

经营弹性延续 转型下沉双轨并行

——银座股份（600858）调研快报

2013 年 3 月 14 日

推荐/维持

银座股份

中小市值

高坤 中小市值行业分析师

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. 外延结构性调整延续，1-2 月增速略有回落。

2012 年，公司实现营业收入 135.36 亿元，比上年同期增长 24.10%，其中，商业营业收入 125.76 亿元，比上年同期增长 15.30%；房地产业营业收入 9.60 亿元。实现归属于母公司所有者的净利润 3.47 亿元，比上年同期增长 199.59%。（按照 31%的毛利率、13%的净利率商业主业利润增长 90%），**2013 年度，公司争取实现营业收入 148 亿元，同比增长 9.3%（不考虑青岛两大地产配套）。**

公司 13 年的业绩弹性一方面来源于管理集权化（上市公司自身的垂直管理以及银座商城托管后的协同效应）、店龄结构成熟化（面积口径）带来的毛利率提升弹性；另一方面来源于公司财务费用的高位回落（青岛两大项目预收款及振兴街财务杠杆的回落）。房地产预收账款下降至 2.24 亿元。

去年公司先后在省内开设 9 家门店，省内威海、聊城开出首家门店，在泰安、济南、德州、滨州、菏泽等开设同城分店、县级门店。今年 1 月份，省外河北保定店成功开业，省内淄博、滨州、临沂等地开设了 5 家门店。截止目前，公司旗下拥有门店 70 家，分布山东省 12 个地市和河北省。**按区域看**，东营银座利润大幅上升，同比增加 55%，同期收入增加 12%；收入增幅最大的为德州 25.5%。

表 2：公司 12 年新建项目明细

门店	开业时间	面积、万	物业性质
新泰二店	2012.1	1.5	租赁
临沂凤凰城店	2012.1	0.2	租赁
德州乐陵店	2012.1	3	自建
济南文西店	2012.3	0.05	租赁
威海银座店	2012.4	4.7	自建
泰安泰山店	2012.9	3	租赁
菏泽曹县店	2012.9	2.6	租赁
滨州大厦店	2012.9	1.2	租赁
聊城银座	2012.11	5	自建

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

从外延战略看，公司的快速扩张从 12 年开始动态结构性调整，从去年管理费中的开办费仅为 11 年数额的 71%可略见一般，13 年仍将延续这一路径，整体数量仍维持在 8-10 家：即中心点、大型店的大型化趋势主要集中在省外制高点的获取，但绝对数量上将远低于省内项目；而省内主要以小型店为载体进行地级市同城加

密和县级市大规模渗透，其中后者为重点方向，但从新泰地区的培育期看，要略长与控制力更强的步步高县级门店、经济水平更为发达的文峰县级门店；省外扩张方面，公司将以东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，保定、衡水均有一定拓展空间，前者是以入驻购物中心主力店的模式，考虑到主要竞争对手北国几十家的网络规模影响力，公司 5 万平方米以上的省外店培育期至少为三年。

公司 12 年 1-2 月新开门店三家，整体收入增速在 20% 左右；今年 1-2 月整体回落至 14% 左右，春节期间 20%；考虑到外延增量的加速，我们估计同店水平在个位数。

2. 振兴街项目奠定后续购物中心转型项目良好预期。

振兴街项目作为公司首个自建综合体于 11 年 10 月开业，11 年商业收入 1 亿元，我们按照每月 3000 万元进行反推估算，今年商业部分收入 4.75 亿元（银座置业公司去年收入 14.34 亿元—房地产业务收入 9.59 亿元）增速为 30%，客流量及客单价均有一定提升；12 年利润则略有亏损，预计 13 年能够实现盈利，14 万体量培育期不到 2 年。正如我们年度策略报中指出，A 股零售企业转型购物中心已经不是趋势而是现状，租金收入比例的提升而非买手制的转型成为捷径。但转型的方式分为欧亚、文峰的自建自主经营型和王府井、友阿的合作开发型（均是与港资、外资商业地产专业运营企业合作），在缺乏多业态、强势区域地位的的背景下，我们更认可后者“舍短取长的学习模式”。振兴街的项目的成功也充分证明了公司控股 70%、西蒙团队加盟——银隆商业管理公司的专业性，这无疑为公司后续大型储备项目的成功率提供了保障。

具体到大型项目来看：2012 年新进入的威海实现收入 1.09 亿元（8 个月），亏损 2962 万元，与振兴街的首年亏损幅度相当；聊城项目则实现收入 2926 万元（1.5 个月）。13 年开业的省外纯商业项目包括 5.7 万平方米的西安店、5.5 万平的张家口店（现已开始筹备招商、预计上半年开业）；而包含地产的青岛两大项目商业部分 13 年开业的确定性小于配套住宅、办公楼预售及出售的确定性。另外顺河街和西安项目尚未动工。

乾豪项目：预计商业部分最快下半年开业，定位中高端。5 万平方米的写字楼计划通过第三方机构一次性出售，按照单价 1.3 万元计算，预计一次性收回现金 6.5 个亿。

