

银座股份

600858

增持/ 维持评级

股 价	2009/06/03
RMB17.1	

基础数据

总股本（百万股）	235
流通 A 股（百万股）	209
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	3566

财务数据

市净率 (X)	3.25
TRACING P/E (X)*	29.91
EPS (元)	0.19
股息率 (%)	0.41

*最近四季盈利计算。

相关研究

《一切只为那垂手可得的霸业》

2008/08/11

分析师

吴红光

0755 - 82492069

wuhg@lhqz.com

耿邦昊

0755 - 82492080

gengbh@lhqz.com

李珊珊

0755- 82084267

liss@lhqz.com

资产注入提高公司竞争力

经营预测与估值	2008A	20091Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4194.5	1404.9	6319.8	7266.9	8057.9
(+/-%)	36.4	21.8	50.7	15.0	10.9
归属母公司净利润(百万元)	136.5	45.3	228.1	288.3	327.6
(+/-%)	14.6	-4.4	67.1	26.4	13.6
EPS(元)	0.58	0.19	0.72	0.91	1.04
P/E(倍)	29.5	88.7	23.5	18.6	16.3

■ 公司公告董事会决议通过以 14.99 元/股价格向公司关联方银座商城和世贸中心及特定机构非公开发行不超过 8000 万股以收购银座商城和世贸中心持有的淄博银座 100% 股权及投资建设济南振兴街 Shopping Mall 项目。

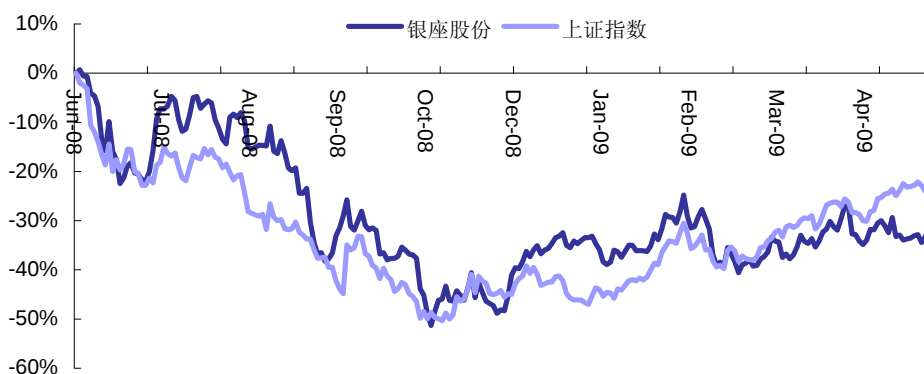
■ 公司收购淄博银座价格十分优惠，以 08 为基准的静态市盈率仅为 12 倍，远低于行业平均的 30 倍市盈率。大股东以低价转让优质资产充分表明了对上市公司的支持。

■ 淄博银座在当地共有 6 家门店，经营面积达 11.57 万平方米，在当地百货业务竞争优势较强。我们预计淄博银座未来三年贡献净利润分别为 6101、7401、8228 万元。

■ 公司此次另一募投项目为济南振兴街 Shopping Mall 项目，该项目计划建设总建筑面积 48.7 万平方米的居住回迁和商业开发项目。这一项目是公司为了实现自身业态升级的长期规划，但在短期内会产生一定亏损。

■ 公司 2008 年以来新开门店达到 9 家导致费用率上升，我们预计 09 年随着新开门店数减少公司费用率有所下降；公司收购淄博银座后销售规模增加约 24%，谈判能力的加强将提高公司各百货门店毛利率水平。我们预测公司 09-11 年 EPS 分别为 0.72、0.91、1.04 元，考虑到大股东后续资产注入预期存在，目标价 20 元，维持增持评级。

最近 52 周股价表现



此次公司从大股东处收购的淄博银座成立于 2002 年，业务全部分布于淄博市，共包括有 6 家百货门店，经营面积合计 11.57 万平方米，2008 年主营收入为 10.2 亿元，净利润 4536 万元。

表 1：公司收购淄博银座状况(2008 年)

	开业时间	面积(万平方米)	物业情况	收入 (万元)	毛利 (万元)	毛利率(%)
淄博银座中心店	2003.05.01	3.3	自有	51,350.27	9,126.50	17.77%
五里桥店	2008.01.30	1.8	租赁	7,875.21	986.84	12.53%
桓台购物广场	2007.04.20	1.2	租赁	3,845.24	399.62	10.39%
周村购物广场	2006.05.28	1.6	租赁	14,049.51	1,725.82	12.28%
博山购物广场	2007.04.28	1.2	租赁	10,932.60	1,308.19	11.97%
淄川购物广场	2006.01.17	2.5	租赁	10,124.83	1,276.07	12.60%
合计		11.6		98,177.65	14,823.04	15.10%

资料来源：公司公告、联合证券研究所

公司大股东山东商业集团旗下拥有较多优质商业资源，为了避免与公司的同业竞争，早在 2007 年大股东就宣布未来商业发展将以银座股份为主导。此次公司收购淄博银座的静态市盈率仅为 12 倍，远低于目前百货行业平均静态市盈率 30 倍的水平，我们认为这次资产收购的实质是大股东向上市公司注入优质资产以提升上市公司经营能力，其最终目的是打造以上市公司为主体的零售业务平台。

