



地产业务超预期，主业略低于预期

——银座股份（600858）业绩预增公告点评

分析师

姚雯琦 0755-83515144
执业证书编号 S1070510120007
联系人

陈鹏 0755-83667314
从业证书编号 S1070112070055

投资评级：推荐（维持）

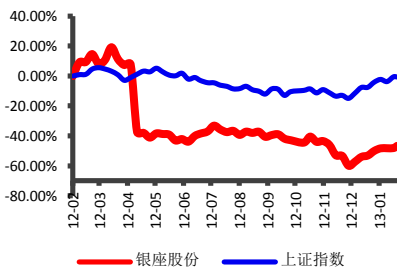
市场数据

目前股价（元）	9.98
总市值（亿元）	51.90
流通市值（亿元）	47.32
总股本（亿股）	5.20
流通股本（亿股）	4.74
12个月最高/最低	12.90/7.21

公司盈利预测（百万元）

	2012E	2013E	2014E
营业收入	13,088.95	16,361.19	18,815.36
(+/-%)	20.00%	25.00%	15.00%
净利润	347.82	376.66	447.42
(+/-%)	200.71%	8.29%	18.78%
EPS（元）	0.67	0.72	0.86
PE	14.92	13.78	11.60

行业表现图



数据来源：Wind 资讯

投资建议：

预计公司 2012-2013 年 EPS 分别为 0.67 元、0.72 元，目前股价对应 PE 分别为 15X、14X。公司是山东省商业龙头，内生外延双轮驱动，次新门店陆续进入业绩释放期，业绩弹性大，维持“推荐”评级。

要点：

- **地产结算带动业绩大增。**银座股份公布 2012 年业绩预增公告，预计 2012 年公司实现归属于上市公司股东的净利润同比增长 200%左右。业绩大增的原因是：（1）公司加强内部管理，紧抓节支降耗，努力开展扭亏增盈工作，积极应对消费市场不利形势，采取多种措施提升销售，实现零售业的扩销增盈；（2）公司孙公司山东银座置业有限公司投资的济南振兴街 Shopping Mall 项目中附带建设的商品房大部分交房结算。
- **地产业务超预期，主业略低于预期。**2011 年公司实现归母净利润 1.16 亿元，按照公司的业绩预增公告，2012 年公司归母净利润约为 3.48 亿元，EPS 约为 0.67 元。预计 2012 年公司地产结算收入在 9 亿元左右，按 15% 净利润率计算，贡献归母净利润 1.35 亿元，折合 EPS 0.22 元，略超预期。剔除地产业务后，公司主业净利润约为 2.13 亿元，折合 EPS 约 0.45 元，略低于预期。
- **商业 12 年仍保持高增长。**剔除地产收入，公司前三季度的收入增速分别为 13.66%、19.58%和 15.48%。2012 年，公司继续保持较快的扩张步伐，在山东省地级市进行加密布点，共计新开 9 家门店；同时，公司积极应对消费市场不利形势，提高同店销售。在外延扩张及内生增长的带动下，预计公司 2012 年主营收入增速仍能保持在 15%左右。
- **维持银座股份推荐评级。**

（1）**内生外延双轮驱动。**2012 年，在行业低迷的背景下，公司仍有 15%左右的增长，内生增长较好。同时，公司积极扩张，省内渠道下沉，优势区域同城加密，2012 年新开门店 9 家，而且还储备了大量的项目。在内生和外延的双重带动下，业绩增长潜力大。

（2）**次新店陆续进入业绩释放期。**公司次新店占比较高，开业 3 年内的门店共有 29 家，占比达到 49%；开业 4 年内的门店共 40 家，占比达到 68%。2008 年以来新开门店陆续度过培育期，进入业绩释放期，未来三年有望持续高增长。

（3）**资本开支高点已过，业绩弹性大。**公司自 2008 年进入资本开支高峰期，2011 年开始回落，公司 2011 年门店增速由 21%下降为 17%，面积增速由 31%下降为 16%，资本开支总额大幅下降，主要费用项增速放缓。在宏观经济企稳回升的背景下，2013 年收入的高增长和费用的下降使业绩具备更大的弹性。

- **风险提示。**宏观经济复苏不达预期；新开店经营不达预期。

附表：盈利预测表

利润表 (百万)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	8,794.68	10,907.46	13,088.95	16,361.19	18,815.36
营业成本	7,195.16	8,984.33	10,602.05	13,285.28	15,278.08
销售管理费用	970.26	1,182.68	1,308.89	1,717.92	1,975.61
折旧与摊销	240.85	343.03	392.67	490.84	564.46
财务费用	142.12	167.93	214.09	232.66	246.96
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	178.42	140.94	475.09	515.22	613.66
营业外收支	7.51	23.91	8.83	8.83	8.83
利润总额	185.92	164.86	483.92	524.04	622.48
所得税	63.78	58.96	140.34	151.97	180.52
少数股东损益	11.22	-9.77	-4.24	-4.59	-5.45
归属于母公司净利润	110.92	115.66	347.82	376.66	447.42

