

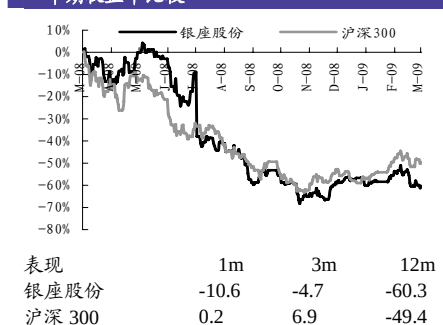
零售业
Retailing

2009 年 3 月 11 日

市场数据	2009 年 3 月 10 日
当前价格 (元)	15.05
52 周价格区间 (元)	12
总市值 (百万)	3538
流通市值 (百万)	3139
总股本 (万股)	23508.3623
流通股 (万股)	20856.3419
日均成交额 (百万)	2482
近一月换手 (%)	19.7
Beta (2 年)	0.65
第一大股东	山东省商业集团总公司
公司网址	www.yinzuostock.com

盈利能力波动

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4
毛利	17.97	18.99	18.65	18.50
净利率	4.28	4.01	2.91	2.22

一年期收益率比较

吕丽华

+86 755 83199599ext8202

lvlh@csc.com.cn

分析师申明:

本人, 吕丽华, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

业绩持续提升可期

—银座股份 (600858) 2008 年报分析

评级: 增持

预测指标	2007A	2008A	2009E	2010E
主营收入 (百万元)	3074.72	4194.50	5033.40	6291.75
净利润 (百万元)	119.08	136.50	163.80	220.21
每股收益 (元)	0.57	0.58	0.70	0.94
净利润增长率%	73.94	14.62	20.00	34.43
每股净资产 (元)	6.91	5.08	5.33	5.61
市盈率	26.40	25.95	21.50	16.01
P/EG	0.36	1.77	1.08	0.47
市净率	2.18	2.96	2.82	2.68

资料来源: 世纪证券研究所

- 08 年, 公司实现营业收入 41.95 亿元, 同比增长 36.42%; 营业利润 1.72 亿元, 同比降低 15.16%; 净利润 1.36 亿元, 同比增长 14.62%; 每股收益 0.58 元。净利润增长的主要原因是综合毛利率提升 0.22 个百分点, 政府补助增加 2.5 倍, 以及实际所得税率下调 13.11 个百分点致所得税费用大幅减少 38.95%。
- 08 年, 公司在济南、泰安、滨州、东营、莱芜开设 9 家分店 (09 年 1 月在德州、临沂亦设立分店)。目前, 上市公司拥有及托管的零售门店已达 25 家。
- 08 年, 受新增门店所致开办费、人工费、促销费, 以及借款增加 3.87 亿元等因素的影响, 期间费用大增 70.93%, 其中, 销售费用增长 64.31%, 管理费用增长 74.26%, 财务费用增长 190.51%。
- 公司是山东省区域零售龙头, 区域竞争优势显著, 在省内一、二线城市的核心商圈拥有大量优质门店资源。公司去年新开多家门店正逐步步入盈利贡献期, 成为推动公司业绩持续成长的主要动力。09 年 1 月已新增门店 2 家, 目前还有 1 家已待开业, 全年预计新增门店 5 家左右, 而山东省 GDP 总量和增速位居全国第二位, 有效保证了公司滚动开店模式的后续盈利贡献。公司大股东已作出承诺, 将上市公司作为整体上市平台, 在条件成熟时, 将多家优质门店注入上市公司。
- 预测公司 09、10 年每股收益预测为 0.70 元、0.94 元, 当前股价对应下的 09、10 年的动态市盈率分别为 21.5 倍、16.0 倍, 估值具优势。公司成长性良好, 未来业绩持续提升可期, 继续维持“增持”投资评级。

业绩低于预期

08 年，公司实现营业收入 41.95 亿元，同比增长 36.42%；营业利润 1.72 亿元，同比降低 15.16%；归属于母公司所有者的净利润 1.36 亿元，同比增长 14.62%；每股收益 0.58 元。若扣除非经常性损益，则实现归属于母公司所有者的净利润 1.19 亿元，同比增长 32.52%；每股收益 0.51 元。利润分配预案拟向全体股东按每 10 股送 0.7 元（含税）派发现金红利。

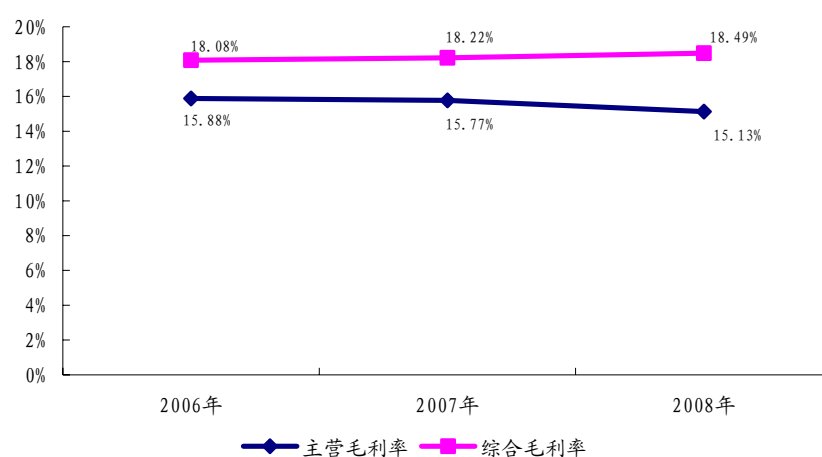
营业收入增长的主要原因是新增门店贡献。08 年，公司在济南、泰安、滨州、东营、莱芜开设 9 家分店（09 年 1 月在德州、临沂亦设立分店）。目前，上市公司拥有及托管的零售门店已达 25 家。

