



主要事件

近年来随着我国零售业规模化经营步伐的不断推进，各大零售巨头纷纷跑马圈地式的发展以扩充门店，在扩张步伐加速的同时，我们也注意到合理的店龄结构与单店坪效同样是十分重要的。目前行业正面临挑战与机遇并存的时期，我们需要关注价值估值合理且未来业绩成长性好的优质企业。

点评与建议

★ 近年公司外延门店快速扩张，区域龙头地位得以巩固

公司业态的经营模式为百货+超市，目前旗下拥有的零售门店已达 57 家，覆盖了山东大部分地区，包括还进军了河北省。同时，在部分地区如济南、泰安、淄博等地公司占据了明显优势。根据大股东鲁商集团的双千亿计划，整个集团将以09年销售收入256亿元为基数，到2015年，集团销售收入目标超过1000亿元；到2020年集团销售超过2000亿元。简单测算2015年前第一阶段中，集团收入的复合增长率将保持在25%左右；到2020年的第二阶段中，集团收入的复合增长率将保持在15%左右；而零售业务作为集团旗下的主力业务，必将保持较快增长势头。实际上，从08年开始公司就进行了快速扩张，09年更是增加16家门店，包括新开9家门店，以及收购了石家庄东购的门店和注入淄博的6家门店，而近两年公司的平均扩店量也维持在10家左右的水平，进一步巩固了其省内龙头的地位。

★ 未来公司MALL业态将为重点，注重门店协同效应的释放

公司在08年后就进行了快速扩张，平均每年的开店数量不低于10家，而在租金成本高企、其他竞争对手如万达、恒隆进驻的压力下，10年及后续储备项目与08-09年新开门店的面积相比，整体呈现出大型化、综合化的发展趋势，以振兴街及和谐广场为代表的MALL业态有望成为公司未来探索的重要业态。这主要优点在于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产业链节点的协同效应，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。

请务必阅读正文之后的重要声明

银座股份

2012-04-10

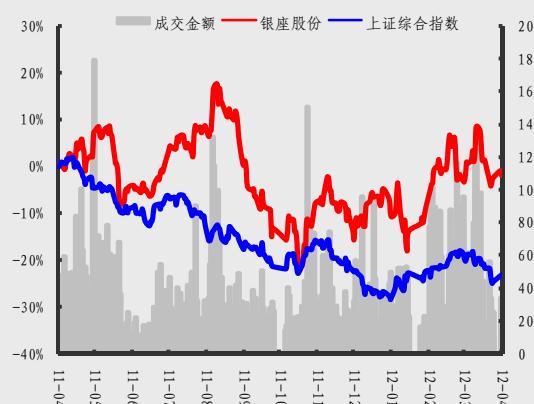
评级 推荐(维持)

| | |
|--------------|---------|
| 目标价格 | — |
| 当前价格 | 20 |
| 基础数据 | |
| 总市值(百万) | 5957 |
| 总股本/流通股本(百万) | 288/263 |
| 流通市值(百万) | 5957 |
| 每股净资产(元) | 7.77 |
| 净资产收益率(%) | 5.27 |

交易数据

| | |
|-----------|-------------|
| 52 周内股价区间 | 15.40-24.79 |
| 2012 年市盈率 | 25.37 |
| 市销率 | 0.56 |

一年期走势图



行业研究员：侯佳林

| | |
|--------|--------------------|
| 证书编号 | S0820511030002 |
| 电话 | 021-32229888-25511 |
| E-mail | houjialin@ajzq.com |

相关报告

《预做大做强的区域商业龙头企业》

2010-05-22

公司研究

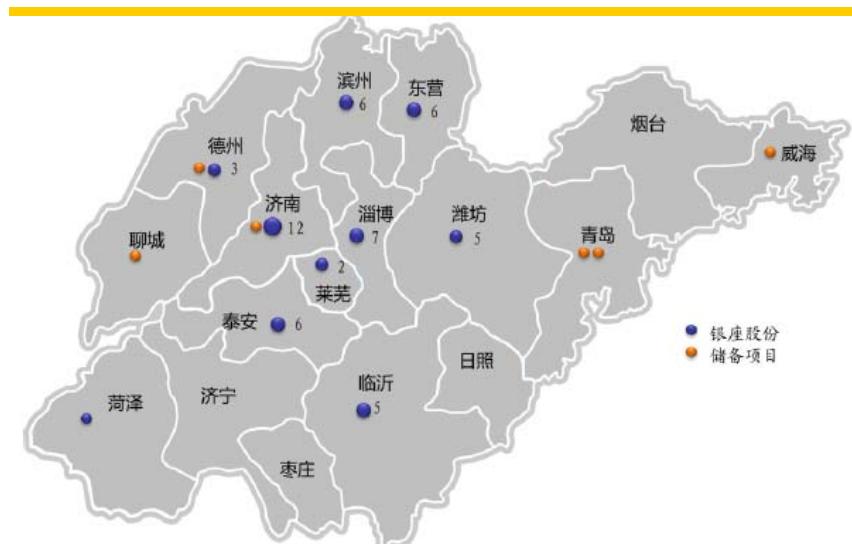
在未来公司的储备门店中，我们也可以发现青岛乾豪项目、李沧项目、威海宏图、济南顺河街以及河南河北、西安的省外项目等均定均为MALL业态，而从公司转型这一业态的优势来看，一方面随着采购权利的集中化管理，招商的议价能力有所提升，集团旗下的部分代理、品牌资源更是为购物中心的因地制宜差异化定位奠定了基础；另一方面相对于外来的大型商业地产项目，银座系的品牌、口碑先发优势明显，同时核心项目管理层基于平台发展空间的诉求，流失率较低从而保证了项目中后期运营的稳定性。值得注意的是去年7月鲁商集团正式宣布大举进军MALL业态，十年在全国投建30个MALL，并注册了和谐广场品牌，更是为公司MALL业态发展提供了广阔平台。

