

分析师： 童兰 (8627)65799539 tonglan@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490511040003

联系人： 史恒辉 (8627)65799539 Shihh2@cjsc.com.cn

短期内或仍面临费用压力，关注储备地产项目的进程

事件描述

近日，我们调研了银座股份，其主要内容如下：

- 1) 公司近年来扩张速度较快，培育期新店对净利润率有所压制，未来店龄结构将随着成熟门店占比的提高而逐渐改善，公司收入增速及净利率情况或将随着店龄结构改善而进一步提升；
- 2) 公司的租赁物业短期内不存在物业到期的情况，目前公司的租金上涨压力较小，且 2011 年下半年人工费用的增速由于基数原因预计将有所放缓；
- 3) 公司项目储备较多，2011-2012 年部分项目将有望开始经营，现金流的回收或将一定程度上缓和公司的资本支出压力；

事件评论

第一，公司门店的培育期一般为 3 年，店龄结构将逐渐改善

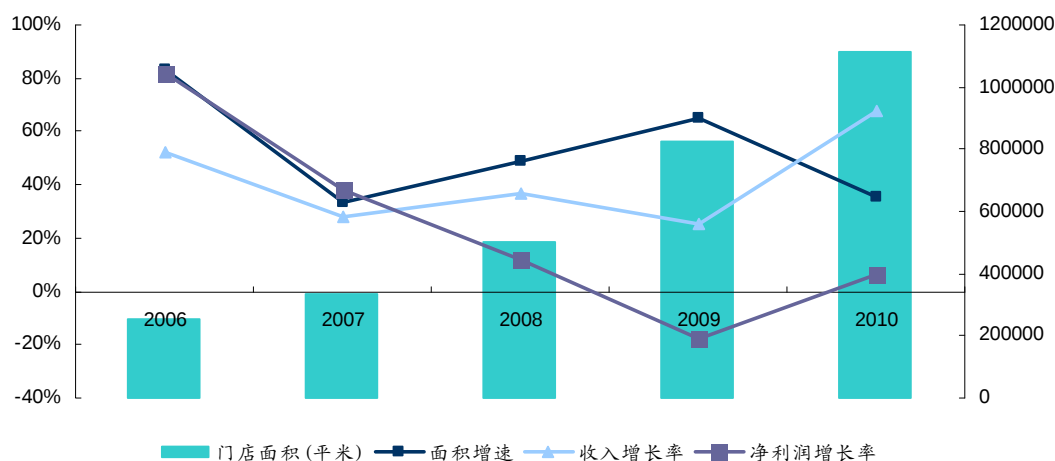
公司自 2006 年以来，一直保持较快的扩张速度，2006-2010 年银座股份分别新增门店 5 家，2 家，10 家，15 家及 8 家。2011 年，公司继续保持较快的扩张速度，截至 2011 年 7 月末，公司目前合计共有门店 51 家。伴随着高速的扩张速度，公司经营规模的迅速扩大使得公司的收入规模也迅速扩大。2006 年至 2010 年，公司门店个数从 11 家迅速增加至 46 家，经营面积由约 25 万平米迅速跃升至 2010 年超过百万的经营面积，经营规模的年复合增速超过 40%；而期间公司的收入也从 24.07 亿元迅速提升至 87.95 亿元，年复合增长率为 38.25%。

表 1：银座股份近年来公司经营规模的扩张速度

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
门店个数	6	11	13	23	38	46
新增门店	1	5	2	10	15	8
门店增速	20.00%	83.33%	18.18%	76.92%	65.22%	21.05%
门店面积(平米)	138442.69	253412.42	337134.59	500796.74	824933.58	1115330.19
新增面积(平米)	26000	114969.73	83722.17	163662.15	324136.84	290396.61
面积增速	23.12%	83.04%	33.04%	48.55%	64.72%	35.20%

