

续租泰安银座城市广场

——董事会公告点评

报告关键点:

续租泰安银座城市广场,进一步巩固了公司在泰安的强势市场地位。

报告摘要:

- 续租泰安银座城市广场,其续租租金水平维持2009年的水平,且单位月租金仅32元/平方米,处泰安市中心市场租金的较低水平。
- 该租赁物业于2009年底开始租赁,用以扩建银泰泰安一店。银座泰安一店的扩建进一步巩固了其强势市场地位。
- 目前,公司在济南、泰安、东营、临沂、滨州、淄博市场上均具有强势市场地位,公司下一步的扩张重点是胶东半岛,并且将进一步扩张到河北、陕西等地。我们看好公司在山东的市场扩张及其影响力,对省外扩张持谨慎态度。2012年公司将加强经营管理,并抓紧做好现有的几个在建大项目。
- 我们维持公司主营业务保持20%左右的增速,财务费用基本稳定的判断,预计2011-2012年业绩增长分别为7.2%、37.6%,约合EPS为0.41、0.56元/股。维持增持-A的投资评级。
- 风险提示:大举扩张,财务费用居高不下;省外扩张亏损严重。

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

30.00 元

期限: 24个月 上次预测: 30.00 元

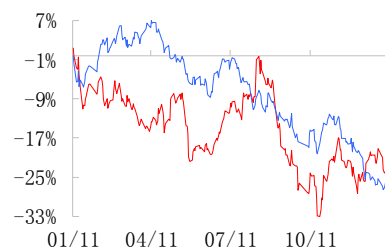
现价(2012年01月12日): 19.41 元

报告日期:

2012-01-13

总市值(百万元)	5,608.05
流通市值(百万元)	5,113.12
总股本(百万股)	288.93
流通股本(百万股)	263.43
12个月最低/最高	15.40/24.88 元
十大流通股东(%)	46.11%
股东户数	11,157

12个月股价表现



银座股份 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	7.09	17.70	2.59
绝对收益	5.38	9.78	(19.91)

张静

 021-68763865
 执业证书编号

高级行业分析师

 zhangjing5@essence.com.cn
 S1450511100001

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5,242.6	8,794.7	10,553.6	12,664.3	15,197.2
Growth(%)	25.0%	67.8%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	118.9	110.9	118.6	162.7	233.3
Growth(%)	-12.9%	-6.7%	6.9%	37.2%	43.4%
毛利率(%)	18.7%	18.2%	18.2%	18.2%	18.2%
净利率(%)	2.3%	1.3%	1.1%	1.3%	1.5%
每股收益(元)	0.41	0.38	0.41	0.56	0.81
每股净资产(元)	4.22	7.43	7.76	8.21	8.85
市盈率	44.4	47.5	44.5	32.4	22.6
市净率	4.3	2.5	2.4	2.2	2.1
净资产收益率(%)	7.2%	4.9%	5.1%	6.5%	8.5%
ROIC(%)	9.0%	6.5%	5.1%	5.6%	6.7%
EV/EBITDA	26.0	21.2	13.4	11.3	9.0
股息收益率	0.0%	0.4%	0.4%	0.6%	0.9%

前期研究成果

银座股份: 鲁商集团零售资产的唯一整合平台

2011-11-03

董事会公告，子公司泰安银座向关联方泰安银座房地产公司续租经营场地物业，租赁总面积 56700.48 平方米，租赁期限 1 年，租金 1650.55 万元。分析如下：

1. 续租租金不变，且较低

公司自 2009 年底开始租赁该物业，此次是第二次续租（租赁期限都为 1 年），租金水平维持 2009 年的水平，且单位月租金仅 32 元/平方米，处泰安市中心市场租金的较低水平。

