

2011年3月21日

银座股份

费用激增致四季度亏损

A
持有

600858.SS - 人民币 22.16

目标价格: 人民币 21.00 (▼25.00)

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(%)	(12)	2	(19)	(19)
相对新华富时A50指数(%)	(15)	2	(18)	(6)

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(%)	81
流通股市值(人民币 百万)	5,187
3个月日均交易额(人民币 百万)	55
净负债比率(%)	69
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
 具备证券投资咨询业务资格

2010年银座股份营业收入同比增长38%至88亿人民币, 符合预期。根据调整后的经营数据, 期内公司实现股东可分配利润1.1亿元, 同比下滑40%, 再次低于预期。我们维持持有评级, 目标价格由25.00元小幅下调至21.00元。

支撑评级的要点

- 分析单季度拆分的损益表, 四季度公司经常性净利润同比下滑80%, 下滑幅度进一步扩大。
- 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2011和2012年两年将合计开设20家门店, 其中大体量购物中心比重会有所增加。
- 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)以及新开门店培育期亏损都将给业绩带来压力。

评级面临的主要风险

- 短时间进入河北、陕西外埠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今明年持续, 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2011-2012年盈利预测下调32-35%。
- 长期看来, 我们认可公司深耕山东市场策略、同城多店布局的策略, 优势门店网络资源业已形成了区域优势控制力。如果各项费用计提充分, 未来公司业绩弹性相对较大。我们将目标价格下调至21.00元, 维持持有评级。

图表1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	6,317	8,734	11,301	14,595	18,621
变动(%)	52	38	29	29	28
净利润(人民币 百万)	183	111	128	154	205
全面摊薄每股收益(人民币)	0.783	0.383	0.442	0.535	0.708
变动(%)	46.9	(51.1)	15.4	21.1	32.5
市场预期每股收益(人民币)	-	0.580	0.829	1.113	2.170
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.654	0.819	-
调整幅度(%)	-	-	(32.4)	(34.7)	N/A
全面摊薄市盈率(倍)	28.3	57.9	50.2	41.4	31.3
每股现金流量(人民币)	0.49	1.12	1.33	1.52	1.78
价格/每股现金流量(倍)	45.0	19.8	16.6	14.5	12.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.1	17.5	14.6	11.8	9.5
每股股息(人民币)	0.070	0.035	0.040	0.048	0.064
股息率(%)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

费用高企拖累四季度亏损

2010 年银座股份营业收入同比增长 38%至 88 亿人民币，符合预期。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，期内公司实现股东可分配利润 1.1 亿元，同比下滑 40%，再次低于预期。

分析单季度拆分的损益表，四季度公司亏损 53 万元。2010 年一季度经常性净利为 7,000 万元，与去年同期持平。此后，2-4 季度单季度经常性净利均为负增长，且四季度同比下滑 80%，下滑幅度进一步扩大。

四季度公司营业收入同比增长 33%，毛利率 24.3%与去年同期持平，前三个季度毛利率下滑的趋势得到遏制。费用大幅攀升是拖累业绩恶化的最主要原因。从拆分的销售和管理费用分析，与新店相关的开办费（同比增长 75%）、折旧费（78%）以及职工薪筹（124%）均大幅攀升。

图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年	2010 年	同比变动%
销售收入	6,360	8,795	38
营业税金及附加	(42)	(61)	44
销售成本	(5,179)	(7,195)	39
管理费用	(630)	(970)	54
销售费用	(186)	(241)	29
营业成本	(5,994)	(8,406)	40
营业利润	323	327	1
非经常项目	(2)	1	(132)
净财务费用	(80)	(142)	78
税前利润	241	186	(23)
税金	(63)	(64)	1
税后利润	178	122	(32)
少数股东损益	(4)	11	(367)
归属于母公司股东的净利润	183	111	(39)
扣除非经常性损益后的净利润	184	111	(40)
主要比率(%)			
毛利率	18.6	18.2	
经营利润率	5.1	3.7	
净利率	2.9	1.3	
销售和管理费用率	12.8	13.8	

资料来源：公司数据，中银国际研究

维持持有评级

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 2011 和 2012 年两年将合计开设 20 家门店。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）以及新开门店培育亏损都将给业绩带来压力。考虑到激进的扩张计划将持续，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 32-35%，维持**持有**评级，我们的目标价格由 25.00 元下调至 21.00 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 3.新开门店一览