资料来源：长江证券研究部

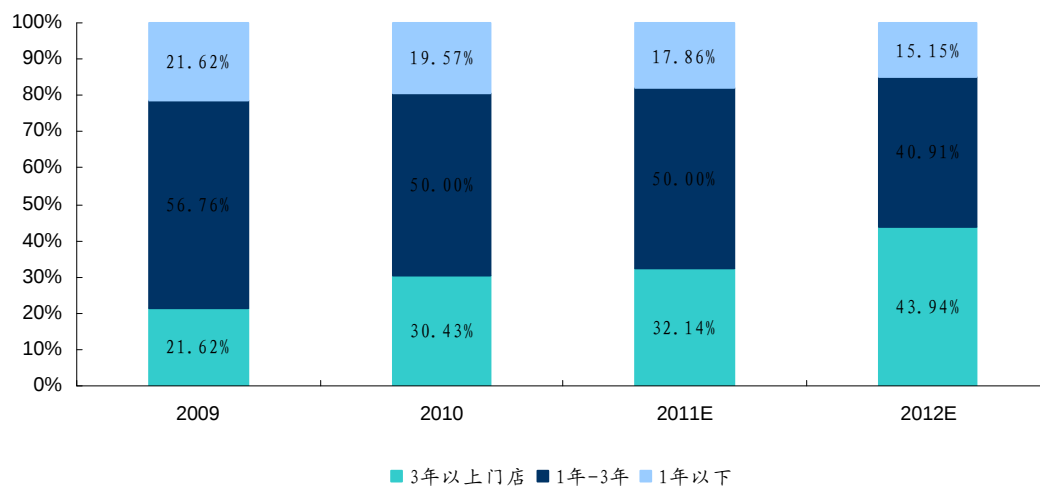
图 1：银座股份近年收入与利润增速背道而驰



资料来源：长江证券研究部

2006至2010年，得益于经营规模的迅速扩大，公司的收入在此期间一直维持稳定且快速的增长，2006-2010年，公司的收入增速分别为52.12%、27.71%、36.42%、24.99%以及67.75%，但期间的净利润增速却分别为81.6%、38.03%、11.64%、-18.02%及6.51%。除此之外，公司的净利率在此期间也有所下降，2007年公司净利率为4.08%，而2010年公司的净利率却下降至1.39%，我们认为收入增速与利润增速出现背离的主要原因是快速的扩张速度，公司的项目资本开支扩大，且自2007年开始，公司加大了自建物业项目的比重，资本支出压力有所加大，公司的资产负债比例也开始上升，同时物业折旧、土地摊销费用等也开始增长，费用压力的加大使得公司近年的利润增速有所放缓。除了费用压力随着扩张速度加快而加大之外，2008年开始公司的新增门店增加较快，公司的新门店及培育期的次新门店占比较大，由于公司一般的门店培育期为3年，因此尚处于培育期的门店对公司利润也带来一定的负面压力。

图2：银座股份点龄结构将随着成熟门店的增加而有所改善



资料来源：长江证券研究部

我们认为，按照公司一般的门店培育期，1年亏损，2年打平，3年盈利；目前公司有约18%的门店仍处于1年期以内，而即将走出培育期的门店占比也仍偏高，而近两年预计将有较多门店逐渐走出培育期，开始进入利润贡献期，预计2012年公司成熟门店的比重将有望大幅提高。且公司未来仍将保持较快的展店速度，预计每年仍将新增9-10家门店，经营规模的持续扩张及店龄结构的改善，将使得公司的收入增速进一步加快，且随着培育门店比重的减小，公司的净利润率也有望随着提升。

第二，租金费用上涨空间较小，人工费用下半年增速或将放缓；财务费用压力或将随着项目结算而缓和

1) 公司租赁物业短期内无到期压力，人工费用下半年增速或将放缓

截至 2011 年 7 月末，公司合计门店数量为 51 家，其中自有物业仅有约 10 家，其他均为租赁物业。但是由于公司租赁物业的租期一般均为 20 年，且公司的物业大多都是在 2005 年之后开始租赁（最老的物业也约在 2000 年左右开始租赁），因此短期内公司物业到期的压力较小，并且由于租赁物业在租赁期间，租金费用均被较好锁定，租金上涨的幅度较小。

