

解析百货业盈利模式之费用篇

各项费用率及其未来变化趋势

零售业 领先大市-A

报告日期

2011-10-24

报告关键点:

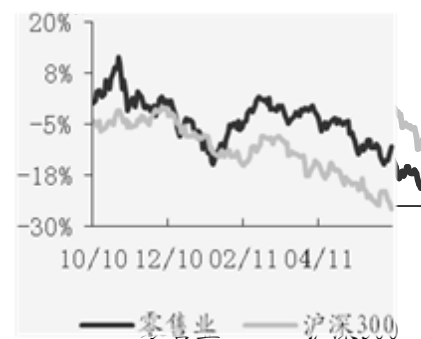
百货公司的费用率较稳定

报告摘要:

- 百货公司的费用主要包括物业支出、员工费、水电费、财务费用与其他相关费用。其中前三项一般占总费用的70%左右。
- 百货公司的物业支出包括折旧费用、租赁费用。百货公司的折旧费占收入的比重一般在1%-2%左右,较为稳定。在收入增长的情况下,折旧费占收入的比重将趋于下降。百货公司的租赁费占收入的比重一般在2%-5%左右,差异较大。在收入增长、新店扩张有限的情况下,租赁费占收入的比重可保持稳定。
- 百货公司的员工费与收入占比一般在3%-5%左右。百货公司的收入增长基本可覆盖员工工资增长,员工费占收入的比重可基本保持稳定,或略有下降。
- 百货公司的水电费占收入的比重一般在1%-2%左右,比较稳定,随着营业收入的增长略有下降。
- 除以上三大项费用外,百货公司的其他费用还包括促销广告费、办公费等。这些费用大部分为固定费用,随着收入的增长,占比略有下降。而且其收入的比重与公司的经营管理水平有非常大的关系。
- 总体而言,我们认为百货公司的费用率将保持基本稳定。未来我们将重点关注扣点率的变化及其由此产生的盈利变化影响。
- 风险提示:租金水平大幅提高可能导致外延扩张过快或门店租赁到期的百货公司的租赁费与收入的占比大幅提高;公司体制改革可能引起员工费用大幅增长。

首选股票	目标价	评级
600859 王府井	50.0	买入-A
002251 步步高	30.0	买入-A
600858 银座股份	30.0	增持-A

12个月行业表现

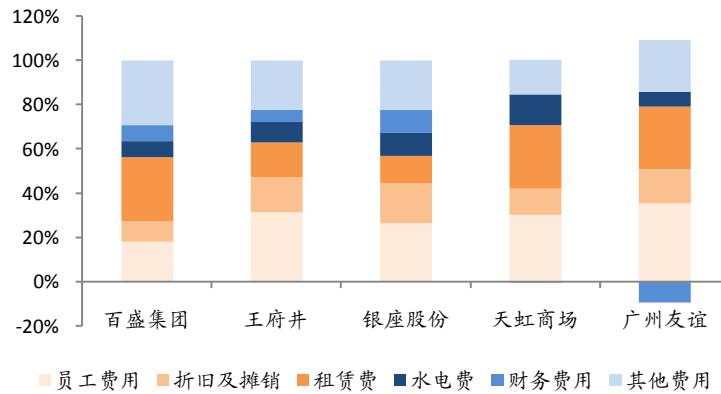


张静
021-68763865
执业证书编号

高级行业分析师
Zhangjing5@essence.com.cn
S1450511100001

百货公司的费用一般包括物业支出、员工费、水电费、财务费用与其他，其中前三项一般占总费用的 70%左右。以下将深度分析和比较百货公司的各项费用构成，及其未来发展变化。

