

银座股份(600858)

近年费用承压，股价已反映低于预期的业绩

研究员：耿焜

执业证书编号：S0570510120045

电话：025-83290907

E-mail: gengkun4055@126.com

地址：南京市中山东路 90 号

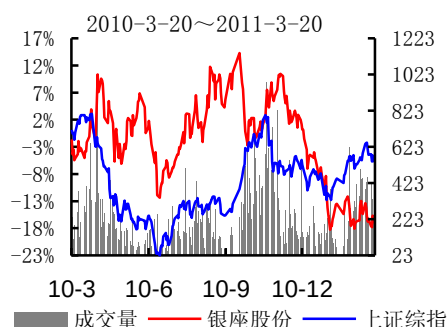
投资评级：观望(维持)

零售 II

当前价格(元): 22.16

目标价格(元): 23.26

股价走势图



相关研究

1 《银座股份(600858):费用大幅提升使得业绩下滑》2010.8

2 《银座股份(600858):期间费用大增使得 2009 年业绩低于预期》2010.7

投资要点:

➤ 2010年公司实现营业收入87.95亿元，同比增长38.29%，实现归属于上市公司股东的净利润为1.11亿元，较上年下降39.27%，EPS为0.39元，分红方案为每10股派现0.5元，公司2010年营业收入符合我们的预期，但净利润大大低于我们的预期。近三年来看，2008—2010年公司营业收入增速为68.63%，但净利润下滑了40.64%，我们认为这是由于公司近几年加快新开店数量，尤其是加快自建店扩张，从而使得费用高企不下所致。

➤ 2010年公司先后在济南、东营、潍坊、德州、淄博、滨州、临沂开业9家分店，目前上市公司旗下已经开业的零售门店达到46家。我们开到公司大部分地区门店的营业收入都实现了较快增长，尤其是临沂、滨州、莱芜、德州增速均为30%以上；但是2009年收购的石家庄东购披露收入近两年反有下降，2010年收入为7.66亿元，较2008年该门店收入下降3.28%。从各区域盈利情况看，除了新开店的东营、滨州、临沂地区净利润同比出现下滑外，泰安、淄博、石家庄均同比稳重有升，尤其是淄博银座2010年净利润已达到6522万元。

➤ 从盈利指标看，2010年营业利润率为15.05%，较上年略降0.03个百分点，基本保持平稳。但是三项费用率的大幅提升仍是拉低全年业绩的主要原因：销售费用率为11.03%，较上年提升1.14个百分点；管理费用率为2.74%，较上年下降0.18个百分点；财务费用大幅提升，其占营业收入的比重较上年提高了0.36个百分点至1.61%，从而使得2010年的三项费用率比例提升至15.39%。

➤ 由于扩张较快，在建项目多，公司的现金流显得较为紧张，2010年由于地产项目现金支出增加、新门店预付定金以及竞拍土地的保证金等因素使得经营活动净现金流为负；此外，公司青岛李沧项目土地款和财富广场在建工程均使得投资活动现金流出量增加。我们认为公司可能有持续的融资需求。鉴于业绩短期仍难释放，暂维持“观望”评级。虽然受期间费用压力所困短期难以释放业绩，但是我们认可公司重资产扩张的战略以及区域垄断地位，看好公司长远发展能力。

公司基本资料

总股本(万)	28892.59
流通 A 股(万)	26342.69
52 周内股价区间(元)	20.12-30.85
总市值(亿)	64.03
总资产(亿)	83.07
每股净资产(元)	7.43

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	87.95	117.47	151.82	193.60
+/-%	38.3	33.6	29.2	27.5
净利润(百万)	110.92	167.87	218.38	319.63
+/-%	-39.3	51.3	30.1	46.4
EPS(元)	0.39	0.58	0.76	1.11
P/E	57.72	38.14	29.32	20.03

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2972	3348	4325	5170
现金	812	760	799	791
应收账款	1	2	2	2
其它应收款	137	123	189	229
预付账款	57	124	129	184
存货	1964	2337	3204	3960
其他	1	2	3	3
非流动资产	5335	6541	7663	8650
长期投资	2	1	2	1
固定资产	2472	3160	3714	4157
无形资产	1716	2265	2913	3511
其他	1145	1114	1035	980
资产总计	8307	9889	11988	13819
流动负债	4668	6481	8131	9455
短期借款	2003	3727	4754	5610
应付账款	865	1216	1531	1974
其他	1801	1538	1845	1871
非流动负债	1131	731	961	1144
长期借款	1131	731	961	1144
其他	0	0	0	0
负债合计	5799	7212	9091	10599
少数股东权益	362	378	398	426
股本	289	289	289	289
资本公积	1197	1197	1197	1197
留存收益	660	814	1013	1309
归属母公司股东权益	2146	2299	2499	2794
负债和股东权益	8307	9889	11988	13819

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-11	336	611	768
净利润	122	184	238	348
折旧摊销	246	297	395	473
财务费用	142	189	251	308
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-473	-368	-279	-370
其它	-49	35	6	9
投资活动现金流	-1418	-1536	-1544	-1490
资本支出	1419	900	800	800
长期投资	0	0	0	0
其他	1	-636	-744	-690
筹资活动现金流	1329	1149	973	714
短期借款	255	1724	1027	855
长期借款	721	-400	230	184
普通股增加	54	0	0	0
资本公积增加	646	0	0	0
其他	-347	-175	-284	-325
现金净增加额	-100	-52	39	-9

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	8795	11747	15182	19360
营业成本	7195	9598	12403	15784
营业税金及附加	61	79	103	132
营业费用	970	1298	1685	2153
管理费用	241	317	410	523
财务费用	142	189	251	308
资产减值损失	7	12	3	4
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	178	255	326	457
营业外收入	19	20	16	18
营业外支出	12	12	12	12
利润总额	186	262	331	463
所得税	64	79	93	116
净利润	122	184	238	348
少数股东损益	11	16	20	28
归属母公司净利润	110.92	167.87	218.38	319.63
EBITDA	566	740	972	1238
EPS (元)	0.38	0.58	0.76	1.11

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	38.3%	33.6%	29.2%	27.5%
营业利润	-26.5%	42.8%	28.2%	39.9%
归属于母公司净利润	-39.3%	51.3%	30.1%	46.4%
获利能力				
毛利率	18.2%	18.3%	18.3%	18.5%
净利率	1.3%	1.4%	1.4%	1.7%
ROE	5.2%	7.3%	8.7%	11.4%
ROIC	4.1%	4.6%	5.2%	6.1%
偿债能力				
资产负债率	69.8%	72.9%	75.8%	76.7%
净负债比率	54.73%	62.86%	63.50%	64.35%
流动比率	0.64	0.52	0.53	0.55
速动比率	0.22	0.16	0.14	0.13
营运能力				
总资产周转率	1.27	1.29	1.39	1.50
应收账款周转率	7053	7888	7242	7473
应付账款周转率	9.26	9.23	9.03	9.01
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.58	0.76	1.11
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.04	1.16	2.11	2.66
每股净资产(最新摊薄)	7.43	7.96	8.65	9.67
估值比率				
P/E	57.72	38.14	29.32	20.03
P/B	2.98	2.78	2.56	2.29
EV/EBITDA	16	12	9	7

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。