表 2：A 股连锁百货静态市盈率比较

	股价	08EPS	2008PE
合肥百货	10.26	0.326	31.5
鄂武商 A	10.25	0.36	28.5
广州友谊	16.23	0.72	22.5
广百股份	22.90	0.89	25.7
百联股份	12.57	0.32	39.3
东百集团	11.69	0.374	31.3
大商股份	28.82	0.79	36.5
欧亚集团	17.11	0.67	25.5
新华百货	16.71	0.63	26.5
成商集团	16.18	0.5036	32.1
银座股份	16.99	0.58	29.3
王府井	24.71	0.875	28.2
平均静态市盈率			29.7

资料来源：公司公告、联合证券研究所

我们认为淄博银座在未来几年经营状况良好，并预测淄博银座 2009-2011 年门店收入增长率为 30%、20%、10%，净利润率为 4.60%、4.65%和 4.70%，未来三年淄博银座贡献净利润为 6101、7401、8228 万元。这一预测基于以下判断：

淄博银座 2004 年至 2008 年销售收入的增长率分别 32.19%、42.79%、54.19%、34.45%，同期淄博市零售额增幅为 15.9%、16.0%、18.7%、13.0%，淄博银座业绩增长远高于行业平均水平，表明其经营能力较为出色；

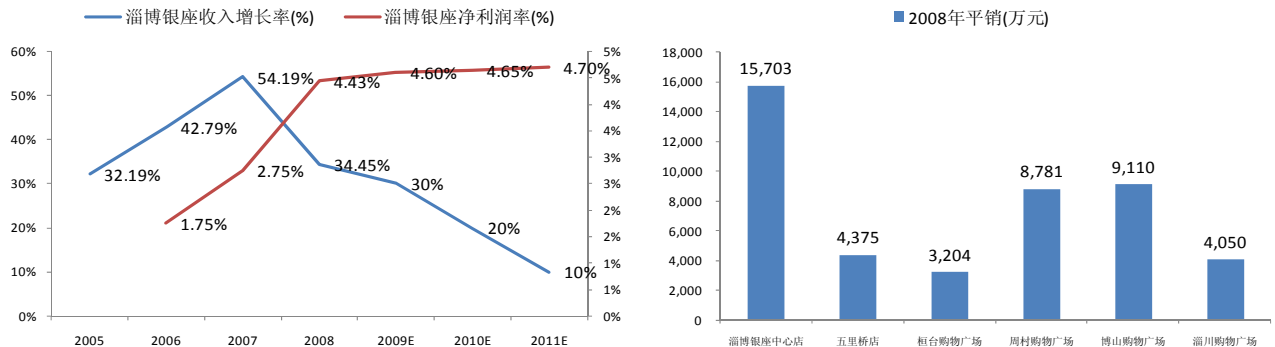
2006-2008 年淄博银座的净利润率由 1.75%升至 4.43%，而 2009 年 1-3 月

收购淄博银座静态市盈率
 $PE=54,272.77/4524=11.997$ ，
 远低于行业平均水平

份以来，淄博银座净利润、资产收益率已达到了 2008 全年的 50%左右。我们认为 2009 年是商业企业最艰难的一段时间，而淄博银座在弱市情况下有如此表现，更能说明其盈利能力正处于稳健增长阶段；

淄博银座旗下 6 家门店当中，除中心店为成熟门店外，剩余门店均为新开门店，这些门店平销尚不及来看这些门店业绩仍处于快速增长期，以稳定增长率预测并不合适。

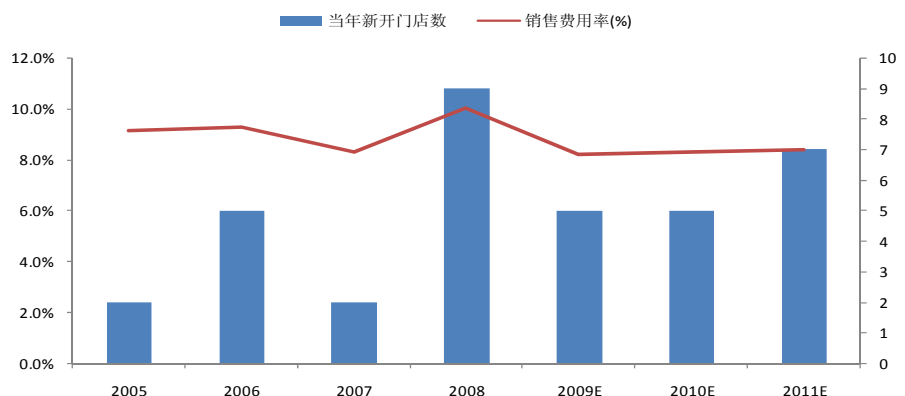
图 1：淄博银座 2006-2008 经营状况



资料来源：联合证券研究所

此次收购后公司销售规模和净利润水平均有大幅度提升，各门店未来将受益于规模提升带来的议价能力提高，毛利率均有一定提升空间；此外 2008 年公司新开 9 家门店导致费用率上升，我们预计 2009-2011 年公司新开门店分别为 5/5/7 家，相应的费用率降至正常水平，以增发后总股本 31508.36 万股计算，公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.72、0.91、1.04，考虑到公司存在明确的大股东资产注入预期，目标价为 20 元，对应 2009 年 28 倍 PE，另 DCF 估值结果为 20.51 元，维持增持评级。