图 1. 百货公司费用结构



数据来源：公司定期报告、安信证券研究中心

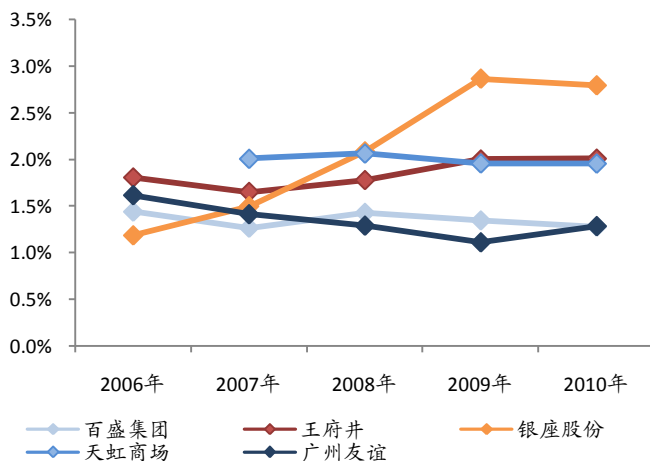
1. 费用一 —— 物业支出

百货公司的物业支出主要有折旧费用和租赁费用。在自建门店方式下，百货公司的物业支出主要为折旧费用；在租赁方式下，主要为租赁费用。

1.1. 折旧费用

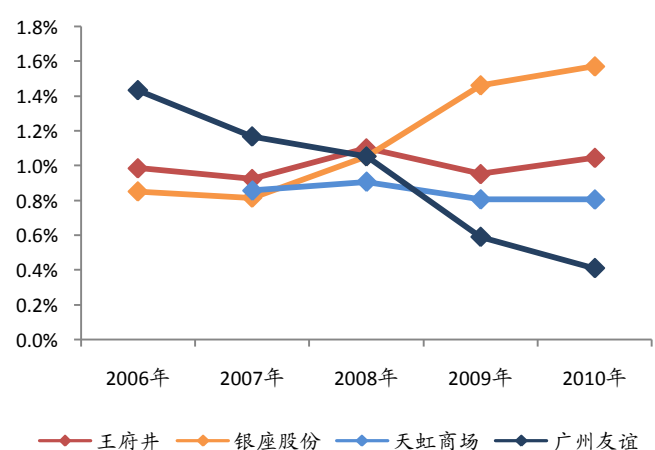
百货公司的折旧费占收入的比重一般在 1%-2%左右。一般而言，自有物业占比较高的公司，折旧费占收入的比重较高。而国内百货公司一般由国有老百货改制而成，或物业购入较早，其自有物业成本非常低廉。因此，折旧费占收入的比重一般比较稳定。

