

银座股份 (600858.SH)**百货零售行业**

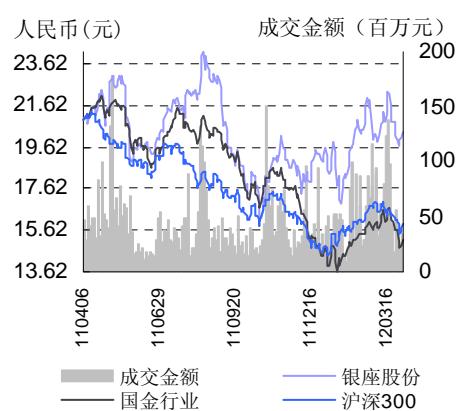
评级：买入 维持评级

公司研究

市价（人民币）：20.41元

优质百货龙头，业绩拐点有望出现**长期竞争力评级：高于行业均值****市场数据(人民币)**

已上市流通 A股(百万股)	263.43
总市值(百万元)	5,896.98
年内股价最高最低(元)	24.22/16.22
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19

**公司基本情况(人民币)**

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.384	0.400	0.716	0.939	1.248
每股净资产(元)	7.43	7.78	8.49	9.43	10.68
每股经营性现金流(元)	-0.04	4.27	3.80	4.22	4.81
市盈率(倍)	65.88	57.10	30.17	23.00	17.30
行业优化市盈率(倍)	54.94	49.61	49.61	49.61	49.61
净利润增长率(%)	-6.70%	4.28%	78.85%	31.17%	32.93%
净资产收益率(%)	5.17%	5.15%	8.43%	9.96%	11.69%
总股本(百万股)	288.93	288.93	288.93	288.93	288.93

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 山东优质百货龙头，发展空间广阔：山东百货虽竞争激烈，但主要是当地百货品牌占主导地位，近年来虽有省外连锁百货进入，但规模有限，难改当地百货优势地位；银座百货是山东省内规模最大、分布最广的百货龙头，品牌知名度、认可度高，影响力较大；未来公司在山东省内东扩、渠道下沉、错位经营，同时也开始积极省外扩张的步伐，可发展空间广阔，有望保持收入高成长。
- 重资产扩张侵蚀利润，业绩弹性大：公司的重资产扩张使近年来财务费用高企，门店快速扩张使销售、管理费用压力大，11 年净利率下滑至 1%，业绩弹性较大。从储备门店判断 12 年面积增速放缓，销售、管理费用压力减小，并且振兴街房产销售预计带来 10 亿以上现金流，缓解财务费用压力，盈利水平显著改善概率大。
- 自有物业提供安全边际：公司自有物业约 73 万平米，保守估计市场价值 73 亿，目前公司市值仅为 58 亿，有较大的安全边际。
- 关注资产注入及房产剥离的可能性：银座商城与银座股份虽有定位差异，但同业竞争难以完全避免；另外目前公司限于青岛项目中包含房产业务而只能以银行借款形式融资，不利于公司快速扩张。若大股东能够从做大上市公司角度出发完成其他零售资产注入，并将房产业务部分剥离，对公司业绩将产生较大影响。

投资建议

- 作为山东省优质百货龙头，我们看好公司未来发展潜力，并且费用压力降低带来业绩显著上行的预期，我们给予公司“买入”评级。

估值

- 不考虑资产注入及房产剥离，预计 12-14 年商业部分 eps 分别为 0.72、0.94、1.25，振兴街房产部分销售预计 10 个亿，12-13 年分别影响 eps0.24、0.45，合计 12-14 年 eps 约为 0.96、1.39、1.25（暂不考虑青岛项目房产部分）。目标价 28 元，对应 12 年 0.6 倍 ps。

风险

- 销售、管理费用控制不达预期；财务费用居高不下；储备项目尤其是青岛项目建设进度落后；行业竞争日益激烈，实际门店表现低于预期

侯沛沛 联系人
(8621)60870938
houpp@gjzq.com.cn

文瑶 分析师 SAC 执业编号：S1130511080001
(8621)61038260
wenyao@gjzq.com.cn

内容目录

鲁商集团唯一零售平台	4
历史沿革及股本结构	4
资产注入越走越近	4
山东百货龙头，扩张空间广阔	6
省内优势显著，影响力大	6
扩张空间广阔——省内东扩+渠道下沉+省外延伸+错位经营	7
盈利能力较弱，业绩拐点有望出现	10
毛利表现一般，改善空间大	10
面积增速放缓，费用压力有望降低	11
区域门店盈利趋势向好	13
盈利预测及说明	14
盈利预测假设条件	14
收入及盈利预测	14
估值与投资建议	17
风险提示	17
附录：三张报表预测摘要	18

图表目录

图表 1: 公司资产注入过程	4
图表 2: 公司股权结构	4
图表 3: 鲁商集团产业结构图	5
图表 4: 社消增速	6
图表 5: 人均 GDP	6
图表 6: 城镇人均消费支出	6
图表 7: 农村人均消费支出	6
图表 8: 山东主要零售企业	7
图表 9: 银座股份门店分布图（括号内为在建项目个数）	7
图表 10: 银座股份门店数（按照现有门店实际开业时间）	8
图表 11: 银座股份收入及增速	8
图表 12: 鲁东储备项目	9
图表 13: 县级市、城镇门店	9
图表 14: 银座股份省外扩张储备项目	9
图表 15: 和谐广场外景	10
图表 16: 和谐广场楼层布局	10
图表 17: 银座股份毛利率表现	10

图表 18: 百货行业 10 年毛利率情况.....	10
图表 19: 各区域毛利表现	11
图表 20: 各区域收入占比	11
图表 21: 毛利率、费用率、净利率表现.....	11
图表 22: 销售、管理、财务费用率表现.....	11
图表 23: 门店面积及增速	12
图表 24: 销售费用拆分	12
图表 25: 管理费用拆分	12
图表 26: 财务费用及借款情况	13
图表 27: 公司母公司、子公司盈利情况.....	13
图表 28: 振兴街购物中心盈利预测	14
图表 29: 银座股份盈利预测	15
图表 30: 分区域表现	16
图表 31: 行业 PE、PS	17

鲁商集团唯一零售平台

历史沿革及股本结构

- 银座股份原名济南渤海贸易公司，创建于1984年11月，1994年5月上市，2003年5月公司曾由于连续三年亏损暂停上市，此后山东省商业集团总公司（简称“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。
- 鲁商集团先后于2003年注入泰安银座90%股权，2004年注入东营银座90%股权和泉城广场店，并剥离了热电供应、酒店、建材、娱乐服务业相关资产，确定以零售为主营业务，2005年更名为银座股份，2007年鲁商集团又注入滨州银座，2009年注入淄博银座旗下六家门店。

