

分析师： 代薇 (8627)65799539 daiwei@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120004

联系人： 童兰 (8627)65799539 tonglan@cjsc.com.cn

扩张期间费用压制利润表现，不改公司成长本质

事件描述

银座股份3月19日发布2010年年报。公司2010年实现营业收入87.95亿元，同比增长38.29%；营业利润1.86亿元，同比下降22.95%；归属于上市公司股东的净利润1.11亿元，同比下降39.27%。扣除非经常损益后归属于上市公司股东的净利润为0.79亿元，同比下降31.78%，EPS为0.39元，同比下降44.57%，扣除非经常性损益后的EPS为0.28元，同比下降42.70%。

- 1) 2010年公司开店扩张速度仍未放缓，2010年公司新开门店9家，收入增长外生贡献较大
- 2) 2010年公司综合毛利率为18.19%，毛利水平同比下降0.49个百分点，但主营业务毛利率提升0.03个百分点
- 3) 2010年公司合计费用率为15.39%，费用率同比提高0.47个百分点，费用总额合计提高72.99%

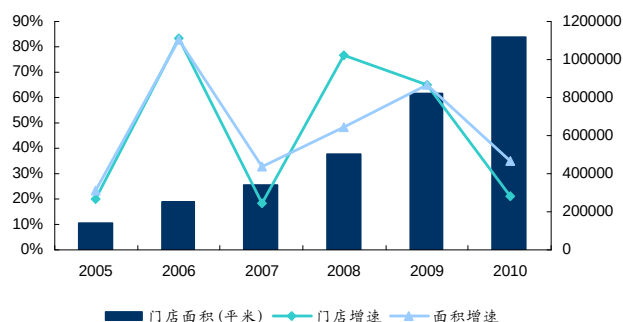
事件评论

第一，2010年公司开店扩张速度仍未放缓，收入增长外生贡献较大

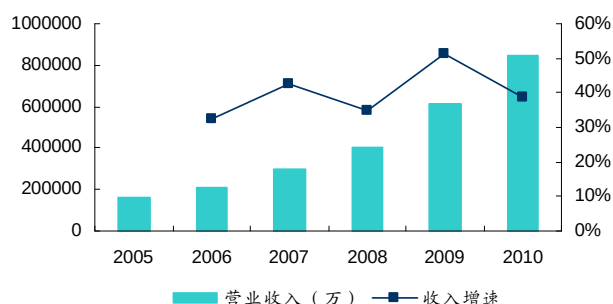
公司2010年实现营业收入87.95亿元，同比增长38.29%；营业利润1.86亿元，同比下降22.95%；归属于上市公司股东的净利润1.11亿元，同比下降39.27%。扣除非经常损益后归属于上市公司股东的净利润为0.79亿元，同比下降31.78%，EPS为0.39元，同比下降44.57%，扣除非经常性损益后的EPS为0.28元，同比下降42.70%，低于市场预期。

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，上市公司旗下已开业的零售门店达46家，分布山东省10个地市和河北省。从公司近年来的开店速度来看，自2006年起，公司开始加快门店扩张速度，2006-2010年，公司分别新开门店数量为5家，2家，10家，15家，9家，新增门店面积分别约为11.5万平方米，8.37万平方米，16.36万平方米，32.41万平方米以及29.03万平方米，门店数量以及门店面积在近5年间出现了快速增长。

我们认为，得益于公司门店的快速扩张，公司在其经营地区内的规模优势也迅速扩大，营业收入随着经营规模的扩大而出现较快增长，2010年公司主要经营地区的收入同比增速均超过20%，剔除新开门店的收入贡献的影响，我们预计同店增长超过15%，公司营业收入有望随着经营规模的持续扩张以及同店收入增长而保持较高的增速。

