

机遇与挑战并存的鲁商龙头

——银座股份（600858）调研快报

2011年2月16日

推荐/首次

银座股份

调研快报

银国宏

执业证书编号：S1480207120048

联系人：高坤

零售行业分析师 gaokun@dxzq.net.cn 010-66507320

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。

观点：

1. 综合体引领巩固与发展并行的区域外延战略。

08年金融危机伊始，在广大百货零售企业还未开始全面渠道下沉式的跑马圈地时，公司已经踏上了每年10家左右的高速扩张时期，这与金融危机背景下商业地产的洼地效应不谋而合，这一时期租赁开店的外延模式获得了阶段性的地产红利，相应的培养期也较短。然而随着房地产住宅市场风起云涌的政策打压，商业地产的租金水涨船高，拿地自建门店成为低成本外延的切换渠道。对比公司10年及后续储备项目与08-09年新开门店的面积可以看出，整体呈现大型化、综合化的发展趋势。大型城市综合体项目的拓展不仅分了享集团超市、家居连锁等商业资源的范围经济；还可以通过部分住宅的预收缓解项目前期的资金压力，同时获得较高的整体投资收益率。此外，公司的储备项目明显倾向于青岛、聊城、德州、威海等山东全新市场的开拓，而综合体项目对于公司在新区域的品牌树立具备一般百货业态所没有的强势地位。

表 1：公司部分新店规模对比

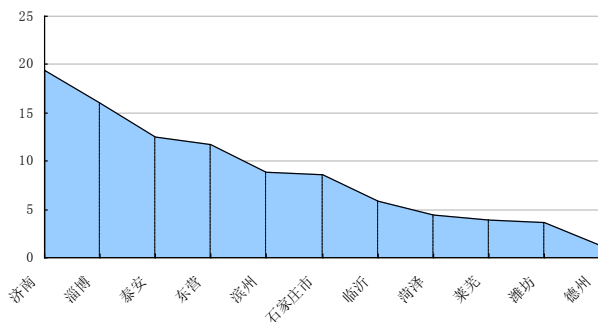
| | 地区 | 门店 | 面积（万） | 物业性质 | 开业时间 |
|------|------------|------------|-------|------|----------------|
| 滨州 | 09年前门店平均面积 | 5家 | 1.9 | 1家自有 | —— |
| | 10年新开门店面积 | 银座邹平店 | 3.5 | 租赁 | 2010.5 |
| 德州 | 09年前门店平均面积 | 2 | 1.8 | 租赁 | —— |
| | 10年新开门店面积 | 银座德州店 | 6.3 | 租赁 | 2010.9 |
| 东营 | 09年前门店平均面积 | 4 | 2.55 | 1家自有 | —— |
| | 10年新开门店面积 | 东营广饶店、垦利店 | 1、1.8 | 租赁 | 2010.4、2010.11 |
| 储备项目 | 德州 | 德州宁德项目 | 8 | 自有 | 2011E |
| | 潍坊 | 潍坊财富广场购物中心 | 14 | 自有 | —— |
| | 威海 | 威海宏图 | 3.28 | 自有 | 2011E |

资料来源：东兴证券研究所

从公司扩张的区域来看，现有的近50家门店网络主要集中在以济南为中心的中北部地区，包括青岛在内的胶东地区尚为全面进驻。此外，集团已将泰安、东营、滨州、淄博等优质门店注入到上市公司，并且形成了上市公司重要的利润来源。未来淄博地区或成为公司利润增长的核心点；泰安店多且密集的分布构成了业绩增长的第二梯队；东营的经营地位虽然和泰安不相上下，但由于门店较为分散，后续潜力可能略显单薄；临沂地区“1+X超市”业态的组合模式尚不对利润构成太大影响；而青岛将是重点开拓的第二核心区。而银座商城现有较为优势的济宁、日照、枣庄等地区不排除公司通过收购和新建并行的举措，进一步实现巩固传

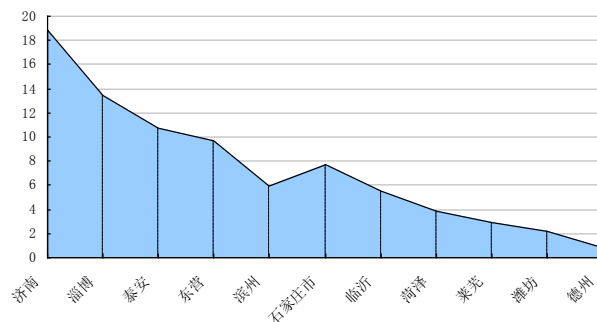
统、拓展新区的外延战略。

图 1: 收入区域构成 (2010 中)