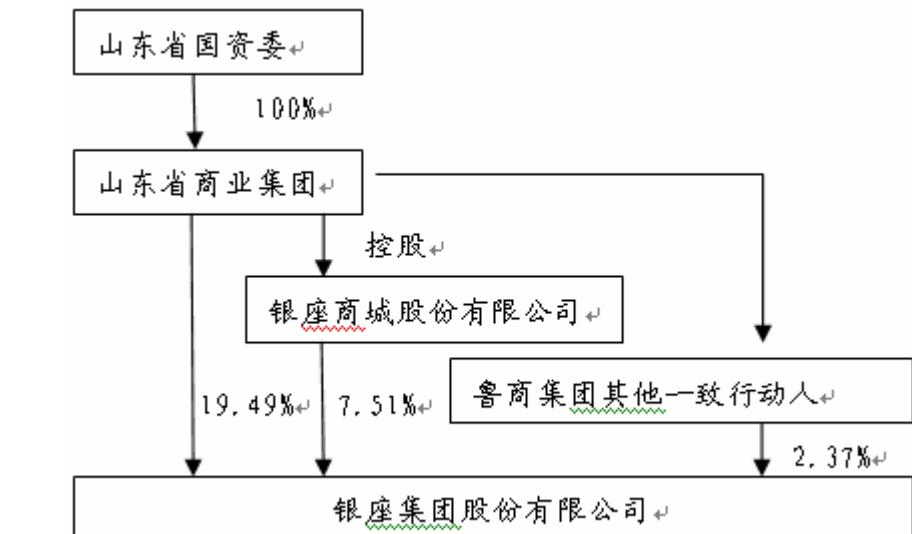
图表1：公司资产注入过程

时间	收购资产	出让对象	受让成本/评估价值（	备注
2003	泰安银座90%股权	银座商城	1,914.00	资产置换
2004	东营银座90%股权	银座商城	5,744.00	资产置换
	泉城广场	济南市银座购物广场有限公司	4,000.00	资产置换
2007.7	滨州银座90%股权	银座商城（配股）	14,858.00	配股募集资金投向
2008	滨州银座10%股权	山东世界贸易中心	1,838.00	挂牌转让
2009	泰安银座10%股权	山东世界贸易中心	4,887.00	挂牌转让
	东营银座10%股权	山东世界贸易中心	5,329.00	挂牌转让
	淄博银座100%股权	银座商城、山东世界贸易中心（定向增发）	54,273.00	定向增发股份

来源：公司公告，国金证券研究所

- 截止2011年底，鲁商集团直接持有公司股权19.49%，同时又通过银座商城间接持有公司股权7.51%，商业集团及其一致行动人合计持有本公司股份84,864,464股，占公司总股本的29.37%。

图表2：公司股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

资产注入越走越近

- 鲁商集团是1992年底由山东省商业厅整建制转体组建的大型国有企业，2010年集团实现营业收入370亿元。产业结构包含零售业、房地产、酒店业、传媒业、教育业、制造业等，旗下有两家上市公司分别为银座股份及鲁商置业，分别经营零售与地产，能够互相合作、带动。

图表3：鲁商集团产业结构图



来源：鲁商集团网站，国金证券研究所

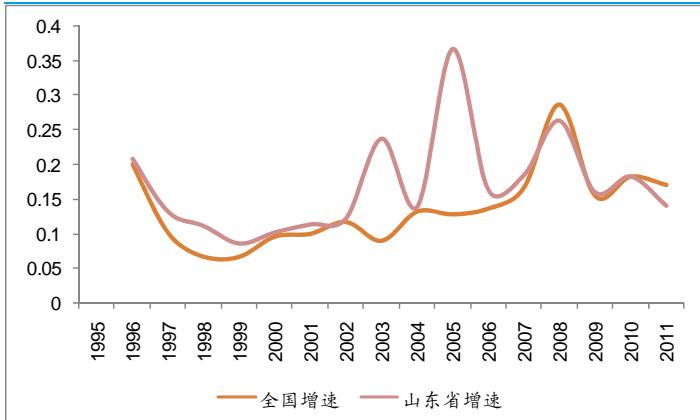
- 银座零售业是鲁商集团主业，鲁商集团下的银座商城（含银座股份）在2010全国连锁百货企业中仅次于大商、重庆商社，排名第三，2010年在山东、河北、河南三省拥有大型门店90多家，涵盖高档百货、购物广场、shopping mall、便民超市、现代家居、物流中心、专业公司等多种业态，2010年销售收入245亿元。
- 鲁商集团旗下目前经营零售行业的公司主要有两个，分别为银座商城股份有限公司（下称银座商城）和银座集团股份有限公司（即银座股份），两者独立经营，为避免同业竞争，除济南以外两者不能同时进入同一城市（地级市、县级市属不同城市）。定位上略有差异，银座集团股份有限公司定位于大众消费群，主要开拓便民连锁超市及部分百货门店，山东银座商城股份有限公司主要定位高端百货业态及辅助性购物中心。
- 银座商城及银座股份两者目前合计共有100多家百货门店，其中银座股份主要经营55家（含12年新开3家）百货门店，两者规模预计基本相当。
- 银座股份为山东省商业集团整合旗下唯一商业零售资产的平台，鲁商集团承诺，未来零售业务发展以银座股份为主导，并将其作为未来零售资产整合的唯一主体，在条件成熟时将零售业务全部纳入上市公司，从根本上消除潜在同业竞争之可能性。
- 阻止鲁商集团将其他零售资产注入银座股份的一大原因是1997年为了融资需要，银座商城发行了内部职工股1.25亿股，融资1.25亿元，职工股为记名股，其转让有特别限制。我国《股份制企业试点办法》规定：不向社会公开发行股票的股份制企业内部职工持有股份，采用记名股权证的方式，不印制股票，严格限制在本企业内部。如企业向社会公开发行股票，内部职工持有的股权证应换成股票，并按规定进行转让和交易。
- 2010年，鲁商集团在报纸上刊登收购银座商城股权公告，山东省国资委已批复同意鲁商集团收购其他股东所持银座商城股份，收购价为每股2.32元（包含2008年度至股份转让日前的分红）。预计目前的银座商城职工股已经基本收购完毕，但还存在一部分不愿出售的职工股，但是比例不大，鲁商集团预计目前所占银座商城股权比例在80%左右。
- 鲁商集团对银座商城、银座股份控股力度增强，资产注入能够解决两者的同业竞争问题，预计资产注入的脚步已越走越近。

山东百货龙头，扩张空间广阔

省内优势显著，影响力大

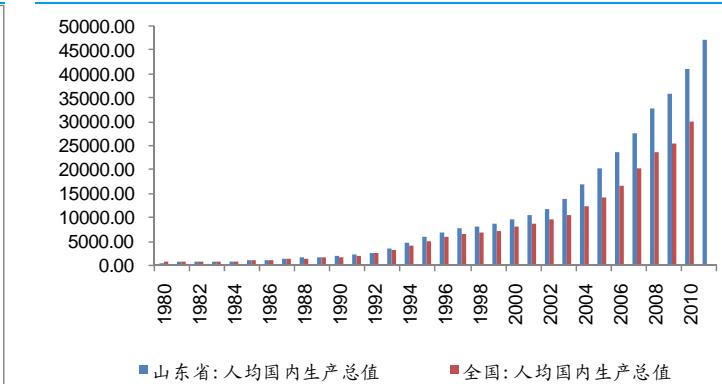
- 山东为 GDP、消费大省，GDP 排名全国第三，2011 年社消金额占全国社消总额的 9.1%，省内零售行业发展空间较大。
- 从消费增速来看，山东省城镇人均消费支出增速经历 03-06 年的高增长之后目前基本与全国增速持平，但农村消费支出增速显著高于全国水平，另城镇居民消费支出还未达到全国平均水平，未来消费增速预计保持全国平均水平。

