



上市公司公告点评

研究报告
批发和零售贸易-百货

增 持 维 持

银座股份 (600858)

2010 年 7 月 1 日

拟租三处商业物业总计超过 15 万平米，租金价格相对合理，外延扩张有序

2010 年 6 月 30 日收盘于 25.41 元
6 个月目标价: 30 元以上

批发和零售贸易行业首席分析师: 路 颖
SAC 执业证书编号: S0850203100078
luying@htsec.com
021-23219403

汪立亭
联系人
wanglt@htsec.com
021-23219399

潘 鹤
SAC 执业证书编号: S0850210040007
panh@htsec.com
021-23219423

公告内容。公司今日(2010年7月1日)公告董事会临时会议审议通过的总计约15万平米建筑面积的三个租赁商业房产(分别是河北省保定市拟建商业房产、泰安市在建大型购物中心和陕西省西安市拟建大型购物中心)用于未来商业零售经营的议案。其中最后一项需要股东大会审议。

简评和投资建议。公司的这三个租赁网点项目面积平均在 5 万平米左右, 以与购物中心商业物业开发商合作, 做主力百货门店的方式扩张。我们认为, 其中既有在公司原有优势区域(泰安)的扩张, 也有在省外的继续扩张(河北保定、陕西西安), 与公司过去和未来中长期的发展战略是相符合的。

三个项目的物业交付时间分别为 2012 年 6 月 30 日、2010 年 11 月 30 日和 2011 年 12 月 31 日。而如果能够顺利交房, 公司的装修时间分别为 90 天、90 天和 180 天, 以此推算, 三个项目如果顺利开业的时间分别为 2012 年国庆节前、2011 年 3 月前和 2012 年 7 月前, 对业绩的影响基本会在 2011 年、2012 年之后。

从租金价格看, 因为我们对部分省外区域的商圈还有待继续深入了解, 只能单纯从二、三线城市百货用商业物业的基本租金进行简单分析, 应该说 5 万平米建筑面积左右的商业物业(营业面积预计在 3 万平米左右), 保定、泰安和西安简单平均 2225 万元、1490 万元和 3933 万元的年租金应该属于相对公允或者不算太贵的租金价格。

对于这三个项目, 我们判断短期对公司业绩影响不大, 2011 年上半年泰安店将开出, 2012 年下半年、西安和保定项目会陆续开出, 可能会影响 2011/2012 年(正常当年会有些亏损), 但从租金价格和公司越来越强势的外延扩张能力看, 中长期这三个项目应该对公司的经营均有积极影响。

我们维持之前对公司的基本观点。(1) 从短期经营角度, 2009 年以来的公司持续高速开店及收购引起公司期间费用的大幅提升, 但将为其未来收入和利润的提升提供了较为有效的保障; 2010 年, 虽然我们预计公司仍有可能新开 6 家甚至更多门店, 其中包含振兴街 SHOPPING MALL 项目的开业, 但相关的开办费和折旧摊销预计不会高于 2009 年, 另外, 由于公司自建项目所涉及的财务费用支出在会计处理上可以进行资本化(主要应体现在下半年), 预期公司财务费用将有所减少, 公司 2010 年业绩将有较高的同比增速;

(2) 从长期价值角度, 公司在经济实力雄厚的山东省内保持着领先的竞争优势, 并持续增强。而省外扩张和大股东优质资产的继续注入(解决同业竞争的需要)仍构成公司继续做大做强的有力支撑, 公司具有中长期投资价值。

维持盈利预测。在假设淄博 6 家门店将于 2010 年并入、济南振兴街 SHOPPING MALL 项目将于 10 年底开业并开始贡献部分收入的基础上, 预计公司 2010-11 年收入增速可分别达到 65.26%和 35.20%, 归属于母公司净利润增速可分别达到 133.12%和 39.33%; 预计公司 2010-11 年 EPS 分别为 0.96 元(偏乐观)和 1.34 元。

我们对公司收入的预测基于我们对公司正常开店计划以及目前在手项目按预期进行的基础之上; 对净利润的预测也基于公司相对稳定的毛利率以及一般会计制度范畴下费用的处理方式。但扩张中的连锁商业零售公司一般而言具有相对自由的业绩调控空间, 而如果公司开店步伐出现超常规的速度, 可能在公司业绩中长期快速增长的趋势中出现短期的大弹性现象。

风险。公司 2010 年中报业绩增长可能如一季度一般，相对有限；公司因门店扩展速度较快，新门店的培育期会侵蚀老门店的内生增长以及公司保守的财务口径等可能让 2010 年业绩低于我们的预期。