新开门店	开业时间	经营面积(平方米)	备注
临沂临沭店	2010-1-30	10,000	
济南济泺路购物广场	2010-1-30	15,000	
东营广饶店	2010-4-29	24,000	
滨州邹平店	2010-5-7	38,859	
淄博和平店	2010-7-30	不详	
德州商城店	2010-9-28	6.3 万	自建
潍坊店	2010-10-23	13.6 万	首家购物中心业态
东营垦利店	2010-11-7	18,000	东营第 7 家门店，中高档百货
东环购物广场	2010-12-1	8,000	
济南玉函店	2010-12-31	8 万	大型购物中心
枣庄台儿庄店	2011-1-12	1.2 万	枣庄地区第 4 家门店

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4.分季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年 1 季度	2010 年 1 季度	同比 变动(%)	2009 年 2 季度	2010 年 2 季度	同比 变动(%)	2009 年 3 季度	2010 年 3 季度	同比 变动(%)	2009 年 4 季度	2010 年 4 季度	同比 变动(%)
销售收入	1,742	2,416	39	1,229	1,733	41	1,452	2,080	43	1,936	2,565	33
营业税金及附加	(13)	(17)	30	(7)	(11)	46	(9)	(15)	59	(12)	(18)	45
销售成本	(1,424)	(1,980)	39	(1,108)	(1,566)	41	(1,180)	(1,707)	45	(1,466)	(1,942)	32
管理费用	(44)	(68)	56	(48)	(89)	87	(67)	(103)	54	(472)	(710)	51
销售费用	(151)	(217)	44	(110)	(188)	70	(135)	(187)	38	211	352	67
营业成本	(1,619)	(2,265)	40	(1,266)	(1,843)	46	(1,382)	(1,997)	44	(1,727)	(2,301)	33
营业利润	110	134	22	84	45	(46)	60	68	12	68	80	17
非经常项目	0	2	477	2	2	6	1	6	343	(6)	(9)	67
净财务费用	(17)	(36)	116	(20)	(24)	21	(17)	(40)	142	(26)	(41)	58
税前利润	94	100	7	66	23	(65)	45	33	(27)	37	29	(20)
税金	(24)	(27)	9	(16)	(7)	(56)	(12)	(9)	(24)	(10)	(21)	104
税后利润	69	74	6	50	16	(67)	33	24	(28)	26	8	(68)
少数股东损益	(1)	2	(371)	(1)	0	(135)	(2)	(0)	(98)	(1)	9	(1,310)
净利润	70	72	2	51	16	(69)	35	24	(31)	27	(1)	(102)
经常性净利润	70	70	1	49	14	(71)	34	20	(41)	31	6	(80)

主要比率(%)	2009 年 1 季度	2010 年 1 季度	2009 年 2 季度	2010 年 2 季度	2009 年 3 季度	2010 年 3 季度	2009 年 4 季度	2010 年 4 季度
毛利率	18.2	18.1	9.9	9.7	18.7	17.9	24.3	24.3
经营利润率	6.3	5.6	6.8	2.6	4.2	3.3	3.5	3.1
净利率	4.0	3.0	4.1	0.9	2.4	1.2	1.4	(0.0)
销售和管理费用率	11.2	11.8	12.9	16.0	13.9	13.9	13.5	14.0

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

2010 年公司在济南、东营、潍坊、德州、淄博、滨州、临沂新开 9 家门店，上市公司旗下门店总数 46 家，托管 1 家。公司进一步确定立体化发展战略，构筑“一城多店、错位经营”格局。1) 深耕山东市场，加快推进胶东地区市场开发，同时拓展县级市场，进一步强化省内优势市场地位。2) 积极加快省外市场发展步伐。加快在河北、陕西等周边地区的选址布点，推进跨区域战略布局。目前在石家庄经营一家门店。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。3) 针对近年来快速扩张的形势，公司提出推进分业态专业化管理战略，提升运营效率。对百货系统流程升级，在超市业态实施新流程。

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。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	6,317	8,734	11,301	14,595	18,621
销售成本	(5,179)	(7,195)	(9,320)	(12,052)	(15,394)
经营费用	(729)	(1,067)	(1,416)	(1,893)	(2,459)
息税折旧前利润	410	472	565	650	768
折旧及摊销	(87)	(144)	(190)	(218)	241
经营利润(息税前利润)	323	327	374	432	528
净利息收入/(费用)	(80)	(142)	(174)	(190)	(208)
其他收益/(损失)	(2)	1	0	0	0
税前利润	241	186	200	242	320
所得税	(63)	(64)	(60)	(73)	(96)
少数股东权益	4	(11)	(12)	(15)	(19)
净利润	183	111	128	154	205
核心净利润	184	111	128	154	205
每股收益(人民币)	0.777	0.384	0.442	0.535	0.708
核心每股收益(人民币)	0.783	0.383	0.442	0.535	0.708
每股股息(人民币)	0.070	0.035	0.040	0.048	0.064
收入增长(%)	52	38	29	29	28
息税前利润增长(%)	55	1	14	16	22
息税折旧前利润增长(%)	56	15	20	15	18
每股收益增长(%)	33	(51)	15	21	32
核心每股收益增长(%)	47	(51)	15	21	32