图表4：社消增速

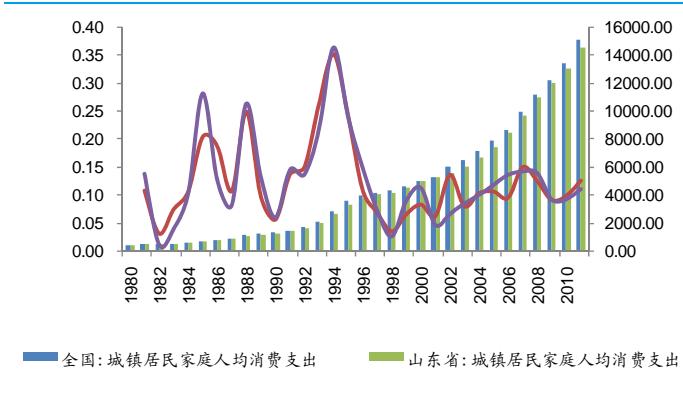


来源：国金证券研究所

图表5：人均 GDP

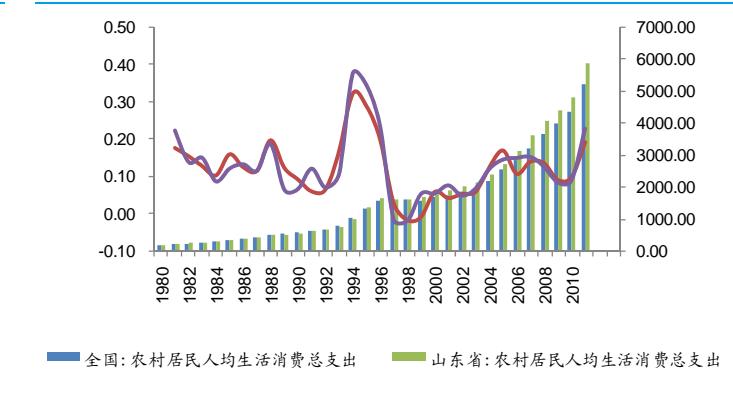


图表6：城镇人均消费支出



来源：国金证券研究所

图表7：农村人均消费支出



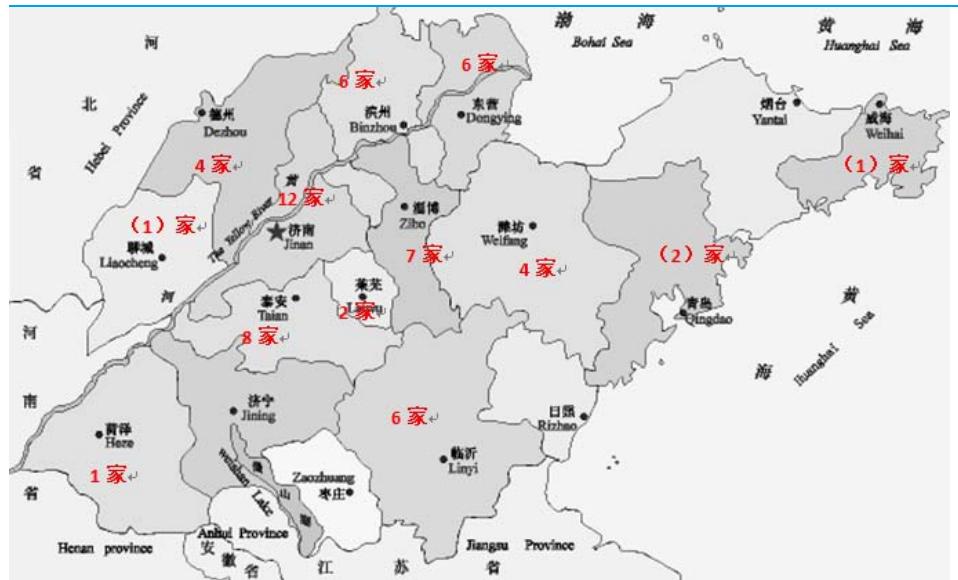
图表8：山东主要零售企业

	连锁百强排名	连锁百货排名	规模(亿)	主要业态	主要区域
鲁商集团	12	3	370	百货	逐渐布及山东省，鲁西更强势
利群集团	24		169	超市	青岛等鲁东区域位置
山东家家悦	37		123	超市	威海、烟台为主
山东新星集团	41		111	超市	淄博
山东潍坊百货集团	42	13	110	百货	潍坊
济南人民商场	58	20	60	百货	济南
济南华联商厦	64	23	46	百货	济南
山东威海百货大楼	72	29	40	百货	威海、烟台为主
青岛维客集团	77		36	超市	青岛
山东全福元商业集团	87		30	超市	潍坊寿光

来源：中国连锁经营协会，国金证券研究所

- 由于当地的零售企业发展基本已成规模，并且山东的消费习惯本土化较重，外地零售企业进入的难度较大。目前已经进入山东的外区百货主要有大商（青岛、淄博、日照各1家）、茂业（淄博5家菏泽1家，均为收购）、百盛（青岛1家、烟台1家）、恒隆（济南1家）、万达广场（济南1家），都较谨慎，规模不大。
- 山东境内的零售企业中鲁商的销售规模最大、分布区域最广，其中银座股份截止到2011年底已有54家百货门店，主要分布在山东西部，基本覆盖了西部的10个城市，并且在鲁东的青岛、威海开始建设新项目。在山东省内，银座百货规模具有显著优势，相比于威海百货大楼、潍坊百货等分布区域更广，扩张能力更强，是山东绝对的百货龙头，影响力较大。