图 1：近年来公司经营规模扩张趋势


资料来源：长江证券研究部

图 2：近年来营业收入增长情况


资料来源：长江证券研究部

表 1：公司各经营地区的收入增长情况

营业收入	2009 年	2010 年	门店增加	收入增速
济南(万元)	141,049.64	167,083.07	2	18.46%
淄博(万元)	107,841.31	133,048.92	1	23.37%
泰安(万元)	88,707.11	110,425.26		24.48%
东营(万元)	83,740.87	103,044.64	2	23.05%
滨州(万元)	49,997.25	78,948.94	1	57.91%
石家庄市(万元)	7,363.83	76,623.91		940.54%
临沂(万元)	40,984.47	54,435.48	1	32.82%
菏泽(万元)	31,251.78	40,044.93		28.14%
莱芜(万元)	26,350.13	35,542.15		34.88%
潍坊(万元)	26,056.51	32,638.34	1	25.26%
德州(万元)	6,004.40	14,861.35	1	147.51%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，2010 年公司综合毛利率为 18.19%，毛利水平同比下降 0.49 个百分点，但主营业务毛利率提升 0.03 个百分点

2010 年公司经营的综合毛利率为 18.19%，而 2009 年的综合毛利率为 18.68%，同比下降 0.49 个百分点。但 2010 年公司的主营业务综合毛利率为 15.05%，同比 2009 年提高 0.03 个百分点。

2010 年公司主营业务收入为 84.67 亿元，其他业务收入为 3.28 亿元，而 2009 年公司主营业务收入为 60.93 亿元，其他业务收入为 2.66 亿元，2010 年主营业务及其他业务收入的同比增速分别为 38.95%与 23.08%，其他业务收入的增速低于主营业务收入增速，而从业务拆分毛利水平来看，2009 年主营业务及其他业务的毛利率分别为 15.02%与 99.78%，2010 年主营业务及其他业务的毛利率分别为 15.05%与 99.20%，从主营业务的毛利水平来看，2010 年公司主营业务毛利率同比提高 0.3 个百分点，同时由于 2010 年主营业务收入提升较快，从而使得当期其他业务收入占比略有下降，对毛利率的贡献减弱。

表 2：2009-2010 年公司主营及其他业务收入构成及毛利率

项目	2009	2010
主营业务收入(万)	609347.29	846696.99
收入占比	95.81%	96.27%
主营毛利率	15.02%	15.05%
其他业务收入(万)	26626.56	32770.72
收入占比	4.19%	3.73%

其他业务毛利率	99.78%	99.20%
综合毛利率	18.68%	18.19%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 3：2009-2010 年各区域的经营毛利情况

	收入占比	2009 年	2010 年
济南	19.73%	16.80%	16.91%
淄博	15.71%	15.14%	14.96%
泰安	13.04%	14.73%	14.67%
东营	12.17%	14.67%	14.47%
滨州	9.32%	12.90%	11.95%
石家庄市	9.05%	18.36%	18.67%
临沂	6.43%	16.29%	16.16%
菏泽	4.73%	15.66%	15.21%
莱芜	4.20%	12.98%	12.77%
潍坊	3.85%	10.41%	10.21%
德州	1.76%	11.05%	11.32%
综合毛利率		15.02%	15.05%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

