

2010 年 10 月 26 日

银座股份

激进扩张明年持续，费用激增拖累业绩

2010 年前三季度银座股份营业收入同比增长 41% 至 62 亿人民币，相当于我们全年预测的 72%，符合预期。但是 3 季度管理费用和财务费用大幅攀升拖累单季度净利润同比下滑 41%。我们将公司评级由买入下调为持有，目标价格由 31.00 元下调至 25.00 元。

支撑评级的要点

- 3 季度管理费用和财务费用大幅攀升拖累单季度净利润同比下滑 41%。
- 我们认为公司明年仍将延续重资产高速扩张策略。我们预计 2010 和 2011 年两年将开设 20 家门店新增面积约 60 万平米，较 2009 年底增加 50%。
- 快速扩张带来的相关费用（包括折旧摊销、财务费用、新店开办费以及运营费）以及新开门店培育都将给业绩带来压力。

评级面临的主要风险

- 短时间进入多个省外市场对公司经营管理能力挑战。
- 我们在盈利预测中暂没有考虑地产项目的贡献。

估值

- 考虑到激进的扩张计划将在明年持续，我们认为未来 12 个月业绩释放压力较大。因此，基于更加悲观的费用假设，我们将 2010-2012 年盈利预测下调 29-36%，并将其评级由买入下调为持有，我们的目标价格由 31.00 元下调至 25.00 元。
- 长期看来，我们认可公司深耕山东市场策略，同城多店布局的门店网络资源业已形成了区域优势控制力。如果费用计提充分，未来公司业绩弹性相对较大。此外，鲁商集团持续资产注入预期给公司带来一定估值溢价。

图表 1. 投资摘要

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	4,168	5,209	8,626	10,344	12,181
变动 (%)	36	25	66	20	18
净利润 (人民币 百万)	138	110	149	189	237
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.533	0.486	0.515	0.654	0.819
变动 (%)	6.1	(8.7)	5.9	26.9	25.3
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.768	1.076	1.376
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.722	1.013	1.273
调整幅度 (%)	-	-	(28.6)	(35.5)	(35.7)
全面摊薄市盈率 (倍)	50.8	55.7	52.6	41.4	33.1
每股现金流量 (人民币)	1.19	0.49	1.23	1.52	1.77
价格/每股现金流量 (倍)	22.8	55.0	22.0	17.8	15.3
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	25.2	23.9	20.4	16.9	14.0
每股股息 (人民币)	0.040	0.070	0.077	0.097	0.122
股息率 (%)	0.1	0.3	0.3	0.4	0.5

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

持有 (买入)

600858.SS - 人民币 27.09

目标价格：人民币 25.00 (▼31.00)

郑媛

(8621) 6860 4866 分机 8517

yuan.zheng@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300207110252

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对 (%)	4	(3)	9	33
相对新华富时 A50 指数 (%)	15	(25)	(10)	41

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	289
流通股 (%)	76
流通股市值 (人民币 百万)	5,950
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	58
净负债比率 (%)	66
主要股东 (%)	
山东省商业集团总公司	19.5

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>，thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出 (SELL) 指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

费用高企拖累业绩再次低于预期

2010年前三季度银座股份营业收入同比增长41%至62亿人民币，相当于我们全年预测的72%，符合预期。但是3季度管理费用和财务费用大幅攀升拖累单季度净利润同比下滑41%。由于09年底淄博银座和石家庄东购并表导致财务报表合并范围变化，公司对2009年数据进行追溯调整。根据调整后的经营数据，今年前三季度公司实现股东可分配利润1.1亿元，同比下滑32%，低于预期。

三季度公司营业收入同比增长43%至20亿元，毛利率同比下滑0.8个百分点，毛利率下降幅度与2季度持平。根据上半年分区域拆分数据，最近两年新开门店较多的滨州和菏泽地区毛利率降幅较大。我们判断新店尚处于培育期，促销活动较多仍然是拖累毛利率下滑的主要原因。

下调评级至持有

我们认为公司明年仍将延续重资产高速扩张策略。我们预计2010和2011年两年将开设20家门店新增面积约60万平米，较2009年底增加50%。快速扩张带来的相关费用（包括折旧摊销、财务费用、新店开办费以及运营费）以及新开门店培育都将给业绩带来压力。考虑到激进的扩张计划将在明年持续，我们认为未来12个月业绩释放压力较大。因此，基于更加悲观的费用假设，我们将2010-2012年盈利预测下调29-36%，并将其评级由买入下调为**持有**，我们的目标价格由31.00元下调至25.00元。