我们认为，由于 2010 年下半年公司新开出潍坊银座购物广场、德州商城、东环购物广场以及东营垦利店，合计新增面积超过 20 万平米，由于经营规模的扩大使得员工人数增长，从而使得职工薪酬下半年增长较快，且 2010 年下半年人工费用基数的提高，预计 2011 年下半年人工费用的增速将有所放缓；同时，由于公司的租赁物业具备较好的租金锁定期，且短期内不会面临物业集中到期的压力，因此租金费用压力较小。

表 2：2011H1 公司销售费用中各主要费用明细情况

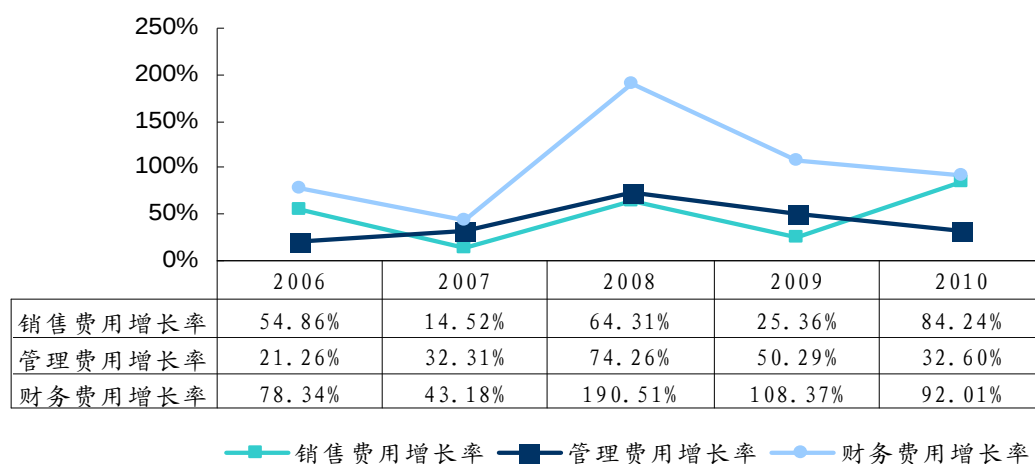
项 目	2011H1	2010H1	同比增长	费用占比
长期待摊费用摊销	4,449.41	3,608.28	23.31%	8.86%
折旧费	7,433.99	6,269.69	18.57%	14.81%
职工薪酬	12,003.61	9,072.49	32.31%	23.91%
租赁费	8,324.99	6,497.18	28.13%	16.58%
广告宣传费	1,986.93	1,605.25	23.78%	3.96%
保险费	1,272.31	913.37	39.30%	2.53%
装修改造费	1,243.25	401.81	209.41%	2.48%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

2) 扩张带来摊销费用及财务费用迅速增长，建设项目的陆续结算或将缓和费用压力

2008 年-2010 年，公司此间的新开门店数量分别为 10 家，15 家及 8 家，达到了近年扩张的小高峰。公司经营规模的迅速扩大使得各项费用的增速也迅速加快，并且，在此期间公司在保持快速扩张速度的同时，还开始加快拿地自建物业的进度，各项资本支出也迅速提高。伴随着自建项目的增加，公司的各项费用也都随着增长。

图 3：公司高速扩张期各项费用增速也较快



资料来源：长江证券研究部

2007 年以来，公司以自筹资金进行自建项目的推进力度有所加大，2007 年，公司购买滨州银座购物广场土地所有权；

2008 年,公司受让青岛乾豪房地产开发有限公司、德州市宁德房地产开发有限公司股权而取得该公司的国有土地使用权,同时购买临沂银座商城有限公司国有土地使用权;2009 年,公司受让威海宏图贸易有限公司国有土地使用权、山东银座置业有限公司国有土地使用权、泰安银座商城有限公司东湖店国有土地使用权、银座集团股份有限公司聊城银座商城国有土地使用权;2010 年,公司之子公司青岛银座投资开发有限公司购买青岛李沧区项目土地、本公司之分公司潍坊银座商城购买潍坊财富广场项目土地及本公司之孙公司山东银座置业有限公司购买金盛大厦项目土地。一系列项目的推进加大了公司资金的需求,公司的长短债随着项目规模的扩大而迅速增加。且由于土地自购买之后就需要开始计提摊销,因此项目储备的增加也使得公司无形资产摊销费用的压力有所加大。

