

业绩拐点就在 2012 年

买入上调评级

目标价 25 元

投资要点：

- 未来公司门店扩张速度放缓，将迎业绩拐点
- 作为省内零售龙头，公司占据大量优质商圈，核心竞争力凸显
- 自有物业价值提供充足安全边际

- **扩张放缓，公司将迎业绩拐点。**受制于省内优质物业稀缺、省外扩张风险加大以及公司资金约束，未来公司门店扩张速度将趋于放缓，但门店内生增长良好，收入增速仍保持相对稳定，公司业绩拐点已经到来，未来利润释放空间很大。
- **公司之前快速扩张和密集布点战略奠定长期价值。**公司门店扩张方式和速度呈现出两个特点：第一，在优势地区密集复制开店（本省自有 54 家门店，外省仅河北 1 家）；第二，扩张速度迅猛（仅 8 年时间从 1 家门店迅速扩张到 55 家），密集渗透和迅速扩张为公司带来规模经济、抢占优质资源、扩大品牌知名度等百货行业的核心竞争优势，奠定了其长期价值。
- **经营策略独具特色，善于把握行业趋势。**公司率先创新经营模式，采用百货+超市模块式经营，大大提高了门店复制成功率。此外，公司很好地把握了零售行业渠道下沉和购物娱乐体验一体化的趋势，率先在县级、乡镇级地区开出门店，同时积极进军购物中心业态，实践购物、娱乐、休闲体验一体化经营，大大提高聚客能力，并有效应对了电子商务对传统单一功能零售业态的冲击。
- **自有物业商业价值提供安全边际。**公司自有物业保守估计对应市场价值 77.5 亿元。目前公司总市值约为 58 亿元，安全边际充分。
- **盈利预测和估值。**我们不考虑房地产业务，仅对商业估值，预计 12~14 年公司商业每股收益分别为 0.71、1.29 和 2.09 元，复合增长率超过 70%。按照商业 2012 年 35 倍市盈率估值，合理价格为 25 元。此外，我们估计地产项目 2012 年贡献 EPS 约 0.5 元，即 2012 年全年业绩 1.2 元。公司处于业绩拐点，上调至“买入”评级。

百万元、元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
商业部分营业收入	8794.68	10907.46	13484.00	16277.05	19409.01
增长率	67.75%	24.02%	23.62%	20.71%	19.24%
仅商业部分贡献的 归属母公司净利润	110.92	115.66	204.88	373.56	604.92
增长率	-6.70%	4.28%	77.13%	82.33%	61.94%
商业部分 EPS	0.384	0.400	0.709	1.293	2.094
PE	54.02	51.81	29.25	16.04	9.91

消费服务研究组

高级分析师：

陈旭 (S1180511080001)

电话：010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

市场表现



相关数据

收盘价	20.74
目标价	25
52 周内高	24.79
52 周内低	15.40
总市值(百万元)	5992.32
流通市值(百万元)	5463.47
总股本(百万股)	288.93
A 股(百万股)	288.93
—已流通(百万股)	263.43
—限售股(百万股)	25.50

资料来源：宏源证券

相关研究

- 1 《宏源证券*公司研究*欧亚集团：新欧亚新起点*600697*商贸零售行业*陈旭》，2011.3
- 2 《宏源证券 * 公司研究 * 永辉超市深度调研报告：生鲜超市龙头，成功异地扩张可期 * 601933 * 商贸零售行业 * 陈旭》 2011.01

目录

投资要点	4
(一) 拐点型公司，业绩释放箭在弦上	4
(二) 省内龙头，门店布局完善，规模效应凸显	4
(三) 经营策略独具特色，善于把握行业趋势	4
(四) 自有物业商业价值提供安全边际	4
(五) 盈利预测和估值	4
一、我们看好的理由：拐点型公司，业绩释放箭在弦上.....	5
(一) 门店扩张速度放缓，将优先开优势地点门店	5
1、优质物业资源稀缺制约省内扩张.....	5
2、省外扩张趋于谨慎.....	5
3、资金约束影响扩张.....	5
(二) 销售费用及财务费用有下降空间，净利率弹性极大	5
(三) 中长期内生性增长潜力巨大	8
(四) 自有物业价值提供较高安全边际	9
(五) 解决集团与股份的同业竞争问题，渐行渐近	10
二、银座股份介绍	11
(一) 历史沿革	11
(二) 股权结构	11
(三) 公司经营概况	13
三、山东省商业环境	14
(一) 经济环境	14
(二) 零售行业发展情况	15
三、公司经营分析	16
(一) 公司基本战略奠定长期价值	16
1、规模经济效应显著	17
2、抢占优质商圈资源	18
3、迅速扩大市场份额，品牌效应形成	18
(二) 公司经营亮点	19
1、红海之中变模式：率先转向购物中心业态	19
2、蓝海之内抢布局：重视县和乡镇级的渠道下沉	20
3、扩张有道：一城多店，错位经营，模块式复制提升成功率	21
六、盈利预测与投资建议	21

插图

图 1: 销售费用细分项目对于有效面积扩张的敏感度分析	6
图 2: 整体销售费用增速表现与面积增速非常吻合	6
图 3: 2011 年销售费用率出现拐点, 随着新增面积增长放缓, 将继续下降	7
图 4: 2011 年财务费用率拐点已现, 7 年来首次下降	7
图 5: 销售净利润对财务和销售费用率变化非常敏感	8
图 6: 3 年以上店龄的成熟门店比重不断上升	8
图 7: 公司前期新店扩张过快拉低整体坪效	9
图 8: 莱芜可比门店坪效复合增长率 26.52%	9
图 9: 菏泽可比门店坪效复合增长率 26.05%	9
图 10: 2010 年公司股权结构	12
图 11: 银座股份与银座商城的门店分布呈互补 形式	12
图 12: 2011 年各地区销售收入	13
图 13: 2011 年各地区销售收入百分比	13
图 14: 2011 年与 2010 年银座各地区毛利率水平	13
图 15: 2011 年山东 GDP 总量排名全国第 3	14
图 16: 2011 年山东人均 GDP 总量排名全国第 9	14
图 17: 山东省 GDP 及其增速	14
图 18: 山东名义 GDP 及其增速	14
图 19: 山东省社零总额及其增速	15
图 20: 2010 年山东各地级市社零总额	15
图 21: 2010 年山东各地级市社零总额增速	16
图 22: 银座股份门店发展进程	17
图 23: 公司主营业务毛利率在快速扩张中保持稳定	17
图 24: 百货行业整体毛利率呈现下降趋势	17
图 25: 泰安银座门店集中于最繁华的东岳大街商圈	18
图 26: 山东商业营业用房平均销售价格逐年上升	18
图 27: 银座股份收入占山东连锁零售比重快速上升	19
图 28: 2010 年银座品牌销售收入在山东省排名第一	19
图 29: 济南银座商城和谐广场购物中心内部	20
图 30: 济南银座商城和谐广场购物中心外观	20
图 31: 银座的“模块式组合”门店扩张策略	21

表格

表 1: 银座股份自有物业门店	10
表 2: 商贸零售企业解决同业竞争情况	10
表 3: 2010 年中国连锁百强中山东企业	16
表 4: 银座渠道下沉门店一览	20
表 5: 主营业务收入分地区构成预测	22
表 6: 盈利预测	23

投资要点

(一) 拐点型公司，业绩释放箭在弦上

我们认为，未来银座股份扩张速度趋于放缓，期间费用率将显著降低，但门店内生增长良好，收入增速仍保持相对稳定，利润释放空间较大。受制于省内优质物业稀缺、省外扩张风险加大以及公司资金约束，未来公司门店扩张速度将趋于放缓，从11年年报中披露的公司项目储备情况也印证了我们之前的判断。受外延扩张放缓影响，公司销售费用率和财务费用率将呈现显著下降，而公司收入则受益于次新门店内生增长良好而将保持相对较快增速，从而公司盈利将迎来明显拐点，业绩释放箭在弦上。

(二) 省内龙头，门店布局完善，规模效应凸显

公司前期坚定执行快速扩张以及密集布点的经营战略，奠定了公司在山东省内零售龙头的低位。目前公司共有57个门店，遍布山东10个经济增速较快的地级市以及河北石家庄市，规模效应凸显，毛利率稳定性好于行业平均水平。同时，公司抢先布局优质商圈，通过购买自有物业以及长租等方式有效控制了费用增长速度，长期竞争优势明显。未来母公司有望将旗下全部零售业务通过上市公司整合，公司经营的规模效应将进一步显现。

(三) 经营策略独具特色，善于把握行业趋势

公司差异化战略清晰，创新意识强烈，积极把握行业发展趋势，未来竞争优势依然明显。公司率先创新经营模式，采用百货+超市模块式经营，针对不同区域采用不同组合，大大提高了门店复制成功率。此外，公司敏感地意识到未来零售行业渠道下沉和购物娱乐体验一体化的趋势，率先在县级、乡镇级地区开出门店，抢先布局三四线地区，在当地先发优势和品牌效应明显；另一方面公司积极进军购物中心业态，实现购物、娱乐、休闲体验一体化经营，大大提高聚客能力，并有效应对了电子商务对传统单一功能零售业态的冲击。我们认为，公司强烈的创新意识以及对行业趋势的清晰把握构成公司长期竞争优势。

(四) 自有物业商业价值提供安全边际

公司自有物业面积77.5万平米，分布于各个城市核心商圈地域。保守估计，自有物业对应市场价值77.5亿元。目前公司总市值约为58亿元，折价25%左右。

(五) 盈利预测和估值

按照未来公司外延扩张放缓的假设，我们预计12-14年公司商业部门每股收益分别为0.71、1.29和2.09元，复合增长率超过70%。按照公司2012年35倍市盈率估值，合理价格为25元。公司处于业绩拐点，上调至“买入”评级。

一、我们看好的理由：拐点型公司，业绩释放箭在弦上

(一) 门店扩张速度放缓，将优先开优势地点门店

我们认为未来银座股份扩张速度将趋于放缓（从新增营业面积角度），理由有三：首先，省内优质物业资源稀缺，同时省内百货竞争趋于激烈，使得开店选址困难增加；其次，省外扩张由于缺乏省内扩张所依赖的当地资源，在选址和成本控制等方面困难增加，且面临的跨区域经营风险增加，公司将趋于谨慎；最后，随着公司经营规模不断扩大，保持之前的扩张速度将消耗更多资金，在融资环境没有迅速改善的情况下，资金将限制公司扩张速度。由此，我们判断公司未来门店扩张速度放缓，并且将优先开优势地点门店。