图 2：淄博银座 2006-2008 经营状况



资料来源：联合证券研究所

盈利预测									
资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1440.52	2600.50	3066.21	3583.75	营业收入	4194.50	6319.83	7266.88	8057.90
现金	642.56	1812.04	2466.06	2919.94	营业成本	3418.78	5293.27	6062.81	6704.24
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	26.99	40.45	46.51	51.57
其它应收款	45.28	47.40	54.50	60.43	营业费用	420.08	518.23	603.15	676.86
预付账款	175.69	211.73	242.51	268.17	管理费用	120.86	139.04	159.87	177.27
存货	577.00	529.33	303.14	335.21	财务费用	35.52	21.26	2.94	2.94
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.61	0.64	2.37	1.98
非流动资产	1749.43	1768.75	1670.52	1581.28	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	122.56	122.56	122.56	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	736.70	695.70	654.70	613.70	营业利润	171.67	306.96	389.23	443.04
无形资产	559.84	503.85	447.87	391.89	营业外收入	30.21	10.00	10.00	10.00
其他	452.90	446.65	445.40	453.14	营业外支出	12.95	5.00	5.00	5.00
资产总计	3189.95	4369.25	4736.73	5165.03	利润总额	188.93	311.96	394.23	448.04
流动负债	1756.31	1082.27	1154.07	1246.35	所得税	49.04	77.99	98.56	112.01
短期借款	690.00	0.00	0.00	0.00	净利润	139.89	233.97	295.67	336.03
应付账款	417.14	648.43	742.69	821.27	少数股东损益	3.39	5.85	7.39	8.40
其他	649.17	433.84	411.38	425.08	归属于母公司净利润	136.50	228.12	288.28	327.63
非流动负债	42.00	42.00	42.00	42.00	EBITDA	380.42	522.45	559.38	613.18
长期借款	42.00	42.00	42.00	42.00	EPS (元)	0.58	0.72	0.91	1.04
其他	0.00	0.00	0.00	0.00					
负债合计	1798.31	1124.27	1196.07	1288.35	主要财务比率				
少数股东权益	196.49	202.34	209.73	218.13	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	235.08	315.08	315.08	315.08	成长能力				
资本公积	646.81	2186.18	2186.18	2186.18	营业收入	36.4%	45.0%	35.0%	25.0%
留存收益	313.26	541.38	829.66	1157.29	营业利润	-15.2%	78.8%	26.8%	13.8%
归属母公司股东权益	1391.64	3244.98	3540.65	3876.68	净利润	16.7%	67.1%	26.4%	13.6%
负债和股东权益	3189.95	4369.25	4736.73	5165.03	获利能力				
					毛利率	18.49%	16.24%	16.57%	16.80%
现金流量表					净利率	3.25%	3.61%	3.97%	4.07%
单位: 百万元					ROE	11.42%	7.50%	8.65%	8.96%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	33.73%	19.21%	17.03%	17.69%
经营活动现金流	278.09	416.92	773.96	561.82	偿债能力				
净利润	0.00	228.12	288.28	327.63	资产负债率	56.4%	25.7%	25.3%	24.9%
折旧摊销	0.00	228.12	288.28	327.63	净负债比率				
财务费用	0.00	21.26	2.94	2.94	流动比率	0.82	2.40	2.66	2.88
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.49	1.91	2.39	2.61
营运资金变动	0.00	-17.17	299.74	26.64	营运能力				
其它	278.09	-43.40	-105.29	-123.01	总资产周转率	0.40	0.42	0.40	0.41
投资活动现金流	-707.70	-542.00	-744.00	-546.00	应收账款周转率	NA	NA	NA	NA
资本支出	0.00	-75.00	-75.00	-105.00	应付账款周转率	2.33	2.48	2.18	2.14
长期投资减少	0.00	-122.56	0.00	0.00	每股指标 (元)				
其他	-707.70	-739.56	-819.00	-651.00	每股收益	0.58	0.68	0.91	1.18
筹资活动现金流	132.34	950.11	-44.94	-2.94	每股经营现金流	1.18	1.32	2.46	1.78
短期借款增加	0.00	-690.00	0.00	0.00	每股净资产	5.08	9.66	10.57	11.61
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
普通股增加	0.00	80.00	0.00	0.00	P/E	29.26	23.47	18.57	16.34
资本公积增加	0.00	1539.37	0.00	0.00	P/B	3.34	1.76	1.61	1.46
其他	132.34	20.74	-44.94	-2.94	EV/EBITDA	14.05	9.32	7.67	6.43
现金净增加额	0.00	1169.48	654.02	453.88					

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。