表1 公司门店储备项目情况

| 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 | 2009年3月 | 2012年 | 2910 | 1.13万 | 商场 |
| 威海宏图 | 2009年4月 | 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：公司公告，爱建证券研发部

图1 公司省内门店布点情况



资料来源：爱建证券研发部整理

★ 预计今年公司费用支出将有所下降，利于业绩表现

我们看到公司2011年门店增速由21%下降为17%，面积增速由30%下降为16%，资产增加额下降，主要费用项增速放缓。展望今年在不考虑青岛两个项目的前提下，公司现有聊城、威海、德州银座和乐陵四个项目合计总投资7.80亿元，2011年已投入5.32亿元，预计2012年完成剩余投资2.48亿元，资本开支总额有望大幅下降。即使考虑到青岛两个项目的投资在未来三年间完成，年均投资额也约4.20亿元，也较之前年度投资额有明显下降。由于折旧摊销、无形资产摊销、职工薪酬等费用相对滞后于资本开支和资产形成，基于2011年开始公司资本开支已经下降的情况，我们认为2012年主要费用项的增长将更为放缓，将在公司经营业绩自然增长之外带来额外的弹性，为今年业绩向好提供助力。

★ 公司仍是大股东旗下商业零售资产的整合平台

我们认为银座股份仍是大集团商业资产的整合平台。先从门店分布看，集团与公司共有57家购物网点，门店主要分布于山东省内，其中26家归公司所有，30家归集团所有，1家由公司托管，地理位置上集团与公司门店形成互补；从门店质量上看，集团与公司的门店平均单店面积相当，均为18000平米左右；从管理水平上看，集团与公司的零售管理团队均来自鲁商集团，水平相当且合作融洽。目前集团中不在上市公司体内的百货和购物中心仍有几十家，该部分门店存在培育成熟后继续逐步注入上市公司的预期。从长期来看，大集团旗下资产的逐步注入，一方面利于解决了集团下属同类资产的整合问题，另一方面集团注入资产大多为已培育成熟的购物中心，注入后大多能立即贡献利润，利于缩短盈利期。

★ 维持公司“推荐”的投资评级

公司在零售行业中属于正处在成长期中的区域性商业龙头。以目前公司的投资项目看，公司正从传统百货模式向较大规模的ShoppingMall模式发展，我们认为这种发展模式利于公司拓展新的市场与盈利空间，利于提高公司自身的价值。但由于前期规模快速扩张为公司带来了较大的资金压力，且内部改造力度较难在扩张中体现，这也使得公司费用率在近年处在相对较高，可喜的是这一增长趋势在去年已有所缓解且我们预计今年仍将延续。同时，我们认为公司目前的PS值仅为0.56，明显低于行业整体水平。考虑到公司未来的成长性及房产项目结算情况，我们预测公司12-13年的每股收益分别为0.79元、1.04元，所对应的2012年动态PE在25倍左右，维持其“推荐”的投资评级。

表2 公司主要指标预测情况

| | 2011A | 2012E | 2013E |
|---------------|--------|--------|--------|
| 毛利率(%) | 17.63 | 17.60 | 17.61 |
| 三费比率(%) | 15.53 | 14.89 | 13.90 |
| 净资产收益率(%) | 5.18 | 8.34 | 12.50 |
| 归属于母公司净利润(亿元) | 115.66 | 229.10 | 301.08 |
| 每股收益(元) | 0.40 | 0.79 | 1.04 |
| 市盈率 | 40 | 25 | 20 |

资料来源：爱建证券研发部

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。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内，公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

● 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大势：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

同步大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述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，爱建证券不作任何担保。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。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制品或复制品，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“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。