

## 零售

报告原因：公司调研

2011年5月17日

市场数据：2011年5月16日

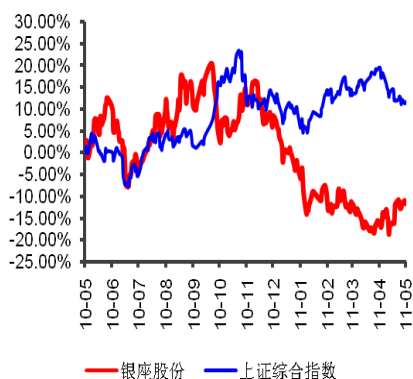
收盘价(元)	22.37
一年内最高/最低(元)	30.85/20.12
市净率	2.91
息率(分红/股价)	0.22%
A股流通市值(亿元)	58.48

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2011年03月31日

每股净资产(元)	7.66
资产负债率%	70.16%
总股本/流通A股(万)	28893/26343
流通B股/H股(百万)	-/-

近一年股价走势图



研究员：樊慧远

执业证书号 S0760511010008

010-82190307

fanhuiyuan@sxzq.com

联系人

孟军

010-82190365

mengjun@sxzq.com

张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

地址：北京市海淀区大柳树路17号 富海大厦808

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

## 银座股份 (600858)

中性

高速扩张打开业绩释放空间

公司研究/调研简报

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

年度	主营收入	增长率	归属母公司		每股收益	市盈率	市净率
			净利润	增长率			
2009A	5243	24.99	119	-16.37	0.63	36	4.32
2010A	8795	38.29	111	-39.27	0.38	59	3.01
2011E	11512	30.89	202	81.98	0.7	32	2.77
2012E	14485	25.83	289	43.07	1	22	2.46

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- **外延扩张仍是公司目前发展重点。**公司目前将做大销售规模、抢占市场空白点作为近期工作的重点。公司2011年一季度无新百货门店开出，二季度新开两家百货门店，截至目前，公司拥有百货门店48家，分布在山东10个地市以及河北省。公司目前尚有约9个自建或自购项目及3个租赁门店项目将陆续在2011-2013年间分摊开业。我们预计公司在未来仍将保持每年新开业8~10家门店的扩张速度。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。
- **外埠扩张风险可控。**公司目前在山东省外只有石家庄一家门店。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，这三家外埠门店最快也要在2012年末或2013年开出。我们认为外埠扩张对公司是一个不小的挑战：1、由于初次进入外省市场，公司在品牌号召力上可能较山东省内要弱；2、外省合适物业资源的获取也将难度更大；3、由于在外省采购量相对较小，面对外省品牌代理商的议价能力较弱。但随着公司规模不断扩大，规模效应开始逐步体现，公司目前已有少量品牌开始尝试跨过省级代理商直接向品牌厂商采购，我们认为这种更加扁平化的采购模式对公司省外扩张将会非常有益。
- **高速扩张带来的业绩压力仍然存在。**2011年一季度公司的综合毛利水平为17.33%，同比下降0.73个百分点，环比下降了1.72个百分点。



我们认为主要原因是：1、公司今年来新开门店较多（近三年店面累积增长高达 44.4%），这些门店尚处于培育期中，经营毛利率较低；2、公司目前加大在山东省各地级市扩张力度，这些城市毛利率水平要低于济南；3、公司大规模促销活动也拖低了同期毛利率水平。2011 年一季度销售费用率及管理费用率分别同比上升 0.21 和 0.09 个百分点。我们认为，公司目前储备项目较多，正在建设的济南振兴街项目、青岛乾豪项目，规划中的青岛李沧等项目投资额巨大，费用的压力将继续存在。一季度公司财务费用达到 4198 万元，费用率同比下降 0.13 个百分点至 1.37%，但财务费用绝对额依然较高。济南振兴街购物中心有望在 2011 年 6 月开始营业，配套的地产也有望在未来两年开始进入销售，地产项目的现金收入将有望改善公司的财务结构，降低公司的财务费用，增大公司的业绩弹性。

