

银座股份

600858

增持/ 维持评级

短期压力不改长期价值

股 价	2009/08/16
RMB20.11	

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)	4194

财务数据

市净率 (X)	3.93
TRACING P/E (X)*	34.35
EPS (元)	0.36
股息率 (%)	0.35

*最近四季盈利计算。

相关研究

《收购东购，进军河北》

2009/07/21

《一切只为那垂手可得的霸业》

2008/08/11

经营预测与估值	2008A	2009H1	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4194.5	2516.4	6319.8	7266.9	8057.9
(+/-%)	36.4	23.9	50.7	15.0	10.9
归属母公司净利润(百万元)	136.5	85.7	234.1	295.7	336.0
(+/-%)	14.6	1.3	67.2	26.3	13.6
EPS(元)	0.58	0.36	0.72	0.91	1.04
P/E(倍)	34.6	55.2	27.8	22.0	19.3

■ 公司 09 年上半年营业收入 25.16 亿元，净利润 8570 万元，同比分别增长 23.89% 和 1.34%，扣除政府补助基金等非经营性因素的影响，公司经营性净利润为 7874 万元，同比增长 10.84%。

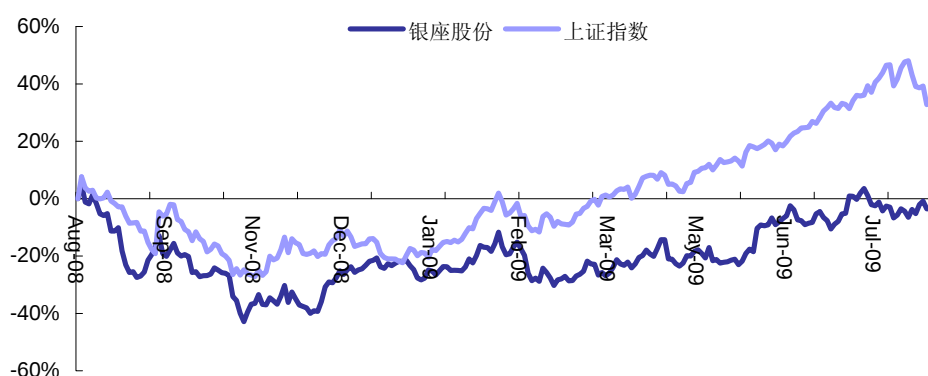
■ 公司受经济危机的影响正逐渐减小，各地区收入均实现两位数增长，由于近新开门较多导致总体收入增长较快，但新开门店费用支出较多、培育期利润贡献较小，因此公司净利润增长落后于收入增长。

■ 公司正处于快速扩张期，08 年全年新开 8 家门店，091H 新开 5 家门店。由于资本支出压力大，公司上半年新增短期贷款和长期贷款 8.45 亿和 4.20 亿元，导致财务费用大幅上升，对短期业绩形成压力。但从长期来看，公司现阶段快速规模扩张将加强其对山东省零售市场的控制力，并最终成为区内零售行业的整合者。

■ 公司大股东山东省商业集团商业资源丰富，未来将打造以公司为主体的零售业务平台，公司 6 月公告拟增发收购大股东持有的银座商城和淄博银座 100% 股权，这部分资产未来三年贡献净利润预计为 6101、7401、8228 万元，而收购静态市盈率仅为 12 倍，大股东的支持将加强公司在零售业务的竞争力。

■ 我们预计公司 2009 年内能够完成增发，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，维持增持评级。