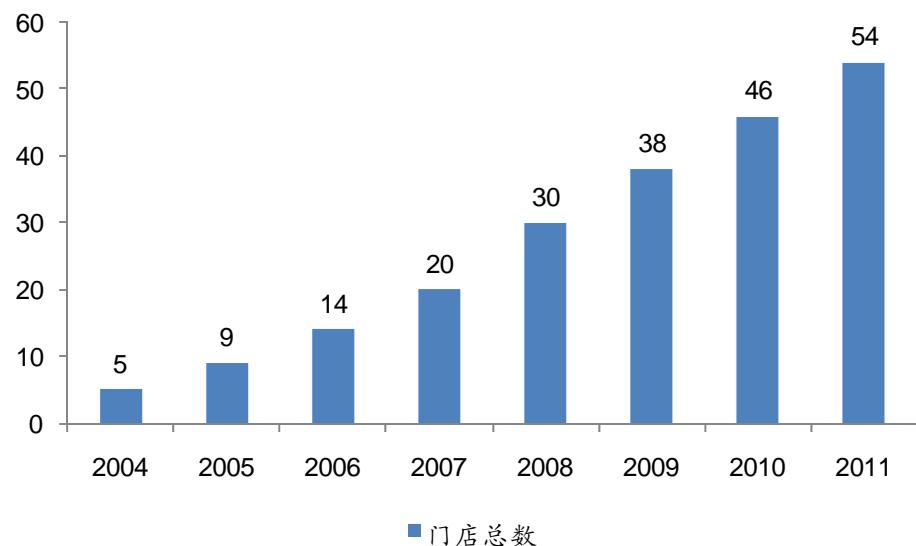
图表9：银座股份门店分布图（括号内为在建项目个数）



来源：国金证券研究所

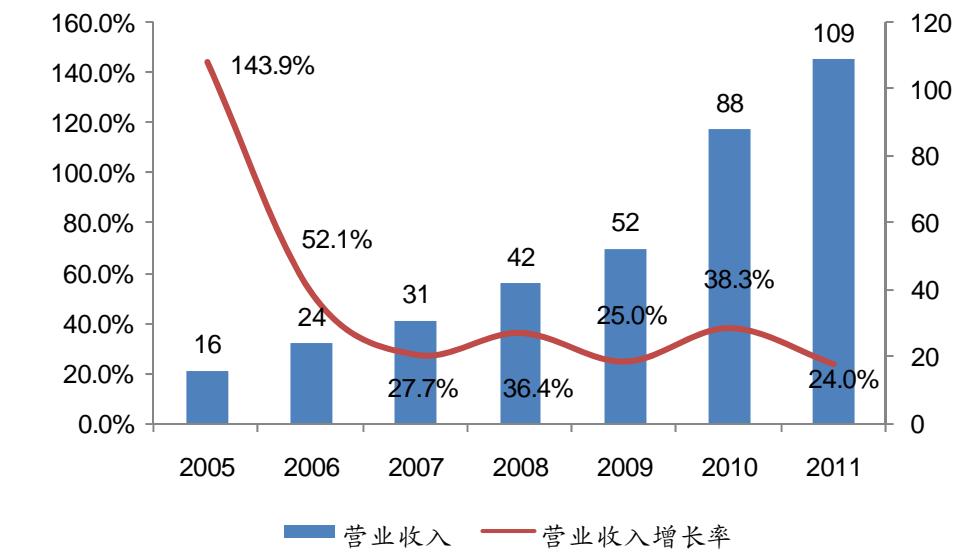
扩张空间广阔——省内东扩+渠道下沉+省外延伸+错位经营

- 04年以来，银座股份平均每年增加6家以上门店，门店数稳步提高，银座百货逐步覆盖了鲁西的大多数城市，目前济南、淄博、东营、泰安的收入占比均在10-20%。

图表10：银座股份门店数（按照现有门店实际开业时间）


来源：国金证券研究所

- 从03年以来，随着鲁商集团不断资产注入以及自开门店的增加，银座股份06-10年的复合增长率达到41%，2011年在没有资产注入的情况下，已有门店及新开门店收入增速24%。

图表11：银座股份收入及增速


来源：国金证券研究所

- 银座股份在现有门店的基础上积极扩张，扩张方向同时结合省内东扩+渠道下沉、省外延伸、错位经营，鉴于优质百货物业的稀缺性，积极的扩张战略有利于其迅速布局，抢占先发优势。
- 银座股份进入鲁西较早，百货地位更为强势，鲁东前期主要是利群等占优势地位，鉴于鲁东的经济发展水平相比于鲁西更高，消费能力更强，银座股份08年开始针对鲁东积极布局，目前的储备门店主要是威海宏图、青岛乾豪、青岛李沧三个自有物业在建项目，预计将在12-13年开业。

图表12：鲁东储备项目

城市	项目	预计开业时间	面积	业态	物业性质	物业获取时间	物业成本
威海	威海宏图	2012	3.28	百货	自有	2009.4	1.29亿
青岛	乾豪项目	2013	10	百货+写字楼+公寓	自有	2008.5	4.04亿
青岛	李沧项目	2013	14.82	百货+写字楼+公寓	自有	2010.3	8.74亿

来源：国金证券研究所

- 大部分鲁西地级市在前期已积极布局，自05年以来潍坊青州店开始，银座股份进一步将门店下沉到县级市甚至乡镇（2011年新泰新汶店），09-11年每年保持2-3家县级市门店开店。山东省现辖139个县、县级市和市辖区，未来下沉空间广阔。

图表13：县级市、城镇门店

区域	门店分布情况	区域	开店时间	面积(万平米)	物业权属
潍坊	青州店	县级市	2005/08	2.60	租赁
泰安	新泰店	县级市	2006/08	1.84	租赁
潍坊	寿光店	县级市	2009/04	3.00	租赁
滨州	博兴店	县级市	2009/09	1.00	租赁
东营	广饶店	县级市	2010/4/29	2.40	租赁
滨州	邹平县	县级市	2010/5/7	3.93	租赁
东营	垦利店	县级市	2010/11/7	1.80	租赁
泰安	新泰新汶店	乡镇	2011/5/8	0.57	租赁
潍坊	寿光金光购物广场	县级市	2011/9/6	0.95	租赁
德州	乐陵银座	县级市	2012/1月	3.50	自有
泰安	新泰2店	县级市	2012/1月	1.50	租赁

来源：国金证券研究所

- 银座股份一方面在省内挥斥方遒，同时在省外也开始小试牛刀，积极开始省外扩张的步伐。2009年7月竞购河北石家庄东购广场，股权占比55.14%，11年该门店营业收入6.4亿，装修导致营业收入下滑16.51%，目前基本装修完毕，12年有望贡献增速。目前河北还有3个储备项目，另外陕西将成为公司省外扩展的第二站。

图表14：银座股份省外扩张储备项目

城市	项目	预计开业时间	面积	物业性质
陕西	西安租赁门店	2013	5.67	租赁
河北	保定租赁门店	2013	4.8	租赁
河北	张家口胜利路	2013	5.5	租赁
河北	衡水项目	2013	3-5	租赁

来源：国金证券研究所

- 同一城市多家门店不是简单的门店复制，一方面在大型购物中心飞速发展阶段，银座积极筹备及调整，2010年在潍坊开业大体量购物中心，又将2009年6月购买的济南振兴街地块建设为大型购物中心，并于2011年10月1日开业，门店涵盖娱乐、餐饮等体验式服务，包含百货、超市等业态，满足消费者一站式购物需求。（商铺采取收租金的形式，据了解除部分位置不佳的商铺外基本已经出租完毕，且大多数商铺已经开业。另外项目还包含写字楼部分和商住公寓部分，分别售价13000-15000、12000-14000，目前尚有少部分公寓及部分写字楼在售。）从物业条件来看，未来的青岛物业也有望建设成为大型购物中心。公司对业态的积极调整有利于跟上市场变化的步伐，抓住发展机遇。另外不同的门店根据周围的消费水平及物业条件做出不同定位、错位经营，例如2012年1月新开的银座凤凰店仅有3700平米，只经营超市业态，灵活的门店定位支持其扩张及同城的密集布局。