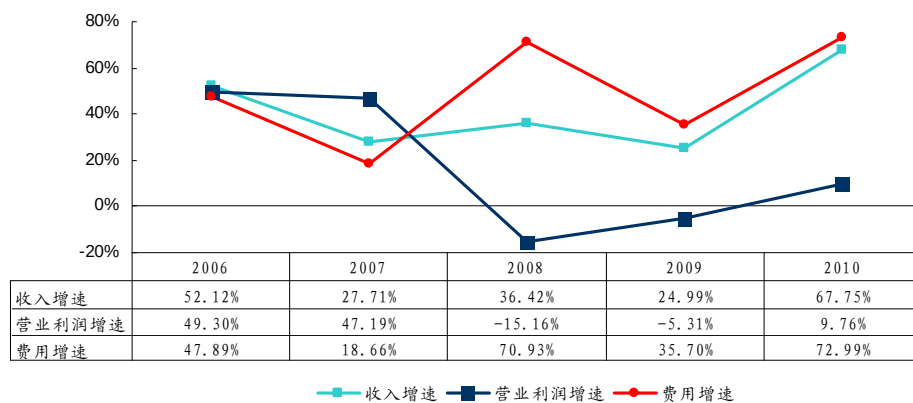
我们认为，随着各区域的经营规模扩大，且新店及次新店占比近年来提升较快，较高的新店占比使得公司毛利水平承压，2010 年，公司各经营区域中近济南地区、石家庄市以及德州地区的毛利水平有所提升，但是由于济南地区的收入占比较高，其毛利率的提升带动公司整体经营性毛利水平从 15.02% 提升至 15.05%，我们认为公司已在济南地区形成经营的规模优势，且新店占比逐渐缩小，公司的规模优势所带来盈利能力提升的效果逐渐显现，2011 年济南振兴街 shopping mall 有望开始营业，大体量的购物中心开业有望使得济南地区的毛利水平进一步提升，从而提高公司整体经营毛利水平。

第三，2010 年公司合计费用率为 15.39%，费用率同比提高 0.47 个百分点，费用总额合计提高 72.99%

2010 年公司合计费用率为 15.39%，而 2009 年的合计费用率为 14.92%，同比提高 0.47 个百分点。同时 2010 年公司的合计费用为 13.53 亿元，同比 2009 年提高 72.99%，费用提升幅度较大。

2006-2010 年，公司扩张速度开始加快，5 年间公司共新增门店数量 40 家，新增门店面积约为 97.69 万方，门店数量以及门店面积的复合增长率分别为 50.29% 和 51.78%，随着公司经营规模的逐年扩张，公司 2006-2010 年的费用也是出现了较快增长，此期间的年费用增长率分别为 47.89%，18.66%，70.93%，35.70% 以及 72.99%，费用的增速过快，使得公司利润增长乏力。

图 3：费用增长过快使得利润承压



资料来源：长江证券研究部

表 4：2006-2010 年公司各项费用增长情况

	2006	2007	2008	2009	2010
销售费用（万）	22,324.81	25,566.83	42,008.12	52,661.74	97,025.55
增长率	54.86%	14.52%	64.31%	25.36%	84.24%
管理费用（万）	5,241.91	6,935.53	12,085.53	18,163.68	24,085.42
增长率	21.26%	32.31%	74.26%	50.29%	32.60%
财务费用（万）	853.99	1,222.75	3,552.21	7,401.79	14,212.21
增长率	78.34%	43.18%	190.51%	108.37%	92.01%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们认为，近年来随着公司经营规模的迅速扩大，公司各项费用也都随之出现较大的增长，但是随着公司规模基数的扩大，公司门店扩张的速度会相对有所放缓，同时随着新店及次新店逐步进入成熟期，收入的释放也会使得费用率有所下降，同时 2010 年公司股东大会已审议通过批准公司不超过 8.5 亿元的 5 年期公司债券发行方案，如果该方案顺利实施，则有利于改善公司财务结构，除此之外，济南振兴街 shopping mall 部分地产项目出售的现金流也有助于改善公司的财务状况，使得公司财务费用压力有所缓解。

第四，预计 2011 和 2012 年的 EPS 分别为 0.59 元和 0.85 元，给予推荐评级

我们认为，2011-2012 年银座股份有望从以下几个方面实现利润的增长：

- 1) 公司近年来新开门店较多，门店店龄结构偏年轻化，且处于培育期的门店压低了公司的整体毛利水平，随着新店逐渐进入成熟期，毛利以及收入增速将开始回升；
- 2) 公司 2011-2012 年将继续进行扩张，但速度或相对有所放缓，费用增速有望回落，同时济南振兴街购物中心有望在 2011 年开始营业，配套的地产也有望在 2011 年开始进入销售，地产项目的现金收入将有望改善公司的财务结构，降低公司的财务费用，同时同城扩张也将带来人员及费用的节约，销售以及管理费用率将随公司经营规模的扩大而下降，费用压力的缓和将给利润释放提供空间；
- 3) 大股东的资产注入预期强烈，如大股东资产顺利注入上市公司体内，将使得公司的销售收入规模迅速提升，同时利润增长也将大幅度提速，高市值公司呼之欲出；

