

银座股份（600858）：费用快速增加致业绩低于预期

增持（维持）

商业

当前股价：22.16 元

报告日期：2011 年 3 月 20 日

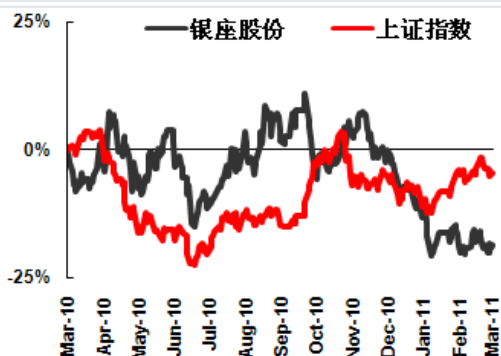
主要财务指标（单位：百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	8,795	11,791	15,263	20,067
(+/-)	38%	34%	29%	31%
营业利润	178	264	313	378
(+/-)	-27%	48%	18%	21%
归属母公司				
净利润	111	180	213	258
(+/-)	-39%	62%	18%	21%
每股收益（元）	0.38	0.62	0.74	0.89
市盈率（倍）	58	36	30	25

公司基本情况（2010 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通 A 股（万股）	28893/26343
流通市值（亿元）	58.38
每股净资产（元）	7.43
资产负债率（%）	69.81

股价表现（最近一年）



联系人：邵灵霞

010-66045720 shao1x@txsec.com

证券分析师 王旭

执业证书编号：A0140511010018

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2010年，公司实现营业收入87.95亿元，同比增长38.29%；营业利润1.78亿元，同比下降26.53%；实现归属母公司净利润1.11亿元，同比下降39.27%，每股收益0.39元。利润分配方案：拟以总股本2.89亿股为基数，每10股派发现金股利0.5元（含税）。
- 从单季度数据看，第四季度公司营业收入24.0亿元，同比增长32.71%；营业利润3472.51万元，同比下降16.42%；实现归属母公司净利润-52.28万元，去年同期2703.18万元，单季度每股收益-0.0018元，综合来看四季度数据严重低于预期。
- 门店持续扩张，主营收入增高速增长。公司是山东省零售龙头企业，在省内多个地区拥有40多家百货门店。2010年全年公司实现营业收入同比增长38.29%，主要是由于公司2010年新增13家门店以及2009年11月收购石家庄东购店2010全年并表的影响。公司自2008年以来进入了快速扩张期，平均每年新增门店数量10家左右，我们认为公司持续规模扩张，将为公司未来几年收入增长提供有力保障。
- 业绩低于预期主要源于公司扩张费用增加。报告期内，公司综合毛利率同比微降0.38个百分点至18.19%，主要由于新开门店较多同时淡季促销拉低了整体综合毛利率。而公司全年业绩出现较大幅度下降主要是源于期间费用率同比上升1.31个百分点，其中除管理费用率同比下降0.19个百分点外，销售费用率由于新增门店较多而上升1.13个百分点，借款利息增加导致财务费用率同比上升0.36个百分点。
- 大股东承诺资产注入及自身持续扩张，奠定长期行业龙头地位。公司大股东为山东省商业集团有限公司，旗下零售板块除公司外还有银座商城的20多家零售门店。大股东曾承诺将把公司作为未来零售业务资源的唯一主体，在条件成熟时有意将其他零售业务全部纳入公司内，从而消除潜在同业竞争。截止报告期末，大股东已将泰安、东营、滨州及淄博等地零售资产注入公司，使得公司市场份额快速提升，我们认为随着未来银座商城门店的注入，加上公司自身不断向外扩张，公司规模将持续快速增大，有望成为全国范围内百货零售行业龙头企业。
- 短期业绩压力成就长期业绩保障。近年来公司扩张快速，2010年公司新增13家门店中收购6家，新开7家。根据公司披露，目前在建项目有10多个，多个在建项目短期内会对公司业绩

产生一定压力，不仅费用的上升，而且对公司资金来源也有一定的挑战。但我们认为应该注重的是持续扩张将能保证公司的行业地位，为公司积累优秀的资源，而由于公司在零售行业具备较强的管理经验，能够保证门店综合毛利率水平，未来随着费用控制力的提升，公司的业绩能够很快得到释放。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2011-2013年EPS分别为0.62元、0.74元和0.89元，以最新收盘价计算，对应PE分别为36倍、30倍和25倍，虽然公司目前估值水平较高，但由于公司有较强的持续扩张能力，未来门店释放成长性较好，我们维持公司“增持”的投资评级。
- **风险提示：**门店培育期过长，项目建设周期过长及费用持续上升对业绩的压力。

图表 1：银座股份盈利预测（单位：万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	635,974	879,468	1,179,089	1,526,327	2,006,677
增长率	51.62%	38.29%	34.07%	29.45%	31.47%
减：营业成本	517,861	719,516	965,568	1,251,449	1,646,224
毛利率	18.57%	18.19%	18.11%	18.01%	17.96%
营业税金及附加	4,247	6,096	8,018	10,379	13,645
资产减值损失	37	691	0	0	0
销售费用	62,960	97,026	127,342	165,606	218,728
管理费用	18,620	24,085	32,425	41,974	55,384
财务费用	7,964	14,212	19,337	25,642	34,916
期间费用	68,593	101,258	148,788	194,958	255,907
期间费用率	14.08%	15.39%	15.19%	15.28%	15.40%
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	24,283	17,842	26,399	31,276	37,779
增长率	41.46%	-26.53%	47.96%	18.47%	20.79%
加：营业外收入	963	1,942	0	0	0
减：营业外支出	1,116	1,191	0	0	0
利润总额	24,130	18,592	26,399	31,276	37,779
增长率	27.72%	-22.95%	41.99%	18.47%	20.79%
减：所得税	6,286	6,378	6,600	7,819	9,445
实际所得税率	26.05%	34.30%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	17,844	12,214	19,799	23,457	28,334
归属母公司所有者的净利润	18,265	11,092	18,018	21,346	25,784
增长率	28.49%	-39.27%	62.44%	18.47%	20.79%
净利率	2.87%	1.26%	1.53%	1.40%	1.28%
少数股东损益	-421	1,122	1,782	2,111	2,550
总股本（万股）	23,508	28,893	28,893	28,893	28,893
每股收益(全面摊薄，元)	0.63	0.38	0.62	0.74	0.89

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-83234800 邮编:518040