



Research and  
Development Center

# 内外兼修、具有中长期投资价值的区域龙头

——银座股份（600858.sh）调研报告

2012 年 06 月 01 日

司维

商业贸易行业分析师

## 证券研究报告

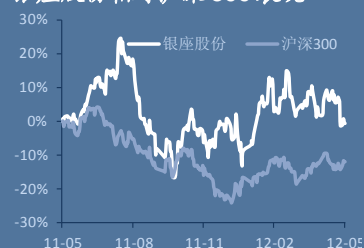
### 公司研究——调研报告

#### 银座股份 (600858.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级时间: 2011.08.24

#### 银座股份相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

#### 公司主要数据 (2012.5.30)

收盘价(元)	10.76
52周内股价波动区间(元)	9.00-13.43
最近一月涨跌幅(%)	-2.54
总股本(亿股)	5.20
流通 A 股比例(%)	91.17
总市值(亿元)	55.96

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街九号院  
一号楼六层研究开发中心

邮编: 100031

司维 行业分析师

执业编号: S1500510120008

联系电话: +86 10 63081262

邮箱: siwei@cindasc.com

#### 相关研究

《跑马圈地, 快速扩张》2011.8  
《潍坊、德州新门店收入增长较  
——2011 中报点评》2011.8

## 内外兼修、具有中长期投资价值的区域龙头

### 公司调研报告

2012 年 06 月 01 日

#### 本期内容提要:

- ◆ **区域龙头, 自有物业提供安全边际。**公司是山东省百货零售的龙头企业, 是大股东鲁商集团零售板块上市的唯一平台。门店遍布山东省内 11 个地市, 省外拓展到河北石家庄, 共 58 家门店。公司目前股价对应总市值仅为 56 亿元, 而公司自有物业 16 家, 面积 88 万平方米, 保守估计市场价值 88 亿元, 扣除有息负债等因素, 具有较高的安全边际。
- ◆ **毛利率改善, 管理跟上扩张步伐。**公司将继续保持快速的扩张势头, 在各地以“百货+超市”主力店“1 拖 N”的形式快速渗透, 并下沉渠道至县级市。省内逐步进入东部沿海地区, 省外在保定、张家口、衡水、西安也有丰富的储备项目。随着新门店占比逐渐减小, 公司管理上也逐渐能够跟上扩张的步伐, 毛利率水平有见改善。
- ◆ **重资产扩张放慢, 财务费用压力减轻。**公司未来新开门店将以租赁物业的形式为主, 重资产扩张放缓。随着公司近些年新开的门店逐步脱离培育期而产生稳定的现金流入, 振兴街地产项目约 12 个亿的预收款资金回笼, 都将减轻公司的财务压力, 公司业绩对财务费用弹性较大。
- ◆ **盈利预测与投资评级:**我们预测公司零售主业 2012 年至 2014 年按 5.2 股本摊薄 EPS 分别为 0.35、0.46、0.63 元, 公司地产业务在 2012/13 年结算将增厚 EPS 0.13、0.33 元。我们认为对公司采用 PS 估值更为合理, 给予公司 2012 年 PS 0.6 倍, 对应目标价 15.76, 结合绝对估值 14.55 元, 目标价 15 元, 维持“增持”评级。
- ◆ **风险因素:**外延扩张受阻, 内生增长缓慢, 费用控制不达预期。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	8,794.68	10,907.46	13,657.97	16,797.68	20,439.22
增长率 YoY %	67.75%	24.02%	25.22%	22.99%	21.68%
净利润(百万元)	110.92	115.66	184.41	240.26	325.54
增长率 YoY%	-6.70%	4.28%	59.43%	30.29%	35.49%
毛利率%	18.19%	17.63%	17.78%	17.72%	17.71%
净资产收益率 ROE%	6.59%	5.27%	7.90%	9.45%	11.52%
每股收益 EPS(元)	0.38	0.40	0.35	0.46	0.63
市场一致预期 EPS(元)	--	--	0.4	0.53	0.69
市盈率 P/E(倍)	--	--	30	23	17
市净率 P/B(倍)	--	--	2.5	2.3	2.0

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2012 年 05 月 30 日收盘价

## 目 录

投资聚焦.....	1
1. 公司概况：山东省内零售龙头，鲁商集团零售板块上市平台.....	3
1.1 公司概况：山东省内百货零售龙头企业.....	3
1.2 股权结构：鲁商集团零售板块上市平台.....	4
1.3 山东：人口大省，消费强省.....	6
2. 门店分析：“百货+超市”主力店“1拖N”快速渗透.....	7
2.1 门店概览：08年开始逆经济周期快速开店.....	7
2.2 区域分析：以济南为中心，据西望东的布局.....	8
2.3 业态分析：老牌但不腐朽，亲民的“百货+超市”业态定位.....	10
2.4 外延扩张：省内深耕细作，省外择优进入.....	13
3. 财务分析：新门店占比降低，重资产扩张放缓，业绩得以释放.....	15
3.1 营业收入分析：门店快速扩张带来营业额持续较快增长.....	15
3.2 毛利率分析：管理水平跟上扩张节奏，毛利率有所回升.....	16
3.3 净利率分析：新门店占比下降，公司净利率水平有望回升.....	17
4. 盈利预测与投资建议.....	20
4.1 基本假设.....	20
4.2 绝对估值.....	20
4.3 相对估值.....	21
4.4 盈利预测与估值.....	22
5. 风险提示.....	22

