.20
其中：非流动资产处置净损失	0.05	0.00	0.05
利润总额	152.13	131.89	20.25
减：所得税	39.33	36.12	3.22
净利润	112.80	95.77	17.03
减：少数股东损益	0.72	-0.49	1.21
归属于母公司所有者的净利润	112.08	96.26	15.82
归母净利润增速	16.43%	45.01%	-28.57%
销售净利率（右）	2.83%	2.76%	0.07%

资料来源：宏源证券，公司公告

作者简介:

陈炫如: 商贸零售行业高级分析师, 消费服务组组长, 就读香港大学、中山大学、厦门大学, 金融学硕士, 5 年证券行业从业经验, 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。

主要覆盖公司: 永辉超市、上海家化、友好集团、红旗连锁、苏宁电器、友阿股份、银座股份、新华百货、吉峰农机、王府井、东方金钰、友阿股份、大连友谊、飞亚达、老凤祥、昆百大 A

机构销售团队

华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。