1、优质物业资源稀缺制约省内扩张

我们认为目前山东省内优质商圈资源非常稀缺，主要判断依据有三：第一，省内各龙头企业采取相似外延扩张战略（银座、利群、振华等），商圈竞争激烈；第二，银座近2年扩张选址已逐步从城市中心转移至县、乡镇级区域，不争城市中心而抢渠道下沉，说明优质商圈资源已消耗殆尽；第三，商业物业成本逐年上升，销售价格从2005年不到2500元每平米飙升至2010年的近6000元每平米，商业成本上升削减了部分商圈的吸引力。

此外，除银座股份（600858）在山东10个地级市密集布点，银座品牌旗下其他门店也已经渗透省内其他地市。目前，银座门店已完成省内全部17个地市的门店布局，省内扩张速度将迎来拐点。

由此，我们认为，在未来省内优质资源稀缺以及银座完成省内全地市布局的情况下，未来省内扩张脚步放慢将成为大概率事件。

2、省外扩张趋于谨慎

公司省外扩张较省内布局将更加谨慎，门店扩张难以保持前期速度。公司省外扩张目前仅通过收购获得的河北石家庄一店，公司未来省外扩张仍方式将遵循两个策略：1，先收购成熟门店，而后自建方式；2，集中精力在物流配送能力不会采取遍地扩张的“散打”方式。由于公司在外省扩张可用资源相对稀缺（大股东背景及其在当地资源），选址和成本控制困难增加，同时由于较为缺乏当地经验，经营风险增加。因此公司在省外扩张方面将趋于谨慎，而不会保持之前扩张速度。

3、资金约束影响扩张

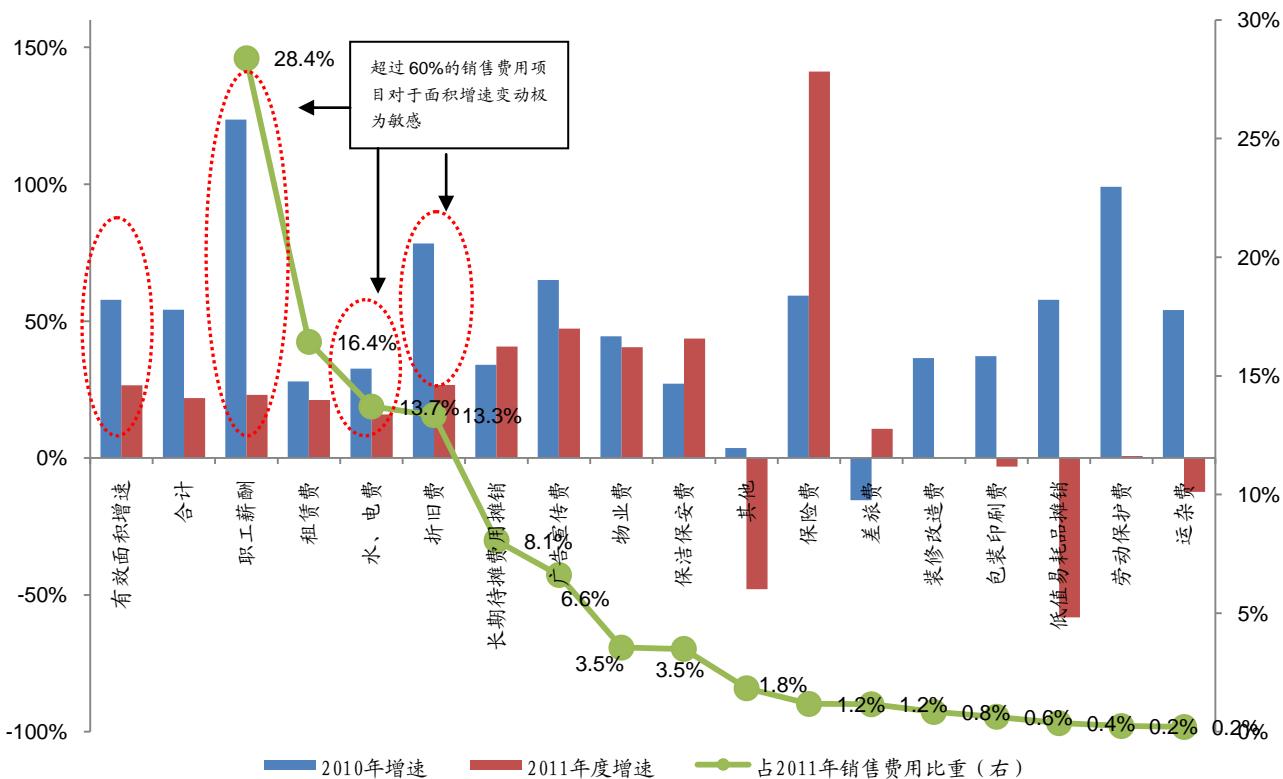
公司自2008年开始迅速扩张以来，资金需求旺盛，另一方面由于新门店数量占比较高，培育期间对现金流贡献有限，造成财务费用急速飙升。过去4年中，公司营业收入年复合增长37.24%，而财务费用年复合增长达到92.51%，资金约束矛盾凸显。我们认为在融资环境以及公司成熟门店占比没有迅速改善的情况下，资金将限制公司扩张速度，之前过快的门店扩张趋势难以维持。

(二) 销售费用及财务费用有下降空间，净利率弹性极大

在未来公司扩张速度放缓的基本判断下，我们认为公司销售费用率及财务费用率将有

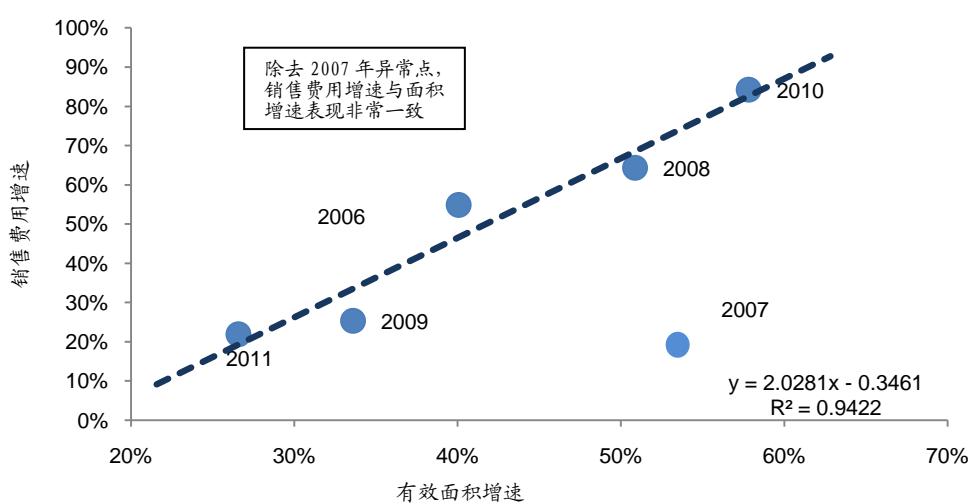
下降空间。数据显示，销售费用中的主要驱动因素职工薪酬（占销售费用比重超过 30%）对于公司扩张速度有很大弹性。2010 年，公司有效经营面积扩张 59%，职工薪酬增长 124%；2011 年，公司有效经营面积扩张 19%，职工薪酬增速迅速降至 23%。此外，占比比较大的水电、折旧费用也受到新增面积影响较大。随着未来公司扩张速度进一步放缓，我们认为销售费用率还将继续下降。