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 2: 利润区域构成 (2010 中)

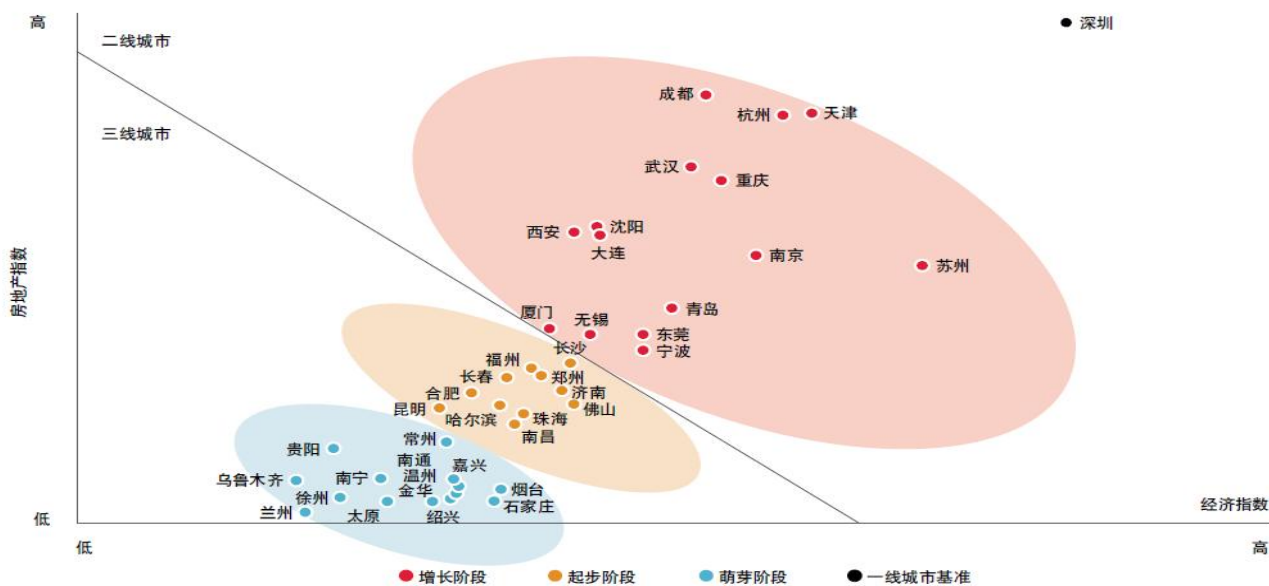


资料来源：WIND，东兴证券研究所

2. 城市发展曲线铺就综合体的“二次红利”。

以烟台、济南、青岛为代表的三级城市横跨了城市由萌芽到成熟发展曲线的各个阶段。从而形成了完整的核心——外围卫星城市群体性，房地产和区域经济的联动效应尤为明显。公司拓展的相应核心地区经济与地产业的良性互动将为外围地级卫星城市的商业发展带来跨越式发展，从而形成城市圈经济的良性互动，缩短关联新店的培育期，同时形成集体招商的议价能力。从更长远的战略看，以石家庄东购项目为据点向河北、河南等“外资屏蔽”区域外延或成为公司跨省拓展垄断优势的举措。

图 3: 城市发展曲线



资料来源：仲量联行，东兴证券研究所

然而上述诸如青岛、济南之类的核心战略区都存在着较为激烈的商业竞争。以青岛为主战场的利群集团仍是公司寻找第二核心区的主要对手，利群目前的市场份额大约在 11% 左右，购物广场近 40 个，和公司的综合体业态形成了一定竞争。而以综合体业态出现的万达广场、以大卖场为核心竞争力的家乐福、沃尔玛分别不到 3 家的规模尚难以对公司构成压力，门店数量超过 500 的家悦缺乏百货业态的冲击力。回归到公司的主

力区域济南来看，其目前的商品房均价在 8700 元每平方米左右，振兴街住宅项目的销售有望达到 1 万元每平米的均价。公司通过城市综合体项目在分享城镇化带来的商业、住宅地产“二次红利”同时，也形成了与内外资竞争对手的区域、业态差异化经营，一定程度上保证了公司一直以来对新开门店良好的管理经营贯彻。