## 表 目 录

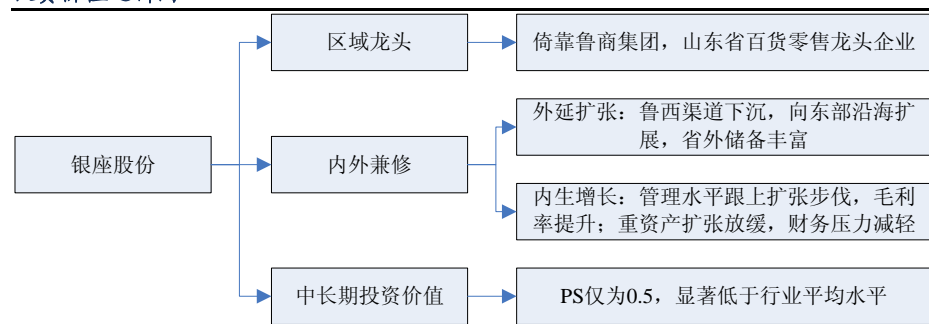
表 1：鲁商集团向公司历次注资情况.....	5
表 2：2011 年中国连锁百强榜单节选.....	5
表 3：公司县级市、县级门店情况一览.....	13
表 4：公司外地储备项目.....	14
表 5：公司 2011 年年报在建工程.....	14
表 6：公司 2011 年管理费用分拆.....	19
表 7：关键性假设.....	20
表 8：FCFE 估值.....	21
表 9：百货行业重点公司相对估值水平一览.....	21

## 图 目 录

投资价值逻辑图.....	1
图 1：公司门店遍及山东全省，并向省外拓张.....	3
图 2：公司股权结构图.....	4
图 3：鲁商集团业务覆盖范围.....	4
图 4：2000 年至 2011 年全国 vs. 山东社消总额（单位：亿元）.....	6
图 5：2000 年至 2011 年全国 vs. 山东社消总额增长率.....	6
图 6：山东省内人口（2010 年）按地市排序.....	6
图 7：全国各省人口（2010 年）排序.....	6
图 8：2005 年至今公司门店扩张情况.....	7
图 9：2007 年至 2011 年公司销售收入-按地区划分（单位：百万元）.....	8
图 10：2011 年公司各地区销售收入占比.....	8
图 11：2007 年至 2011 年公司营业利润-按地区划分（单位：百万元）.....	8
图 12：2011 年公司各地区营业利润占比.....	8
图 13：2011 年公司各地区门店面积（单位：平方米）.....	9
图 14：2011 年公司各地区销售收入（单位：百万元）.....	9
图 15：2011 年公司各地区坪效（单位：万元/平方米）.....	9
图 16：2011 年公司各地区毛利率.....	9
图 17：公司各门店面积情况.....	10
图 18：济南银座泉城广场店面及品牌导示图.....	11
图 19：济南银座燕山店面.....	11
图 20：济南银座和谐广场购物中心门面及楼层图.....	12
图 21：2005 年至 2011 年公司营业收入及增长率（单位：百万元）.....	15
图 22：2011 年公司营业收入同比增长率与同类百货公司比较.....	15
图 23：2006 年至 2011 年公司经营面积与销售收入（单位：平方米）.....	15
图 24：2011 年公司各地区营业收入增长率.....	15
图 25：2005 年至 2011 年公司毛利率水平.....	16
图 26：2011 年公司毛利率水平与同类百货公司比较.....	16
图 27：2008 年至 2012 年公司单季度毛利率水平.....	16
图 28：2005 年至 2011 年门店数量与毛利率水平.....	16
图 29：2005 年至 2011 年公司净利率水平.....	17
图 30：2011 年公司净利率水平与同类百货公司比较.....	17
图 31：2005 年至 2012 年公司期间费用率情况.....	17
图 32：2005 年至 2011 年公司在建工程增加值.....	17
图 33：2008 年至 2012 年公司单季度财务费用率.....	18

## 投资聚焦

投资价值逻辑图



资料来源：信达证券研发中心

**快速扩张战略未改，重资产扩张放缓。**公司在过去四年保持快速扩张，平均每年都有 10 家门店开出，在调研中公司表示，这种快速扩张的战略没有改变，只是未来将重资产扩张模式放缓，新开门店多采用租赁物业方式，这将大大缓和目前公司的财务压力。我们预计公司 2012 年将有 8 家左右新门店开出，已开业的有 4 家，包括新泰购物广场、临沂凤凰城店、德州乐陵店和威海银座商城。其中威海银座商城是公司进入东部沿海地区开出的第一家门店，也是一家面积在 60000 平方米的主力店。自有物业的聊城柳园店和德州宁德店今年有望开业，租赁物业的青岛胶州银座也有望开业，该店是先行进入青岛的一家小店。

对于零售企业而言，快速的外延扩张总是会带来管理落后的问题，公司也在所难免，之前毛利率有所下滑。但是随着新门店占比逐渐下降，公司的管理也逐渐跟上，公司毛利率已出现回升迹象

**因有地产项目不能融资，若剥离又面临机会成本。**由于公司青岛乾豪、李沧项目和济南经一路项目包含未建成的地产部分，所以公司不能向资本市场融资。青岛两项目已经在建且体量较大，全部靠自有资金建设将会产生较高的贷款费用。虽然公司未来没有更多的自建项目规划，但是若青岛两项目在今明两年内完成，公司的财务费用预计无法明显降低，只是随着销售收入的增长，财务费用率有所改观。

公司目前面临是否将青岛项目剥离给鲁商集团的选择，我们认为，若剥离，则能够彻底解决公司财务费用过高的压力，明显提升公司的净利率，也能够接受鲁商集团的注资。但剥离不好的一面在于，若公司未来再从集团手中购回建好的商业地产部分，可能会产生较高的成本。在青岛地价上升较快的情况下，商业地产业务在未来几年或得到较快的发展，公司面临一定的机会成本。

**2012 年业绩增量：**公司在前两年新开的门店将逐渐进入成熟期，开始稳定释放业绩；石家庄地区 11 年受内部装修影响业绩下滑，我们预计 2012 年将有大幅增长；济南和谐广场购物中心去年十一开业，由于开办费结算的原因导致亏损约 5000 万元，我们预计今年能够盈亏平衡；振兴街房地产预售接近尾声，我们预计总共可以回笼约 12 个亿的资金，公司现金流状况转好。