表 1 泰安银泰一店部分物业续租情况

单位	原租赁合同	新租赁合同
年租金（万元）	1,469	1,651
计租面积（平方米）	37,974	42,661
单位月租金（元/平方米）	32	32

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

2. 该物业经营分析

该租赁物业位于泰安市东岳大街 77 号的银座城市广场，2009 年底开始租赁，用以扩建银泰泰安一店。银座泰安一店原建筑面积 2 万平米，扩建后面积达 7 万多平米。扩建后，2010 年银泰泰安一店销售收入约 5 亿元，同比增长 28%，我们预计 2011、2012 年在面积大幅扩大后收入仍将保持较快增长。对于银座而言，目前泰安市区百货商业中银座有 4 家店，其他只有潍坊中百一家，可见银泰在泰安商业的话语权非常大，银座泰安一店的扩建进一步巩固了其强势市场地位。

图 1 泰安百货商业分布图



数据来源：百度地图、安信证券研究中心

3. 结论

公司以较低的租金续租泰安银座城市广场，将有利于巩固其在泰安的强势地位。目前，公司在济南、泰安、东营、临沂、滨州、淄博市场上均具有强势市场地位，公司下一步的扩张重点是胶东半岛，并且将进一步扩张到河北、陕西等地。我们看好公司在山东的市场扩张及其影响力，对省外扩张持谨慎态度。2012 年公司将加强经营管