图表15：和谐广场外景



来源：国金证券研究所

图表16：和谐广场楼层布局

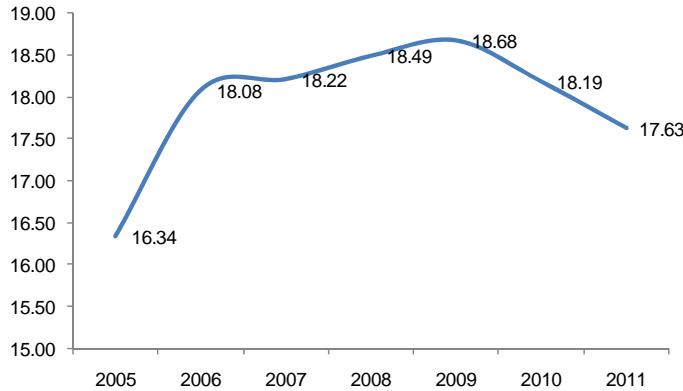


盈利能力较弱，业绩拐点有望出现

毛利表现一般，改善空间大

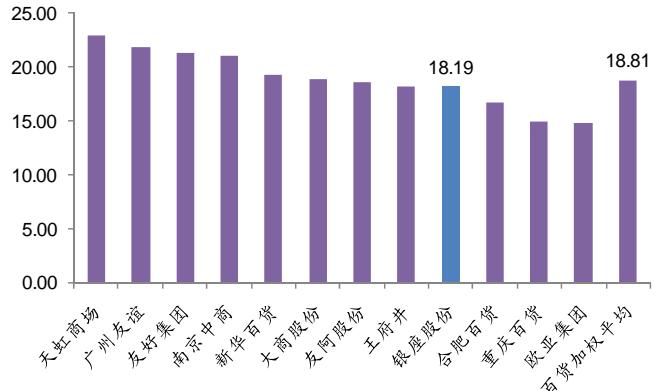
■ 银座股份毛利率在行业内处于偏低水平，10、11年有较大幅度下滑。

图表17：银座股份毛利率表现



来源：国金证券研究所

图表18：百货行业10年毛利率情况



- 从区域毛利表现来看，济南做为银座的大本营，议价能力、规模效应都更加优异，毛利率显著高于其他城市，而随着济南外区门店扩张加快，济南收入占比降低，这是整体毛利率下降的原因之一。
- 另外扩张门店较多的区域如每年新开 2-4 家门店的济南毛利率有所下调，潍坊在大体量购物中心影响下毛利表现不佳仅在 10%，但同时我们也可以看到泰安、莱芜、德州毛利趋势向好。整体来看各个区域毛利率相比于行业平均水平有一定差距，随着优质物业布局越来越完善，未来的改善空间较大。

图表19：各区域毛利表现

毛利率	2007	2008	2009	2010	2011
济南	18.52	17.10	16.80	16.91	16.74
淄博			14.96	14.66	
东营	14.98	14.71	14.67	14.47	14.20
泰安	13.93	14.18	14.73	14.67	14.77
滨州	15.87	13.85	12.90	11.95	12.27
临沂	16.13	16.38	16.29	16.16	16.02
石家庄			18.36	18.67	15.34
潍坊	11.45	11.10	10.41	10.21	10.05
菏泽	15.64	15.47	15.66	15.21	15.76
莱芜	11.09	12.81	12.98	12.77	13.35
德州			11.05	11.32	11.72

来源：国金证券研究所

图表20：各区域收入占比

收入占比	2007	2008	2009	2010	2011
济南	28.3%	28.6%	28.1%	19.73%	19.72%
淄博				15.7%	16.2%
东营	18.7%	17.5%	16.7%	12.2%	13.1%
泰安	21.2%	19.8%	17.7%	13.0%	12.2%
滨州	10.3%	10.1%	10.0%	9.3%	9.5%
临沂	9.2%	8.3%	8.2%	6.4%	6.2%
石家庄			1.5%	9.0%	6.1%
潍坊	5.5%	4.9%	5.2%	3.9%	5.2%
菏泽	5.9%	6.5%	6.2%	4.7%	5.0%
莱芜	0.8%	4.5%	5.3%	4.2%	4.0%
德州			1.2%	1.8%	2.8%

- 从业态上来分析，银座股份下的百货多采取扣点模式运营，从银座在山东的竞争优势来看，虽然扣点相比北京、上海等一线城市可能有所下调，但随着银座在省内规模扩大，百货未来的扣点水平有增长空间。
- 银座股份超市年销售规模数据未公告，但因其食品、日用百货等均从大股东旗下的山东银座配送有限公司采购（与银座商城共用），11年采购量为9.5亿，我们预计超市部分年收入约在25亿左右。从配送公司采购使公司无法直接影响采购效率、采购价格等，必然对毛利水平产生不利影响，预计是拉低毛利的重要原因，现在公司部分品类如生鲜开始尝试基地直采，但贡献较少，若能够资产注入后由公司直接参与配送中心的经营管理，超市业态毛利有显著提升空间。

面积增速放缓，费用压力有望降低

- 银座股份毛利率表现一般，期间费率自07年开始逐年提升，直接导致盈利空间非常低，11年净利率仅有1%；拆开费用来看销售费用及财务费用是最大的压力来源，主要源于公司近年来的高速扩张。

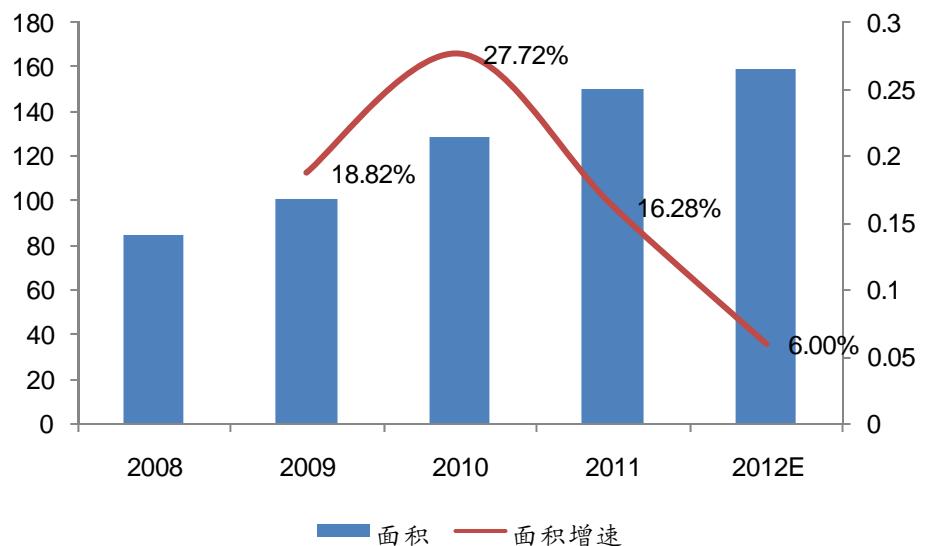
图表21：毛利率、费用率、净利率表现

来源：国金证券研究所

图表22：销售、管理、财务费用率表现

- 12年公司扩张速度放缓，除12年1月新开的三家门店之外预计只新开威海宏图店以及聊城店，面积增速预计仅有6%，费用压力有望降低。

图表23：门店面积及增速



来源：国金证券研究所

- 销售费用中占比较大的主要是职工薪酬、租赁费等，11年增速相比于10年明显平缓，尤其是占比最大的职工薪酬在10年大幅调整之后预计将进一步平稳，而其他重要费用条目的增速基本与面积增速直接相关，在面积增速下降的前提下继续下降的可能性较大。