图 1：销售费用细分项目对于有效面积扩张的敏感度分析



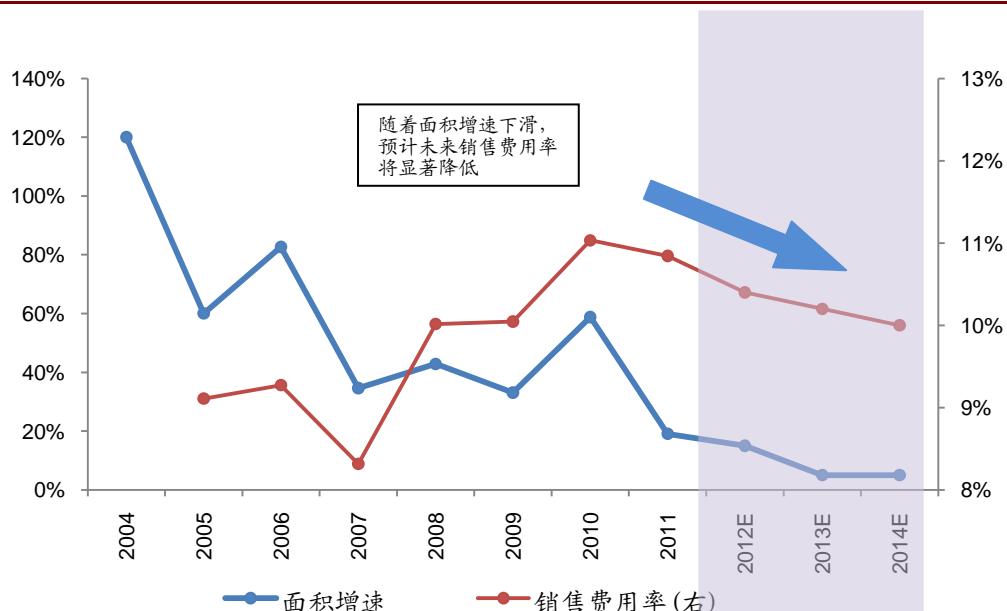
资料来源：宏源证券，红色部分为上市公司门店覆盖地区

图 2：整体销售费用增速表现与面积增速非常吻合



资料来源：宏源证券

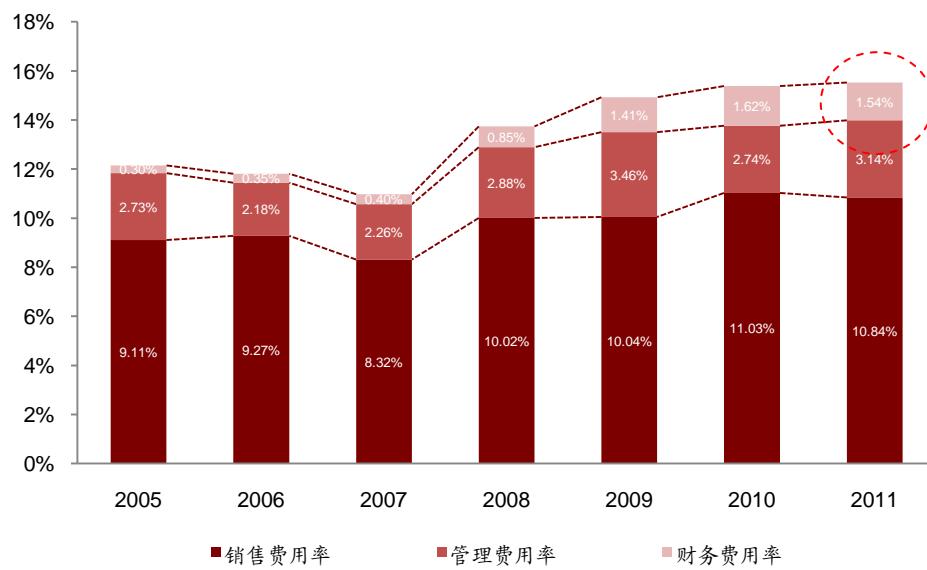
图 3：2011 年销售费用率出现拐点，随着新增面积增长放缓，将继续下降



资料来源：宏源证券

此外，随着公司扩张速度放缓，资金需求扩张减速，同时成熟门店占比逐年提高，现金流贡献能力逐步增强，公司财务费用率也将出现显著下滑。

图 4：2011 年财务费用率拐点已现，7 年来首次下降



资料来源：宏源证券

图 5：销售净利润对财务和销售费用率变化非常敏感

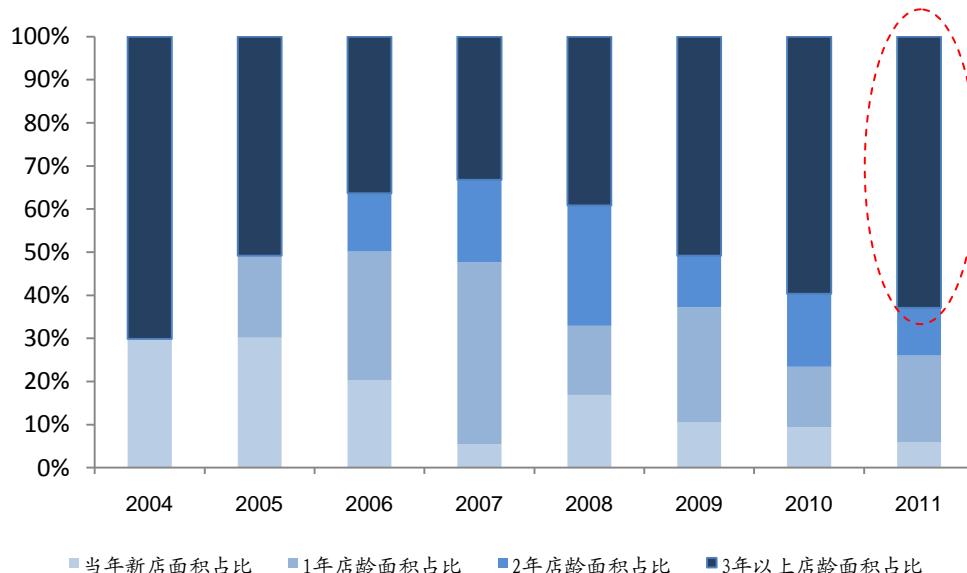
财务费用率	销售费用率											
	9.00%	9.20%	9.40%	9.60%	9.80%	10.00%	10.20%	10.40%	10.60%	10.84%	11.00%	11.20%
1.05%	2.47%	2.34%	2.21%	2.08%	1.96%	1.83%	1.70%	1.57%	1.44%	1.29%	1.18%	1.06%
1.10%	2.44%	2.31%	2.18%	2.05%	1.92%	1.79%	1.67%	1.54%	1.41%	1.26%	1.15%	1.02%
1.15%	2.40%	2.28%	2.15%	2.02%	1.89%	1.76%	1.63%	1.51%	1.38%	1.22%	1.12%	0.99%
1.20%	2.37%	2.24%	2.12%	1.99%	1.86%	1.73%	1.60%	1.47%	1.35%	1.19%	1.09%	0.96%
1.25%	2.34%	2.21%	2.08%	1.96%	1.83%	1.70%	1.57%	1.44%	1.31%	1.16%	1.06%	0.93%
1.30%	2.31%	2.18%	2.05%	1.92%	1.79%	1.67%	1.54%	1.41%	1.28%	1.13%	1.02%	0.90%
1.35%	2.28%	2.15%	2.02%	1.89%	1.76%	1.63%	1.51%	1.38%	1.25%	1.09%	0.99%	0.86%
1.40%	2.24%	2.12%	1.99%	1.86%	1.73%	1.60%	1.47%	1.35%	1.22%	1.06%	0.96%	0.83%
1.45%	2.21%	2.08%	1.96%	1.83%	1.70%	1.57%	1.44%	1.31%	1.18%	1.03%	0.93%	0.80%
1.50%	2.18%	2.05%	1.92%	1.79%	1.67%	1.54%	1.41%	1.28%	1.15%	1.00%	0.90%	0.77%
1.54%	2.15%	2.03%	1.90%	1.77%	1.64%	1.51%	1.38%	1.26%	1.13%	0.97%	0.87%	0.74%
1.60%	2.12%	1.99%	1.86%	1.73%	1.60%	1.47%	1.35%	1.22%	1.09%	0.93%	0.83%	0.70%
1.65%	2.08%	1.96%	1.83%	1.70%	1.57%	1.44%	1.31%	1.18%	1.06%	0.90%	0.80%	0.67%
1.70%	2.05%	1.92%	1.79%	1.67%	1.54%	1.41%	1.28%	1.15%	1.02%	0.87%	0.77%	0.64%

资料来源：宏源证券 公司资料

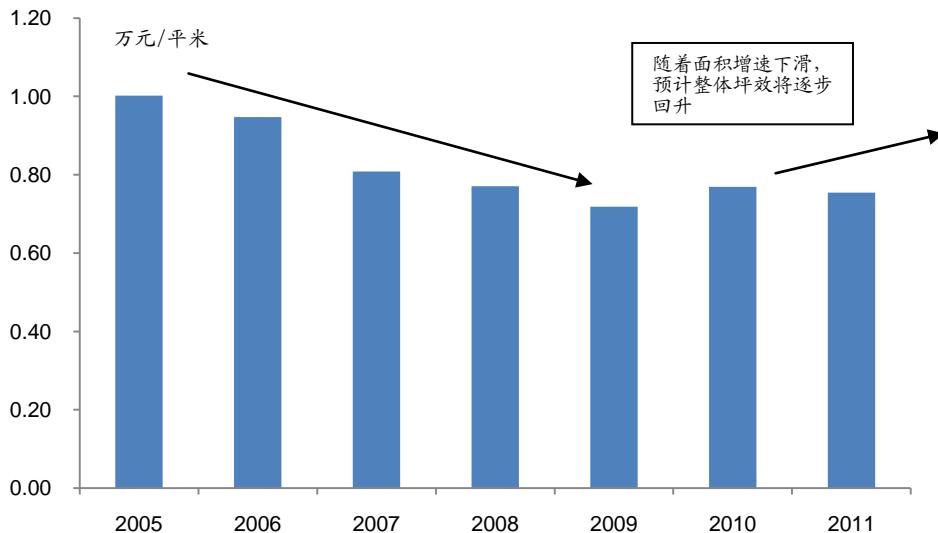
(三) 中长期内生性增长潜力巨大

数据显示，公司内生性增长潜力巨大。从公司整体坪效表现看，呈现逐年下降的趋势，但我们认为这主要是由于公司扩张过快，大体量新门店不断开出，从而拉低总体坪效所致。自 2008 年以来，公司在莱芜和菏泽两个城市基本没有新增门店，其坪效数据可以较为真实地反映出公司内生增长能力（即同店增长）。莱芜坪效从 2008 年 2669 元/平米逐年上升至 2011 年 5405 元/平米，坪效复合增长率达 26.52%；菏泽坪效从 2008 年的 6210 元/平米上升至 2011 年 12437 元/平米，复合增长率达 26.05%。可见公司可比门店内生增长潜力巨大，随着成熟门店比重逐渐上升，公司整体坪效将呈现回升趋势。

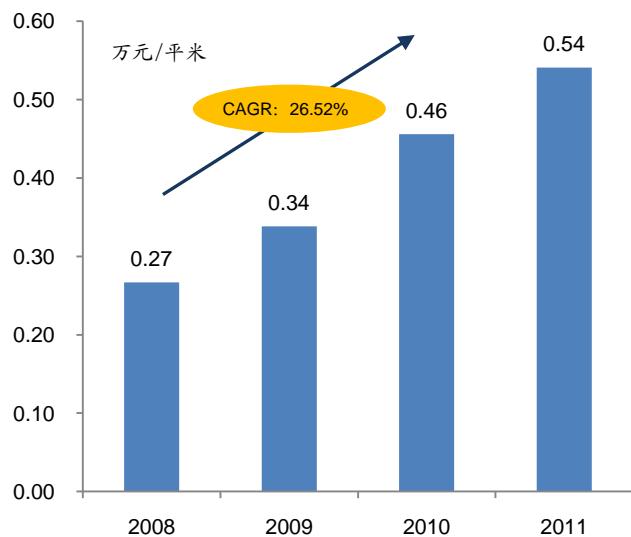
图 6：3 年以上店龄的成熟门店比重不断上升



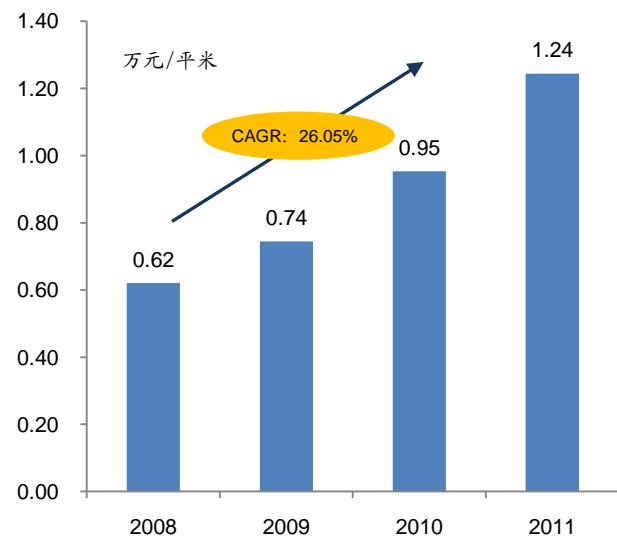
资料来源：宏源证券

图 7: 公司前期新店扩张过快拉低整体坪效


资料来源：宏源证券

图 8: 莱芜可比门店坪效复合增长率 26.52%


资料来源：宏源证券，WIND

图 9: 菏泽可比门店坪效复合增长率 26.05%


资料来源：宏源证券，WIND

(四) 自有物业价值提供较高安全边际

公司自有物业面积 77.5 万平米，分布于各个城市核心商圈地域。2010 年，山东省商业经营用地平均售价近 6000 元/平米，由于公司门店占据稀缺优质商圈，仅以保守方式匡算，每平米售价应在 10000 元/平米以上，自有物业对应市场价值 77.5 亿元。目前公司总