资产负债表	(百万)				
流动资产	2,972.45	4,120.06	3,901.97	5,248.28	6,429.16
货币资金	811.81	832.59	516.08	1,005.96	1,550.50
应收账款	0.69	0.29	1.55	1.94	2.23
应收票据	1.45	0.00	0.72	0.90	1.03
存货	1,964.35	3,088.49	3,097.77	3,881.78	4,464.05
非流动资产	5,334.67	6,762.95	7,393.34	8,074.43	8,698.82
固定资产	2,471.67	3,355.64	4,083.57	4,735.83	5,352.40
资产总计	8,307.12	10,883.01	11,295.31	13,322.71	15,127.98
流动负债	4,668.37	6,963.53	6,870.86	8,368.12	9,581.45
短期借款	2,003.00	1,858.00	2,247.33	2,636.67	3,026.00
应付账款	864.82	2,191.01	1,864.93	2,336.92	2,687.46
非流动负债	1,131.00	1,320.27	1,320.27	1,320.27	1,320.27
长期借款	1,131.00	1,320.27	1,320.27	1,320.27	1,320.27
负债合计	5,799.37	8,283.80	8,191.13	9,688.38	10,901.72
股东权益	2,507.76	2,599.21	3,104.17	3,634.32	4,226.26
股本	1,485.55	1,485.55	1,686.77	1,887.99	2,089.21
留存收益	660.26	761.48	1,069.46	1,402.99	1,799.16
少数股东权益	361.94	352.18	347.94	343.35	337.89
负债和权益总计	8,307.12	10,883.01	11,295.31	13,322.71	15,127.98

现金流量表	(百万)				
经营活动现金流	501.95	1,887.90	334.36	1,270.03	1,347.09
其中营运资本减少	48.49	1,151.90	-491.50	251.49	187.65
投资活动现金流	-2,154.35	-1,729.01	-987.51	-1,094.90	-1,094.90
其中资本支出	-1,593.04	-255.85	-400.00	-400.00	-400.00
融资活动现金流	1,519.83	-132.33	336.63	314.75	292.35
净现金总变化	-132.57	26.56	-316.51	489.88	544.53

资料来源: wind、长城证券研究所

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
成长性					
营业收入增长	67.75%	24.02%	20.00%	25.00%	15.00%
营业成本增长	68.77%	24.87%	18.01%	25.31%	15.00%
营业利润增长	9.76%	-21.00%	237.08%	8.45%	19.11%
利润总额增长	17.96%	-11.33%	193.54%	8.29%	18.78%
净利润增长	-6.70%	4.28%	200.71%	8.29%	18.78%
盈利能力					
毛利率	18.19%	17.63%	19.00%	18.80%	18.80%
销售净利率	1.39%	0.97%	2.62%	2.27%	2.35%
ROE	5.97%	4.15%	12.05%	11.04%	11.25%
ROIC	4.59%	3.52%	7.90%	7.48%	7.59%
营运效率					
销售管理费用/营业收入	11.03%	10.84%	10.00%	10.50%	10.50%
租赁费用/营业收入	2.74%	3.14%	3.00%	3.00%	3.00%
财务费用/营业收入	1.62%	1.54%	1.64%	1.42%	1.31%
投资收益/营业利润	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税/利润总额	34.30%	35.76%	29.00%	29.00%	29.00%
应收账款周转率	8,766.46	22,219.3	14,179.6	9,355.69	9,007.58
存货周转率	4.68	3.56	3.43	3.81	3.66
流动资产周转率	3.49	3.08	3.26	3.58	3.22
总资产周转率	1.27	1.14	1.18	1.33	1.32
偿债能力					
资产负债率	69.81%	76.12%	72.52%	72.72%	72.06%
流动比率	0.64	0.59	0.57	0.63	0.67
速动比率	0.22	0.15	0.12	0.16	0.21
每股指标 (元)					
EPS	0.38	0.40	0.67	0.72	0.86
每股净资产	8.68	9.00	5.97	6.99	8.13
每股经营现金流	1.74	6.53	0.64	2.44	2.59
每股经营现金/EPS	4.53	16.32	0.96	3.37	3.01
估值					
PE	26.00	24.93	14.92	13.78	11.60
PEG	-388.01	582.90	7.43	166.17	61.76
PB	1.15	1.11	1.67	1.43	1.23
EV/EBITDA	12.65	11.45	6.88	6.20	5.41
EV/SALES	0.82	0.67	0.55	0.44	0.39
EV/IC	1.29	1.26	1.09	0.96	0.85
ROIC/WACC	0.63	0.49	1.09	1.03	1.05
REP	2.03	2.58	1.00	0.92	0.81

研究员介绍及承诺:

姚雯琦: 管理学硕士，拥有证券投资咨询执业资格，商业零售行业分析师。

陈鹏: 武汉大学金融硕士，2012年加入长城证券，商业零售行业研究助理。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%-15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%-5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com
王 涛: 0755-83516217, 13808859088, wangt@cgws.com
陈方圆: 0755-83516287, 18607195599, chenfy@cgws.com
陈尚峰: 0755-83515203, 13826520778, chensf@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
杨 洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李彦仪: 010-88366060-8750, 18611670060, lyany@cgws.com
安雅泽: 010-88366060-8768, 18600232070, ayz@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
陈 韵: 021-61680389, 15821566166, chenyun@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦16层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦10层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路1399号太平大厦3楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>