图表24：销售费用拆分

销售费用(亿元)	2009	2010	增速	2011	增速	占比
广告宣传费	0.07	0.53	714.44%	0.78	47.28%	6.61%
水、电费	1.05	1.40	32.63%	1.62	15.93%	13.71%
长期待摊费用摊销	0.51	0.68	34.06%	0.95	40.71%	8.06%
折旧费	0.70	1.25	78.37%	1.58	26.67%	13.34%
职工薪酬	1.22	2.73	123.59%	3.36	23.02%	28.38%
租赁费	1.25	1.60	28.00%	1.94	21.13%	16.44%
合计	6.30	9.70	54.11%	12	21.89%	100.00%

来源：国金证券研究所

- 管理费用中影响较大的职工薪酬项11年较之前大幅提升主要是11年对管理人员做进阶管理，薪酬有较大提升，从历史管理职工薪酬表现来看这种提升幅度不具备持续性，预计将有所回落；另外11年影响较大的是开办费的大幅提升，主要是大体量购物中心振兴街门店的开业，预计振兴街门店开办费超过3500万，12年开店门店较少、体量都不大，该项费用将显著降低，带动管理费用率下调可能性较大。

图表25：管理费用拆分

管理费用(亿元)	2009	2010	增速	2011	增速	占比
办公费	0.16	0.19	17.38%	0.29	52.23%	8.58%
费用性税金	0.17	0.26	53.31%	0.27	3.90%	7.93%
开办费	0.20	0.35	75.06%	0.53	50.01%	15.34%
职工薪酬	0.84	0.84	0.19%	1.32	56.35%	38.48%
无形资产摊销	0.21	0.36	72.12%	0.47	28.35%	13.64%
合计	1.86	2.41	29.35%	3.43	42.42%	100.00%

来源：国金证券研究所

- 财务费用是近两年压制公司业绩的重要因素，公司非常重视自有物业的获取，虽然目前自有物业门店数量占比不高（57家门店中13家自有物业门店），但因自有物业面积一般较大，面积占比高达46.45%。自建项目长远来看有利于公司控制费用上涨，但短期内给公司带来较大的财务压力，

振兴街、青岛项目、威海宏图项目等都投入都较大，但随着振兴街购物中心项目开业，地产部分现金流逐渐回收，从预收帐款情况来看预计目前已收预售款 9.5 亿左右，目前尚有部分未销售完毕，预计销售总收入超过十亿，能够带来一定的现金流，缓和财务压力。

- 11 年借款情况基本保持稳定，现金期末余额有所好转，财务费用持续大量上行的可能性不大，但鉴于目前仍有几个投入较高的在建项目，预计财务费用维持在现有水平左右，费用率有所回落。

图表26：财务费用及借款情况

亿元	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
财务费用	0.05	0.09	0.12	0.36	0.74	1.42	1.68
利息支出				0.35	0.74	1.26	1.41
短期借款	0.65	1.35	3.45	6.90	17.48	20.03	18.58
长期借款	0.00	0.30	0.00	0.42	4.10	11.31	13.20
借款合计	0.65	1.65	3.45	7.32	21.58	31.34	31.78
现金期末余额	1.49	2.36	9.22	6.24	8.06	8.12	8.33

来源：国金证券研究所

- 由于目前银座股份的青岛乾豪、李沧两个项目都涉及房产业务，公司无法发行公司债及定向增发，鉴于目前公司扩张需要资金支持，现在只有银行借款这样的融资途径对公司不利，公司有剥离项目中房产部分的可能，据了解，青岛项目地块价格已有较大幅度上浮，若能切实剥离，一方面该部分销售收入短期内影响公司业绩，另外对缓解公司财务费用压力、降低无形资产摊销将起到明显作用。

区域门店盈利趋势向好

- 从公司母公司、子公司的净利润表现及开店节奏来看，一般开店当年对净利润表现负面影响较大，第二年净利润则成正成长，由此推断门店盈利趋势向好，预计亏损门店已在逐渐减亏的概率较大。
- 没有新门店开业的情况下公司子公司利润成正成长概率大，12 年多数区域无新门店开业，如东营、滨州、泰安等，都将成为利润正贡献来源。

图表27：公司母公司、子公司盈利情况

	2011	2010	2009	2012	2011	2010	2009
母公司（济南及潍坊）	2,623	982	4613		4	3	3
东营银座	4,808	2,599	3,022			2	
滨州银座	1,568	214	550		1	2	
泰安银座	3,987	4,586	3,636		2		
临沂银座	1,764	1,140	1,310	1	1	1	2
淄博银座	8,765	6,522				1	
山东银座置业(含振兴街)	-5,152	-3,005	-1,360		1		
银座集团德州商城	-2,014				1	1	2
石家庄东方城市广场	在-1157—1157之间		3,708	265			

来源：公司公告，国金证券研究所

- 面积较大的门店对盈利影响突出，如 10 年开业的潍坊财富广场及 11 年开业的济南振兴街分别对母公司、银座置业净利润产生较大影响，尤其是开办费影响显著。振兴街购物中心导致的亏损主要来源于 3500 万左右的开办费，我们预计处于公司优势区域济南的振兴街购物中心能够在 12-14 年实现较快扭亏为盈，贡献利润。

图表28：振兴街购物中心盈利预测

振兴街购物中心	2012	2013	2014
租金(元/天/平米)	3	3	3
认租率	0.7	0.8	0.9
面积(万)	10	10	10
收入(亿元)	0.77	0.88	0.99
水电费	0.15	0.165	0.1815
折旧摊销	0.35	0.35	0.35
营业成本(亿元)	0.50	0.52	0.53
毛利	0.27	0.36	0.45
人工费	0.2	0.22	0.242
促销费	0.05	0.055	0.0605
其他	0.03	0.033	0.0363
税前利润	-0.01	0.05	0.12
净利润	-0.01	0.04	0.09

来源：国金证券研究所

- 另外石家庄门店 11 年装修也影响到实际盈利表现，目前装修已经完成，鉴于之前石家庄门店的盈利能力较强，预计也将成为 12 年利润贡献的重要来源。

盈利预测及说明

盈利预测假设条件

- 不考虑资产注入及房产部分剥离情况；将振兴街房产收入单独核算，盈利预测仅测算商业部分。
- 2012-14 年面积分别增加 9 万（已开业三家以及威海宏图、聊城项目）、25 万（青岛项目及陕西、河北项目）、10 万。
- 各区域毛利率情况基本维持现有水平略有提升，但随着济南收入占比降低，整体毛利率依然有所回落。
- 销售、管理费用率随着面积增速变化而略有下降，财务费用基本维持现有水平，费用率有所下降。

收入及盈利预测

- 我们对公司 2012-2014 商业部分收入及盈利情况如下：
 - 预测 2012-14 年银座股份营业收入分别达到 134.86 亿、167.49 亿、203.26 亿，分别同比增长 23.6%、24.2%、21.4%。
 - 预测公司未来三年归属于母公司的净利润分别达到 2.07 亿、2.71 亿、3.61 亿，分别同比增长 78.85%、31.17%、32.93%。
 - 预计 12-14 年商业部分 eps 分别为 0.72、0.94、1.25，振兴街房产部分销售预计 10 个亿，12 年约结算 3.5 亿，13 年结算 6.5 亿，以 20% 净利率核算，贡献利润 0.7 亿、1.3 亿，影响 eps0.24、0.45，合计 12-14 年 eps 约为 0.96、1.39、1.25（暂不考虑青岛项目房产部分）。