市值约为 58 亿元，折价 25% 左右。从这个角度看，公司具有较高安全边际。

表 1：银座股份自有物业门店

地区	名称	开业时间	自有面积
石家庄	石家庄东购广场	1992-7-7	51,000
泰安	泰安银座商城	2000-12-8	50,149
滨州	滨州银座商城	2002-12-11	27,866
东营	东营银座商城	2003-4-26	30,000
淄博	淄博银座商城	2003-5-1	56,760
临沂	临沂银座商城	2004-12-1	40,249
淄博	周村购物广场	2006-5-28	34,337
菏泽	菏泽银座商城	2006-9-23	42,000
淄博	博山购物广场	2007-4-8	21,750
东营	东城店	2008-9-6	65,000
滨州	黄河店	2009-6-12	20,000
德州	宁德德州商城	2010-9-28	56,000
潍坊	潍坊财富广场	2010-10-23	139,788
济南	振兴街商业	2011-10-1	140000
总计			774,899

资料来源：宏源证券，公司公告

（五）解决集团与股份的同业竞争问题，渐行渐近

公司第一大股东山东省商业集团有限公司承诺未来商品零售业务的发展规划将以本公司为主导，并将公司作为未来整合其所控制的零售业务资源的唯一主体，在各方面条件成熟的情况下，将其所控制的本公司之外的零售业务全部纳入上市公司。

自 2010 年证监会发布《关于开展解决同业竞争、减少关联交易，进一步提高上市公司独立性工作的通知》以及进一步强调将同业竞争问题纳入上市公司再融资审核之后，2011 年，渤海物流和南京新百相继解决同业竞争问题。我们判断，公司采取措施进一步解决同业竞争问题的时点已渐行渐近。实质上，公司大股东鲁商集团已经逐步开始推进解决同业竞争各项措施，在 2010 年将集团旗下淄博地区全部 6 家百货纳入上市公司。

表 2：商贸零售企业解决同业竞争情况

公司名称	同业竞争问题	解决时间	解决方案
渤海物流	渤海物流股东中兆投资旗下秦皇岛茂业商厦与渤海物流存在同业竞争问题	2011 年 9 月 9 日	中兆投资、渤海物流和秦皇岛茂业签署《中兆投资管理有限公司委托秦皇岛渤海物流控股股份有限公司管理秦皇岛茂业商厦经营管理有限公司的托管及关联交易协议》，将秦皇岛茂业除所有权、收益权、处置权之外的经营管理权委托给渤海物流管理，托管期限至 2013 年 12 月 31 日止。
南京新百	南京金鹰国际集团有限公司与南京新百存在同业竞争问题	2011 年 5 月 30 日	公司控股股东南京新百投资控股集团有限公司、南京金鹰国际集团有限公司、南京华美联合营销管理有限公司与三胞集团签署了《股份转让协议》

书》,金鹰减持股份,三胞集团成为第一大股东,
从而解决金鹰与南京新百同业竞争问题。

资料来源:宏源证券,公司公告

二、银座股份介绍

(一) 历史沿革

银座集团股份有限公司创建于1984年11月,原名济南渤海贸易公司。1994年5月公司股票在上海证券交易所挂牌交易。2005年7月更名为银座集团股份有限公司。

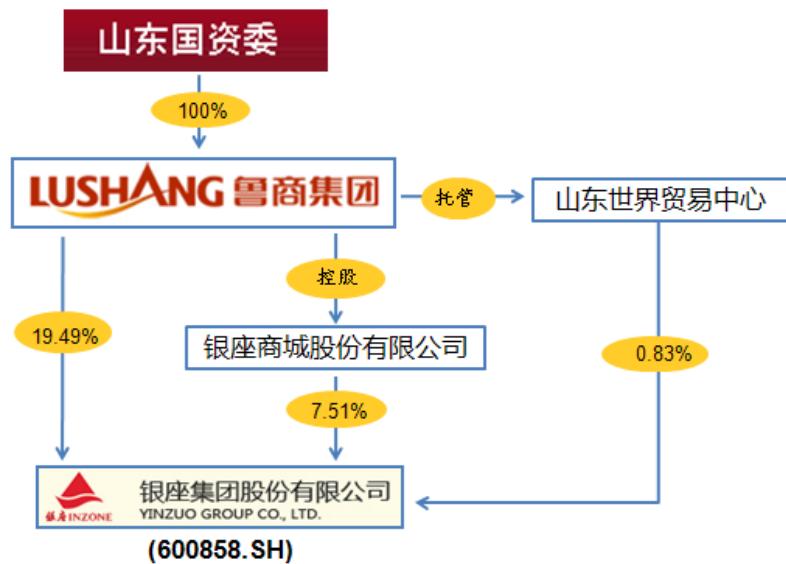
2003年5月19日,公司曾由于连续三年亏损,股票被上海证券交易所暂停上市。此后,山东省商业集团总公司(鲁商集团)受让了公司部分国家股和社会法人股成为实际控制人。2004年,公司经过资产重组,先后剥离了热电供应、酒店、建材、娱乐服务业相关资产,并确定以零售为主营业务,实现了扭亏为盈。

截止2011年6月30日,公司零售业务已经遍布山东省济南、淄博、潍坊、菏泽、泰安、东营、临沂、滨州、莱芜、德州以及河北省石家庄共11个城市。2010年,公司营业收入近88亿元,成为山东地区最有影响力的企业之一。

(二) 股权结构

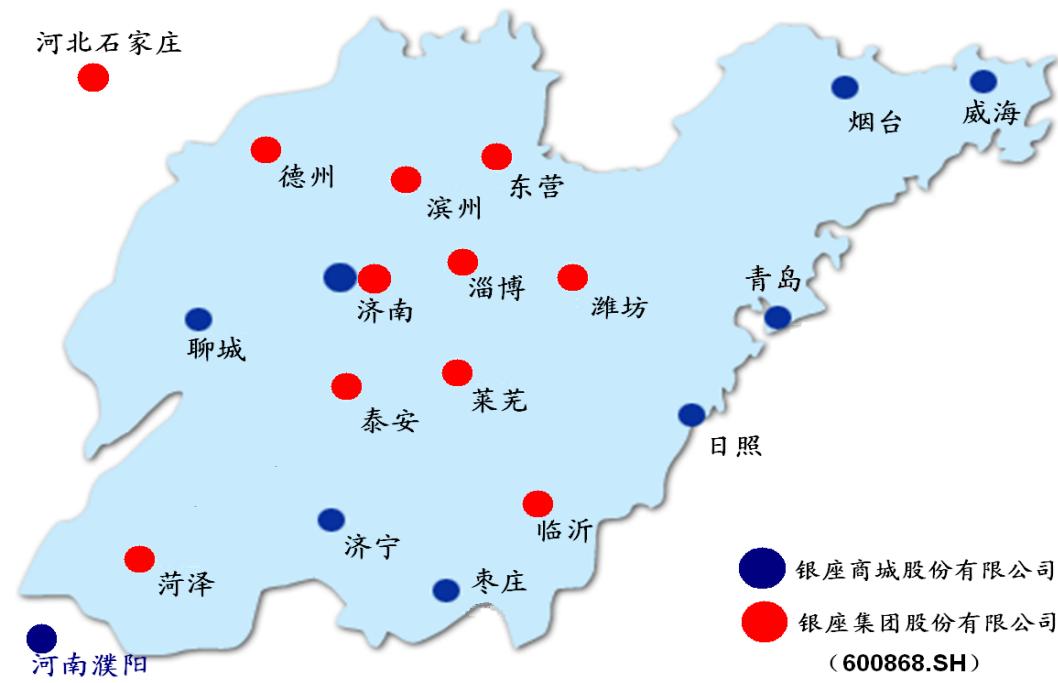
公司实际控制人为山东省商业集团总公司(鲁商集团)。鲁商集团旗下零售业务除上市公司外,主要还包括银座商城股份有限公司,持有上市公司7.51%股份,并共同使用“银座”品牌。银座集团股份有限公司(600858)与银座商城股份有限公司虽共同使用“银座”品牌,但门店地理分布划分明显。为避免同业竞争,除济南市外,凡银座集团股份有限公司(600858)进入的城市,银座商城股份有限公司不再进入。

图 10：2010 年公司股权结构



资料来源：公司公告，宏源证券整理

图 11：银座股份与银座商城的门店分布呈互补 形式

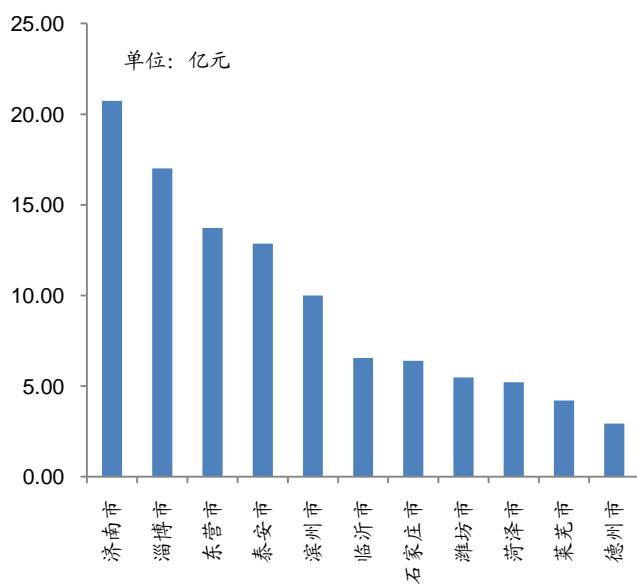


资料来源：公司公告，宏源证券整理

(三) 公司经营概况

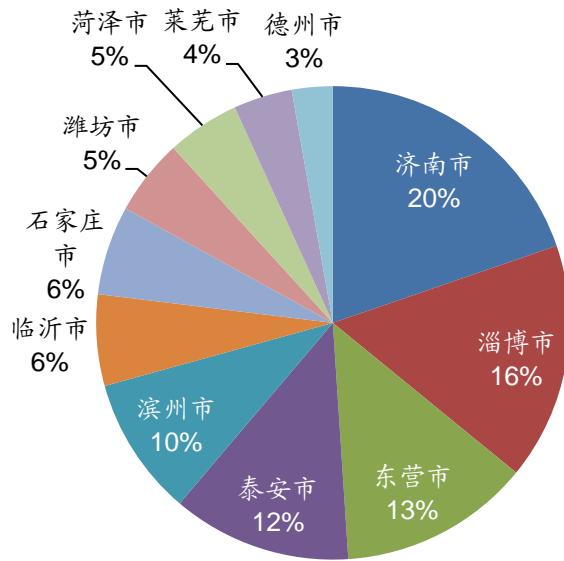
公司布局山东 10 个地市以及河北石家庄，收入前三位地区济南、淄博和泰安贡献了近 50% 收入。石家庄单店贡献 6%，对公司影响也十分可观。我们认为，前三个地区收入贡献超过 50% 说明公司在三、四线城市已经布局的网点未来收入还有大幅度提高的空间。随着城镇化进程提高，三四线城镇居民收入增加，预计未来公司在济南、淄博和泰安的收入占比将下降。

