



经营拐点有望 双轨弹性可期

——银座股份（600858）调研快报

2012年3月5日

推荐/维持

银座股份

调研快报

高坤	零售行业分析师	执业证书编号: S1480511110001
	010-66554016	gaokun@dxzq.net.cn

事件:

近日，我们对公司进行了实地调研，并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

1. 大型项目外延趋缓，纵横扩张进一步加强。

公司08年以来每年10家左右的速度外延，而在内忧（租金成本的高企）、外患（万达、恒隆的进驻）的压力下，10年及后续储备项目与08-09年新开门店的面积相比，整体呈现大型化、综合化的发展趋势，以振兴街和谐广场为代表的MALL业态有望成为公司未来探索的重要业态。大型城市综合体项目的拓展不仅分享了集团超市、家居连锁等业态的范围经济和招商管理等方面的产业链节点协同效应；还可以通过部分住宅的预收缓解项目前期的资金压力，在占领业态制高点的同时获得较高的投资收益。

从外延战略看，公司的快速扩张将进行动态的结构性调整：中心点、大店的大型化趋势不改，但绝对数量将有所减少；山东省内除了东部区域，同城店铺基本完成，其中东营、淄博、泰安地区已经实现了密集布点，未来重点加密的地级市包括泰安、菏泽、德州；而纵向拓展的重点则是县级门店，从发展空间看一方面山东省的百强县较多，另一方面基于县级地区的市场容量有限，公司凭借国资背景在这一蓝海区域的先发优势明显；省外扩张方面，公司将依托购为据点拓展竞争相对缓和的河北地区，重点加强石家庄的同城分店，目前储备3个项目，河北保定财富广场项目和张家口合计10万平米的省外项目有望于今年年底或明年年初开业运营。

今年1-2月，公司新开门店三家，整体收入增速在20%左右，与春节期间增长无异，高于行业平均水平。从区域格局看：银座的相对优势区域主要集中于济南、淄博、泰安、东营，四者的收入占比为58.97%，对应的利润占比也超过了53.38%。我们以收入占比与毛利率的比率来划分各个区域的内外兼修的发展模式：

收入构成/毛利率相对占比高，（济南、淄博、泰安、东营、滨州、石家庄）说明该区域收入的规模优势基于较为激烈的竞争环境尚未完全体现为毛利率议价能力的提升，而毛利率对收入的杠杆回归形成了这类区域内涵增长的主要路径，其中泰安经营相对较差，但是新泰的竞争缓和将为毛利率的提升带来机遇；

与此相对的，**收入构成/毛利率相对占比低的区域**则存在外延规模经济即费用最优化的进一步拓展，（临沂、菏泽、莱芜、潍坊、德州），其中德州进驻困难，但竞争对手除了德百外没有太强竞争对手，由于次新门店占比比较高，该地区2011年收入大幅增长了97%，三家店基本实现盈利；而银座目前相对空白的区域市场但整体经济、消费环境又成熟的青岛、威海等红海地区，包括省外的西安、保定、张家口等地则是以大型综合体为突破口，建立品牌形象的战略重地。

2. 后起之秀的购物中心业态有望全面发力。

结合我们年度策略报告中做出的商业地产供需平衡区域判断，山东省是各区域大型购物中心起步较晚的区域，也是供需缺口较大的城市，未来综合化、大型化的转型空间较大。从竞争格局看，目前济南市仅有三家综合体项目：万达广场于10年三季度开业，定位时尚；地处泉城广场核心区域的恒隆广场于11年8月开业，体量和40亿的投资远超过万达，经营面积与振兴街相当，但前者的业态组合中没有主力百货门店，整体定位高于另外两家。而西客站在建的还有华润地产的一个大型综合体项目。

具体到公司近两年的重点大型项目，也是首个自建综合体项目——振兴街项目于2011年10月份开业，其中百货面积4万、超市1万。从我们实地调研的情况看，目前签约品牌已经达到130多家，餐饮娱乐的配套也较为全面。分为银座主力百货、银座超市、专卖店三大业态，对应的毛利率水平分别为17-18%、超市12-13%、购物中心部分整体租金3元左右，出租面积在5万左右，合同三年一签，每年递增5%。商业部分工作日的客流量在2-2.5万区间，周日在3-3.5万之间，其中负一层超市的单日流水在20-30万，周六、周日翻番至40-50万。相比较恒隆广场而言，项目的交通较为便利，配套停车位2000个（恒隆800个），无论是客流水平还是租户经营水平都略胜一筹。

公司未来的储备门店中，青岛乾豪项目、李沧项目、威海宏图、济南顺河街以及河南河北、西安的省外项目等均定均为MALL业态，而从公司转型这一趋势性业态的优势来看：一方面随着采购权利的集中化管理，招商的议价能力有所提升，集团旗下的部分代理、品牌资源更是为购物中心的因地制宜差异化定位奠定了基础；另外，相对于外来的大型商业地产项目，银座系的品牌、口碑先发优势明显，同时核心的项目管理层基于“平台发展空间”的诉求，流失率的水平较低，从而保证了项目中后期运营的稳定性；最后，2011年7月鲁商集团正式宣布大举进军MALL业态，十年在全国投建30个MALL，并注册了“和谐广场”品牌，更是为公司的发展提供了广阔的外延平台。