图 2 百货公司折旧费占收入比重



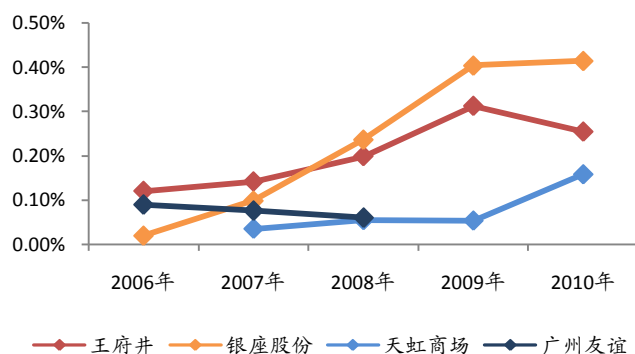
数据来源：公司定期报告、安信证券研究中心

图 3 固定资产折旧占收入比重



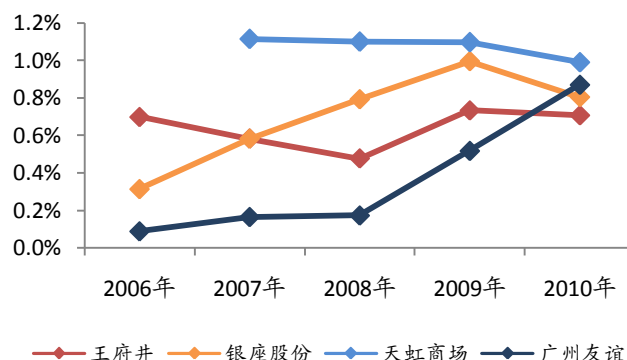
数据来源：公司定期报告、安信证券研究中心

图 4 无形资产摊销占收入的比重



数据来源：公司定期报告、安信证券研究中心

图 5 长期待摊费用占收入的比重



数据来源：公司定期报告、安信证券研究中心

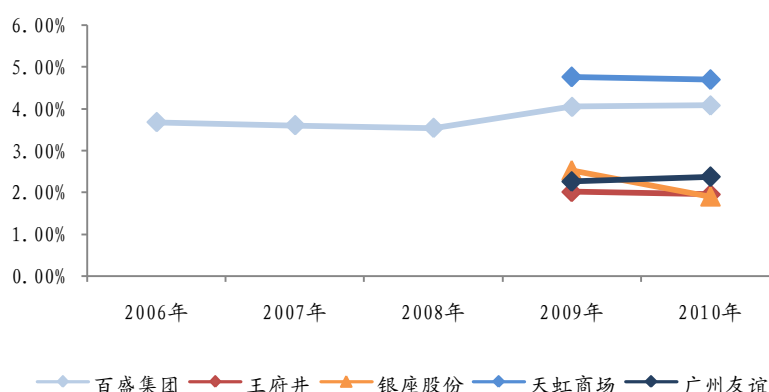
说明：这里所说的折旧费用包括固定资产折旧、长期待摊费用摊销和无形资产摊销。固定资产折旧一般为房屋的建造成本、设备及配套交通工具等；无形资产摊销主要为土地使用权的摊销费用；长期待摊费用摊销主要为门店的装修费用摊销，包括自有物业和租赁物业的装修费用摊销。

折旧费用按历史成本计价，较为稳定。现有物业的折旧费增加主要来自重新装修的费用，而装修费用占收入的比重（即长期待摊费用占比）很低，因此在收入增长的情况下，折旧费占收入的比重将趋于下降。

1.2. 租赁费用

百货公司的租赁费占收入的比重一般在 2%-5% 左右，差异较大。一般而言，租赁物业占比较高的公司，其租赁费占收入的比重也较高。但各地的租金水平、历史租金等，也是导致其差异的主要因素。

图 6 百货公司租赁费占收入的比重



数据来源：公司定期报告、安信证券研究中心

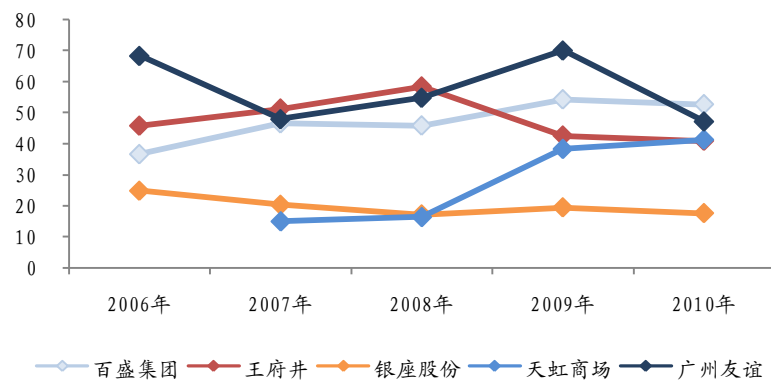
租赁费占收入的比重是租赁方式下百货公司新开店的重要决策指标，一般而言租赁费占收入的比重控制下 4% 以下。百货公司的平均历史租金成本约为 30-60 元/平米/天，因此在平均单位坪效 1.5 万元的水平下，租赁费占收入的比重为 2.4%-4.8%，上限比重略超目标，但仍基本可控。但目前市场租金大幅上涨至 90 元/平米/月左右，甚至更高，对此单位坪效在 2 万元以下的百货店很难实现盈利。