### 基本假设:

1. 由于公司未完成的青岛乾豪、李沧、济南经一路三个项目中包含房地产部分, 公司存在将其剥离解决融资问题的可能性, 但是剥离的话会带来一定的机会成本, 比如地产升至等。我们的预测是按照不剥离的情况假设的;
2. 振兴街项目的地产部分可销售面积约 10 万平方米, 平均价格在 1.2 万元/平方米, 总价约为 12 亿元, 目前已预售约 9.5 亿元。若分两年确认, 预计今年可确认 3.5 亿元 (对应 10 年 3.5 亿元预收款), 明年可确认 8.5 亿元。按照 20% 的净利率粗略计算, 12、13 年可产生净利润 0.7 亿元、1.7 亿元, 对应 EPS 0.13 元、0.33 元;
3. 假设 2012 年至 2014 年公司的营业收入同比增长 25.22%、22.99%、21.68%。2012 年营业收入的增量主要来自:
  - a) 2011 年公司新增 8 家门店逐渐产生稳定收入, 2012 年预计公司仍有 8 家门店开业
  - b) 石家庄东购店 2011 年内部装修导致收入减少 1.27 亿元, 现已装修完毕, 预计营业额将回升
4. 假设 2012 年至 2014 年公司的毛利率分别为 17.78%、17.72%、17.71%, 略高于 2011 年的毛利水平, 理由是公司管理加强, 逐渐跟上快速扩张的步伐。但由于渠道下沉, 后两年略有下降。
5. 假设 2012 年至 2014 年公司的期间费用率分别为 14.99%、14.78%、14.51%, 较 2011 年有所下降, 原因是随着公司新门店占老门店的比例下降、营业收入的稳定增长, 将使管理费用中的开办费占比减少。公司重资产扩张减缓, 稳定的经营性现金流入、振兴街地产项目收款将温和改善公司的财务费用压力。

### 盈利预测与估值:

我们预测公司零售主业 2012 年至 2014 年按 5.2 亿股本摊薄 EPS 分别为 0.35、0.46、0.63 元, 以 2011 年为基期未来三年复合增长率为 41.19%。公司地产业务在 2012/13 年结算将增厚 EPS 0.13、0.33 元。公司在前些年重资产扩张较快, 受到财务费用的压力收入不能充分转化为利润, 所以 PE 较高, 而 PS 处于行业较低位置。公司自有物业面积 88 万平方米, 保守估计市场价值 88 亿元, 公司目前股价对应总市值仅为 57 亿元, 具有很高的安全边际。我们认为对公司采用 PS 估值更为合理, 给予公司 2012 年 PS 0.6 倍, 对应目标价 15.76, 结合绝对估值 14.84 元, 目标价 15 元, 维持“增持”评级。

### 风险提示:

1. 公司外延扩张进展不顺利, 或已进入区域增长放缓导致的销售收入增长不达预期;
2. 公司毛利率水平受新店影响下降;
3. 公司销售、管理、财务三项费用控制不达预期;

## 1. 公司概况：山东省内零售龙头，鲁商集团零售板块上市平台

### 1.1 公司概况：山东省内百货零售龙头企业

公司是山东省内百货零售的龙头企业，以总部济南为依托，门店遍布山东省内 11 个地市，57 家门店，省外拓展到河北石家庄，1 家门店。公司多为“百货+超市”的中端卖场形式，在各地市以中心店“一拖 N”的模式扩张。未来公司将以渗透方式巩固现有地区，渠道下沉至县级市，逐步进入山东沿海地区，同时谋求打开河北、陕西等外埠市场。

图 1：公司门店遍及山东全省，并向省外扩张



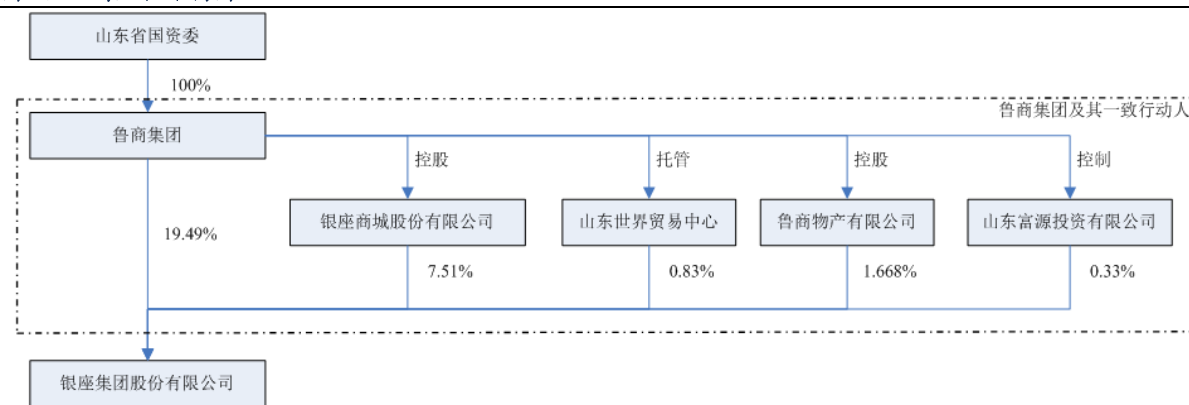
资料来源：信达证券研发中心

## 1.2 股权结构：鲁商集团零售板块上市平台

公司控股股东和实际控制人为山东省商业集团有限公司（简称鲁商集团）。鲁商集团植根齐鲁，业务横跨现代零售、生化制药、房地产、酒店旅游、文化传媒、物产、教育、汽车贸易、小额支付等领域，拥有两家上市公司，并培育出“鲁商”、“银座”、“福瑞达”等知名品牌。2011 年集团营业收入突破 500 亿元，在 2011 年发布的中国企业 500 强中排名第 217 位，在全国服务业 500 强中排名第 72 位，山东服务业排名第 1 位。

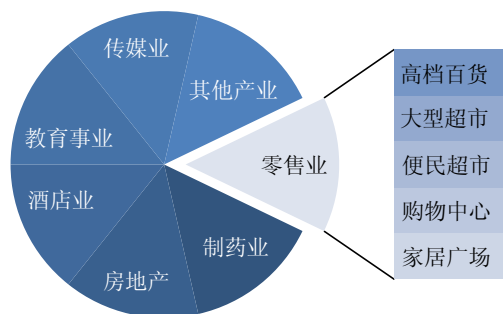
鲁商集团及其一致行动人自 2011 年 10 月 28 日起六个月内增持本公司股份，目前增持计划实施完毕，累计增持股本约占公司总股本的 1.998%。鲁商集团及其一致行动人合计持有公司股份 155,106,745 股，占本公司总股本的 29.82%。