表1：公司主要储备项目信息

储备项目	获取时间	开业时间	成本	面积	业态定位
青岛乾豪项目	2008年5月	2012年	4.04亿	10万(商业5.5万、公寓5万)	大型购物中心、写字楼和公寓
聊城银座项目	Mar-09	2012年	2910	1.13万	商场
威海宏图	Apr-09	2012年	1.29亿	建面3.28万	商场、办公
青岛李沧项目	2010年3月	2013年	8.74亿	2.69万平米，其中商服部分1.35万	百货
河北保定世纪财富广场项目	2010年7月	预计2012年6月交房，年底开业	20年租金总额为4.45亿	4.8万	购物中心
泰安市在建大型购物中心	2010年7月	2010年11月底前交房	20年租金总额为1.49亿，物业管理费7448.6万	4.54万	购物中心
陕西省西安市拟建大型购物中心	2010年7月	2013	20年租金总额约为7.87亿	5.67万	购物中心
租赁张家口市拟建大型商场	2010年10月	2013	20年租金总额为3.69亿	5.5万	购物中心

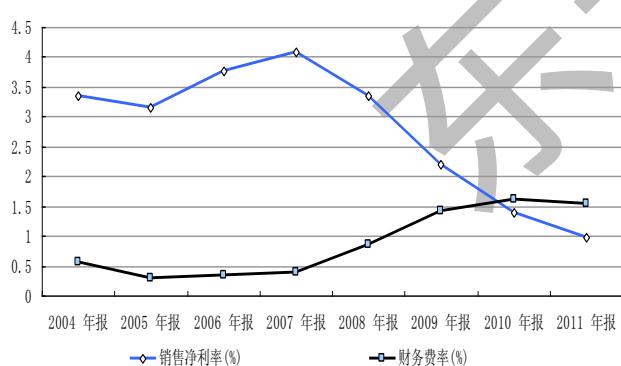
资料来源：东兴证券研究所

3. 费用、地产共助 12 年业绩弹性。

快速外延和大规模拿地自建双轨并行的模式使得财务费用成为制约公司业绩的重要因素之一，而地产业务的涉及和同业竞争又使得公司的融资渠道来源有限。基于目前储备的大型项目有望于今年陆续开工，利息费用的资本化比例提升将有效缓解财务费用的压力，同时未来大型自建项目的审慎化推进又使得新增资本支出趋于平稳，在资本支出的后高峰期阶段，费用的资本化将有效提升公司的业绩弹性。

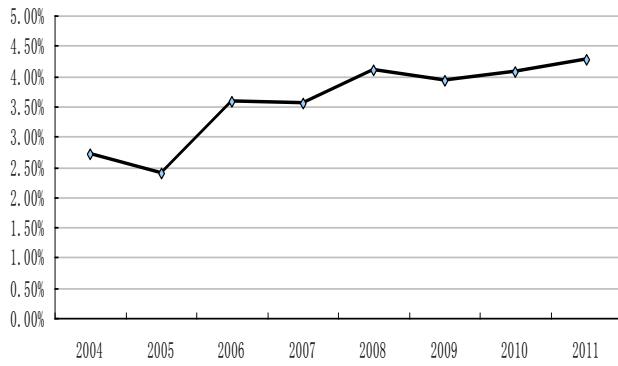
过去几年人力成本也成为各项费用中增长的“重灾区”，一方面与公司员工工资低基数有较大关系，另一方面，济南作为公司收入占比近 20% 的区域，以超市为主的业态定位也使得其人力成本的权重因素相应增加。未来两年随着诸如德州、潍坊、临沂及省外部分地级市次新门店的发力，核心区域的相对份额将有所下降，而人力成本上升的平稳化递增化趋势也将使得这一重灾区逐步缓和。

图 1：公司财务费率与净利率变化趋势



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 13：公司人力成本变化趋势分析



资料来源：WIND，东兴证券研究所

而对于振兴街的房地产结算，10 年出售的两栋住宅，11 年写字楼的大部分出售，两者共同形成了 11 年 9 个亿的预收款中的 8 亿元。我们保守预计今年将 10 年形成的 3.5 亿先确认，贡献 EPS 在 0.35 元左右，剩余的将在 12 年年底或 13 年进行收入确认。

结论：

公司前期压制业绩的因素得到一定缓解，其积极的外延扩张态势和领先的业态拓展模式有望巩固公司在山东省内的垄断地位，进而形成省外扩张的基础。我们预测公司 12-13 年 EPS 为 1.01、1.15 元，对应 PE 分别为 20 倍和 17 倍，除去房地产业务的主营业务估值高于行业平均水平。公司 2011 年增大股东增持的 18 元有望形成股价的安全边际，综合考虑到银座商城的资产注入预期，给予 12 年 25 倍的 PE，对应 6 个月目标价 25 元，距当前价格仍有 20% 的涨幅，我们维持公司“推荐”的投资评级。

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义；

看 好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中 性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看 淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。