业绩增长的主要原因是综合毛利率提升 0.22 个百分点，政府补助增加 2.5 倍，以及实际所得税率下调 13.11 个百分点致所得税费用大幅减少 38.95%。而业绩增长低于预期的原因主要是费用高企超出预期。

主营毛利率略降

08 年，由于新增门店及业务扩张，导致主营成本增幅 35.96%超过主营收入增幅 34.92%，因此，主营业务的毛利率同比减少 0.64 个百分点，达 15.13%。但综合毛利率却上升 0.22 个百分点，达 18.49%，我们认为这主要得益于其他业务利润的大幅提升，08 年实现其他业务利润 1.66 亿元，同比增长 86.59%。其他业务利润主要包括堆头费、合同续签费、进店管理费、活动促销费等。

Figure 1 主营毛利率和综合毛利率



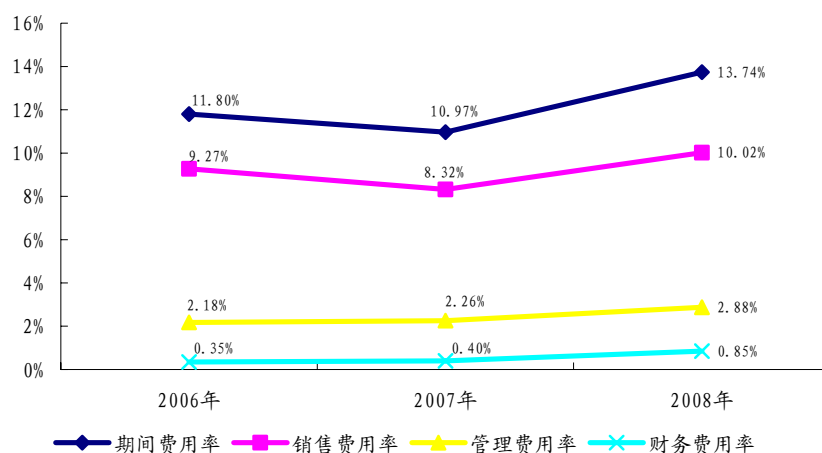
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

期间费用高企

08 年，受新增门店所致开办费、人工费、促销费，以及借款增加 3.87 亿元等因素的影响，期间费用大增 70.93%，其中，销售费用增长

64.31%，管理费用增长 74.26%，财务费用增长 190.51%。

Figure 2 期间费用率及构成



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

政府补助贡献大

08 年非经常性损益贡献每股收益达 0.07 元，主要是接受政府财政扶持基金 2177.32 万元，同比增长达 2.51 倍。另外，取得受托经营取得的托管费用收入 242.67 万元，以及公司泉城广场店免租金收入 244.86 万元。

未来业绩持续增长可期

1、区域竞争优势显著

公司是山东省区域零售龙头，竞争优势显著，在省内一、二线城市的核心商圈拥有大量优质门店资源。目前公司在济南、泰安、东营、潍坊、临沂、莱芜、滨州等地拥有 24 家门店（不包括 1 家托管门店），总营业面积 52.1 万平方米。公司“百货+卖场”的商业模式迎合了山东本地居民“大而全”的消费习惯，已树立了强大的品牌优势。

2、滚动开店模式保证后续盈利

公司去年新开多家门店正逐步步入盈利贡献期，成为推动公司业绩持续成长的主要动力。09 年 1 月已新增门店 2 家，目前还有 1 家已待开业。另外，公司在滨州、德州、青岛和济南已经买下自建物业作为经营场所的土地，其中滨州二店已于 08 年 11 月封顶，预计 09 年 8 月左右开业；青岛和济南目前正处于规划设计阶段，预计今明两年可开业运营；09 年全年预计新增门店 5 家左右。山东省 GDP 总量和增速位居全国第二位，有效保证了滚动开店模式的后续盈利贡献。

3、大股东资产注入预期依然强烈

公司目前仍然处于快速扩张期，除了自身繁殖外，大股东零售资产注入预期依然强烈。公司大股东山东省商业集团总公司（鲁商集团）承诺“将银座股份作为未来整合商业集团所控制的零售业务的唯一主体，在各方面条件成熟的情况下，将商业集团所控制的银座股份之外的零售业务全部纳入上市公司”，同年又以增资配股方式将滨州银座注入上市公司。

鲁商集团实力雄厚，是山东省规模最大、实力最强的商业集团，除了上市公司外，还在 13 个地级市拥有 29 家优质商城。集团的这些商城，除在济南、潍坊和临沂的与上市公司门店有少量重叠外，其他门店均不在同一地级市区域。

维持“增持”投资评级

预测公司 09、10 年每股收益预测为 0.70 元、0.94 元，当前股价对应下的 09、10 年的动态市盈率分别为 21.5 倍、16.0 倍，估值具优势。公司具有良好的成长性，未来业绩持续提升可期，继续维持“增持”投资评级。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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征价。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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.