最近 52 周股价表现



吴红光

+0755-82492069

wuhg@lhq.com

耿邦昊

+0755-82080081

gengbh@lhq.com

李珊珊

+0755-82364411

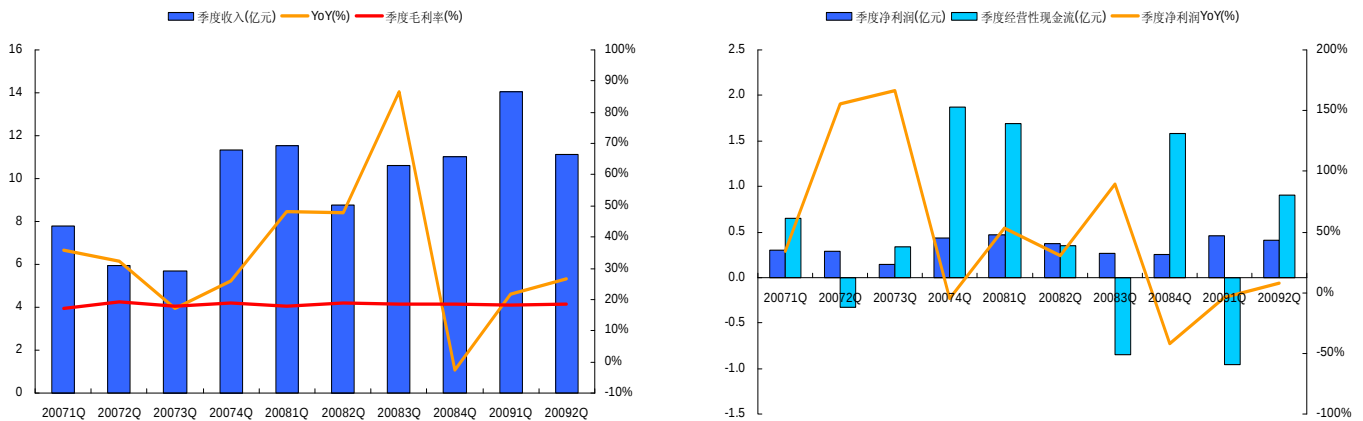
liss@lhq.com

半年报数据点评

公司 09 年上半年营业收入为 25.16 亿元，净利润 8570 万元，同比分别增长 23.89% 和 1.34%，扣除政府补助基金等非经营性因素的影响后公司经营性净利润为 7874 万元，同比增长 10.84%。

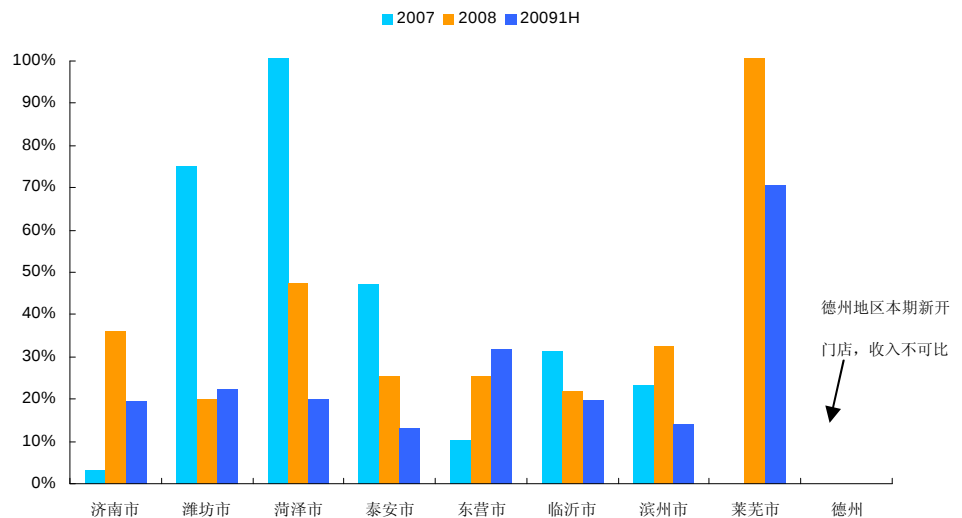
分地区来看，公司各地区收入均稳健增长，莱芜和东营地区收入增长良好；从季度数据来看，受经济危机的影响，公司 08 年四季度收入同比增速大幅下滑，但今年以来有明显好转，由于公司近两年来新开门店数量较多，因此总体来说收入保持较快增长，但由于新开门店导致费用支出较多，培育期门店利润贡献较小，因此公司净利润增长落后于收入增长。