图 12：2011 年各地区销售收入



资料来源：宏源证券，WIND

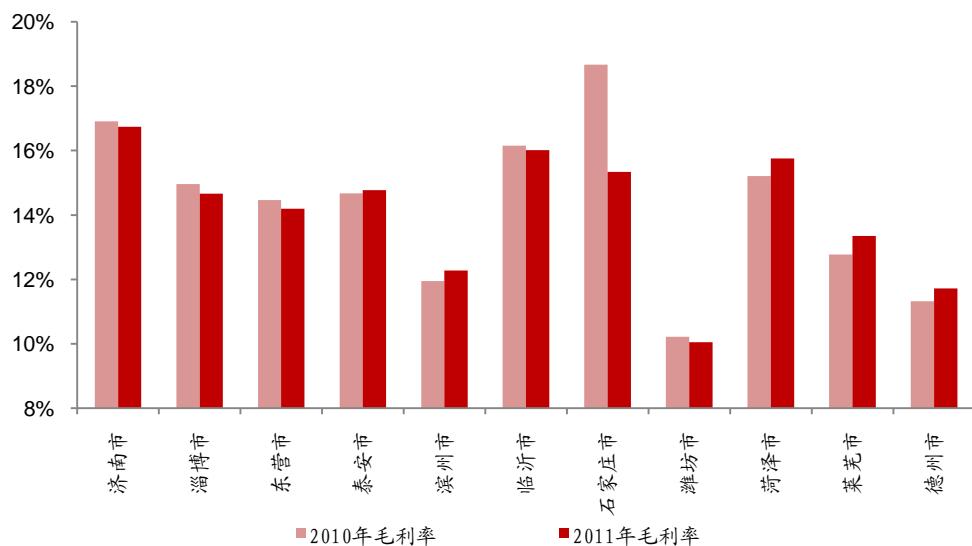
图 13：2011 年各地区销售收入百分比



资料来源：宏源证券，WIND

毛利率方面，2010 年，石家庄、济南和临沂居前，达到 16% 左右，潍坊地区毛利最低，接近 10%。

图 14：2011 年与 2010 年银座各地区毛利率水平



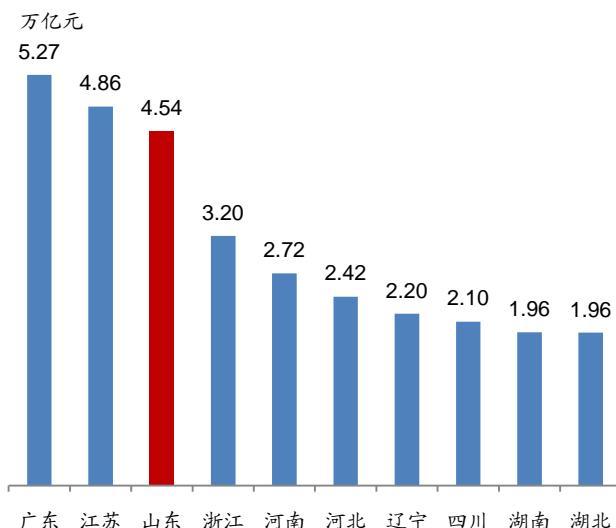
资料来源：宏源证券

三、山东省商业环境

(一) 经济环境

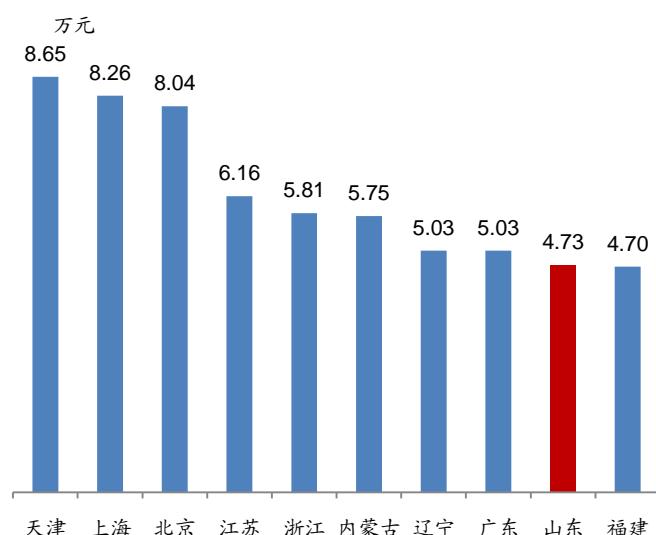
山东省经济规模总量可观，2011年达到4.54万亿元人民币，排名全国第三。

图 15：2011 年山东 GDP 总量排名全国第 3



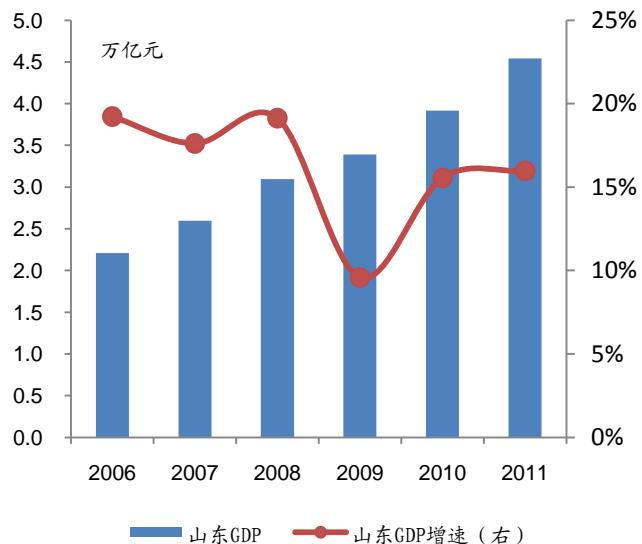
资料来源：宏源证券，WIND

图 16：2011 年山东人均 GDP 总量排名全国第 9



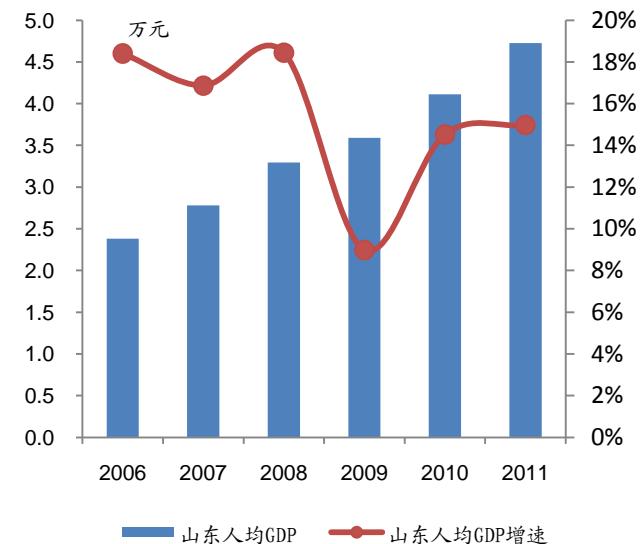
资料来源：宏源证券，WIND

图 17：山东省 GDP 及其增速



资料来源：宏源证券，WIND

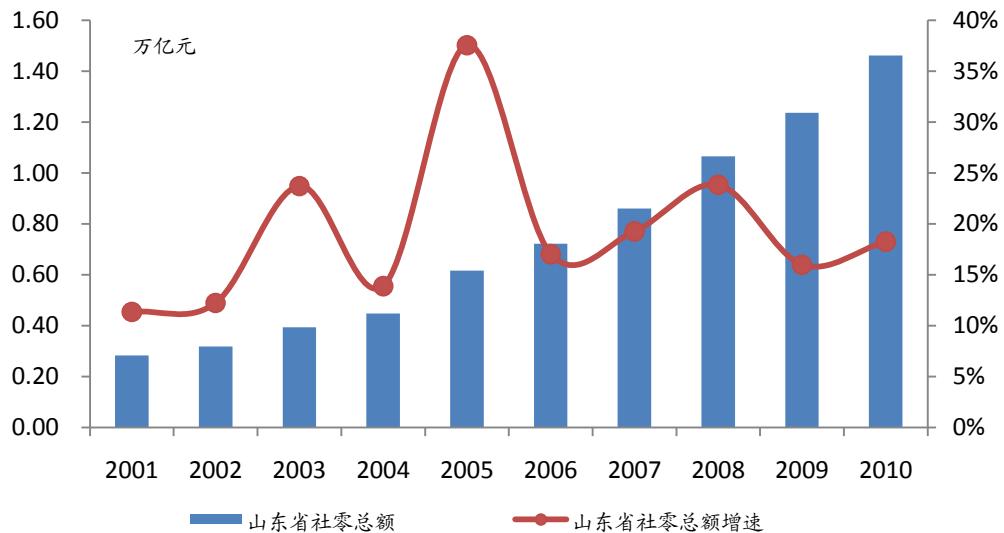
图 18：山东名义 GDP 及其增速



资料来源：宏源证券，WIND

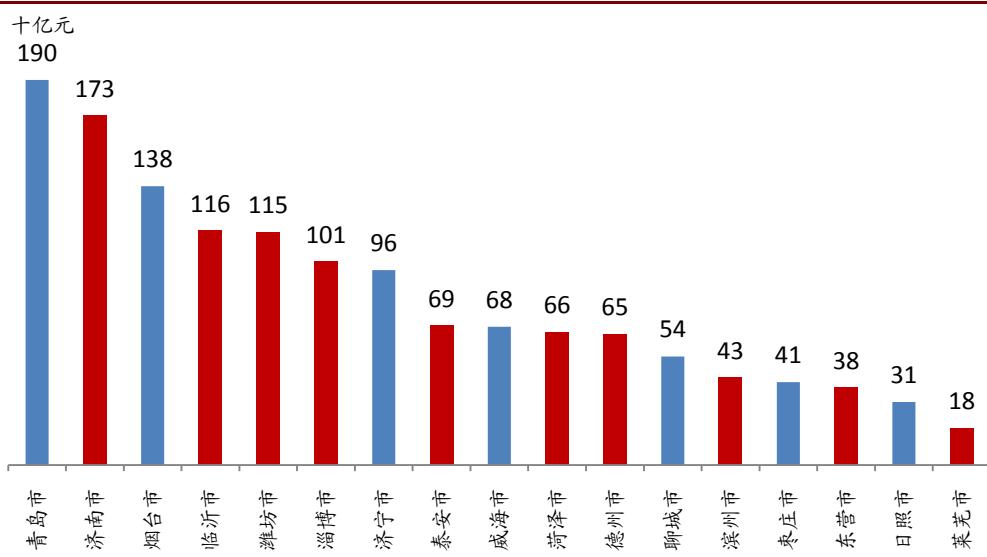
(二) 零售行业发展情况

图 19: 山东省社零总额及其增速

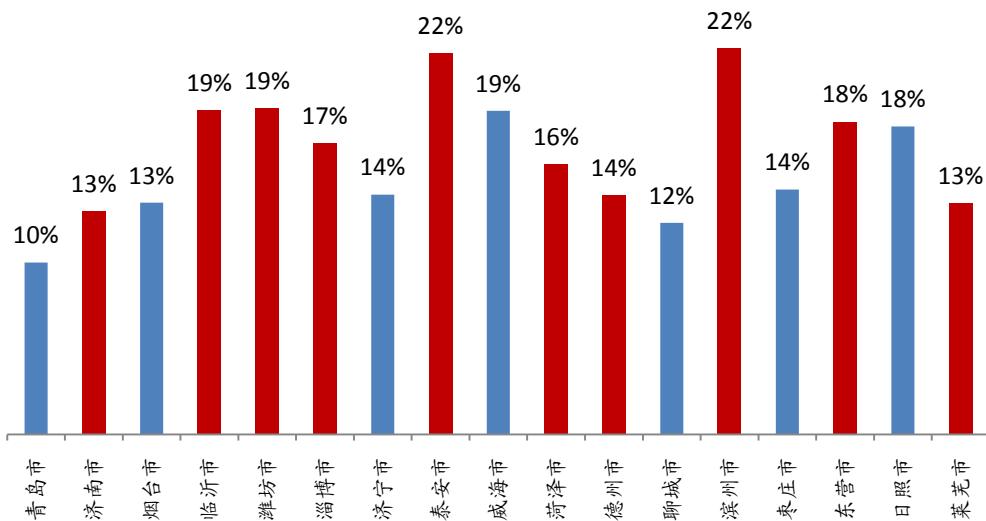


资料来源：宏源证券

图 20: 2010 年山东各地级市社零总额



资料来源：宏源证券，红色部分为上市公司门店覆盖地区

图 21：2010 年山东各地级市社零总额增速


资料来源：宏源证券，红色部分为上市公司门店覆盖地区

表 3：2010 年中国连锁百强中山东企业

公司名称	全国排名	销售额 (亿元)	销售增幅	门店个数	门店增幅
山东银座商城股份有限公司	12	370.00	44.3%	264	28.2%
利群集团股份有限公司	24	169.30	11.6%	836	-6.1%
山东家家悦集团有限公司	37	123.37	21.9%	524	7.2%
山东新星集团有限公司	41	110.63	12.0%	592	11.3%
山东潍坊百货集团股份有限公司	42	109.92	15.4%	356	11.9%
山东威海百货大楼集团股份有限公司	72	40.11	-5.9%	24	-7.7%
青岛维客集团股份有限公司	77	36.18	10.3%	50	-94.0%
山东全福元商业集团有限责任公司(原寿光百货大楼)	87	30.22	15.4%	122	69.4%

资料来源：中国连锁经营协会，宏源证券整理

三、公司经营分析

(一) 公司基本战略奠定长期价值