长期看来，我们认可公司深耕山东市场策略，同城多店布局的门店网络资源业已形成了区域优势控制力。此外，大股东零售资产注入预期也给公司带来一定的估值溢价。

图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年 3 季度	2010 年 3 季度	同比 变动%	2009 年 1-9 月	2010 年 1-9 月	同比 变动%
销售收入	1,452	2,080	43	4,424	6,229	41
营业税金及附加	(9)	(15)	59	(30)	(43)	43
销售成本	(1,180)	(1,707)	45	(3,712)	(5,253)	41
管理费用	(67)	(103)	54	(158)	(260)	64
销售费用	(135)	(187)	38	(397)	(592)	49
营业成本	(1,382)	(1,997)	44	(4,267)	(6,105)	43
营业利润	60	68	12	254	247	(3)
非经常项目	1	6	343	4	10	171
净财务费用	(17)	(40)	142	(53)	(101)	89
税前利润	45	33	(27)	205	156	(24)
税金	(12)	(9)	(24)	(53)	(43)	(19)
税后利润	33	24	(28)	152	114	(25)
少数股东损益	(2)	(0)	(98)	(3)	2	(169)
归属于母公司股东的净利润	35	24	(31)	156	111	(28)
扣除非经常性损益后的净利润	34	20	(41)	153	104	(32)
盈利能力(%)						
毛利率	18.7	17.9		16.1	15.7	
经营利润率	4.2	3.3		5.8	4.0	
净利率	2.4	1.2		3.5	1.8	
销售和管理费用率	13.9	13.9		12.5	13.7	

资料来源：公司数据，中银国际研究

展店进展符合预期，2012 年将进入保定和西安

前九个月公司新开六家门店，济南、临沂、淄博、东营、滨州和烟台各一家，其中烟台莱山店为烟台市首家门店。加上定增从控股股东银座商城购买淄博银座下辖六家门店，公司所属门店总数达到 44 家，托管 1 家。根据今年以来签订的租约协议，公司在河北保定、陕西西安以及河北张家口分别租赁物业用于开设大型商场，租期均为 20 年。依据正常装修时间推算，我们预计这三家门店将在 2012 年开业。

购得石家庄东购股权后，公司战略部署将河北视为山东省之外最重要的外埠市场，并计划借助东购的品牌影响力和供应商资源在河北省布局网络。进入保定和张家口开店符合这一策略安排。西北地区对公司而言是全新的市场，且距离优势区域半径较远，对公司招商、经营管理以及物流等后台支持系统而言将成为挑战。

图表 3.部分储备门店概览

地区	门店	预计营业面积 (万平米)	预计开业时间
东营	垦利店	2.0	2010
潍坊	财富广场	6.0	2010
泰安	新汶店	0.5	2010
济南	振兴街	6.0	2010
济南	东环店	0.8	2010
济南	中铁店	1.8	2011
青岛	香港路店	6.0	2011
青岛	李沧	4.0	2011
威海	未定	4.0	2011
淄博	未定	2.0	2011
临沂	沂水店	2.0	2011
东营	利津店	1.5	2011
东营	西城三店	1.5	2011
烟台	招远店	3.0	2011
保定	财富广场	3.4	2011
泰安	岱宗店	3.2	2011
西安	中贸广场店	4.0	2012
河北	张家口	3.5	2012

资料来源：网络信息

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	4,168	5,209	8,626	10,344	12,181
销售成本	(3,419)	(4,263)	(7,113)	(8,509)	(10,007)
经营费用	(486)	(621)	(1,049)	(1,278)	(1,535)
息税折旧前利润	263	324	464	558	638
折旧及摊销	(55)	(87)	(144)	(190)	(218)
经营利润(息税前利润)	208	237	319	368	420
净利息收入/(费用)	(36)	(74)	(115)	(110)	(98)
其他收益/(损失)	17	(5)	0	0	0
税前利润	189	158	204	258	322
所得税	(49)	(43)	(51)	(65)	(81)
少数股东权益	(2)	(4)	(4)	(5)	(5)
净利润	138	110	149	189	237
核心净利润	125	114	149	189	237
每股收益(人民币)	0.585	0.470	0.515	0.654	0.819
核心每股收益(人民币)	0.533	0.486	0.515	0.654	0.819
每股股息(人民币)	0.040	0.070	0.077	0.097	0.122
收入增长(%)	36	25	66	20	18
息税前利润增长(%)	(4)	14	35	15	14
息税折旧前利润增长(%)	8	23	43	20	14
每股收益增长(%)	16	(20)	10	27	25
核心每股收益增长(%)	6	(9)	6	27	25