图表29：银座股份盈利预测

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	8,794.68	10,907.46	13,485.81	16,748.60	20,325.51
增长率 (YOY)	67.75%	24.02%	23.64%	24.19%	21.36%
营业成本	7,195.16	8,984.33	11,109.93	13,828.49	16,802.93
占营业收入比重	81.8%	82.4%	82.4%	82.6%	82.7%
毛利	1,599.52	1,923.12	2,375.88	2,920.11	3,522.58
毛利率	18.19%	17.63%	17.62%	17.43%	17.33%
增长率 (YOY)	63.34%	20.23%	23.54%	22.91%	20.63%
营业税金及附加	60.96	84.67	101.14	125.61	152.44
占营业收入比重	0.69%	0.78%	0.75%	0.75%	0.75%
销售费用	970.26	1,182.68	1,448.31	1,762.13	2,133.70
占营业收入比重	11.03%	10.84%	10.74%	10.52%	10.50%
管理费用	240.85	343.03	389.46	497.34	576.51
占营业收入比重	2.74%	3.14%	2.89%	2.97%	2.84%
财务费用	142.12	167.93	150.11	153.34	146.83
占营业收入比重	1.62%	1.54%	1.11%	0.92%	0.72%
营业外收支	7.51	23.91	10.00	10.00	10.00
减：所得税费用	63.78	58.96	94.99	125.34	167.39
占利润总额比重	34.30%	35.76%	32.00%	32.00%	32.00%
减：少数股东损益	11.22	-9.77	-5.00	-5.00	-5.00
占合并报表净利润比重	9.19%	-9.22%	-2.48%	-1.88%	-1.41%
净利润（归属于母公司所有者的）	110.92	115.66	206.86	271.35	360.71
占营业收入比重	1.26%	1.06%	1.53%	1.62%	1.77%
增长率 (YOY)	-6.7%	4.3%	78.85%	31.17%	32.93%

来源：国金证券研究所

- 分区域来看，根据区域内门店店龄及未来面积增速预测未来三年区域收入表现：
 - 将以收取租金形式经营的振兴街购物中心单独预测，预测 10 万平米商业部分租金 3 元/平米/天，12-14 年租赁比率分别为 70%、80%、90%，折旧摊销成本 12-14 年分别为 5000 万、5150、5350 万。
 - 从储备门店来看，未来外延收入主要来源于现有区域以外的区域，如威海、青岛、河北、陕西，并且大多数门店体量较大，将贡献收入增速。
 - 各区域门店店龄和发展阶段不同，内生增速有较大差异，预计门店较为成熟的优势区域济南在少有门店开业的情况下 12-14 年收入增速较低。

图表30：分区域表现

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入					
济南(元)	1,670,830,741	2,073,429,382	2,402,057,419	2,680,298,384	2,984,842,035
增速	18.5%	24.1%	15.8%	11.6%	11.4%
面积	133,345	163,700	163,700	163,700	163,700
坪效	12,530	12,666	14,674	16,373	18,234
淄博(元)	1,330,489,213	1,701,163,507	2,041,396,209	2,408,847,526	2,770,174,655
增速		27.9%	20.0%	18.0%	15.0%
面积	219,790	219,790	219,790	219,790	219,790
坪效	6,053	7,740	9,288	10,960	12,604
东营(元)	1,030,446,372	1,373,723,550	1,758,366,144	2,162,790,357	2,595,348,429
增速	23.1%	33.3%	28.0%	23.0%	20.0%
面积	172,470	172,470	172,470	172,470	172,470
坪效	5,975	7,965	10,195	12,540	15,048
泰安(元)	1,104,252,613	1,286,524,111	1,487,024,883	1,685,282,483	1,875,835,225
增速	24.5%	16.5%	15.6%	13.3%	11.3%
面积	120,704	134,800	149,800	149,800	149,800
坪效	9,148	9,544	9,927	11,250	12,522
滨州(元)	789,489,398	999,819,711	1,199,783,653	1,379,751,201	1,559,118,857
增速	57.9%	26.6%	20.0%	15.0%	13.0%
面积	129,393	129,393	129,393	129,393	129,394
坪效	6,101	7,727	9,272	10,663	12,049
石家庄(元)	766,239,132	639,540,000	799,425,000	959,310,000	1,103,206,500
增速		-16.5%	25.0%	20.0%	15.0%
面积	51,000	51,000	51,000	51,000	51,001
坪效	15,024	12,540	15,675	18,810	21,631
临沂(元)	544,354,760	655,354,068	786,424,882	927,981,360	1,067,178,564
增速	32.8%	20.4%	20.0%	18.0%	15.0%
面积	73,901	85,900	89,600	89,600	89,600
坪效	7,366	8,868	8,777	10,357	11,910
菏泽(元)	400,449,291	522,270,000	652,837,500	802,990,125	963,588,150
增速	28.1%	30.4%	25.0%	23.0%	20.0%
面积	42,000	42,000	42,000	42,000	42,000
坪效	9,535	12,435	15,544	19,119	22,943
潍坊(元)	326,383,413	547,474,200	711,716,460	889,645,575	1,067,574,690
增速	25.3%	67.7%	30.0%	25.0%	20.0%
面积	197,288	206,788	206,788	206,788	206,788
坪效	1,654	2,775	3,442	4,302	5,163
莱芜(元)	355,421,510	421,352,180	484,555,007	552,392,708	624,203,760
增速	34.9%	18.5%	15.0%	14.0%	13.0%
面积	77,956	77,956	77,956	77,956	77,956
坪效	4,559	5,405	6,216	7,086	8,007
德州(元)	148,613,463	293,722,690	481,871,785	626,433,321	783,041,651
增速	147.5%	97.6%	64.1%	30.0%	25.0%
面积	92,657	92,657	127,657	127,657	127,657
坪效	1,604	3,170	3,775	4,907	6,134
其他(元)			132,168,000	1,019,436,000	2,153,836,800
增速				671.3%	111.3%
面积			44,056	295,756	395,756
坪效			3,000.00	3,446.88	5,442.34
主营业务收入合计	8,466,969,905	10,514,373,399	12,937,626,943	16,095,159,041	19,547,949,318
增速	68.8%	24.2%	23.0%	24.4%	21.5%
面积	1,310,504	1,376,454	1,474,210	1,725,910	1,825,912
坪效	6,460.85	7,638.74	8,775.97	9,325.61	10,705.86
毛利率	15.1%	14.6%	14.5%	14.4%	14.3%
振兴街购物中心			76,650,000	87,600,000	98,550,000
毛利率			34.8%	41.2%	46.1%
成本			50,000,000	51,500,000	53,150,000
其他业务收入	327,707,223	392,944,144.83	471,532,974	565,839,569	679,007,482
增速	23.1%	19.9%	20%	20%	20%
毛利率	99.2%	99.4%	99.4%	99.4%	99.4%
营业收入合计	8,794,677,128	10,907,317,544	13,485,809,916	16,748,598,609	20,325,506,800
增速	66.5%	24.0%	23.6%	24.2%	21.4%
毛利率	18.2%	17.66%	17.6%	17.4%	17.3%