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	826	423	339	695	939
应收帐款	93	119	154	199	254
库存	1,108	899	1,097	1,339	1,710
其他流动资产	42	59	76	98	125
流动资产总计	2,069	1,500	1,665	2,331	3,028
固定资产	1,396	2,393	2,762	2,680	2,759
无形资产	934	1,059	1,139	1,219	1,299
其他长期资产	1,095	1,532	1,519	1,615	1,916
长期资产总计	3,426	4,984	5,419	5,514	5,973
总资产	5,494	6,484	7,084	7,845	9,002
应付帐款	808	940	1,182	1,535	1,975
短期债务	1,748	1,748	1,648	1,448	1,348
其他流动负债	946	1,338	1,718	2,230	2,842
流动负债总计	3,502	4,025	4,548	5,213	6,165
长期借款	410	310	260	200	200
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	235	289	289	289	289
储备	984	1,485	1,601	1,741	1,928
股东权益	1,219	1,774	1,890	2,030	2,216
少数股东权益	363	374	387	402	421
总负债及权益	5,494	6,484	7,084	7,845	9,002
每股帐面价值(人民币)	5.18	6.14	6.54	7.03	7.67
每股有形资产(人民币)	1.21	2.47	2.60	2.81	3.18
每股净负债/(现金)(人民币)	5.66	5.66	5.43	3.30	2.11

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	241	186	200	242	320
折旧与摊销	87	144	190	218	241
净利息费用	80	142	174	190	208
运营资本变动	(133)	478	208	286	259
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(159)	(626)	(387)	(496)	(512)
经营活动产生的现金流	116	324	385	440	515
购买固定资产净值	(469)	(1,050)	(700)	(300)	(500)
投资减少/增加	(111)	(106)	0	0	0
其他投资现金流	(606)	0	200	150	(40)
投资活动产生的现金流	(1,187)	(1,156)	(500)	(150)	(540)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	1,373	(100)	(150)	(260)	(100)
支付股息	(9)	(16)	(10)	(11)	(14)
其他融资现金流	(109)	545	190	337	383
融资活动产生的现金流	1,254	428	30	66	270
现金变动	184	(404)	(84)	356	244
期初现金	643	826	423	339	695
公司自由现金流	(1,071)	(832)	(115)	290	(25)
权益自由现金流	302	(932)	(265)	30	(125)

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.5	5.4	5.0	4.5	4.1
息税前利润率(%)	5.1	3.7	3.3	3.0	2.8
税前利润率(%)	3.8	2.1	1.8	1.7	1.7
净利率(%)	2.9	1.3	1.1	1.1	1.1
流动性					
流动比率(倍)	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5
利息覆盖率(倍)	3.7	2.2	2.1	2.2	2.5
净权益负债率(%)	84.1	76.1	68.9	39.2	23.1
速动比率(倍)	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2
估值					
市盈率(倍)	28.5	57.7	50.2	41.4	31.3
核心业务市盈率(倍)	28.3	57.9	50.2	41.4	31.3
目标价对应核心业务	26.8	54.9	47.6	39.3	29.6
市盈率(倍)					
市净率(倍)	4.3	3.6	3.4	3.2	2.9
价格/现金流(倍)	45.0	19.8	16.6	14.5	12.4
企业价值/息税折旧前	16.1	17.5	14.6	11.8	9.5
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	59.4	50.9	32.2	30.5	29.9
应收帐款周转天数	7.8	4.4	4.4	4.4	4.4
应付帐款周转天数	37.3	36.5	34.3	34.0	34.4
回报率					
股息支付率(%)	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
净资产收益率(%)	15.1	7.4	7.0	7.9	9.6
资产收益率(%)	5.5	3.6	3.9	4.1	4.4
已运用资本收益率(%)	11.3	8.4	9.0	10.6	12.9

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 2009 年 9 月 3 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，豁免披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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。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。除非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、会计或税务建议或任何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。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

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 2009 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