图 1：银座股份季度经营数据



资料来源：公司公告

图 2：银座股份分地区收入增长情况



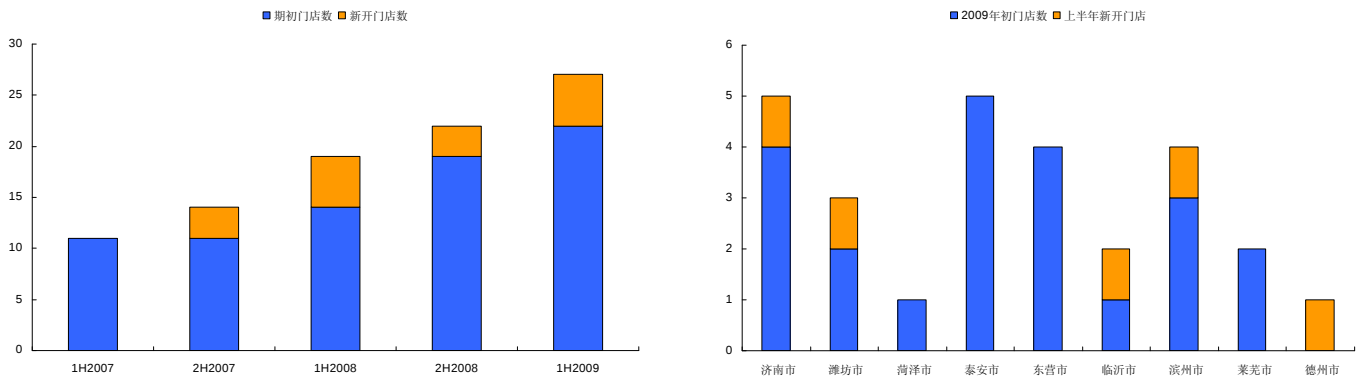
资料来源：公司公告

快速扩张的区域龙头

公司从 08 年起加快了区域扩张步伐, 08 年全年新开 8 家门店, 09 年上半年新开了 5 家门店, 略高于我们预期 (全年新开 5 家)。公司大规模新开门店导致资本支出巨大, 公司中报短期借款和长期借款与年初相比分别增加了 8.45 亿和 4.20 亿, 从而导致公司报告期财务费用率大幅上升。

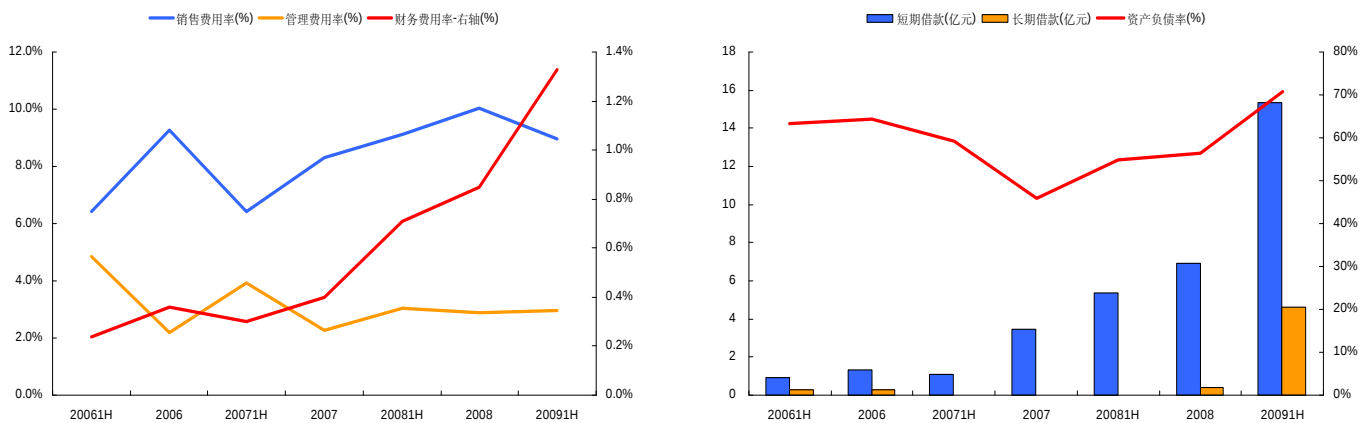
从短期来看, 公司大规模开店带来的财务费用的压力, 加之新开门店短期难以贡献利润, 业绩会受到一定影响, 但公司借力资本市场, 通过新开门店实现快速规模扩张, 从长期来看必将受益于对山东省零售市场的强大控制力, 成为区内零售行业的整合者。