目前公司收盘于 25.41 元，考虑到公司未来的增长潜力，我们认为公司的合理价值区间在 28.78 元-33.57 元之间（对应 10 年 30-35 倍 PE），维持“增持”的投资评级。

表 1 是我们对公司 2006-2011 年合并损益表的预测。

表 1 银座股份合并损益表的预测						
	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业总收入(万元)	240761	307472	419450	524264	866389	1171362
同比增长 (%)		27.71	36.42	24.99	65.26	35.20
营业总成本(万元)	227013	287238	402283	508009	827602	1116823
营业成本(万元)	197224	251464	341878	426338	704087	951878
营业成本/营业收入 (%)	81.92	81.78	81.51	81.32	81.27	81.26
营业税金及附加(万元)	1424	1879	2699	3403	5632	7614
营业税金及附加/营业收入 (%)	0.59	0.61	0.64	0.65	0.65	0.65
销售费用(万元)	22325	25567	42008	52662	84126	113505
销售费用/营业收入 (%)	9.27	8.32	10.02	10.04	9.71	9.69
管理费用(万元)	5242	6936	12086	18164	29457	39826
管理费用/营业收入 (%)	2.18	2.26	2.88	3.46	3.40	3.40
财务费用(万元)	854	1223	3552	7402	4300	4000
资产减值损失(万元)	-55	170	61	41	0	0
非经营性净收益(万元)	0	0	0	0	0	0
营业利润(万元)	13748	20234	17167	16256	38787	54539
同比增长 (%)		47.19	-15.16	-5.31	138.61	40.61
营业外收入(万元)	250	1434	3021	588	0	0
营业外支出(万元)	40	1106	1295	1082	0	0
利润总额(万元)	13957	20563	18893	15761	38787	54539
同比增长 (%)		47.33	-8.12	-16.57	146.09	40.61
所得税费用(万元)	4880	8033	4904	4294	10473	14726
有效所得税率 (%)	34.96	39.07	25.96	27.24	27.00	27.00
净利润(万元)	9077	12530	13989	11468	28315	39814
同比增长 (%)		38.03	11.64	-18.02	146.90	40.61
净利率 (%)	3.77	4.08	3.34	2.19	3.27	3.40
归属于母公司所有者的净利润(万元)	8503	11908	14215	11889	27715	38614
同比增长 (%)		40.05	19.37	-16.37	133.12	39.33
少数股东损益(万元)	574	621	-226	-421	600	1200
摊薄每股收益(元)	0.294	0.412	0.492	0.411	0.959	1.336

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相关报告：

银座股份公告点评：低价收购潍坊财富购物广场，看好项目前景（增持，维持）20100617

银座股份2010年一季报点评：调整后一季度收入仍大增39%，调整前口径比较净利润大增58%（增持，维持）20100430

银座股份调研简报：门店快速扩张压制09年业绩，预期后续年度业绩弹性较大（增持，维持）20100408

银座股份 2009 年报点评：扩张和调控导致 09 年业绩负增长，但为明后年利润释放提供有效保障（增持，维持）20100327

银座股份非公开增发结果公告点评：非公开发行股票顺利实行有利于公司未来进一步发展（增持，维持）20100306

银座股份 2009 三季报点评：收入保持快速增长，费用制约短期利润增幅（增持，维持）20091030

银座股份 2009 半年报点评：公司扣除非经常性损益后净利润同比增长 10%以上（增持，维持）20090815

银座股份公告点评：非公开增发购入淄博店不摊薄 09 年业绩，新开发 ShoppingMall 区域龙头地位更确立（增持，维持）20090602

银座股份 2009 年一季报点评及业绩预测和估值调整：费用拉低一季业绩 未来仍有较大增长潜力（增持，维持）20090422

银座股份 2008 年报点评：年内新开门店较多抬高销售管理费用比率，未来仍具外延+内生增长潜力（增持，维持）20090311

银座股份深度研究报告：优势明显的区域零售龙头（增持，维持）20090116

银座股份调研简报：防御能力较强的区域零售龙头（增持，维持）20081202

银座股份三季报点评：三季度收入增长 66%，净利润增长 33%（增持，维持）20081029

银座股份一季报及收购公告简评：2008 年一季度经营稳健，全年业绩增幅预计 40%（增持，维持）20080425

银座股份年报简评：透明、扩张、资产注入预期等提升价值（增持，维持）20080328

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路 颖：批发和零售贸易行业首席分析师

潘 鹤：批发和零售贸易团队

汪立亭：批发和零售贸易团队

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、新华百货、开元控股、家润多、人人乐、海宁皮城。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。