来源：国金证券研究所

估值与投资建议

- 公司重资产扩张，自有物业约 73 万平米（不包含未开业的青岛、威海等项目物业），保守按照 1 万/平米的价格对应市场价值 73 亿，目前公司市值仅为 58 亿，有较大的安全边际。
- 虽然公司 PE 水平较高，但 ps 仅为 0.5，远低于行业平均水平，并且目前的盈利水平较低，未来的业绩弹性较大，给予“买入”评级，目标价 28 元，对应 12 年 0.6 倍 ps。

图表31：行业 PE、PS

股票代码	股票名称	PE 11	PE 12	PE 13	PS 11
000987	广州友谊	15	12	10	1.4
000417	合肥百货	15	15	13	0.9
002187	广百股份	16	14	11	0.5
600785	新华百货	19	16	14	0.9
600729	重庆百货	18	15	12	0.4
600723	首商股份	17	13	11	0.5
002277	友阿股份	18	15	11	1.2
600828	成商集团	19	15	11	1.8
600628	新世界	19	16	13	0.8
002561	徐家汇	18	17	15	2.1
000501	鄂武商 A	21	17	13	0.6
000785	武汉中商	22	17	15	0.5
600778	友好集团	22	19	13	0.9
600697	欧亚集团	23	18	13	0.6
002419	天虹商场	23	19	15	1.0
600859	王府井	24	17	14	0.9
600694	大商股份	25	16	14	0.3
600280	南京中商	41	20	16	0.7
600712	南宁百货	43	34	25	1.2
600858	银座股份	50	28	21	0.5
行业加权平均		24	17	13	0.8

来源：国金证券研究所

风险提示

- 销售、管理费用控制不达预期；财务费用居高不下
- 储备项目尤其是青岛项目建设进度落后
- 行业竞争日益激烈，实际门店表现低于预期

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	5,243	8,795	10,907	13,486	16,749	20,326
增长率	67.8%	24.0%	23.6%	24.2%	21.4%	
主营业务成本	-4,263	-7,195	-8,984	-11,110	-13,828	-16,803
%销售收入	81.3%	81.8%	82.4%	82.4%	82.6%	82.7%
毛利	979	1,600	1,923	2,376	2,920	3,523
%销售收入	18.7%	18.2%	17.6%	17.6%	17.4%	17.3%
营业税金及附加	-34	-61	-85	-101	-126	-152
%销售收入	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-527	-970	-1,183	-1,448	-1,762	-2,134
%销售收入	10.0%	11.0%	10.8%	10.7%	10.5%	10.5%
管理费用	-182	-241	-343	-389	-497	-577
%销售收入	3.5%	2.7%	3.1%	2.9%	3.0%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	237	327	313	437	535	660
%销售收入	4.5%	3.7%	2.9%	3.2%	3.2%	3.2%
财务费用	-74	-142	-168	-150	-153	-147
%销售收入	1.4%	1.6%	1.5%	1.1%	0.9%	0.7%
资产减值损失	0	-7	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	163	178	141	287	382	513
营业利润率	3.1%	2.0%	1.3%	2.1%	2.3%	2.5%
营业外收支	-5	8	24	10	10	10
税前利润	158	186	165	297	392	523
利润率	3.0%	2.1%	1.5%	2.2%	2.3%	2.6%
所得税	-43	-64	-59	-95	-125	-167
所得税率	27.2%	34.3%	35.8%	32.0%	32.0%	32.0%
净利润	115	122	106	202	266	356
少数股东损益	-4	11	-10	-5	-5	-5
归属于母公司的净利润	119	111	116	207	271	361
净利率	2.3%	1.3%	1.1%	1.5%	1.6%	1.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	115	122	106	202	266	356
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	133	253	325	298	345	392
非经营收益	60	95	92	328	164	158
营运资金变动	-194	-481	712	272	445	486
经营活动现金净流	114	-11	1,235	1,099	1,220	1,390
资本开支	-469	-1,418	-1,192	-993	-989	-990
投资	-671	0	0	-1	0	0
其他	-47	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-1,186	-1,418	-1,192	-994	-989	-990
股权募资	2	667	0	0	0	0
债权募资	1,373	838	200	271	-57	-233
其他	-120	-176	-222	-209	-174	-168
筹资活动现金净流	1,254	1,329	-22	62	-231	-400
现金净流量	182	-100	21	167	0	0

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	826	812	833	1,000	1,000	1,000
应收账款	42	139	136	185	230	279
存货	1,108	1,964	3,088	3,044	3,789	4,604
其他流动资产	93	57	63	80	99	120
流动资产	2,069	2,972	4,120	4,309	5,117	6,002
%总资产	37.7%	35.8%	37.9%	37.1%	39.2%	41.2%
长期投资	2	2	163	164	163	163
固定资产	1,791	2,873	3,996	4,574	5,110	5,604
%总资产	32.6%	34.6%	36.7%	39.4%	39.1%	38.5%
无形资产	1,555	2,343	2,435	2,560	2,679	2,794
非流动资产	3,426	5,335	6,763	7,300	7,954	8,562
%总资产	62.3%	64.2%	62.1%	62.9%	60.8%	58.8%
资产总计	5,494	8,307	10,883	11,608	13,071	14,565
短期借款	1,858	2,043	2,054	2,326	2,269	2,035
应付款项	1,534	2,484	4,793	5,038	6,263	7,602
其他流动负债	111	142	116	124	152	183
流动负债	3,502	4,668	6,964	7,487	8,684	9,820
长期贷款	410	1,131	1,320	1,320	1,320	1,321
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	3,912	5,799	8,284	8,807	10,004	11,142
普通股股东权益	1,219	2,146	2,247	2,454	2,725	3,086
少数股东权益	363	362	352	347	342	337
负债股东权益合计	5,494	8,307	10,883	11,608	13,071	14,565

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.506	0.384	0.400	0.716	0.939	1.248
每股净资产	5.185	7.427	7.777	8.493	9.432	10.681
每股经营现金流	0.485	-0.038	4.273	3.804	4.222	4.812
每股股利	0.070	0.070	0.050	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.75%	5.17%	5.15%	8.43%	9.96%	11.69%
总资产收益率	2.16%	1.34%	1.06%	1.78%	2.08%	2.48%
投入资本收益率	4.48%	3.79%	3.36%	4.61%	5.47%	6.62%
增长率						
主营业务收入增长率	24.99%	67.75%	24.02%	23.64%	24.19%	21.36%
EBIT增长率	14.05%	38.18%	-4.49%	39.72%	22.44%	23.34%
净利润增长率	-12.90%	-6.70%	4.28%	78.85%	31.17%	32.93%
总资产增长率	72.24%	51.19%	31.01%	6.67%	12.60%	11.42%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	72.1	77.9	102.6	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	47.4	39.4	62.1	62.0	62.0	62.0
固定资产周转天数	110.6	102.6	112.3	103.8	93.0	83.7
偿债能力						
净负债/股东权益	91.10%	94.20%	97.79%	94.46%	84.40%	68.83%
EBIT利息保障倍数	3.2	2.3	1.9	2.9	3.5	4.5
资产负债率	71.21%	69.81%	76.12%	75.87%	76.53%	76.50%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	4	4	4
买入	0	3	10	11	19
持有	0	0	3	3	4
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.75	1.90	1.92	1.95

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979
传真：010-6621 5599-8803
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015
传真：0755-33516020
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518026
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B