

分析师: 代薇 (8627)65799539 daiwei@cjsc.com.cn
联系人: 童兰 (8627)65799539 tonglan@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120004

一季度毛利水平回落，经营业绩尚待释放

事件描述

银座股份今日发布 2011 年一季报。公司 2011 年一季度实现营业收入 30.73 亿元，同比增长 27.18%；营业利润 0.94 亿元，同比下降 3.25%；归属于上市公司股东的净利润 0.66 亿元，同比下降 7.22%，实现每股收益为 0.23 元，同比下降 13.58%。

事件评论

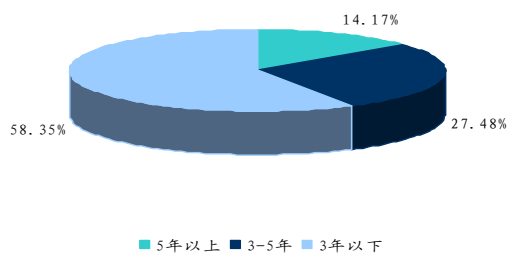
第一，公司 2011 年一季度实现营业收入 30.73 亿元，同比增长 27.18%，基本符合预期

银座股份 2011 年一季度实现营业收入 30.73 亿元，同比增长 27.18%；营业利润 0.94 亿元，同比下降 3.25%；归属于上市公司股东的净利润 0.66 亿元，同比下降 7.22%，实现每股收益为 0.23 元，同比下降 13.58%。

公司 2010 年一季度后新开百货店 7 家，新增经营面积约为 27 万方，2011 年一季度暂无新开百货店，截至 2011 年一季度末，公司共有百货门店 46 家，其中山东 8 家，泰安 5 家，东营 6 家，临沂 4 家，滨州 6 家，潍坊 3 家，莱芜 2 家，菏泽 1 家，石家庄 1 家，淄博 7 家，德州 3 家。

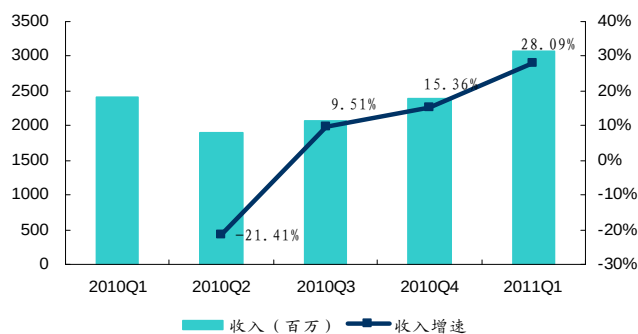
我们认为公司报告期内的收入增长主要来源于同店的收入增长以及新开门店的收入增量贡献。公司 2008-2009 年共新开百货门店 25 家，这些百货门店的收入也开始随着逐步走出培育期，收入增速的加快也是公司报告期内收入保持较高增速的重要原因。

图 1：银座股份门店店龄结构偏年轻化



资料来源：长江证券研究部

图 2：公司收入随规模扩张而逐季上升



资料来源：长江证券研究部

表 1：银座股份年度及季度财务数据

百万元	单季度财务数据					年度财务数据		
	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2008	2009	2010
营业总收入	2416	1899	2080	2399	3073	4195	5243	8795
同比增长率	72.00%	70.87%	72.35%	57.89%	27.18%	36.42%	24.99%	67.75%
营业成本	1980	1566	1707	1942	2541	3419	4263	7195
毛利率	18.06%	17.56%	17.91%	19.05%	17.33%	18.49%	18.68%	18.19%
营业税金及附加	17.10	10.84	14.85	18.16	24.50	26.99	34.03	60.96
销售费用	217	188	187	378	283	420	527	970
销售费用率	8.99%	9.90%	9.00%	15.75%	9.20%	10.02%	10.04%	11.03%
管理费用	68	89	103	(19)	89	121	182	241
管理费用率	2.81%	4.70%	4.94%	-0.79%	2.90%	2.88%	3.46%	2.74%
财务费用	36	24	40	41	42	36	74	142
资产减值损失	0	2	0	4	(0)	1	0	7
营业利润	97.64	18.99	27.08	34.72	94.47	171.67	162.56	178.42
营业利润率	4.04%	1.00%	1.30%	1.45%	3.07%	4.09%	3.10%	2.03%
同比增长率	56.18%	-60.48%	-14.38%	70.35%	-3.25%	-15.16%	-5.31%	9.76%
营业外收入	2.76	4.75	6.50	5.41	1.47	30.21	5.88	19.42
营业外支出	0.24	0.41	0.63	10.64	3.74	12.95	10.82	11.91
利润总额	100.16	23.33	32.95	29.49	92.21	188.93	157.61	185.92
税前利润率	4.14%	1.23%	1.58%	1.23%	3.00%	4.50%	3.01%	2.11%
同比增长率	57.62%	-53.23%	3.34%	139.37%	-7.94%	-8.12%	-16.57%	17.96%
所得税	26.59	7.15	8.86	21.17	25.85	49.04	42.94	63.78
有效税率	26.55%	30.66%	26.90%	71.80%	28.03%	25.96%	27.24%	34.30%
少数股东损益	2.03	0.39	-0.04	8.84	-0.30	3.39	-4.21	11.22
净利润	71.54	15.78	24.12	-0.52	66.38	136.50	118.89	110.92
净利润率	2.96%	0.83%	1.16%	-0.02%	2.16%	3.25%	2.27%	1.26%
同比增长率	57.83%	-60.91%	-3.76%	-106.44%	-7.22%	16.67%	-12.90%	-6.70%
总股本	288.93	288.93	288.93	288.93	288.93	235.08	235.08	288.93
每股收益	0.25	0.05	0.08	0.00	0.23	0.58	0.51	0.38