- **资产注入预期明确。**大股东鲁商集团曾承诺未来商品零售业务的发展规划以银座股份为主导，并将公司作为未来整合零售业务资源的唯一主体，在条件成熟时，鲁商集团将会持续将成熟优质门店注入上市公司。集团旗下零售类尚未注入上市公司的门店有 32 家，其中主要是位于济南市的百货业态门店和位于聊城、枣庄、济宁、日照的门店，遍布全省的家居类门店、汽车销售类门店以及河北邢台店和河南濮阳店也在集团公司体内，集团会在时机成熟时将这些店面注入上市公司体内。
- **投资建议。**预计公司 2011 年、2012 年 EPS 分别为 0.7 元、1 元，对应的动态 PE 分别为 32 倍和 22 倍。公司高速扩张给短期业绩带来了一些不确定性，我们本着保守的原则，暂时给予公司“中性”评级，但我们看好公司在山东的市场控制力和公司积极推进外延扩张带来的业绩释放潜力。
- **风险因素。**1、公司新门店经营情况低于预期；2、毛利率持续下滑态势；3、费用率控制能力低于预期；4、大股东资产注入进度的不确定性。5、外省扩张给公司经营管理能力带来的挑战。

表 1: 公司主要百货门店

	门店	地点	营业面积（平米）	物业性质	开业时间
2008 年以前开业门店	银座购物广场	济南	20100	租赁	1999 年 10 月
	银座泰安店	泰安	20000	自有	2001 年 1 月
	银座滨州店	滨州	20000	自有	2003 年 1 月
	银座东营店	东营	26000	自有	2003 年 4 月
	银座临沂店	临沂	24500	自有	2005 年 1 月
	银座青州店	潍坊	20000	租赁	2005 年 9 月
	银座东营二店	东营	23000	租赁	2006 年 6 月
	银座潍坊店	潍坊	30000	租赁	2006 年 8 月
	银座菏泽店	菏泽	21000	租赁	2006 年 9 月
	银座新泰店	泰安	15000	租赁	2006 年 9 月
	银座东湖店	泰安	10000	租赁	2006 年 12 月
	银座华信店	济南	14700	租赁	2007 年 9 月
	银座莱芜店	莱芜	38000	租赁	2007 年 10 月
2008 年新增门店	银座滨州二店	滨州	12000	租赁	2008 年 1 月
	泰安银座齐鲁店	泰安	23000	租赁	2008 年 1 月
	莱芜钢城店	莱芜	23000	租赁	2008 年 5 月
	滨州银座购物广场中海店	滨州	13000	租赁	2008 年 6 月
	泰安银座商城花园店	泰安	15000	租赁	2008 年 6 月
	东营银座购物广场河口店	东营	13000	租赁	2008 年 6 月
	济南银座金牛购物广场店	济南	11460	租赁	2008 年 7 月
	东营银座东城门店	东营	40000	租赁	2008 年 9 月
	银座燕山店	济南	20000	租赁	2008 年 11 月
2009 年新增门店	临沂金雀山店	临沂	8500	租赁	2009 年 1 月
	德州东地店	德州	10600	租赁	2009 年 1 月
	寿光银座商城	潍坊	30000	租赁	2009 年 4 月
	银座无影山购物广场	济南	11500	租赁	2009 年 4 月
	滨州银座商城黄河店	滨州	40000	租赁	2009 年 6 月
	滨州银座商城博兴店	滨州	10000	租赁	2009 年 9 月
	银座鸿园店	济南	10000	租赁	2009 年 9 月
	德州大学路店	德州	26100	租赁	2009 年 9 月
	临沂通达路店	临沂	10000	租赁	2009 年 12 月
2010 年新增门店	临沂临沭店	临沂	10000	租赁	2010 年 1 月
	济南济泺路	济南	15000	租赁	2010 年 1 月
	东营广饶店	东营	24000	租赁	2010 年 4 月
	滨州邹平店	滨州	38859	租赁	2010 年 5 月



	淄博和平店	淄博	14000	租赁	2010 年 7 月
	德州商城店	德州	63000	自有	2010 年 9 月
	潍坊银座商城	潍坊	136000	自有	2010 年 10 月
	东营垦利店	东营	18000	租赁	2010 年 11 月
	东环购物广场	济南	8000	租赁	2010 年 12 月
	济南玉函店	济南	80000	租赁	2010 年 12 月
2011 年新增门店	济南花园店	济南	8000	租赁	2011 年 4 月
	泰安新汶店	泰安	5000	租赁	2011 年 5 月

资料来源：公司公告、山西证券研究所

**投资评级的说明：**

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

**免责声明：**

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。