

证券研究报告

公司研究——季报点评

银座股份（600858.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2013.10.29

赵雅君 商业贸易行业分析师

执业编号：S1500512070004

联系电话：+86 10 63081095

邮箱：zhaoyajun@cindasc.com

相关研究

《跑马圈地，快速扩张》2011.8

《潍坊、德州新门店收入增长较——2011 中报点评》

2011.8

《内外兼修、具有中长期投资价值的区域龙头》

2012.5

《业绩高于预期，前期展店效果彰显》2012.8

《业绩符合预期，毛利率水平持续温和提升》

2012.11

《零售主业盈利能力大幅增长，资本开支高峰已过》

2013.3

《一季度新开门店 6 家，零售主业稳健增长》2013.4

《地产结算延后，业绩略低于预期》2013.10

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院

1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

产业资本增持，并购价值显现

2014 年一季报点评

2014 年 4 月 25 日

事件：公司发布 2014 年一季报，报告期内实现营业收入 40.35 亿元，同比增长 1.80%；实现归属于母公司所有者的净利润 1.39 亿元，同比增长 24.09%，扣非净利润 1.37 亿元，同比增长 34.02%，摊薄每股收益 0.27 元，每股经营性现金流 1.05 元。业绩略高于我们的预期。

点评：

- **毛利率提升，费用管控情况较好。**公司一季度收入增长缓慢，同比仅增 1.80%。一季度有两家体量较小的地市门店开出，总体对业绩影响不大。一季度毛利率控制情况较好，为 18.80%，相比去年一季度上升了 1.35 个百分点。费用控制情况亦较好，期间费用率为 12.66%，同比下降了 0.19 个百分点，主要是由于管理费用和财务费用都有所收窄，管理费用和财务费用分别同比下降了 422 和 777 万元。
- **资本开支高峰已过。**随着公司李沧、乾豪、济南经一路等重资产项目建设过半，我们认为公司财务费用压力将持续缓解，公司压力最大的时候是 11-12 年，公司零售主业向好且产生稳定的收入来源，以及地产项目的结算，都会使得公司的财务压力在 13 年有所缓和，14 年将显著改善。目前来看，一季度财务费用已有所改善。
- **盈利预测及评级：**我们认为公司未来将受益于快速外延扩张所带来的收入规模增长，随着新老门店比的下降，公司净利率有望持续提升。并且，公司将受益于山东省国企改革，具有大股东鲁商集团注资的预期。此外，一季报中披露中央商场实际控制人祝义才增持 603 万股，持股比例 1.16%，成为公司第 10 大股东，产业资本增持显示出公司的并购价值。公司目前全年销售规模超过 140 个亿，而公司市值仅 34 个亿，从 PS 的角度被低估。由于目前整体消费景气度持续低迷，我们下调公司盈利预测，预计公司 2014~2016 年 EPS 为 0.63 元/0.75 元/0.86 元（之前 14/15 年为 0.78 元/1.10 元），维持六个月目标价 9 元，维持“增持”评级。
- **风险因素：**1、外延扩张效果低于预期； 2、三项费用控制不达预期。

公司报告首页财务数据

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入(百万元)	13,536.05	14,217.88	15,482.17	16,830.65	17,878.91
增长率 YoY %	24.10%	5.04%	8.89%	8.71%	6.23%
归属母公司净利润(百万元)	346.52	266.49	325.96	389.48	444.91
增长率 YoY%	199.59%	-23.10%	22.31%	19.49%	14.23%
毛利率%	18.91%	18.71%	18.35%	18.48%	18.44%
净资产收益率 ROE%	14.34%	9.87%	10.95%	11.68%	11.86%
每股收益 EPS(元)	0.86	0.51	0.63	0.75	0.86
市盈率 P/E(倍)	10	13	11	9	8
市净率 P/B(倍)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2014 年 4 月 24 日收盘价

