

公司快评

批发零售业

百货业

银座股份 (600858)

合理价: 18 元 当前价: 15.05 元

谨慎推荐

(维持评级)

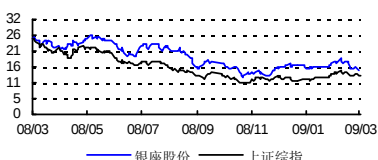
2009 年 3 月 11 日

商业贸易行业分析师: 吴美玉

 电话: 010-82252911
 E-mail: wumy@guosen.com.cn

商业贸易行业首席分析师: 胡鸿轲

 电话: 021-68866206
 E-mail: huhk@guosen.com.cn

近 1 年收益率比较


资料来源: 国信证券经济研究所

市场与公司重要数据 (3 月 10 日)

上证综合指数	2158.57
换手率 (3 个月) (%)	0.75
52 周价格波动 (元)	11.96-41.08
总股本(百万股)	235
流通股(百万股)	209
息率 (%)	

资料来源: 国信证券经济研究所

相关研究报告:

 《受益快速扩张、收入增速高于预期》
 ——2008 年 10 月 29 日

 《区域快速扩张、积蓄增长动力》
 ——2008 年 8 月 11 日

 《分享山东经济快速增长的区域零售龙头》
 ——2008 年 3 月 26 日

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

年报业绩点评
短期增速下滑不改长期增长趋势

银座股份 2008 年实现营业收入 42 亿元, 同比增长 36.4%, 实现净利润 1.36 亿元, 同比增长 14.6%, 对应每股收益 0.58 元, 略低于我们的预期, **08 年度公司拟对全体股东每 10 股派发 0.7 元 (含税) 现金红利。**

● 收入: 外延扩张推动收入快速增长

2008 年, 公司新开门店 9 家 (其中, 一季度 2 家, 二季度 4 家, 三季度 2 家, 四季度 1 家), 高于我们的 8 家的预期, 截至 2008 年底, 公司拥有门店 22 家, 外延快速扩张, 是收入较快增长的主要推动因素 (图 1)。

但是, 公司四季度单季收入同比下滑 2.8%, 这也是公司全年收入低于我们预期的主要原因, 这是由于:

第一, 季节因素, 相比 07 年, 08 年国庆前置 (2 天体现在三季度)、元旦后置 (2 天体现在 09 年一季度), 影响了公司四季度的收入表现;

第二, 经济低迷、行业景气下行、CPI 回落对公司业绩增长亦有不利影响。

● 经营效率: 快速扩张导致盈利效率降低

快速扩张对公司经营效率的影响主要体现在两个方面:

一方面, 表现为综合毛利率的提升, 这是由于随着公司销售规模扩大, 与供应商的议价能力随之增强, 从而提升毛利率, 公司 08 年综合毛利率 18.5%, 同比提高 0.3 个百分点, 符合我们的预期;

另一方面, 表现为期间费用率的提高, 由于新门店尚在培育期, 贡献收入相对较少, 而房租、水电、人工等费用与成熟门店基本相当, 因此, 新增门店较多会提高公司的期间费用率, 08 年公司销售费用率和管理费用率同比分别提高 1.7、0.6 个百分点。

综合来看, 公司 08 年营业利润率为 4.1%, 同比下滑 2.5 个百分点, 净利润率同比下滑 0.62 个百分点。

● 盈利预测

收入方面, 考虑当前经济形势对公司的影响, 我们将 2009-2011 年收入增速由 26.3%、16.6%、15.4%调整为 25.2%、18.5%、16%, 对应营业收入分别为 52.5 亿元、62.2 亿元、72.2 亿元;

毛利率方面, 预计公司已有门店综合毛利率呈稳中有升的趋势, 但是, 新增门店毛利率偏低, 随着这部分门店收入占比逐步增加, 对公司整体毛利率会有一定摊薄, 未来随着成熟门店比重的增加, 毛利率将逐步回升;

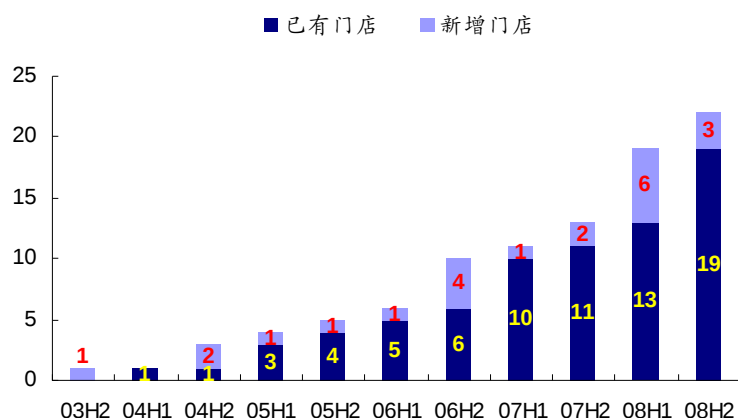
费用率方面，预计未来公司扩张步伐将较 08 年有所放缓，加上公司经营管理水平不断提升，预计未来期间费用率呈平稳下降的趋势；

综合上述分析，我们将 2009-2011 年净利润增速由 21.4%、20.2%、22.6%，调整为 21.1%、20.5%、18.4%，对应净利润分别为 1.65 亿元、2 亿元、2.36 亿元，每股收益由 0.73 元、0.88 元、1.08 元分别调整为 **0.70 元、0.85 元、1.00 元**。

● 估值与投资策略

我们认为，银座股份作为区域连锁百货龙头企业，能够分享区域经济的发展，具有稳定的长期成长预期，另外，大股东尚有较多零售资产，具有较强逐步注入上市公司的预期，因此，给予 09 年 25 倍 PE，对应合理股价在 18 元左右，维持“**谨慎推荐**”投资评级。

图 1：银座股份门店扩张一览



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

表 1：2009-2011 年盈利预测

(单位：百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4,195	5,251	6,224	7,222
YOY	36.4%	25.2%	18.5%	16.0%
减：营业成本	3,419	4,286	5,090	5,921
营业税金及附加	27	34	40	46
销售费用	420	514	612	744
管理费用	121	145	153	131
财务费用	36	46	48	47
资产减值损失	1	1	1	1
加：投资收益	0	0	0	0
营业利润	172	225	279	331
加：营业外收支净额	17	10	5	5
利润总额	189	235	284	336
减：所得税	49	66	79	94
净利润	140	169	204	242
归属于母公司净利润	136	165	199	236
YOY	14.6%	21.1%	20.5%	18.4%
少数股东损益	3	4	5	6
总股本	235	235	235	235
EPS	0.58	0.70	0.85	1.00

资料来源：公司定期报告、国信证券经济研究所

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。