公司坚持区域密集渗透和迅速扩张战略，奠定长期价值。公司门店扩张方式和速度呈现出两个特点：第一，在优势地区密集复制开店（本省自有 54 家门店，外省仅河北 1 家）；第二，扩张速度迅猛（仅 8 年时间从 1 家门店迅速扩张到 55 家，其中 2008 年到 2011 年是门店扩张最为激进的四年）。我们认为，密集渗透和迅速扩张为公司带来规模经济、抢占优质资源、扩大品牌知名度等百货行业的核心竞争优势，奠定了其长期价值。

图 22: 银座股份门店发展进程

银座股份集团有限公司门店发展历程											
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
济南市		济南银座购物广场 济南银座名园购物中心			华信购物中心	济南金牛店 济南燕山店	光彩山购物广场 汤圆购物中心	泽源购物中心 东环购物中心	银座花园购物广场 高新区购物广场 银座商城·和谐广场店 环山购物中心		
淄博市									五里桥店 淄博银座商城 博山购物中心 周村购物中心 淄川购物中心 桓台购物中心 和平店 广饶店 垦利店		
东营市		东营银座购物广场		五台山分公司		东营河口店 东营东城店			金光店 潍坊商城过址 新汇分公司 新泰分公司		
潍坊市			青州银座	潍坊银座商城 乐活店		泰安齐鲁店 泰安花园店			新泰购物广场店		
泰安市	泰安银座商城			新泰银座商城							
滨州市				滨州银座购物广场		滨州渤海八路店 黄河店		邹平分公司			
德州市						滨州中海店 博兴店		德州商城有限公司 德州大华路分公司 金雀山路店	乐陵店		
临沂市			临沂银座商城			莱芜新门店 莱芜钢城店		临沭分公司 罗庄店	凤凰城店		
菏泽市											
莱芜市											
河北石家庄											
新开门店	0	0	2	5	2	9	9	9	9	8	
新增门店(包括收购)	1	3	2	5	3	9	10	15	8	8	
门店总数(其中家为托管)	1	4	6	11	14	23	33	47	55	58	3
标注说明:	收购的门店	自建的门店	托管的门店	连挂开业的门店							

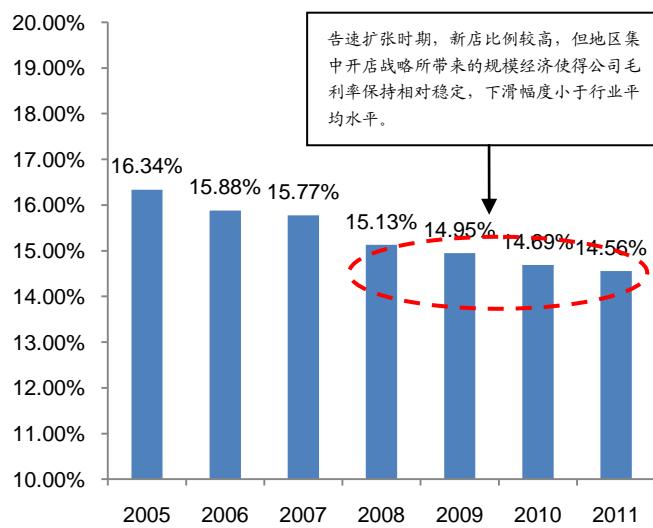
资料来源：宏源证券公司资料

注释：新开门店对应年份为并入公司年份，非开业时间。

1、规模效应显著

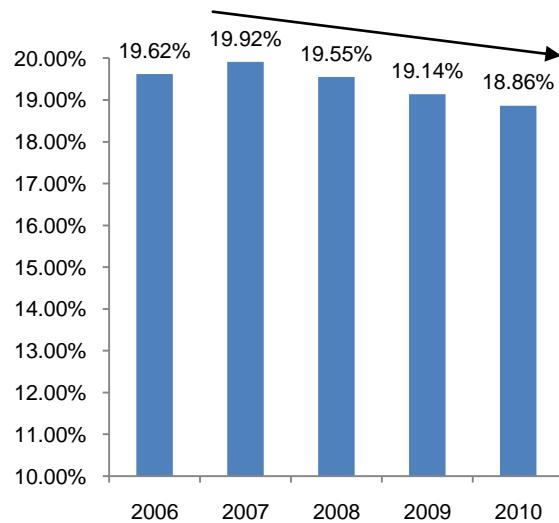
密集渗透和迅速扩张战略共同带来显著规模经济效应。公司从 2005 年的 5 家门店在 6 年内急速扩张 10 倍至 55 家，连锁网络迅速遍布山东 10 个地市，公司规模增长迅速；同时，公司 55 家门店中，54 家集中于山东省内。迅速扩张所形成的规模效应一方面迅速增强了公司议价能力，增厚毛利率拓展空间；另一方面，与密集渗透战略相结合，物流成本得到很大程度的摊薄，进一步巩固公司毛利率。

在 2008 年至 2010 年间，百货行业由于受到行业内竞争加剧，网购爆发式增长等负面因素，毛利率呈现逐年下降趋势。然而，在这样的行业背景以及公司培育期门店比重急剧上升的不利因素下，公司毛利率得到了规模经济效应的稳定支撑。我们预计未来随着公司培育期门店占比下降，公司毛利将很可能有进一步提升空间。