图 2：公司股权结构图



资料来源：信达证券研发中心

图 3：鲁商集团业务覆盖范围



资料来源：信达证券研发中心

公司依托鲁商集团在山东的零售背景，2004 年重组以来专注零售业，取得了飞快的发展。作为鲁商集团唯一的零售上市平台，公司多次接受鲁商集团的注资，收购的优质资产包括泰安、东营、济南、滨州、淄博等地的主力门店，为公司进入这些地区铺平了道路。在公司尚未进入的山东枣庄、烟台、济宁、日照等地，鲁商集团均已开有门店。在公司进入新的区域之前，总有鲁商集团先行探路，树立“银座”的品牌形象，待时机成熟，再引入上市公司。

表 1: 鲁商集团向公司历次注资情况

时间	收购标的	开业时间	面积（平方米）	物业性质	股权比例	收购方式	对价（万元）
2003	泰安银座	2000/12/8	62810	自有+租赁	90%	现金	1914
2004	东营银座	2003/4/26	30000	自有	90%	现金	5744
2004	济南泉城广场店	1999/5/21	30200	租赁	100%	现金	4202
2007	滨州银座	2002/12/11	27866	自有	90%	现金	14858
2008	滨州银座	2002/12/11	27866	自有	10%	现金	1838
2009	泰安银座	2000/12/8	62810	自有+租赁	10%	现金	4887
2009	东营银座	2003/4/26	30000	自有	10%	现金	5329
2010	淄博银座商城	2003/5/1	56760	自有	100%	非公开发行股票	54273
	淄川购物广场	2006/1/1	48924	租赁			
	周村购物广场	2006/5/1	34337	自有			
	博山购物广场	2007/4/1	21750	自有			
	桓台购物广场	2007/4/1	16000	租赁			
	五里桥店	2008/1/30	28401	租赁			

资料来源：信达证券研发中心

表 2: 2011 年中国连锁百强榜单节选

序号	企业名称	销售规模(万元)	门店总数	序号	企业名称	销售规模(万元)	门店总数
1	百联集团有限公司	11,820,757	5,604	7	家乐福（中国）管理咨询服务 有限公司	4,519,581	203
2	苏宁电器股份有限公司	11,000,000	1,724	8	百胜餐饮集团中国事业部	4,340,000	4,450
2	国美电器有限公司	11,000,000	1,737	9	沃尔玛（中国）投资有限公司	4,300,000	271
4	华润万家有限公司	8,270,000	3,977	10	物美控股集团有限公司	4,107,499	2,609
5	康成投资（中国）有限公 司（大润发）	6,156,700	185	11	大商股份有限公司	3,560,000	170
6	重庆商社（集团）有限 公司	4,780,262	325	12	山东银座商城股份有限公司	3,067,037	93

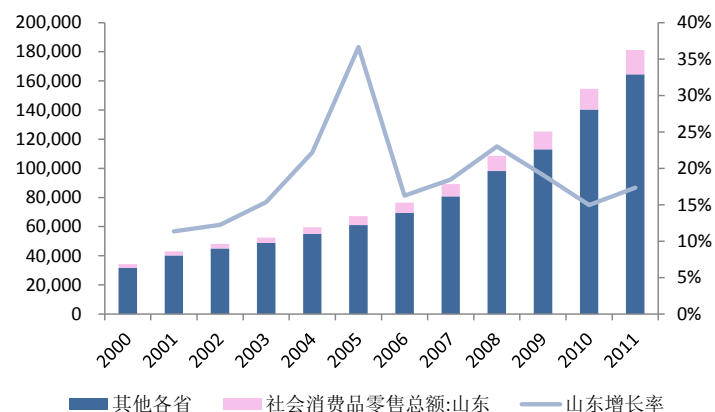
资料来源：信达证券研发中心

### 1.3 山东：人口大省，消费强省

山东总人口接近一亿，是仅次于广东的人口大省。人口最多的前五大城市分别为临沂、菏泽、潍坊、济宁和青岛，占山东省总人口比重接近 50%。除济宁、烟台、枣庄、日照外，公司在其他 13 个地市均有（在建）门店，这 13 个地市人口占比为 77.21%。

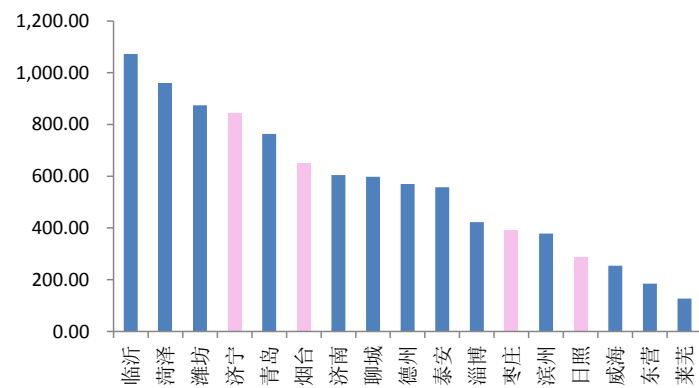
山东人口占全国总人口的 7.15%，而社消总额占比更高，为 9.20%，是我国消费强省。山东省社消总额增速一直高于全国水平，从 2000 年起至 2011 年，山东省和全国社消总额平均增速分别为 18.63% 和 16.38%。2011 年山东社消总额同比增长 17.34%。