我们预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.59 元和 0.85 元（暂未考虑振兴街地产项目的收入影响）。考虑到公司目前处在高速扩张期，新开门店的费用压力影响了公司的利润表现，因此仅 EPS 不足以客观评价公司的实质价值，鉴于银座股份的扩张速度以及收入增长速度均高于同类型商业公司，并且大股东未来有望持续将零售业务注入上市公司体内，银座股份也将迅速成长成销售收入过百亿的大型商业零售公司，我们认为银座股份可以享有更高的估值，给予推荐评

级。

风险提示：公司的投资风险在于新门店的培育期长于预期水平，或毛利水平在经营过程中未能随着培育期的结束出现回升，同时公司扩张过程中费用如未能得到有效控制，公司大股东的资产注入方式以及进度晚于预期均会影响公司的业绩表现。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	8795	11071	13860	17140	货币资金	812	1107	1386	1714
营业成本	7195	9066	11347	14026	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1600	2005	2514	3114	应收账款	138	177	222	274
% 营业收入	18.2%	18.1%	18.1%	18.2%	存货	1964	2463	3082	3810
营业税金及附加	61	77	96	119	预付账款	57	72	90	111
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	970	1218	1525	1885	流动资产合计	2972	3819	4780	5910
% 营业收入	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	241	299	374	463	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	长期股权投资	2	2	2	2
财务费用	142	146	135	118	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.6%	1.3%	1.0%	0.7%	固定资产合计	2875	2878	2818	2611
资产减值损失	7	0	0	0	无形资产	1716	1630	1549	1471
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	303	303	303	303
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	116	0	0	0
营业利润	178	265	383	529	其他非流动资产	322	322	322	322
% 营业收入	2.0%	2.4%	2.8%	3.1%	资产总计	8307	8955	9775	10620
营业外收支	8	0	0	0	短期贷款	2043	1853	1604	1145
利润总额	186	265	383	529	应付款项	865	1089	1362	1684
% 营业收入	2.1%	2.4%	2.8%	3.1%	预收账款	350	443	554	686
所得税费用	64	80	115	159	应付职工薪酬	45	54	68	83
净利润	122	186	268	370	应交税费	54	68	92	120
归属于母公司所有者					其他流动负债	1312	1649	2064	2552
的净利润	110.9	169.9	245.2	338.4	流动负债合计	4668	5155	5744	6270
少数股东损益	11	16	23	32	长期借款	1131	1131	1131	1131
EPS (元/股)	0.38	0.59	0.85	1.17	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-11	1168	1239	1428	负债合计	5799	6286	6875	7401
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	2146	2290	2499	2786
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	362	378	401	433
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2508	2668	2900	3219
固定资产投资	-1418	-511	-539	-471	负债及股东权益	8307	8955	9775	10620
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-1418	-511	-539	-471		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.384	0.588	0.849	1.171
股权融资	667	0	0	0	BVPS	7.43	7.93	8.65	9.64
银行贷款增加 (减少)	838	-190	-249	-459	PE	57.72	37.68	26.11	18.92
筹资成本	183	-172	-172	-169	PEG	1.28	0.84	0.58	0.42
其他	-359	0	0	0	PB	2.98	2.80	2.56	2.30
筹资活动现金流净额	1329	-362	-421	-629	EV/EBITDA	17.69	8.24	6.47	4.96
现金净流量	-100	295	279	328	ROE	5.2%	7.4%	9.8%	12.1%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。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和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。