表 1 租赁费占收入的比重敏感性分析（元/平米）

单位坪效 月租金成本	10000	15000	20000	25000	30000
30	3.60%	2.40%	1.80%	1.44%	1.20%
40	4.80%	3.20%	2.40%	1.92%	1.60%
50	6.00%	4.00%	3.00%	2.40%	2.00%
60	7.20%	4.80%	3.60%	2.88%	2.40%
70	8.40%	5.60%	4.20%	3.36%	2.80%
80	9.60%	6.40%	4.80%	3.84%	3.20%
90	10.80%	7.20%	5.40%	4.32%	3.60%

数据来源：安信证券研究中心

图 7 百货公司平均历史月租金成本（元/平米）



数据来源：公司定期报告、安信证券研究中心

在市场租金大幅提升的背景下，租金成本的自然增长和新开门店的较高租金使得百货公司的租赁费占收入的比重势必趋于上升。但在收入增长、新店扩张有限的情况下，租赁费占收入的比重可保持稳定。例如，假设收入不变、租赁新店面积占比 10%，则租赁费占收入的比重 2% 的公司，在新店租赁费占比 4% 的影响下，租赁费占收入的比重将提高至 2.2%，增长约 10%。再考虑收入增长和老门店租金的自然增长，以上一般分别为 15% 和 3%-5%，则租赁费占收入的比重可基本保持不变。如果新开店过快，或明星门店的租赁到期，可能导致租赁费占收入的大幅提升，这点需要我们警惕。

表 2 租赁费占收入的比重敏感性分析

租赁费占比 新店租赁费占比	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%
3%	1.20%	1.65%	2.10%	2.55%
4%	1.30%	1.75%	2.20%	2.65%
5%	1.40%	1.85%	2.30%	2.75%

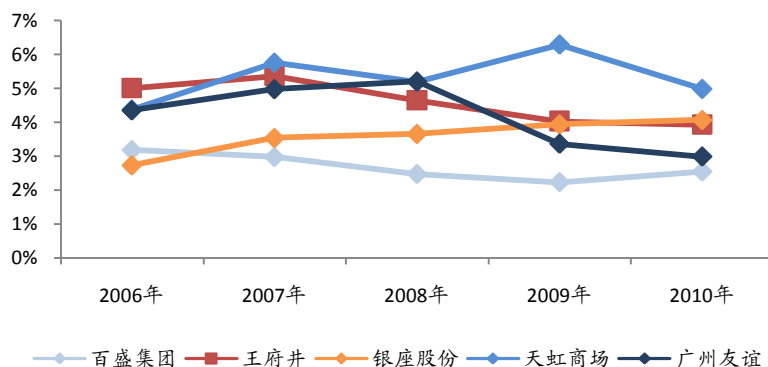
数据来源：安信证券研究中心 注：上表假设新店面积占比 10%

2. 费用二——员工费用

百货公司的员工费占收入的比重一般在 3%-5% 左右，一般而言，人员负担较重的

公司，员工费占比较高。目前百货公司一般采取联营模式为主，在此经营模式下，部分销售人员由厂家派驻或厂家承担员工费用，因此联销收入占比也影响员工费占收入的比重。

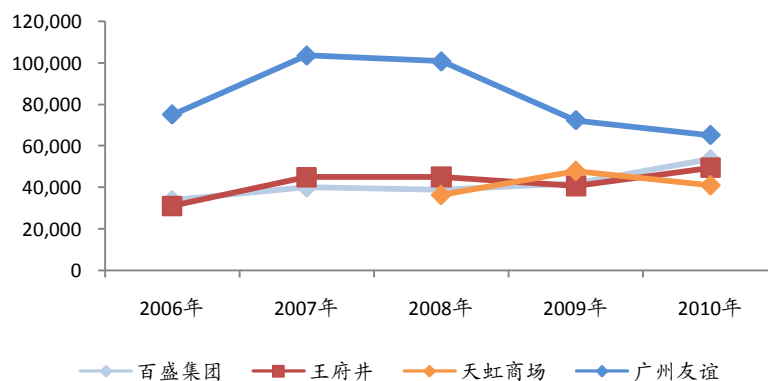
图 8 百货公司员工费占收入的比重



数据来源：公司定期报告、安信证券研究中心

我们预计百货公司的收入增长基本可覆盖员工工资增长。即如果收入增长达10%以上，员工工资每年增长5%-10%，则员工费占收入的比重将略有下降。例外的是，如果员工平均工资特别低，则公司股权关系的理顺或变更，可能带来员工费用的大幅增长，这点是需要关注的。