图 3: 银座股份新开门店状况



资料来源: 公司公告

图 4: 银座股份费用率及负债情况



资料来源: 公司公告

集团资产注入提高竞争力

公司大股东山东省商业集团总公司在中报中再次承诺将以上市公司为唯一主体, 未来将逐步将其控制的零售业务资源注入上市公司, 以消除同业竞争。由于大股东旗下拥有较多优质商业资源, 我们认为未来公司资产注入预期强烈。

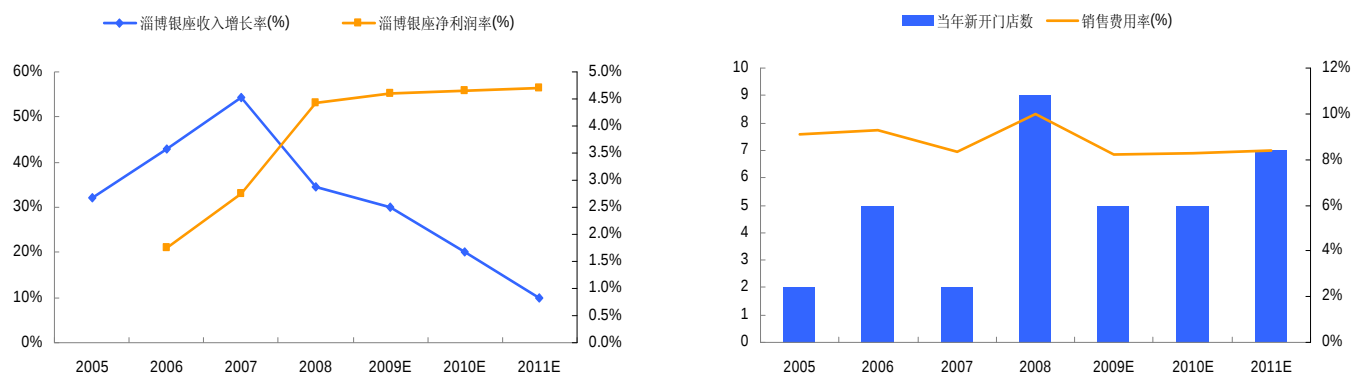
公司今年 6 月公告了拟增发收购集团公司持有的银座商城和淄博银座 100% 股权, 根据我们预测, 未来三年淄博银座贡献净利润为 6101、7401、8228 万元、而公司收购的静态市盈率仅为 12 倍, 充分表明集团公司对上市公司的支持力度。我们认为随着集团公司零售资产的陆续注入, 公司的竞争力将会大大加强。

表 1: 公司拟收购淄博银座状况(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	9,127	17.77%
五里桥店	2008.01.30	1.8	租赁	7,875	987	12.53%
桓台购物广场	2007.04.20	1.2	租赁	3,845	400	10.39%
周村购物广场	2006.05.28	1.6	租赁	14,049	1,726	12.28%
博山购物广场	2007.04.28	1.2	租赁	10,933	1,308	11.97%
淄川购物广场	2006.01.17	2.5	租赁	10,125	1,276	12.60%
合计		11.6		98,178	14,823	15.10%