图 4：2000 年至 2011 年全国 vs. 山东社消总额（单位：亿元）



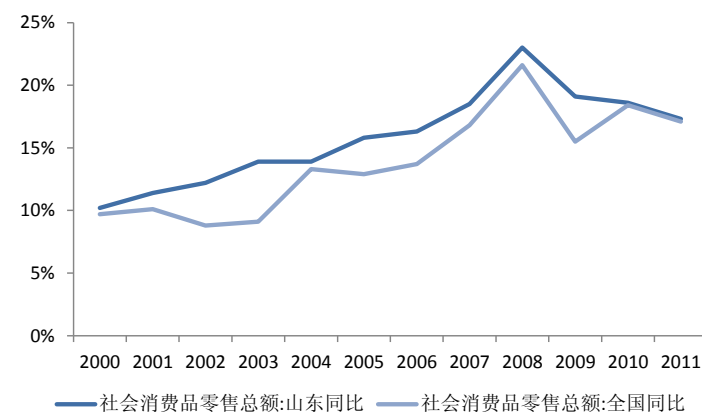
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 6：山东省内人口（2010 年）按地市排序



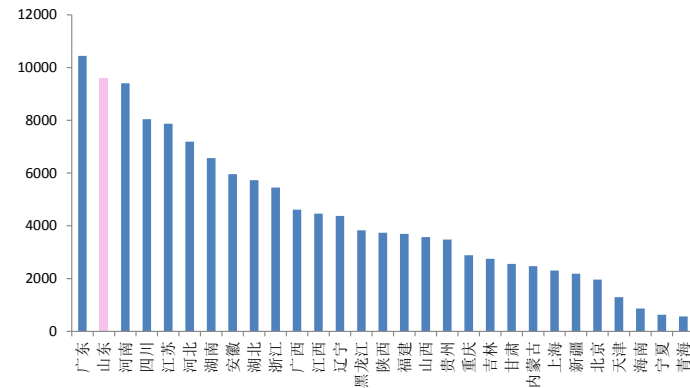
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 5：2000 年至 2011 年全国 vs. 山东社消总额增长率



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 7：全国各省人口（2010 年）排序



资料来源：wind，信达证券研发中心

## 2. 门店分析：“百货+超市”主力店“1拖N”快速渗透

### 2.1 门店概览：08年开始逆经济周期快速开店

截至2012年4月，公司共开有门店58家，托管1家。省内57家门店分别开在济南（12家）、泰安（8家）、淄博（7家）、东营（6家）、临沂（6家）、滨州（6家）、潍坊（4家）、德州（4家）、莱芜（2家）、菏泽（1家）和威海（1家），省外在河北石家庄开有1家门店，另有1家托管门店济南银座北园购物广场。在这58家门店里，自有物业16家，占比27.59%。门店面积达到168.17万平方米，其中自有物业87.76万平方米，占比超过50%，源于公司自有物业的门店多是当地主力门店，单店面积较大。

08年以前，公司仅开有门店22家，自08年至2011年这四年，公司借经济低迷之机加速扩张，以购买或租赁低价物业的方式，快速开店，四年分别新增门店9家、10家、14家和8家。2012年前四个月又新开了新泰购物广场、临沂凤凰城店、德州乐陵店和威海店，其中威海店是公司进入东部沿海城市开的第一家门店，是威海的主力中心店，经营面积六万平方米。公司在这四年里，门店数量年均增速高达42.76%，能够保持这么快的开店速度，原因有二：一是公司在各地区以主力门店“1拖N”的模式能够快速渗透，布局当地主要商圈，小门店业态灵活，可以是面积几千平米的超市，或者是“百货卖场+超市”，定位一般居民消费能力；二是经济危机时更容易购买到低价、地段合适的物业。

图8：2005年至今公司门店扩张情况

			泰安 8	济南 12	东营 6	临沂 6	潍坊 4	菏泽 1	莱芜 2	滨州 6	德州 4	石家庄 1	淄博 7	威海 1
门店总数	新增门店													
2003	1	1	银座商城											
2004	3	2		泉城广场	银座商城									
2005	5	2				银座商城	青州银座商城							
2006	10	5	新泰银座商城 东湖店		文汇购物广场		银座商城	菏泽银座商城						
2007	13	3		华信购物广场					银座商城	银座商城				
2008	22	9	齐鲁店 花园店	金牛店 燕山店	河口店 东城店				银座商城 钢城店	渤海购物广场 中海购物广场				
2009	32	10		无影山购物广场 鸿园购物广场		金雀山店 通达路店	寿光银座商城			黄河店	东地购物广场	东购广场		
2010	46	14		济源路店 东环购物广场	广饶店 垦利店	临沂中山北路店	银座商城（迁址）			博兴县店 邹平县店	大学路店 宁德州商城		银座商城 淄川购物广场 周村购物广场 博山购物广场 桓台购物广场 五里桥店 和平店	
2011	54	8	新泰新汶店 岱宗分公司	花园购物广场 高新区购物广场 环山购物广场 振兴街		罗庄店	寿光金光购物广场							
2012	58	4	新泰银座商城购物广场			凤凰城					德州乐陵			银座商城