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	643	826	618	582	814
应收帐款	176	93	135	162	191
库存	577	1,108	889	1,001	1,112
其他流动资产	45	42	58	69	87
流动资产总计	1,441	2,069	1,700	1,814	2,203
固定资产	610	1,396	2,393	2,762	2,680
无形资产	560	934	1,059	1,139	1,219
其他长期资产	579	1,095	1,532	1,519	1,615
长期资产总计	1,749	3,426	4,984	5,419	5,514
总资产	3,190	5,494	6,684	7,233	7,717
应付帐款	483	808	991	1,173	1,427
短期债务	690	1,748	1,748	1,648	1,448
其他流动负债	583	946	1,469	1,820	2,104
流动负债总计	1,756	3,502	4,207	4,641	4,978
长期借款	42	410	310	260	200
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	235	235	289	289	289
储备	960	984	1,510	1,671	1,872
股东权益	1,195	1,219	1,799	1,960	2,161
少数股东权益	196	363	368	372	377
总负债及权益	3,190	5,494	6,684	7,233	7,717
每股帐面价值(人民币)	5.08	5.18	6.23	6.78	7.48
每股有形资产(人民币)	2.70	1.21	2.56	2.84	3.26
每股净负债/(现金)(人民币)	0.38	5.66	4.98	4.59	2.89

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	189	158	204	258	322
折旧与摊销	55	87	144	190	218
净利息费用	36	74	115	110	98
运营资本变动	51	(133)	523	175	231
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(51)	(70)	(632)	(294)	(356)
经营活动产生的现金流	280	116	355	439	513
购买固定资产净值	(408)	(469)	(1,050)	(700)	(300)
投资减少/增加	(18)	(111)	(106)	0	0
其他投资现金流	(281)	(606)	0	200	150
投资活动产生的现金流	(708)	(1,187)	(1,156)	(500)	(150)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	357	1,373	(100)	(150)	(260)
支付股息	(8)	(9)	(16)	(22)	(28)
其他融资现金流	(217)	(109)	709	197	157
融资活动产生的现金流	132	1,254	592	25	(131)
现金变动	(296)	184	(208)	(36)	232
期初现金	938	643	826	618	582
公司自由现金流	(428)	(1,071)	(801)	(61)	363
权益自由现金流	(71)	302	(901)	(211)	103

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.3	6.2	5.4	5.4	5.2
息税前利润率(%)	5.0	4.6	3.7	3.6	3.4
税前利润率(%)	4.5	3.0	2.4	2.5	2.6
净利率(%)	3.3	2.1	1.7	1.8	1.9
流动性					
流动比率(倍)	0.8	0.6	0.4	0.4	0.4
利息覆盖率(倍)	4.7	2.9	2.6	3.2	4.1
净权益负债率(%)	6.4	84.1	66.4	56.8	32.8
速动比率(倍)	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2
估值					
市盈率(倍)	46.3	57.7	52.6	41.4	33.1
核心业务市盈率(倍)	50.8	55.7	52.6	41.4	33.1
目标价对应核心业务	46.9	51.4	48.5	38.3	30.5
市盈率(倍)					
市净率(倍)	5.3	5.2	4.3	4.0	3.6
价格/现金流(倍)	22.8	55.0	22.0	17.8	15.3
企业价值/息税折旧前	25.2	23.9	20.4	16.9	14.0
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	35.3	72.1	51.2	33.3	31.7
应收帐款周转天数	20.4	9.4	4.8	5.2	5.3
应付帐款周转天数	37.6	45.2	38.1	38.2	39.0
回报率					
股息支付率(%)	6.8	14.9	14.9	14.9	14.9
净资产收益率(%)	12.1	9.1	9.9	10.0	11.5
资产收益率(%)	5.9	4.0	3.9	4.0	4.2
已运用资本收益率(%)	12.1	8.3	8.2	8.8	10.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1% 的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 10 月 22 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371