表 2: 近年来公司主要资产增长速度较快

项目	2006	2007	2008	2009	2010
固定资产(万元)	29520.78	33,501.51	73,669.64	158,929.32	247,166.68
固定资产增速		13.48%	119.90%	115.73%	55.52%
无形资产(万元)	6999.39	8,883.03	55,983.60	93,435.55	171,585.58
无形资产增速		26.91%	530.23%	66.90%	83.64%
在建工程(万元)	6932.33	10,601.03	13,240.28	20,151.45	40,160.05
项目	2006	2007	2008	2009	2010
固定资产占比(%)	30.27	16.4	23.09	28.93	29.75
在建工程占比(%)	7.11	5.19	4.15	3.67	4.83
无形资产占比(%)	7.18	4.35	17.55	17.01	20.66

资料来源:长江证券研究部

表 3: 近年来公司长短债增长较为迅速

	2005-12-31	2006-12-31	2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31
短期借款(百万)	6,500.00	13,500.00	34,500.00	69,000.00	174,760.00	200,300.00
长期借款(百万)	0.00	3,000.00	0.00	4,200.00	41,000.00	113,100.00
合计	6,500.00	16,500.00	34,500.00	73,200.00	215,760.00	313,400.00
增速		153.85%	109.09%	112.17%	194.75%	45.25%

资料来源:长江证券研究部

2010 年,公司项目储备中的潍坊财富广场购物中心以及德州宁德项目已经顺利开业,而目前在建的项目包括振兴街购物中心项目、威海宏图项目以及德州乐陵项目,预计振兴街购物中心项目的商业部分将在 2011 年 9 月开出,住宅部分也将有望在 2012 年开始进行确认,同时威海宏图项目及德州乐陵项目也有望于 2012 年开出。威海宏图项目开出后,百货面积预计为 3-4 万平米,总资额约为 2 个多亿,同时德州乐陵项目较小,预计面积为 2 万平方米左右,预计投资在 1 个多亿。除了已建成及在建的这些项目,公司待建的项目包括:青岛李沧项目(规划面积约为 14 万平米),青岛乾豪项目以及聊城项目。

表 4: 公司近年来储备的自建项目情况

项目名称	投资情况	项目情况	项目进度
潍坊财富广场购物中心	以 46520.69 万元受让	购买位于潍坊市奎文区胜利东街以南、北海路以西的潍坊市财富广场购物中心项目在建工程,占 34,674 平方米,总建筑面积 139,788.11 平方米	2010 年 10 月已开出
德州宁德项目	以 9839.86 万元的价格受让宁德地产 100%的股权将主要用于建设商场从事商品零售等业务	规划建筑面积 7-8 万平米,其中含约 1.8 万平米的商品房	2010 年 9 月 28 日开业
振兴街购物中心项目	以 5.15 亿元竞得土地使用权,总投资超过 20 亿	项目规划总建筑面积 48.7 万平方米,包括居住回迁和商业开发两部分,其中,购物中心及配套部分规划建筑面积 14 万平方米,包括百货部分 4 万平方米,超市部分 1 万平方米	在建,预计商业部分 2011 年 9 月开业

威海宏图项目	以 12912 万元收购威海宏图 100% 股权用于建设商场发展商品零售业务	位于威海市世昌大道以南、海滨路以西的土地使用权，占地总面积为 26.67 亩，土地性质为商业、办公、金融用地，地上建筑面积不少于 32800 平方米，单层建筑面积不少于 8000 平方米	在建，2012 年有望开出
德州乐陵项目	土地涉及金额约为 14,700,000 元	位于乐陵市枣城南大街东侧，土地面积约 30 亩（以实际测量为准）	在建，2012 年有望开出
聊城项目	以 2910 万元的价格竞得聊城国有建设用地使用权	位于柳园路以西、利民路以南地块，面积为 11256 平方米	待建
青岛乾豪项目	以 4.04 亿元受让 54% 股权用于建设商场从事商品零售等业务	项目位于青岛市香港中路 31 号，漳平路 5 号，土地四至：东至现状楼，南至香港中路，西至南京路，北至漳平路，用地西北角为外贸公寓，总用地面积为 15312.9 平方米，项目容积率为 6.5	待建
购买青岛李沧土地	项目金额为 8.74 亿，土地面积 26937 平方米	土地面积 26937 平米（50%住宅用地，50%商服用地），总规划建筑面积为 148154 平米	待建