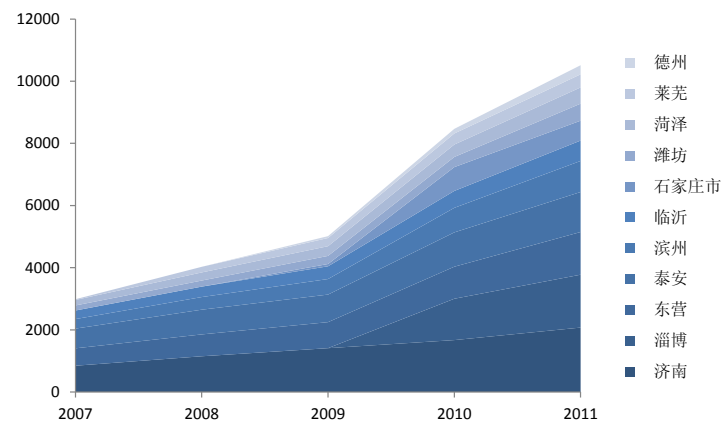
图例：  
租赁物业  
自有物业  
关闭门店

资料来源：信达证券研发中心

## 2.2 区域分析：以济南为中心，据西望东的布局

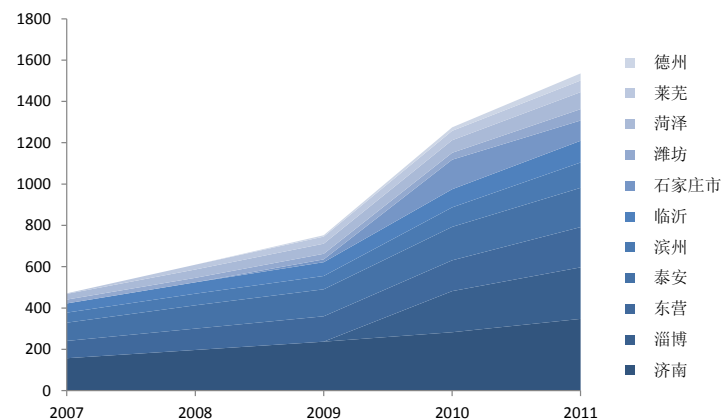
公司以总部济南为中心，山东西部为公司的传统优势地区。济南是公司营业额最高的地区，2011 年销售收入 20.73 亿元，实现利润 3.47 亿元，收入和利润分别占比 20%、23%。营业额占比超过 10%的地区还有淄博、东营、泰安和滨州。其中，泰安、东营地区公司进入最早，滨州地区在 07 年收购滨州银座商城后几年内迅速发展起来，淄博地区是 2010 年向大股东非公开发行股票收购后迅速占据的。其余六个地区临沂、潍坊、菏泽、莱芜、德州和石家庄市占比较小，其中不乏临沂、菏泽、潍坊这样的人口稠密地区，未来公司在这些区域拓展的空间较大。

图 9: 2007 年至 2011 年公司销售收入-按地区划分 (单位: 百万元)



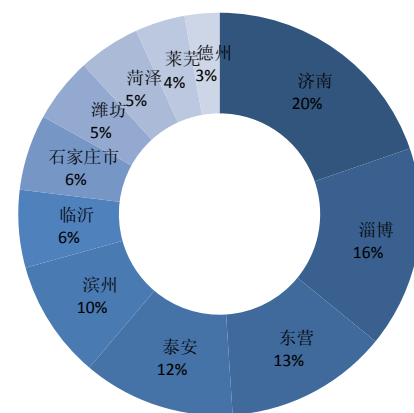
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 11: 2007 年至 2011 年公司营业利润-按地区划分 (单位: 百万元)



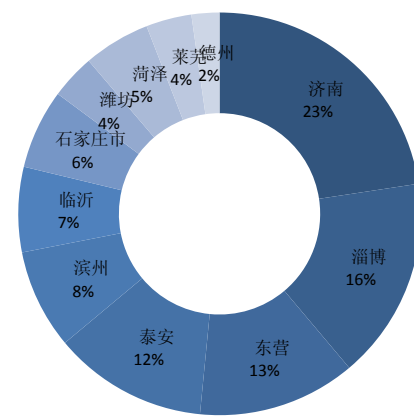
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 10: 2011 年公司各地区销售收入占比



资料来源: wind, 信达证券研发中心

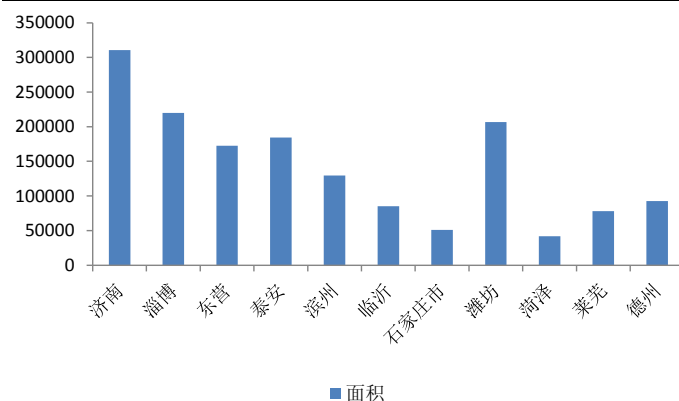
图 12: 2011 年公司各地区营业利润占比



资料来源: wind, 信达证券研发中心

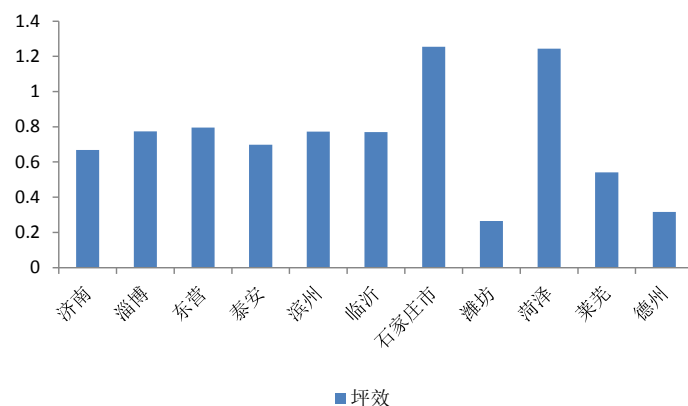
我们同时考察了公司各地区的坪效及毛利情况。从坪效上来看，公司各区域坪效在 0.24 至 1.26 万元/平方米之间。石家庄和菏泽的坪效最高，均超过万元每坪，分别为 1.25 万元/平方米和 1.24 万元/平方米。这两个地区的特点是均只有一家门店，且开张较早，菏泽银座商城 06 年开业，石家庄东购广场 92 年开业，09 年被公司收购。11 年东购广场内部装修在一定程度上影响了销售，否则坪效会更高。济南地区由于 14 万平方米的和谐广场购物中心大部分为租赁摊位，以租金计入收入，所以坪效显得较低，但济南作为公司最重要的传统优势地区，坪效一直较高，排除购物中心业态的影响，10 年坪效也在 1.25 万元以上。同样，潍坊地区的坪效也是受 14 万平方米购物中心的影响显得较低。毛利率方面济南和临沂最高，分别为 16.74% 和 16.01%，潍坊和德州最低，分别为 10.04% 和 11.72%。