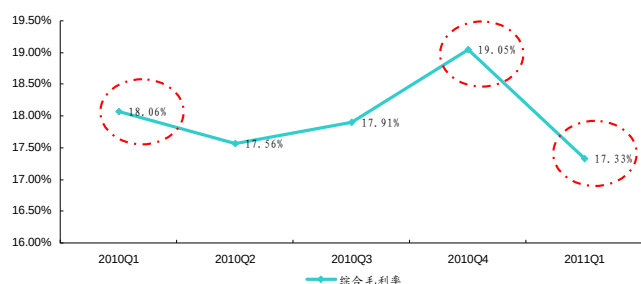
资料来源：长江证券研究部

第二，一季度促销活动力度较大，毛利水平下降但费用率提升较快

2011 年一季度公司的综合毛利水平为 17.33%，2010 年一季度的综合毛利水平为 18.06%，同比下降 0.73 个百分点，同时环比 2010 年 4 季度，公司的毛利率也下降了 1.72 个百分点。

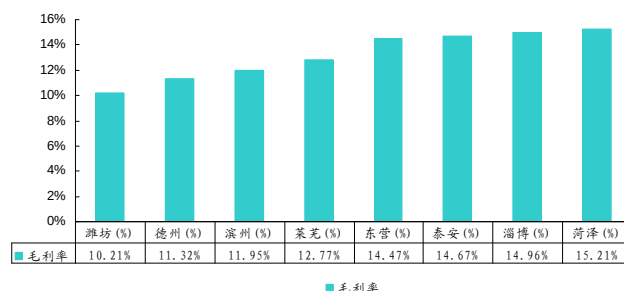
我们认为，一季度春节期间，各百货公司均会采用较大规模的促销活动，促销活动的力度加大使得一季度毛利率出现下滑，同比下降了 0.73 个百分点；同时，由于 2010 年内共新开门店 9 家，合计面积约为 29.03 万方，这些次新门店尚处于培育期中，经营毛利率较低，一定程度上拖累了公司整体的毛利水平，其中大体量的潍坊银座购物广场在 2010 年底开业，且公司目前在潍坊市内的整体毛利水平偏低，使得 2011 年一季度的毛利水平环比出现较大的下降。

图 3: 银座股份各季度的毛利水平变化趋势



资料来源: 长江证券研究部

图 4: 2010 年银座股份各地区的毛利水平情况



资料来源: 长江证券研究部

2011 年一季度, 公司的销售费用及管理费用分别为 2.83 亿元和 0.89 亿元, 分别同比增长 30.07% 和 31.27%, 均快于公司报告期内的收入增速, 因此费用率也因此而上升, 销售费用率及管理费用率分别同比上升 0.21 和 0.09 个百分点。我们认为, 公司目前储备项目较多, 今年内的项目投入也将持续存在, 费用的压力将随着项目的逐渐开工而继续存在。

表 2: 2011 年一季度的费用情况

	2011Q1	2010Q1	同比增长
销售费用 (万元)	28,262.24	21,728.42	30.07%
管理费用 (万元)	8,917.69	6,793.28	31.27%

资料来源: 长江证券研究部

2011 年一季度的营业外收入为 147.35 万, 同比下降 46.53%, 而营业外支出为 374.05 万, 同比上涨 1487.65%, 主要原因是因为 2010 年一季度收到的政府补助为 199.88 万, 而 2011 年同期的补助仅为 10.2 万, 除此之外, 营业外支出大幅增加是因为石家庄东方城市广场有限公司重新装修报废固定资产较多所致。

第三, 预计 2011 和 2012 年的 EPS 分别为 0.59 元和 0.85 元, 维持推荐评级

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。

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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。