资料来源：长江证券研究部

我们认为，济南振兴街有望在 2012 年开始进行收入确认，地产收入的确认及账款的回收将一定程度上缓和公司财务压力；但**短期内，由于公司还有较多待建项目，一旦开工建设，预计公司仍存在一定的费用压力**。且公司目前仍处于快速扩张期，项目的建设进度预计不太可能因为费用的压力而有所放缓。但是我们认为，随着前期项目开始进行经营，现金流的回收将有助于后续项目的资本投入，后续的财务费用增速有望放缓。同时，随着建成项目的投入使用，公司的经营收入增速也将随之加快，收入规模的快速扩大将摊薄目前的费用率水平。

第三，预计 2011 和 2012 年的 EPS 分别为 0.51 元和 0.85 元，长期维持推荐评级

我们认为，银座股份未来的看点在于：

- 1) 公司目前仍处在高速扩张期，且公司的门店培育期一般为 3 年，店龄结构仍偏年轻，处于培育期的新门店以及次新门店对业绩有一定拖累，但是随着公司成熟门店比重的增加，公司的净利率情况或会出现改善。
- 2) 公司的振兴街商业部分有望在 2011 年 9 月开出，地产收入部分预计在 2012 年确认较大部分，威海项目以及德州乐陵项目也有望在 2012 年开出，收入增速有望加快；且待建项目包括聊城、青岛乾豪以及李沧项目，如果项目进程推进较为顺利，近年内项目也将完成建设；地产项目的完工及结算将较大程度改善公司目前的财务结构，同时收入规模的扩大也将缓和目前的费用压力；

我们预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.51 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，且公司目前项目储备较多（未投入使用，目前尚未创造实际经济利益，但土地摊销费用及财务费用较高），较大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，长期给予推荐评级。

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	332	374	463	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.7%	3.0%	2.7%	2.7%	长期股权投资	2	2	2	2
财务费用	142	147	136	119	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	232	382	528	其他非流动资产	322	322	322	322
% 营业收入	2.0%	2.1%	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	1872	1625	1166
利润总额	186	232	382	528	应付款项	865	1089	1362	1684
% 营业收入	2.1%	2.1%	2.8%	3.1%	预收账款	350	443	554	686
所得税费用	64	70	115	158	应付职工薪酬	45	54	68	83
净利润	122	162	268	369	应交税费	54	63	91	120
归属于母公司所有者					其他流动负债	1312	1655	2064	2552
的净利润	110.9	148.4	244.6	337.8	流动负债合计	4668	5176	5765	6292
少数股东损益	11	14	23	32	长期借款	1131	1131	1131	1131
EPS (元/股)	0.38	0.51	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	1146	1238	1428	负债合计	5799	6307	6896	7423
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	2146	2272	2480	2767
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	376	399	430
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2508	2648	2879	3197
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	0.514	0.847	1.169
股权融资	667	0	0	0	BVPS	7.43	7.86	8.58	9.58
银行贷款增加 (减少)	838	-171	-247	-459	PE	51.37	38.40	23.29	16.87
筹资成本	183	-169	-173	-170	PEG	1.14	0.85	0.52	0.38
其他	-359	0	0	0	PB	2.66	2.51	2.30	2.06
筹资活动现金流净额	1329	-340	-421	-629	EV/EBITDA	16.27	7.81	5.90	4.48
现金净流量	-100	295	279	328	ROE	5.2%	6.5%	9.9%	12.2%

分析师介绍

童兰，上海财经大学经济学硕士，从事商业零售行业研究。

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。