图 13: 2011 年公司各地区门店面积 (单位: 平方米)



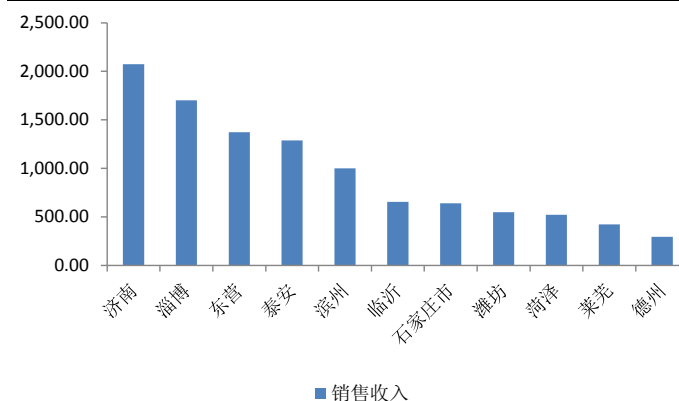
资料来源: 信达证券研发中心

图 15: 2011 年公司各地区坪效 (单位: 万元/平米)



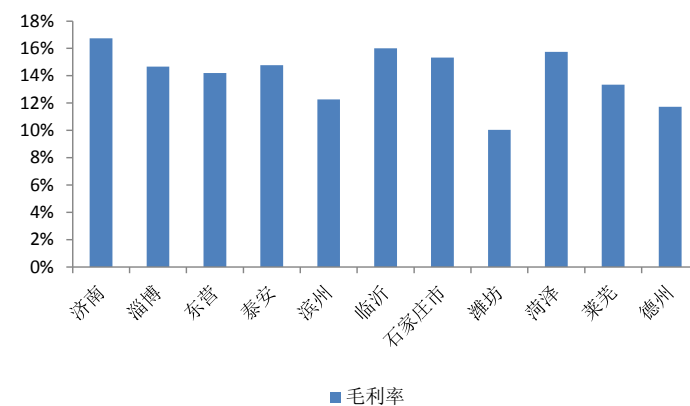
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 14: 2011 年公司各地区销售收入 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 16: 2011 年公司各地区毛利率



资料来源: wind, 信达证券研发中心

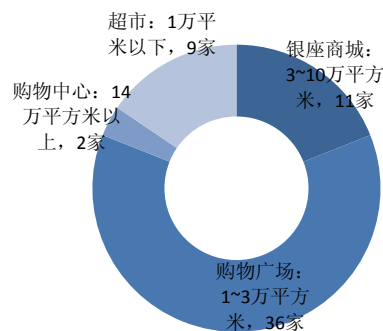
## 2.3 业态分析：老牌但不腐朽，亲民的“百货+超市”业态定位

公司的主要业态是“百货+超市”，这种大而全的形式满足了山东人民一站式的购物习惯。公司以主力门店“1托N”的模式尤其适合二线城市，在山东各地区得以快速复制，具体业态包括：

- 银座商城/主力店：多处于当地最繁华的中心地段，且较早开业，定位“中高端百货+超市”
- 银座购物广场/小店：以便民亲民的形象，可以快速复制，定位“中低端百货卖场+超市”，或者仅是超市单体
- 购物中心：寻觅合适物业，伺机而动

从面积上来看，主力门店大多面积在4~5万平方米，主要是各地市的银座商城，约11家。和主力门店相比，覆盖各副商圈的购物广场规模较小，通常在1~2万平方米，约36家，也有1万平方米以下的超市单体，约9家。购物中心业态目前银座有两家，济南的和谐广场店和潍坊的银座商城，面积均在14万平方米左右。

图 17：公司各门店面积情况



资料来源：信达证券研发中心

我们在本次调研中也走访了济南三家门店，代表着公司这三种主要业态。

### 济南银座泉城广场店：

济南银座的主力门店应该属上市公司体外的银座商城店，但由于股权划转的问题未能注入。在上市公司体内的济南中心店则属泉城广场店了。泉城广场店是银座老牌门店，1999年开业，面积三万平方米，处于济南市中心最繁华的泉城广场地下一层。泉城广场店采用“百货卖场+超市”的形式，中端定位，按男装、女装、化妆品、运动、珠宝、超市等划分区域。泉城广场的优势在于无可比拟的地理位置，所以虽然我们在工作日走访，人流仍非常旺。泉城广场周围商店林立，有11年新入的恒隆广场，也有同为济南的老牌百货贵和。恒隆广场定位高端，引进的国外品牌居多，面积达17万平方米，仍处于培育期，顾客很少。贵和弱在地理位置和人气远不如银座。

图 18: 济南银座泉城广场店面及品牌导视图



资料来源: 信达证券研发中心

### 济南银座燕山店:

燕山店是银座典型的副商圈购物广场门店, 面积不到两万平方米, 位于地下一层, 业态为“百货卖场+超市”, 还经营一些小型家电。该购物广场与大股东的银座家居比邻, 满足周边区域居民的日常消费需求。

图 19: 济南银座燕山店门面



资料来源: 信达证券研发中心

### 济南银座和谐广场购物中心:

济南银座和谐广场店是公司在济南的第一家购物中心，是振兴街项目的商业部分，面积 14 万平方米，其中，百货部分 4 万平方米，超市 1 万平方米，次主力店 1.5 万平方米，专卖店、专业店 2.5 万平方米，娱乐部分 1 万平方米，停车场 4 万平方米。该店于 2011 年国庆期间部分开业，目前招商已基本完成，除溜冰场外，百货、超市、餐饮、电影院、KTV、健身、美容等均已对外营业。和谐广场购物中心约 2/3 以上的面积采用商业地产租赁形式，其余部分是传统的百货联营形式。

和谐广场店位于济南市西部，整体呈三角形，由三条城市主干道经十路、经七路、纬十二路围合而成，交通便利，是城市购物中心理想的地理位置之选，连接济南市区和西部的新市区，周边社区楼盘逐渐增多，是济南市民节假日购物、娱乐的优选目的地。