李沧项目：目前尚未封顶，比原计划开业时间推迟，7 万住宅、7 万商业，住宅形成的预收款在一季度将形成一部分，按照单价不到 8000 元计算，假设全年预收完毕形成预收款 5.6 亿元。李沧所处区域为青岛潜力商圈，未来地铁开通将成为重点扶持区域且仅次于香港路商圈地位。

青岛两大项目两者合计投资 31 亿，截至去年年底已经投入 17 亿，资金缺口尚存在 14 亿，而该缺口与剩余预收款和两大项目的地产配套回流数额合计正好匹配，对于公司整体财务杠杆负面作用不大。预计两大项目商业部分分别于今年下半年和明年年初开业，开办费均在 3000 万左右。

表 2：公司未开发自建项目明细

	聊城项目	顺河街项目	青岛乾豪项目	青岛李沧项目
拿地时间	2009.3	2011.1	2008.5	2010.3
股权比例	100%	100%	54%	100%
方式	竞拍土地	竞拍土地	受让乾豪地产股权	竞拍土地
土地/收购成本	2910 万	1.69 亿	4.04 亿	8.47 亿
规划面积	4.67 万	5 万	10 万	14.8 万
预计投资（不含土地）	2.55 亿	2.5 亿	8 亿	11 亿
累计投资金额	1.63 亿	2.5 亿	5.79 亿	11.95 亿

目前进度	2012. 11 开业	未动工	33.58%	31.14%
归属子、分公司	+振兴街项目、全资子公司银座置业 青岛乾豪公司（持股 54%） 全资子公司青岛银座投资开发公司			
2012 利润、万	12012.85	-1617.4	-3878.98	

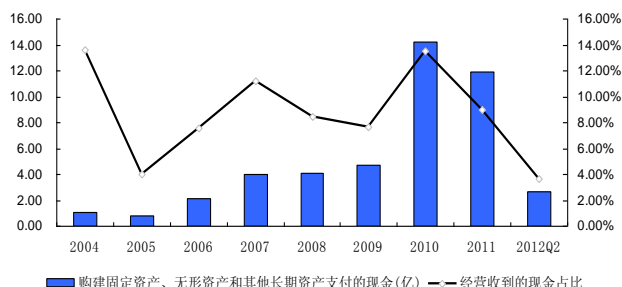
资料来源：东兴证券

3. 财务拐点可期、整合大幕开启。

公司 12 年销售费用中的人力成本上升 30.5%，主要由外延增量引起；08 年自建化转型后销售费用中的租赁费用增长 15.9%，基本与商业收入增速同步，与之此消彼长的折旧摊销费、无形资产摊销费用增速明显回落，前者仅为 7%、后者则略有下降。

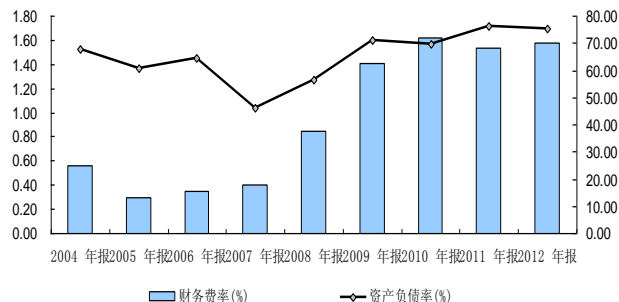
10-11 年两年间，资本开支的绝对数量较前阶段平均提升三倍，现金流量占比也维持在 10% 以上；而从 12 年开始随着外延增量维持、单体规模下降的间接外延转型导向，公司的资本开支明显大幅减少，虽然 12 年 1.58% 的财务费率较 11 年仍有所增加，但 13 年公司的资金需求主要来自青岛乾豪、青岛李沧（青岛银座投资）、济南经一路（置业天桥分公司）等项目，结合我们上述关于项目投入与预收资金的平衡分析。公司的长短期贷款均将高位回落，从而形成财务费率的拐点。

图 1：公司资本开支及经营性现金流量占比



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 2：公司财务费率与资产负债率变化趋势



资料来源：WIND，东兴证券研究所

而就银座商城托管而言，上市公司在 12 年的网点规模也已经首次超于商城资产。两者在后台人员、管理等方面过度式整合已经在实质推进，也同时释放了集团对于整合事件的积极态度。集团承诺解决同业竞争的事件尚没有明确的时间点，银座股份现有的配套房地产业务、银座商城主力门店产权问题仍是制衡这一进程的两大因素。

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。预计 2013-2014 年公司 EPS 分别为 0.82、0.92 元，其中房地产对应的 EPS 分别为 0.20、0.10 元，扣除后主业对应 PE 分别为 14 倍、11 倍。综合考虑到银座商城的资产注入预期和 13 年拐点弹性的延续，给予 13 年 18 倍的 PE，对应 6 个月目标价 11.5 元，距当前价格仍有 28% 的涨幅，我们维持公司“推荐”的投资评级。

分析师简介

高坤

中小市值组组长 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。