图 9 百货公司人均员工费用（元）

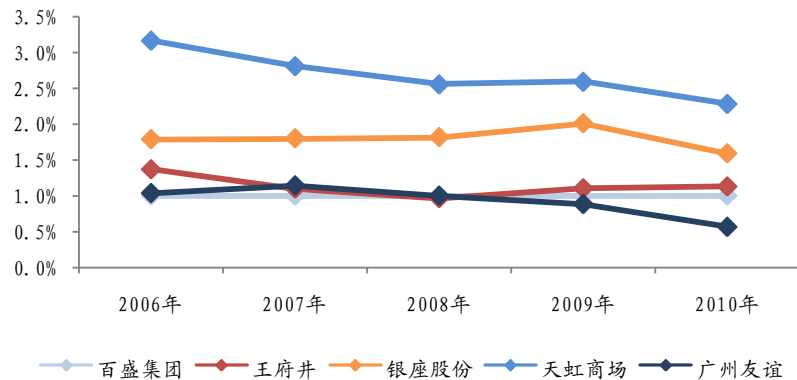


数据来源：公司定期报告、安信证券研究中心

3. 费用三——水电费

百货公司的水电费占收入的比重一般在1%-2%左右，占比基本稳定，随着收入的增长，占比略有下降。值得一提的是，百货公司可能直接向厂商收取水电费，也可能变相的提高扣点率，因此水电费占收入的比重横向可能性较差，我们更关注纵向的趋势变化。

图 10 百货公司水电费占收入的比重

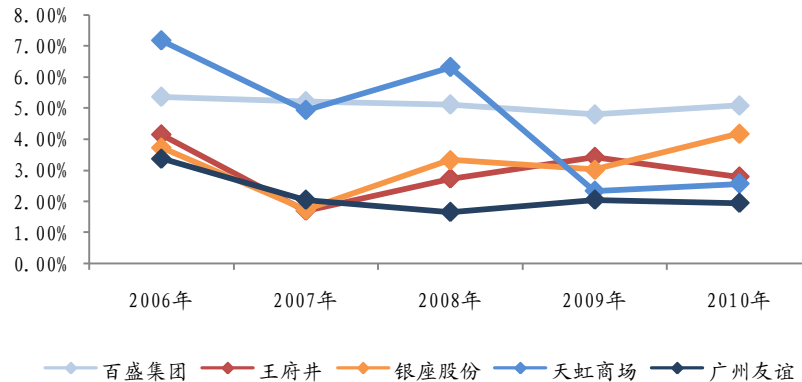


数据来源：公司定期报告、安信证券研究中心

4. 费用四——其他费用

除以上三大项费用外，百货公司的其他费用还包括促销广告费、办公费等。这些费用大部分为固定费用，随着收入的增长，占比略有下降。而且其收入的比重与公司的经营管理水平有非常大的关系。

图 11 百货公司其他费用占收入的比重



数据来源：公司定期报告、安信证券研究中心

5. 结论

除员工费用外，百货公司的大部分费用均为固定费用，随着收入的增长，其占收入的比重一般将略有下降。而近年来租金水平大幅上涨，租赁费占收入的比重会出现可能出现较大幅度的提高，这是我们未来需重点关注的对象。

总体而言，我们认为百货公司的费用率将保持基本稳定。如同我们在“解析百货业盈利模式分析之毛利率篇”中分析，未来我们将更加关注扣点率的变化及其由此产生的盈利变化影响。

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

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
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
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
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