数据来源: 联合证券研究部

图 5: 淄博银座经营情况预测



资料来源: 公司公告, 联合证券研究部预测

我们预计公司 2009 年内能够完成增发, 收购淄博银座 09-11 年净利润分别为 6101、7401、8228 万元, 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, 维持增持评级。

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	18	2,291	2,756	3,274	营业收入	4,195	6,320	7,267	8,058
现金	6	1,502	2,156	2,610	营业成本	3,419	5,293	6,063	6,704
应收账款	0	0	0	0	营业税金及附加	27	40	47	52
其它应收款	1	47	55	60	营业费用	420	521	603	677
预付账款	2	212	243	268	管理费用	121	139	160	177
存货	9	529	303	335	财务费用	36	3	3	3
其他	0	0	0	0	资产减值损失	1	15	2	2
非流动资产	17	37	-62	-151	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	123	123	123	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	12	-29	-70	-111	营业利润	172	307	389	443
无形资产	2	-54	-110	-166	营业外收入	30	10	10	10
其他	3	-4	-5	3	营业外支出	13	5	5	5
资产总计	35	2,327	2,695	3,123	利润总额	189	312	394	448
流动负债	644	1,082	1,154	1,246	所得税	49	78	99	112
短期借款	9	0	0	0	净利润	140	234	296	336
应付账款	4	648	743	821	少数股东损益	3	6	7	8
其他	631	434	411	425	归属于母公司净利润	136	228	288	328
非流动负债	42	42	42	42	EBITDA	380	505	559	613
长期借款	42	42	42	42	EPS (元)	0.58	0.72	0.91	1.04
其他	0	0	0	0					
负债合计	686	1,124	1,196	1,288	主要财务比率				
少数股东权益	196	202	210	218	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	235	315	315	315	成长能力				
资本公积	647	2,186	2,186	2,186	营业收入	36.4%	50.7%	15.0%	10.9%
留存收益	313	542	830	1,157	营业利润	-15.2%	78.9%	26.7%	13.8%
归属母公司股东权	1,392	3,245	3,541	3,877	净利润	16.7%	67.2%	26.3%	13.6%
负债和股东权益	2,077	4,369	4,737	5,165	获利能力				
					毛利率	18.49%	16.24%	16.57%	16.80%
					净利率	3.25%	3.61%	3.97%	4.07%
					ROE	11.42%	7.50%	8.65%	8.95%
					ROIC				
					偿债能力				
					资产负债率	33.0%	25.7%	25.3%	24.9%
					净负债比率				
					流动比率	0.03	2.12	2.39	2.63
					速动比率	0.01	1.63	2.13	2.36
					营运能力				
					总资产周转率	31.13	1.34	0.72	0.69
					应收账款周转率	NA	NA	NA	NA
					应付账款周转率	244.68	4.06	2.18	2.14
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.58	0.72	0.91	1.04
					每股经营现金流	1.18	0.14	2.46	1.78
					每股净资产	5.08	9.66	10.57	11.61
					估值比率				
					P/E	34.63	27.76	21.98	19.34
					P/B	3.96	2.08	1.90	1.73
					EV/EBITDA	14.73	12.21	9.99	8.53

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	278	45	774	562
净利润	0	228	288	328
折旧摊销	0	228	288	328
财务费用	0	3	3	3
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	-386	300	27
其它	278	-29	-105	-123
投资活动现金流	-708	-198	-75	-105
资本支出	0	-75	-75	-105
长期投资减少	0	-123	0	0
其他	-708	-395	-150	-210
筹资活动现金流	132	1649	-45	-3
短期借款增加	0	-9	0	0
长期借款增加	0	0	0	0
普通股增加	0	80	0	0
资本公积增加	0	1539	0	0
其他	132	39	-45	-3
现金净增加额	0	1496	654	454

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。