图 23: 公司主营业务毛利率在快速扩张中保持稳定


资料来源：宏源证券，WIND

注释：此处为主营业务毛利率，非综合毛利率

图 24: 百货行业整体毛利率呈现下降趋势


资料来源：宏源证券，WIND

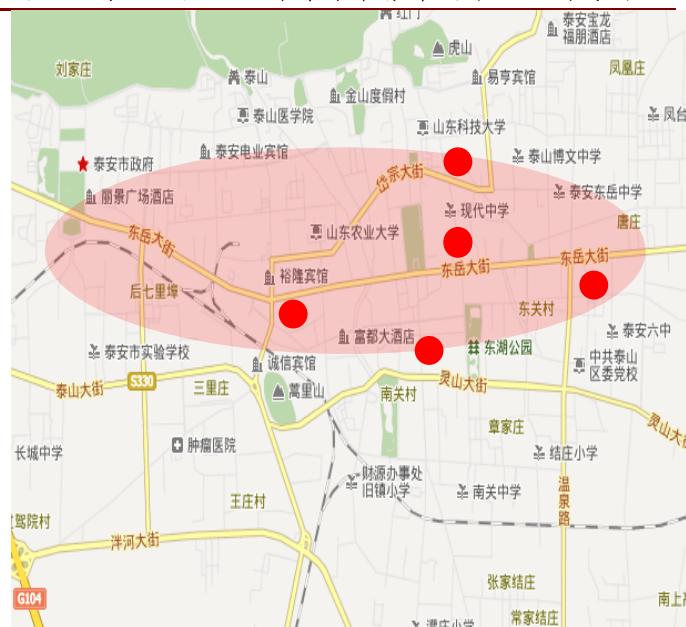
注释：百货行业数据为 2005 年之前已经上市的 34 家百货公司

2、抢占优质商圈资源

公司迅速扩张抢占稀缺优质商圈资源，获得百货经营的核心竞争优势。商圈资源是百货经营中最重要的竞争力之一，随着山东省各地市经济增长，优质商圈急剧减少，主要反映在三个方面：第一，核心商区土地供给量有限，然而需求持续旺盛，可供给量不断萎缩；第二，物业的长租和自有形式在百货行业经营中普遍存在，因此一旦优质地块被占，中短期不存在再生能力；第三，繁华商圈地块成本不断快速上升，侵蚀盈利空间，使得“优质”商圈资源优势不再。因此，公司采取快速扩张方式，抢占优质商圈资源，不但化为自身竞争优势，同时给潜在竞争对手带来极大劣势。

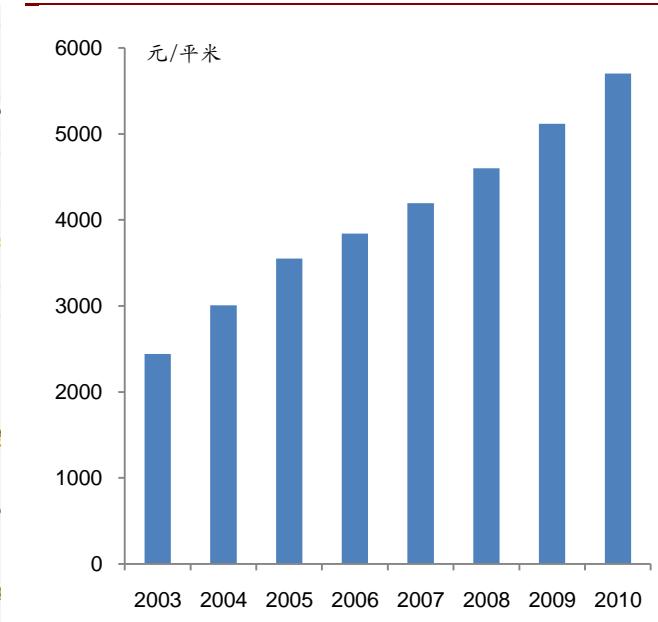
公司在山东各地市门店多集中于当地商业最繁华区域，获取优质商圈资源能力极强。以泰安为例，泰安最繁华商业区为沿东岳大街商圈，仅在此区域银座便布局5家门店，显现其强势地位。

图 25：泰安银座门店集中于最繁华的东岳大街商圈



资料来源：宏源证券，公司资料

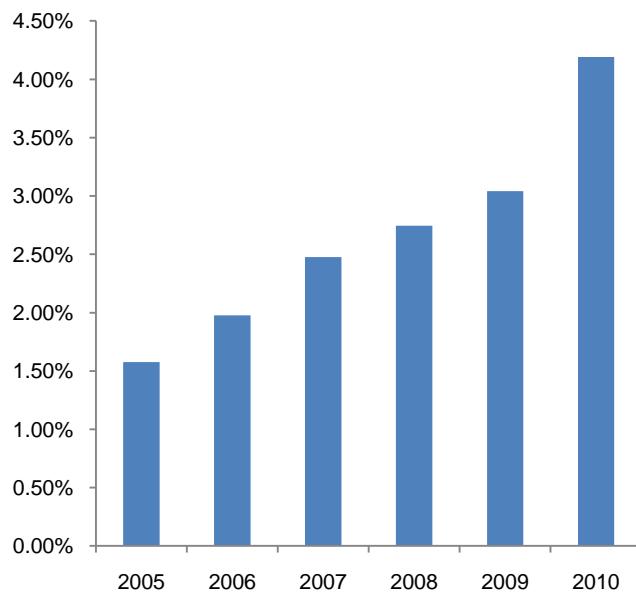
图 26：山东商业营业用房平均销售价格逐年上升



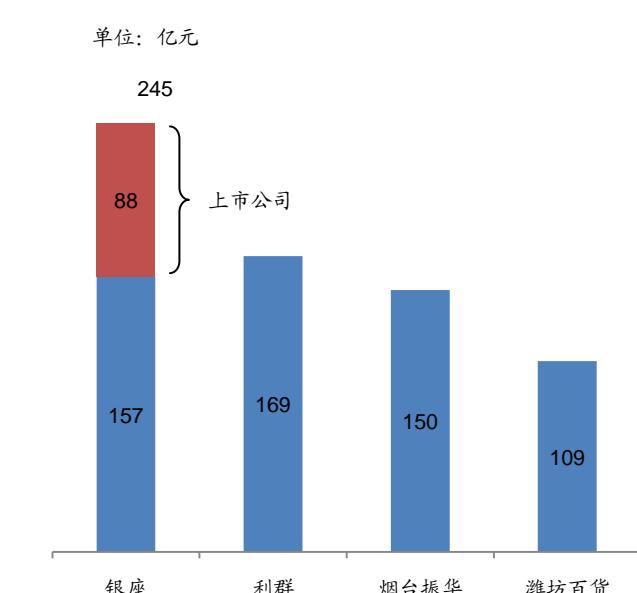
资料来源：宏源证券，WIND

3、迅速扩大市场份额，品牌效应形成

迅速扩张战略迅速提高公司市场份额，银座品牌稳坐山东头把交椅。通过执行密集渗透和迅速扩张的战略，公司在省内市场份额迅速提升。从销售收入占省连锁零售额比重看，银座股份从2005年的1.6%仅用5年时间便提高到4.8%，银座品牌（加总银座股份及鲁商集团）零售额整体占比高达11.7%，成为山东省零售第一大品牌，远超排名第二的利群集团。加之山东消费者普遍存在惯性消费和较高的品牌忠诚度，迅速扩张不仅仅令公司占据了目前的高市场份额，更增加了之后利用品牌效应逐步拓展毛利率空间的可能性。

图 27: 银座股份收入占山东连锁零售比重快速上升


资料来源：宏源证券，WIND

图 28: 2010 年银座品牌销售收入在山东省排名第一


资料来源：宏源证券，中国商业联合会

(二) 公司经营亮点

1、红海之中变模式：率先转向购物中心业态

在百货业竞争加剧的阶段，公司率先转向购物中心业态，加大差异化竞争，提升竞争力。山东省零售业竞争较为激烈，2011年全国连锁百强企业排名中，山东省占据8席。百货业的竞争更为激烈，除了行业内竞争，还需应对网购冲击。在百货业进入竞争白热化的阶段，银座率先转向购物中心业态。购物中心业态除了包含一站式购物功能外，还涵盖休闲、娱乐、餐饮等“体验式”服务，对消费者具有更强吸引力，并且“体验式”服务难以被网购所替代，因此，向购物中心业态转变是未来零售行业发展的最主要趋势之一。山东省2011年人均GDP超过47000元人民币，约合7000美元，购物中心业态即将进入高速成长期。公司紧随行业趋势，率先发力，先后已经在济南、潍坊、德州等地开出多家大体量购物中心。

图 29：济南银座商城和谐广场购物中心内部


资料来源：宏源证券

图 30：济南银座商城和谐广场购物中心外观


资料来源：宏源证券

2、蓝海之内抢布局：重视县和乡镇级的渠道下沉

公司不但在地级市区域具有很强的竞争力，同时注重县和乡镇级渠道下沉，开拓百货蓝海。公司自 2005 年在青州开出第一家县级市百货门店；之后 2009 年于博兴县开出第一家县级百货门店；2011 年，公司门店渠道进一步下沉，在新汶开出第一家乡镇级门店。公司渠道下沉速度远超当地竞争对手，开拓了百货零售的新蓝海，提前抢先布局，形成品牌知名度以及县乡运营经验的先发优势。

表 4：银座渠道下沉门店一览

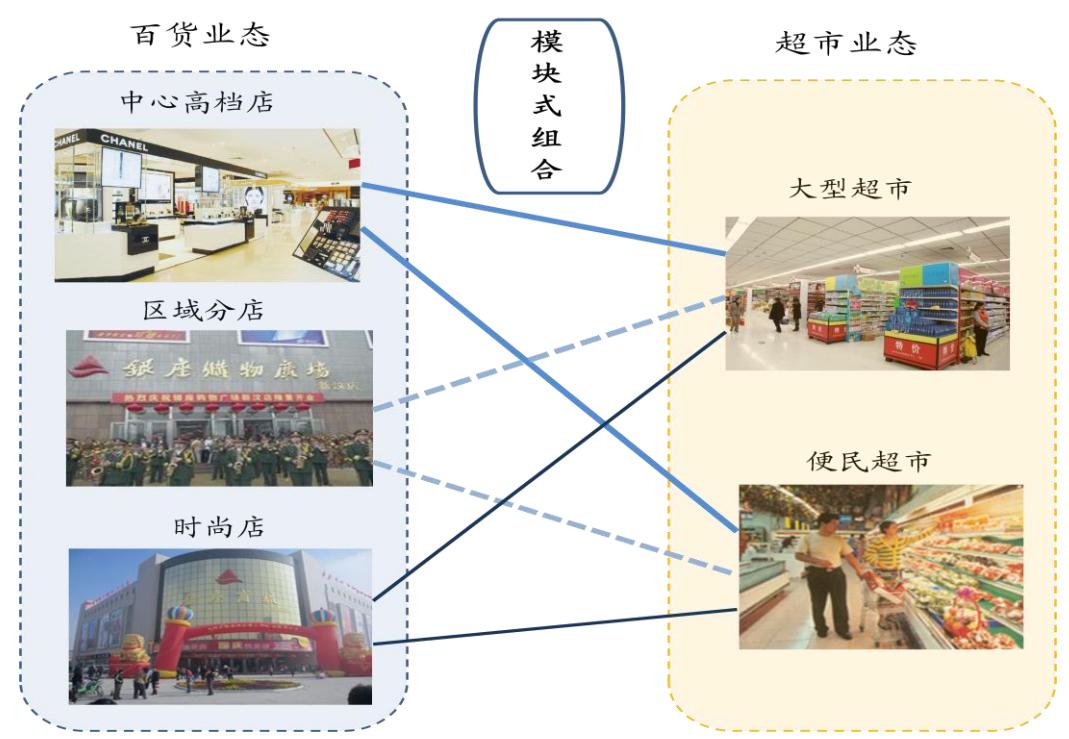
门店名称	区域级别	进入时间	经营面积
青州银座商城	县级市	2005 年 8 月	26,000
新泰银座商城	县级市	2006 年 9 月	18,400
银座商城博兴店	县	2009 年 9 月	20,228
桓台购物广场	县	2007 年 4 月	16,000
广饶店	县	2010 年 4 月	24,000
垦利店	县	2010 年 11 月	18,000
邹平店	县	2010 年 5 月	39,296
临沭店	县	2010 年 1 月	10,000
新汶店	乡镇	2011 年 5 月	5,679
乐陵店	县级市	2012 年 1 月	27,000

