

百货零售

兰飞燕 S0960200010019

0755-82026706

lanfeiyang@cjis.cn

银座股份

600858

推荐

多个自建店项目投入较大影响公司短期利润

3月27日公司公布2009年度业绩：报告期实现营业收入52.43亿元，同比增长24.99%；实现归属于母公司净利润1.19亿元，同比下滑16.37%。

投资要点：

6-12个月目标价：28.00元

当前股价：25.18元

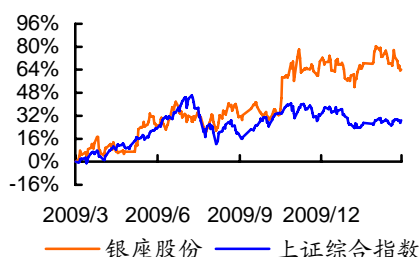
评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	3059.72
总股本(百万)	289
流通股本(百万)	234
流通市值(亿)	59
EPS (TTM)	0.47
每股净资产(元)	5.48
资产负债率	71.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
银座股份	-9.06	-3.30	25.21
上证综合指数	0.25	-2.60	7.78



相关报告

《银座股份-扩张依旧迅猛、短期资金压力大》2009-8-16

《银座股份-非公开发行股票方案有利于增强公司市场控制力》2009-6-2

《银座股份-强势扩张的优秀区域零售商》2009-3-11

- **多个自建店项目的投入影响公司短期利润。**报告期公司收入增长了24.99%，高于百货类上市公司同期的平均增速，这主要缘于公司近年来的扩张迅猛、许多门店处于培育发展期、收入增速快，同时成熟门店的内生增长也能保持稳健。而报告期公司净利润同比下滑了16.37%，主要由于公司多个自建店项目的投入较大（包括济南振兴街项目支付5.4亿元出让金、总计约5亿元的石家庄东方购物广场收购项目等），导致三项费用率大增（09年第4Q的净利率仅0.53%）、影响公司短期的利润。
- **扩张依旧迅猛。**2009年公司收购石家庄东方购物广场成熟店、是跨区域发展的又一举措。同时在山东省内又先后开设9家门店，使公司零售门店总数达40家，包括：临沂金雀山店（1月开业、8500 m<sup>2</sup>）、德州东地购物广场（1月开业）、寿光银座（4月开业、31500 m<sup>2</sup>）、济南银座无影山购物广场（4月开业、11336 m<sup>2</sup>）、滨州黄河店（6月开业、13803 m<sup>2</sup>）、滨州博兴店（9月开业、20228 m<sup>2</sup>）、济南鸿园购物广场（9月开业）、德州大学路店（9月开业、26057 m<sup>2</sup>）、临沂通达路店（12月开业、15152 m<sup>2</sup>）。应该说，公司外延扩张速度在百货公司中表现突出。
- **财务指标。**报告期综合毛利率18.68%，与上年同期增长了0.19个百分点；三项目费用率为14.92%，同比上年增长了1.18个百分点，这也是影响公司业绩表现的主要原因。特别是由于贷款明显增加、导致财务费用由上年同期的3552万元增加到7401万元，增长了108%。
- **非公开发行实施将提升2010年业绩表现。**非公开发行已于今年3月实施完毕，将缓解公司资金压力及减少财务支出，另一方面，募资投向中的淄博收购项目将增厚公司盈利（淄博银座净利率高于股份公司、是集团公司成立较早、培育较成熟的项目，09年净利润约5000万元、预计未来3年复合增长率在25%以上）。
- **盈利预测、投资评级。**预计2010-2012年EPS为0.75、0.95、1.19元，目前股价估值较为合理。我们依旧看好公司在山东强大的品牌认知度和优秀的门店运作能力，短期的费用及业绩压力并不改变公司长期投资价值，给予推荐评级。

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5243	8047	9898	11878
同比(%)	25%	54%	23%	20%
归属母公司净利润(百万元)	119	215	275	344
同比(%)	-16%	81%	28%	25%
毛利率(%)	18.7%	18.7%	18.8%	18.9%
ROE(%)	9.8%	14.6%	16.0%	16.8%
每股收益(元)	0.51	0.75	0.95	1.19
P/E	49.79	33.79	26.44	21.15
P/B	4.86	4.94	4.22	3.56
EV/EBITDA	25	19	15	12

