

扩张风格不变, 业绩释放期进一步推后

——银座股份(600858)调研简报

核心观点

1、继续实施快速的扩张战略。公司按照鲁商集团制定的“双千亿”计划进行扩张,自2008年起公司进入快速扩张期,近三年增加门店近30家。2011年公司新开店数量大约在7家左右,新开店的经营面积较2010年新开店有所缩减。大型项目如济南振兴街项目可能要到2012年投入使用,青岛李沧项目也正在施工中,预计2012年实现部分营业。

2、着眼全国布局,全国扩张成为公司的重要战略目标。近几年除了在山东地区的迅速扩张外,省外地区如,石家庄、保定、西安也都有项目启动。此外,大股东旗下的银座商城也将河南作为重要的战略拓展地区。银座股份和银座商城采取区域互补的形式进行扩张,而鲁商集团将银座品牌打造为全国布局的连锁发展公司的战略规划也逐步浮出水面。

3、新开店亏损和期间费用影响短期业绩表现。2010年业绩主要受到了新开店亏损和期间费用增加的影响。从公司目前的财务指标来看,资产负债率达到70%,长短期借款规模在33亿元左右,短期财务压力较大。此外,受到政府对房地产的调控影响,公司8.5亿元的短期融资券计划实施的难度较大,公司2011年的财务费用有可能会超过2010年1.4亿元的规模。另外,由于济南振兴街项目工程进展低于预期,短期内难以对住宅和写字楼的出售部分进行收入确认,无法缓解目前公司的资金短缺情况。

4、2011年仍是业绩低谷期。从目前的门店结构来看,2008年新开店均已度过培育期,目前对业绩拖累较大的主要是2009年新开的部分次新店及2010年新开店,尤其是潍坊财富广场(14万平米)和德州银座商城(6万平米)将是2011年业绩的主要“出血点”。

5、大股东资产注入预期明确。鲁商集团将银座商城注入上市公司的预期较为明确,但在时间点上存在较大的不确定性。此外,通过2010年的非公开增发,管理层间接持有上市公司股权,这理顺了上市公司和管理层的利益关系,为公司未来的业绩释放提供了动力。从大的逻辑来看,近几年连续的门店扩张为未来业绩释放提供了巨大空间。

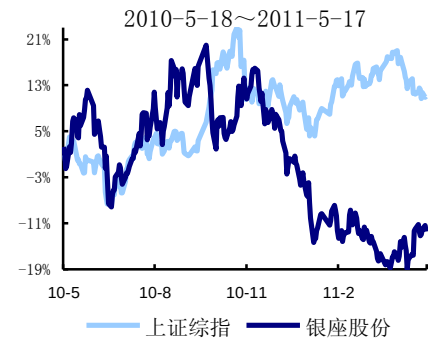
6、盈利预测与评级。我们预计2011—2012年EPS分别为0.61元和0.92元,对应的PE分别为37倍和24倍,对应2011年的PS值仅为0.63倍,远低于行业平均1.2倍的水平,考虑到公司未来业绩具备巨大的反弹空间,建议中长线关注,给予“短期_推荐,长期_A”的评级。

7、风险提示。大量新开店的培育期低于预期;缺乏省外扩张经验,外省门店的经营管理水平有待考验;大股东的资产注入时间具备较大的不确定性。

财务数据与估值

	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	6,360	8,795	11,400	14,211
同比增速	51.6%	38.3%	29.6%	24.7%
净利润(百万)	183	111	177	266
同比增速	28.6%	-39.3%	59.7%	50.2%
EPS(元)	0.63	0.38	0.61	0.92
P/E	35	58	37	24

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	28892.59
流通A股(万股)	26342.69
52周内股价区间(元)	20.12-30.85
总市值(亿元)	63.88
总资产(亿元)	83.07
每股净资产(元)	7.43
目标价	6个月 12个月

相关报告

1.《国都证券-公司研究-投资价值分析-银座股份(600858):质地优良,具备高成长特质的区域龙头》 2010-06-18

研究员: 赵宪栋

电话: 010-84183362

Email: zhaoxiandong@guodu.com

执业证书编号: S0940510120013

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

表 1: 公司的盈利预测表 (单位: 万元)

报告期间	2009A	2010A	2011E	2012E
一、营业收入	635,974	879,468	1,140,031	1,421,106
收入同比增长 (%)	52	38	30	25
减: 营业成本	517,859	719,515	935,015	1,168,464
营业税金及附加	4,247	6,096	7,980	9,948
资产减值损失	37	691	0	0
销售费用	62,960	97,026	121,413	144,953
管理费用	18,620	24,085	30,781	38,370
财务费用	7,964	14,212	15,960	15,632
投资净收益	0	0	0	0
加: 公允价值变动净收益	0	0	0	1
二、营业利润	24,286	17,843	28,882	43,742
加: 营业外收入	963	1,942	0	0
减: 营业外支出	1,116	1,191	0	0
其中: 非流动资产处置净损失	70	0	0	0
三、利润总额	24,133	18,594	28,883	43,744
减: 所得税费用	6,287	6,378	8,665	13,123
四、净利润	17,846	12,215	20,218	30,621
净利润率 (%)	2.81	1.39	1.77	2.15
归属母公司所有者的净利润	18,267	11,093	17,718	26,621
少数股东权益	-421	1,122	2,500	4,000
EPS (全面摊薄/元)	0.63	0.38	0.61	0.92

数据来源: 国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com
邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com
王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王双	化工	wangshuang@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			