资料来源：公司公告，宏源证券整理

3、扩张有道：一城多店，错位经营，模块式复制提升成功率

公司扩张并非完全统一的单店复制模式，而是采用百货+超市的不同组合进行复制，大大提高了门店扩张的成功率。其中“百货”可分为中心点、分店、时尚店，其定位根据地区消费人群收入水平，人口密度而有所区分；“超市”则分为便利超市和大型超市。公司的这种门店复制模式优势有三：第一，通过百货+超市的开店模式，充分利用了两种业态的吸客能力，相互增加消费客流，从而达到门店最大利用率；第二，不同类型的百货和超市组合，可以对不同区域采取适合的开店方式，最大程度适应区域消费特征，从而提高了门店扩张的成功率；第三，不同组合所针对的定位差异显著，可以很好地在同一城市进行错位经营，而将相互影响降到最低水平，从而最大限度在同一城市中实现密集布局，提高市场占有率。

图 31：银座的“模块式组合”门店扩张策略



资料来源：宏源证券

六、盈利预测与投资建议

按照未来公司外延扩张放缓的判断，我们预计 12-14 年公司商业部门每股收益分别为 0.71、1.29 和 2.09 元，复合增长率超过 70%。按照公司 2012 年 35 倍市盈率估值，合理价格为 25 元。公司处于业绩拐点，上调至“买入”评级。此外，我们估计此前公司已经完工的地产项目将在 2012 年部分结算，预计另贡献 EPS 约 0.5 元，即 2012 年全年业绩 1.2 元。

表 5：主营业务收入分地区构成预测

单位：亿元	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
济南市	11.50	14.10	16.71	20.73	28.02	31.39	35.15
淄博市			13.30	17.01	19.56	22.50	25.87
潍坊市	1.95	2.61	3.26	5.48	6.40	7.23	8.17
菏泽市	2.61	3.13	4.00	5.22	6.58	8.29	10.45
泰安市	7.96	8.87	11.04	12.87	16.44	20.08	24.37
东营市	7.03	8.37	10.30	13.73	15.79	18.16	20.89
临沂市	3.36	4.10	5.44	6.55	8.39	10.23	12.48
滨州市	4.06	5.00	7.89	10.00	11.50	13.22	15.21
莱芜市	1.81	2.64	3.55	4.21	5.06	6.07	7.28
德州市		0.60	1.49	2.93	4.17	5.03	6.04
石家庄市		0.74	7.66	6.40	7.04	7.74	8.51
河北保定市					0.96	2.06	2.37
河北张家口市					0.00	1.10	2.37
陕西省西安市					0.00	1.13	2.44
青岛市					0.00	2.40	5.16
聊城市					0.23	0.49	0.56

资料来源：公司公告，宏源证券预测

表 6：盈利预测

报表预测					财务分析和估值指标汇总						
利润表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	8794.68	10907.46	13484	16277	19409	收益率					
减: 营业成本	7195.16	8984.33	11112	13419	15996	毛利率	18.19%	17.63%	17.59%	17.56%	17.58%
营业税金及附加	60.96	84.67	104.67	126.35	150.66	三费/销售收入	15.39%	15.53%	14.89%	13.82%	12.76%
营业费用	970.26	1182.68	1415.60	1635.79	1856.11	EBIT/销售收入	3.48%	2.76%	3.16%	3.72%	4.46%
管理费用	240.85	343.03	414.03	478.43	528.46	EBITDA/销售收入	6.27%	5.70%	9.90%	9.46%	8.51%
财务费用	142.12	167.93	178.39	135.61	91.36	销售净利率	1.39%	0.97%	1.50%	2.27%	3.08%
资产减值损失	6.91	3.87	0.00	0.00	0.00	资产获利率					
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROE	5.17%	5.15%	8.44%	13.57%	18.43%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.75%	2.79%	4.35%	5.76%	8.42%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	8.41%	5.92%	8.48%	7.83%	15.01%
营业利润	178.42	140.94	259.45	481.61	786.34	增长率					
加: 其他非经营损益	7.51	23.91	10.39	10.39	10.39	销售收入增长率	67.75%	24.02%	23.62%	20.71%	19.24%
利润总额	185.92	164.86	269.84	492.00	796.73	EBIT增长率	38.62%	-1.76%	41.89%	42.06%	43.00%
减: 所得税	63.78	58.96	67.46	123.00	199.18	EBITDA增长率	56.22%	12.60%	114.81%	15.34%	7.32%
净利润	122.14	105.90	202.38	369.00	597.55	净利润增长率	6.51%	-13.30%	91.10%	82.33%	61.94%
减: 少数股东损益	11.22	-9.77	-2.50	-4.55	-7.37	总资产增长率	51.67%	31.86%	-8.98%	7.40%	-2.29%
归属母公司股东净利润	110.92	115.66	204.88	373.56	604.92	股东权益增长率	76.06%	4.72%	7.98%	13.47%	19.23%
资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	经营营运资本增长率	21.24%	-479.05%	68.02%	-146.90%	89.09%
货币资金	786.55	886.24	134.84	304.52	269.54	资本结构					
应收和预付款项	196.28	198.98	289.72	300.29	403.18	资产负债率	69.29%	75.86%	71.68%	70.56%	64.80%
存货	1964.35	3088.49	3160.88	4386.19	4610.09	投资资本/总资产	46.69%	34.18%	58.22%	40.63%	47.30%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	带息债务/总负债	35.40%	22.75%	41.71%	17.78%	19.81%
长期股权投资	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70	流动比率	0.65	0.61	0.63	0.82	0.99
投资性房地产	0.00	161.10	144.75	128.40	112.05	速动比率	0.22	0.16	0.07	0.10	0.13
固定资产和在建工程	2873.27	3995.60	3998.68	3699.71	3375.42	股利支付率	18.23%	12.49%	12.49%	12.49%	12.49%
无形资产和开发支出	2019.17	2088.72	1896.88	1705.05	1513.21	收益留存率	81.77%	87.51%	87.51%	87.51%	87.51%
其他非流动资产	324.13	346.29	173.14	0.00	0.00	资产管理效率					
资产总计	8165.46	10767.11	9800.60	10525.85	10285.19	总资产周转率	1.08	1.01	1.38	1.55	1.89
短期借款	2003.00	1858.00	1609.37	0.00	0.00	固定资产周转率	3.56	3.25	3.37	4.40	5.75
应付和预收款项	2483.70	4793.42	3898.75	5911.02	5148.36	应收账款周转率	4109.42	37396.31	4967.28	17801.22	5687.08
长期借款	1131.00	1320.27	1320.27	1320.27	1320.27	存货周转率	3.66	2.91	3.52	3.06	3.47
其他负债	40.00	196.21	196.21	196.21	196.21	业绩和估值指标	2009A	2010	2011E	2012E	2013E
负债合计	5657.70	8167.90	7024.60	7427.51	6664.85	EBIT	305.92	300.55	426.46	605.84	866.32
股本	288.93	288.93	288.93	288.93	288.93	EBITDA	551.81	621.33	1334.70	1539.41	1652.08
资本公积	1196.62	1196.62	1196.62	1196.62	1196.62	NOPLAT	206.51	189.73	312.05	446.59	641.95
留存收益	660.26	761.48	940.77	1267.67	1797.04	净利润	110.92	115.66	204.88	373.56	604.92
归属母公司股东权益	2145.81	2247.03	2426.32	2753.22	3282.59	EPS	0.384	0.400	0.709	1.293	2.094
少数股东权益	361.94	352.18	349.68	345.13	337.75	BPS	7.427	7.777	8.398	9.529	11.361
股东权益合计	2507.76	2599.21	2776.00	3098.34	3620.34	PE	54.02	51.81	29.25	16.04	9.91
负债和股东权益合计	8165.46	10767.11	9800.60	10525.85	10285.19	PEG	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	PB	2.79	2.67	2.47	2.18	1.83
经营性现金净流量	11.21	1266.85	201.6	2185.0	355.7	PS	0.68	0.55	0.44	0.37	0.31
投资性现金净流量	-1418.36	-1192.24	-522.2	-245.5	-245.5	PCF	534.46	4.73	29.72	2.74	16.85
筹资性现金净流量	1329.15	-21.59	-430.8	-1769.9	-145.1	EV/EBIT	25.03	24.71	21.74	12.41	8.74
现金流量净额	-77.99681	53.02344	-751.3994	169.6758	-34.97949						

资料来源：宏源证券

分析师简介:

陈旭: 商贸零售行业高级分析师, 消费服务组组长, 5年证券行业从业经验。就读于香港大学、厦门大学和中山大学, 金融系。2010年8月加盟宏源证券研究所, 曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所, 2009-2010年新财富团队成员, 2011年新财富最佳分析师商贸零售行业排名第9。成功推荐标的: 永辉超市、欧亚集团、大连友谊。

主要覆盖公司: 成商集团、天虹商场、银座股份、友阿股份、中百集团、小商品城、东方金钰、王府井、新华百货、苏宁电器、大商股份、永辉超市、欧亚集团、东百集团、海宁皮城、友好集团、南京中商、吉峰农机、老凤祥、大连友谊

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。