资料来源：中投证券研究所

图表：分季度财务指标

	2009. 4Q	2009 . 3Q	2009 . 2Q	2009 . 1Q	2008 . 4Q	2008 . 3Q	2008 . 2Q	2008 . 1Q
营业总收入(万元)	151,952.66	120,673.97	111,151.12	140,486.53	106,046.99	87,809.68	115,305.2	151,952.66
营业成本(万元)	122,837.34	98,003.40	90,552.20	114,944.68	86,269.82	71,136.75	94,590.11	122,837.34
税金附加(万元)	1,034.80	751.07	588.74	1,028.66	774.47	479.88	727	1,034.80
销售费用(万元)	18,600.21	11,454.45	9,813.15	12,793.93	8,965.07	8,086.44	10,403.01	18,600.21
管理费用(万元)	4,857.74	5,860.30	3,463.40	3,982.24	4,740.24	3,576.17	2,626.11	4,857.74
财务费用(万元)	2,511.12	1,542.71	1,873.90	1,474.06	1,165.55	850.8	595.11	2,511.12
加：营业外收入(万元)	170.39	80.37	219.7	117.79	197.54	1,470.07	255.08	170.39
减：营业外支出(万元)	976.27	54.76	36.53	14.84	100.52	390.03	16.95	976.27
利润总额(万元)	1,232.00	3,187.98	4,986.86	6,354.62	4,229.72	4,772.80	6,602.06	1,232.00
减：所得税(万元)	493.55	841.31	1,284.37	1,674.41	1,146.58	1,254.75	1,663.73	493.55
母公司净利润(万元)	811.85	2,506.37	4,037.45	4,532.93	3,027.36	3,382.74	4,699.78	811.85
综合毛利率	19.16%	18.79%	18.53%	18.18%	18.65%	18.99%	17.97%	19.16%
销售费用率	12.24%	9.49%	8.83%	9.11%	8.45%	9.21%	9.02%	12.24%
管理费用率	3.20%	4.86%	3.12%	2.83%	4.47%	4.07%	2.28%	3.20%
财务费用率	1.65%	1.28%	1.69%	1.05%	1.10%	0.97%	0.52%	1.65%
净利率	0.53%	2.08%	3.63%	3.23%	2.85%	3.85%	4.08%	0.53%

资料来源：公司报表

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	2069	2133	2712	3129	<b>营业收入</b>	5243	8047	9898	11878
现金	826	600	683	679	营业成本	4263	6543	8042	9639
应收账款	1	1	2	2	营业税金及附加	34	52	64	76
其它应收款	41	82	93	111	营业费用	527	817	1002	1200
预付账款	93	196	241	289	管理费用	182	282	344	409
存货	1108	1254	1693	2048	财务费用	74	92	106	121
其他	0	0	0	0	资产减值损失	0	1	1	1
<b>非流动资产</b>	3426	3611	4020	4388	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2	1	1	1	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1589	2014	2380	2703	<b>营业利润</b>	163	262	340	433
无形资产	934	961	987	1014	营业外收入	6	30	30	26
其他	900	636	651	669	营业外支出	11	10	11	11
<b>资产总计</b>	5494	5744	6732	7517	<b>利润总额</b>	158	282	359	448
<b>流动负债</b>	3502	3483	4205	4657	所得税	43	71	90	112
短期借款	1748	1721	2112	2272	<b>净利润</b>	115	212	269	336
应付账款	690	933	1171	1420	少数股东损益	-4	-3	-6	-8
其他	1065	829	922	966	<b>归属母公司净利润</b>	119	215	275	344
<b>非流动负债</b>	410	430	450	470	EBITDA	369	477	599	736
长期借款	410	430	450	470	EPS (元)	0.51	0.75	0.95	1.19
其他	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	3912	3913	4655	5127	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	363	360	354	346	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	235	289	289	289	<b>成长能力</b>				
资本公积	550	550	550	550	营业收入	25.0%	53.5%	23.0%	20.0%
留存收益	433	632	884	1205	营业利润	-5.3%	61.4%	29.4%	27.5%
归属母公司股东权益	1219	1471	1724	2044	归属于母公司净利润	-16.4%	81.1%	27.8%	25.0%
<b>负债和股东权益</b>	5494	5744	6732	7517	<b>获利能力</b>				
					毛利率	18.7%	18.7%	18.8%	18.9%
					净利率	2.3%	2.7%	2.8%	2.9%
					ROE	9.8%	14.6%	16.0%	16.8%
					ROIC	7.2%	9.3%	10.1%	11.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	71.2%	68.1%	69.1%	68.2%
					净负债比率				
					流动比率	0.59	0.61	0.65	0.67
					速动比率	0.27	0.25	0.24	0.23
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.21	1.43	1.59	1.67
					应收账款周转率	6606	5737	6674	5946
					应付账款周转率	7.70	8.06	7.65	7.44
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.41	0.75	0.95	1.19
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.92	1.15	1.68
					每股净资产(最新摊薄)	4.22	5.09	5.97	7.08
					<b>估值比率</b>				
					P/E	49.79	33.79	26.44	21.15
					P/B	4.86	4.94	4.22	3.56
					EV/EBITDA	25	19	15	12

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 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  $\pm 10\%$  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

## 分析师简介

兰飞燕, 中投证券研究所零售贸易行业高级分析师, 经济学硕士, 4 年行业分析经历, 8 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 百联股份、大商股份、王府井、小商品城、重庆百货、武汉中百、鄂武商、广州友谊、广百股份、欧亚集团、中兴商业、新华百货、新世界、友谊股份、益民百货、开元控股、苏宁电器、华联综超、农产品、中化国际、步步高、武汉中百

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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, 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和信息, 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。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
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	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	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