理，并抓紧做好现有的几个在建大项目。

我们维持公司主营业务保持 20%左右的增速，财务费用基本稳定的判断，预计 2011-2012 年业绩增长分别为 7.2%、37.6%，约合 EPS 为 0.41、0.56 元/股。维持增持-A 的投资评级。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-10-30		
									2009	2010	2011E
利润表						财务指标			2012E	2013E	
	2009	2010	2011E	2012E	2013E						
营业收入	5,242.6	8,794.7	10,553.6	12,664.3	15,197.2	成长性					
减: 营业成本	4,263.4	7,195.2	8,634.2	10,361.0	12,433.2	营业收入增长率	25.0%	67.8%	20.0%	20.0%	20.0%
营业税费	34.0	61.0	73.9	88.7	106.4	营业利润增长率	-5.3%	9.8%	13.7%	30.3%	36.8%
销售费用	526.6	970.3	1,164.3	1,397.2	1,676.6	净利润增长率	-12.9%	-6.7%	6.9%	37.2%	43.4%
管理费用	181.6	240.9	289.0	346.8	416.2	EBITDA 增长率	23.8%	53.2%	34.8%	19.3%	17.6%
财务费用	74.0	142.1	189.2	206.1	203.0	EBIT 增长率	14.2%	35.5%	22.3%	20.0%	20.0%
资产减值损失	0.4	6.9	0.2	0.3	0.2	NOPLAT 增长率	2.2%	34.4%	19.8%	21.4%	21.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	86.6%	51.7%	10.3%	2.6%	-5.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	13.7%	58.5%	4.3%	5.5%	7.3%
营业利润	162.6	178.4	202.8	264.3	361.5	利润率					
加: 营业外净收支	-4.9	7.5	-	-	-	毛利率	18.7%	18.2%	18.2%	18.2%	18.2%
利润总额	157.6	185.9	202.8	264.3	361.5	营业利润率	3.1%	2.0%	1.9%	2.1%	2.4%
减: 所得税	42.9	63.8	70.7	86.1	110.4	净利润率	2.3%	1.3%	1.1%	1.3%	1.5%
净利润	118.9	110.9	118.6	162.7	233.3	EBITDA/营业收入	6.2%	5.6%	6.3%	6.3%	6.2%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	4.5%	3.6%	3.7%	3.7%	3.7%
货币资金	826.4	811.8	949.8	1,139.8	1,611.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	80	83	90	89	87
应收账款	41.9	137.8	59.0	71.2	85.0	流动营业资本周转天数	27	16	9	-2	-15
应收票据	-	1.5	0.6	0.9	1.5	流动资产周转天数	120	103	103	87	73
预付账款	92.8	57.1	74.3	95.1	119.9	应收帐款周转天数	0	0	0	0	0
存货	1,107.6	1,964.4	2,010.4	1,702.9	1,362.3	存货周转天数	58	63	68	53	36
其他流动资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	298	282	298	269	236
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	186	182	192	170	140
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	ROE	7.2%	4.9%	5.1%	6.5%	8.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	2.1%	1.5%	1.4%	1.8%	2.5%
固定资产	1,589.3	2,471.7	2,812.4	3,428.8	3,928.2	ROIC	9.0%	6.5%	5.1%	5.6%	6.7%
在建工程	201.5	401.6	796.8	861.6	529.9	费用率					
无形资产	934.4	1,715.9	1,630.1	1,548.6	1,471.1	销售费用率	10.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
其他非流动资产	698.8	743.9	808.2	901.1	1,036.9	管理费用率	3.5%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
资产总额	5,494.3	8,307.1	9,143.2	9,751.7	10,148.2	财务费用率	1.4%	1.6%	1.8%	1.6%	1.3%
短期债务	1,747.6	2,003.0	2,495.6	2,512.6	2,512.1	三费/营业收入	14.9%	15.4%	15.6%	15.4%	15.1%
应付账款	1,425.2	2,133.4	2,279.3	2,564.9	2,873.5	偿债能力					
应付票据	8.1	-	-	-	-	资产负债率	71.2%	69.8%	71.4%	71.7%	70.8%
其他流动负债	182.4	449.0	563.3	700.4	865.0	负债权益比	247.3%	231.3%	249.7%	253.5%	242.7%
长期借款	410.0	1,131.0	1,131.0	1,131.0	831.0	流动比率	0.59	0.64	0.57	0.51	0.50
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.27	0.22	0.20	0.22	0.29
负债总额	3,912.3	5,799.4	6,528.5	6,992.9	7,186.6	利息保障倍数	3.20	2.26	2.07	2.28	2.78
少数股东权益	363.3	361.9	374.1	388.0	404.0	分红指标					
股本	235.1	288.9	288.9	288.9	288.9	DPS(元)	-	0.07	0.08	0.11	0.16
留存收益	983.7	1,856.9	1,951.8	2,081.9	2,268.6	分红比率	0.0%	18.2%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,582.1	2,507.8	2,614.8	2,758.9	2,961.6	股息收益率	0.0%	0.4%	0.4%	0.6%	0.9%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	114.7	122.1	118.6	162.7	233.3	EPS(元)	0.41	0.38	0.41	0.56	0.81
加: 折旧和摊销	132.6	245.9	276.1	326.3	372.6	BVPS(元)	4.22	7.43	7.76	8.21	8.85
资产减值准备	0.4	6.9	0.2	0.3	0.2	PE(X)	44.4	47.5	44.5	32.4	22.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.3	2.5	2.4	2.2	2.1
财务费用	70.0	125.9	189.2	206.1	203.0	P/FCF	356.7	-6.5	288.3	207.4	18.7
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	1.0	0.6	0.5	0.4	0.3
少数股东损益	-4.2	11.2	13.5	15.5	17.8	EV/EBITDA	26.0	21.2	13.4	11.3	9.0
营运资金的变动	-187.0	-489.5	228.5	628.6	660.0	CAGR(%)	15.8%	27.2%	50.6%	59.1%	79.6%
经营活动产生现金流量	114.1	-10.9	826.1	1,339.6	1,487.0	PEG	2.8	1.8	0.9	0.5	0.3
投资活动产生现金流量	-1,186.5	-1,418.4	-926.4	-926.4	-463.2	ROIC/WACC	0.6	0.6	0.6	0.7	0.9
融资活动产生现金流量	1,254.4	1,329.2	239.6	-221.7	-550.2	REP	3.7	3.4	2.4	2.0	1.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张静，高级行业分析师。毕业于复旦大学，会计学硕士。7 年证券研究经历，2011 年 7 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

张静声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034