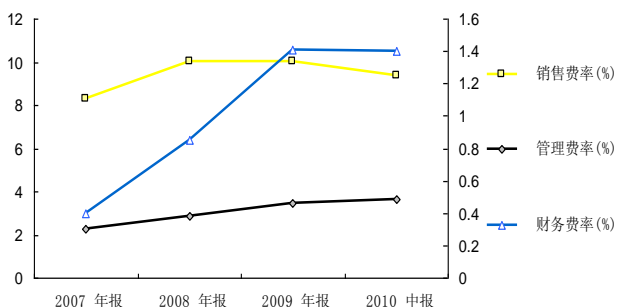
表 2：公司门店扩张速度

| 2009 | 鲁商置业 | 利群集团 | 家家悦 | 潍坊百货 | 新星集团 |
|--------|----------|----------|-----------|----------|----------|
| 优势地区 | 济南、淄博、泰安 | 青岛、烟台、威海 | 威海、烟台、潍坊 | 潍坊、青岛、烟台 | 淄博、济南、博兴 |
| 门店家数 | 206 | 890 | 489 | 318 | 532 |
| 销售额（亿） | 256 | 152 | 101 | 95 | 99 |
| 主营业态 | 百货、超市、家居 | 购物广场、便利店 | 卖场、社区、折扣店 | 百货、卖场 | 百货、超市 |

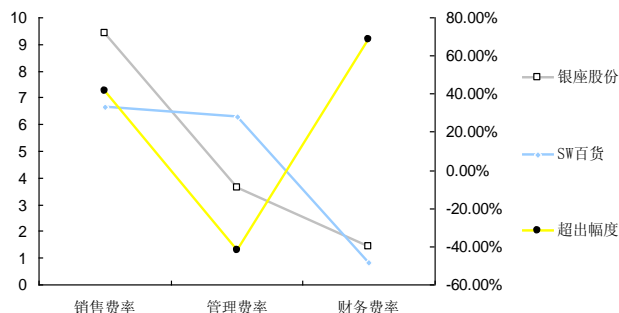
资料来源：东兴证券研究所

3. 费用杠杆仍成为制约业绩弹性的关键要素。

公司目前的业绩压力主要是大型储备项目投入带来的销售费用和财务费用压力，分别高出行业平均水平 41% 和 69%，管理费用基本呈现稳步上升态势。今年新开的门店主要集中于威海、德州、聊城及振兴街项目，后两者仍存在一定变数，而青岛等储备项目也有望在未来一年开业。公司目前的资产负债率为 64%，高于行业 59.53% 的平均水平，未来 2 年公司仍然面临着较大的开办费和利息支出的资本开支。然而大都以综合体形式经营的项目开业后仍然面临前期摊销费对培育期经营压力的影响。不排除公司利用多渠道融资实现财务费用的最优化。

图 4：三项费用率变化趋势


资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 5：三项费用率与行业均值对比（2010 中）


资料来源：WIND，东兴证券研究所

基于我们队公司外延阶段的分析，其销售费用中的最大压力不是来源于租金，而是人力成本压力，去年科级以下人员 20% 的工资增速趋势或成为未来的主基调。从业态的角度来看，济南优势地区超市业态为主的购物中心模式，地级市一家百货旗舰店+超市业态主导的业态组合外延则一定程度上缓解了大型综合体项目带来的费用压力。

此外，相对较低的 17% 毛利率水平也为公司的净利率负担雪上加霜。根据我们实地调研的情况来看，公司的百货业态除了在区域上与银座商城有所错位外，定位也主要集中于相对刚性的大众品牌，与商城的中高端定位形成了差异竞争，但在品类组合、品牌布局等方面还有较大的改善空间，凭借居民密集区的“人流红利”没有得到充分的挖掘。公司未来与银座商城的整合也将减少两者招商重合对毛利率的折损，最终通过规模经济打开毛利率上升的通道。

结论：

公司短期业绩虽然承受一定压力，但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 10-12 年 EPS 为 0.59、0.85、1.17 元，对应 PE 分别为 39 倍、27 倍和 20 倍，具有一定估值优势。公司 2010 年增发的成本价是 22.25，有望形成 3 月份解禁的交易性机会。综合考虑到银座商城的资产注入预期，我们给予公司“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，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。

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。