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	3,947.12	4,464.84	4,545.16	4,810.85	5,010.45
货币资金	1,408.02	1,748.40	1,426.82	1,476.43	1,486.93
应收票据	0.00	0.72	0.63	0.68	0.72
应收账款	0.20	0.36	0.38	0.41	0.44
预付账款	81.37	81.83	89.78	97.45	103.57
存货	2,339.67	2,480.31	2,874.34	3,082.67	3,265.58
其他	117.86	153.21	153.21	153.21	153.21
非流动资产	7,795.54	7,995.69	8,602.39	9,005.52	9,469.66
长期投资	1.70	31.70	31.70	31.70	31.70
固定资产	3,602.81	3,475.43	3,805.16	4,385.60	4,893.89
无形资产	1,613.04	1,583.30	1,634.00	1,684.15	1,733.78
其他	2,577.99	2,905.26	3,131.52	2,904.06	2,810.29
资产总计	11,742.66	12,460.53	13,147.55	13,816.36	14,480.10
流动负债	7,102.79	7,476.82	7,844.27	8,131.24	8,358.79
短期借款	2,340.00	2,093.00	2,093.00	2,093.00	2,093.00
应付账款	2,259.78	2,045.92	2,358.76	2,560.10	2,720.94
其他	2,503.01	3,337.90	3,392.51	3,478.13	3,544.85
非流动负债	1,718.38	1,838.74	1,838.74	1,838.74	1,838.74
长期借款	1,718.38	1,833.19	1,833.19	1,833.19	1,833.19
其他	0.00	5.55	5.55	5.55	5.55
负债合计	8,821.17	9,315.56	9,683.01	9,969.98	10,197.53
少数股东权益	336.61	330.00	323.61	315.97	307.25
归属母公司股东权益	2,584.88	2,814.97	3,140.93	3,530.41	3,975.32
负债和股东权益	11742.66	12460.53	13147.55	13816.36	14480.10

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	13,536.05	14,217.88	15,482.17	16,830.65	17,878.91
同比(%)	24.10%	5.04%	8.89%	8.71%	6.23%
归属母公司净利润	346.52	266.49	325.96	389.48	444.91
同比(%)	199.59%	-23.10%	22.31%	19.49%	14.23%
毛利率(%)	18.91%	18.71%	18.35%	18.48%	18.44%
ROE(%)	14.34%	9.87%	10.95%	11.68%	11.86%
每股收益(元)	0.86	0.51	0.63	0.75	0.86
P/E	10	13	11	9	8
P/B	1.35	1.24	1.11	0.99	0.88
EV/EBITDA	4.55	5.24	4.82	4.32	4.00

利润表

单位: 百万元

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	13,536.05	14,217.88	15,482.17	16,830.65	17,878.91
营业成本	10,976.62	11,558.01	12,641.78	13,720.89	14,582.88
营业税金及附加	191.11	147.52	162.39	176.53	187.53
营业费用	1,413.98	1,570.50	1,710.15	1,859.10	1,974.89
管理费用	285.32	323.32	362.98	389.42	413.68
财务费用	214.42	198.28	139.62	145.12	144.27
资产减值损失	6.94	3.33	8.76	10.34	9.03
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	4.40	4.40	4.40
营业利润	447.66	416.92	460.90	533.65	571.03
营业外收入	27.01	21.46	27.76	25.41	24.87
营业外支出	12.57	16.85	13.01	13.56	14.33
利润总额	462.10	421.52	475.65	545.50	581.58
所得税	120.73	166.51	156.08	163.65	145.39
净利润	341.37	255.02	319.57	381.85	436.18
少数股东损益	-5.15	-11.48	-6.39	-7.64	-8.72
归属母公司净利润	346.52	266.49	325.96	389.48	444.91
EBITDA	1,030.04	987.80	1,090.32	1,196.36	1,281.09
EPS (摊薄)	0.67	0.51	0.63	0.75	0.86

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	668.28	954.78	894.13	1,097.13	1,168.66
净利润	341.37	255.02	319.57	381.85	436.18
折旧摊销	386.22	393.91	445.16	481.35	530.00
财务费用	181.72	172.37	169.52	169.52	169.52
投资损失	0.00	0.00	-4.40	-4.40	-4.40
营运资金变动	-217.62	132.77	-43.22	60.56	29.43
其它	-23.41	0.72	7.50	8.26	7.94
投资活动现金流	-675.00	-803.60	-1,046.20	-877.99	-988.65
资本支出	-675.00	-786.11	-1,050.60	-882.39	-993.05
长期投资	0.00	12.51	4.40	4.40	4.40
其他	0.00	-30.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	579.15	83.85	-169.52	-169.52	-169.52
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	878.50	417.41	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	299.35	333.56	169.52	169.52	169.52
现金净增加额	572.43	235.03	-321.59	49.62	10.50

分析师简介

赵雅君，商业贸易行业研究员，美国田纳西大学管理科学硕士，2010 年加入信达证券，期间秉持审慎独立态度，从行业内部多角度深入探索连锁零售业的盈利模式及发展趋势。

商业贸易行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
华联综超	600361	华联股份	000882	首商股份	600723	银座股份	600858
步步高	002251	苏宁电器	002024	海印股份	000861	友阿股份	002277
合肥百货	000417	友好集团	600778				

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。