2011 年和谐广场店亏损 5,152.34 万元，我们估计其中开办费约 3000 万元左右。这种大型的购物中心培育期需要两到三年，我们预计今年能够达到盈亏平衡。

振兴街项目配套的写字楼、公寓也即将施工完毕，2011 年已预售约九个亿（对应 9.67 亿预收款）。地产部分均价 1.2 万/平方米，可出售总计约 10 万平米，售罄后可产生地产收入约 12 亿元，我们预计将于今明两年分批确认。

图 20: 济南银座和谐广场购物中心门面及楼层图



资料来源：信达证券研发中心

## 2.4 外延扩张：省内深耕细作，省外择优进入

今年开业的 4 家门店里，新泰银座购物广场是泰安新泰市开的第二家门店，是一家县级市门店。临沂凤凰城店面积仅有 3656 平方米，是超市单体。德州乐陵店也是一家开在县级市的门店，面积 30000 平方米左右，自有物业。威海店是公司进入东部沿海地区开出的第一家门店，是一家大店，面积 60000 平方米。可见，公司在开店选址方面非常灵活，在规模和业态的选择上因地制宜。

公司今年仍将保持快速的门店扩张，除先期开业的 4 家门店外，预计今年开业的门店数仍在 8 家左右，与去年持平。在建工程内的两个项目，聊城柳园店和德州宁德店今年有望开业，租赁物业的青岛胶州银座也有望开业，该店是先行进入青岛的一家小店。

### 渠道下沉：

公司深耕鲁西这一传统优势地区，在东营、泰安、潍坊、淄博、滨州、临沂、德州这些地区采取渠道下沉的方式进行扩张，密集渗透，巩固和加强公司的市场份额。从 2005 年公司在潍坊青州的第一家门店开业，至今公司已在县级市、县里开有门店 13 家，其中有面积几千平米的超市，也不乏四万平米的大店。

**表 3：公司县级市、县级门店情况一览**

序号	地区	门店	渠道	开业时间	面积（平方米）	物业性质
1	潍坊	青州银座商城	县级市	2005/8/1	26000	租赁
2		寿光银座商城	县级市	2009/4/29	31500	租赁
3		寿光金光购物广场	县级市	2011/9/6	9545	租赁
4	泰安	新泰银座商城	县级市	2006/8/1	18400	租赁
5		新泰新汶店	县级市	2011/5/8	5679	租赁
6		新泰银座购物广场	县级市	2012/1/1	15885	租赁
7	淄博	桓台购物广场	县	2007/4/20	16000	租赁
8	滨州	博兴县店	县	2009/9/23	20228	租赁
9		邹平县店	县	2010/5/7	39296	租赁
10	临沂	临沭中山北路店	县	2010/1/30	10000	租赁
11	东营	广饶店	县	2010/4/29	24000	租赁
12		垦利店	县	2010/11/7	18000	租赁
13	德州	乐陵店	县级市	2012/1/16	30000	自有

资料来源：信达证券研发中心

### 外地储备项目：

在做精做细山东市场的同时，走出山东市场也是公司一项重要战略，公司一直在搜寻合适的契机在省外布点。目前公司在省外只有石家庄东购广场一家，是 2009 年参与竞标收购的。该次成功的收购在 2010 年给公司带来 7.66 亿的销售收入和 1.43 亿的利润，由于这家店龄较大，公司 2011 年对其进行了全面的装修。

公司在外地的储备项目较为丰富，在河北省保定、张家口、衡水，陕西西安均有租赁合同，预计保定和西安能在 2012 年交房，

张家口和衡水在 2013 年交房，公司经过 3 个月左右的装修、验收，招聘和员工培训后即可开业。

表 4: 公司外地储备项目

序号	省份	城市	预计开业时间	物业性质
1	河北	保定	2012 年底	租赁
2	陕西	西安	2013 年初	租赁
3	河北	张家口	2013 年	租赁
4	河北	衡水	2014 年	租赁

资料来源：信达证券研发中心

### 在建工程：

公司 2011 年金玺大厦项目和振兴街购物中心项目完工，转入固定资产。金玺大厦位于振兴街，由公司的全资孙公司银座置业租赁给济南银座佳悦酒店作为营业场所。租期 1 年（其中免租期两个月）。自 2011 年 7 月 1 日至 2011 年 12 月 31 日，按年租金 900 万元计算，共计租金 300 万元，自 2012 年 1 月 1 日至 6 月 30 日，按年租金 1,000 万计算，共计租金 500 万元。

威海宏图项目和德州乐陵项目今年上半年已完工开业，聊城项目和德州宁德项目今年也有望完工。目前只剩下青岛的两个项目具有较大的不确定性。青岛乾豪和李沧两个项目规模较大，投资预算分别为 4.96 亿和 7.74 亿，投资总额超过振兴街项目的 9.19 亿元。从投资额上推算，两项目均为购物中心规模。从工程进度上看，乾豪项目已初步开工。若今年两项目同时开工，公司将面临较大的资金压力。由于青岛乾豪、李沧两个项目，和尚未审批下来的济南经一路项目均包括地产业务，导致公司无法向资本市场融资，只能通过向银行抵押贷款的方式筹钱，将带来较高的财务费用支出。

表 5: 公司 2011 年年报在建工程（单位：万元）

工程名称	年初数	本年增加	本年减少- 转固	年末数	预算数	工程投入占 预算比例(%)	工程进度 (%)	利息资本化 累计金额	其中：本期利 息资本化金额	本期利息 资本化率	资金来源
聊城项目	803	6,531		7,334	25,500	28.76	28.76	541	541	7.22	自筹
威海宏图项目	2,934	26,350		29,285	31,500	92.97	92.97	901	901		自筹
金玺大厦项目	5,465	10,883	16,348		16,348		已完工				自筹
振兴街购物中心项目	20,229	71,699	91,928		91,928		已完工	2,311			募集资金、自筹
德州银座项目	4,422	1,696		6,119	10,000	61.19	61.19	1,394			自筹
青岛乾豪项目	6,223	2,003		8,226	49,580	16.59	16.59	2,181	1,639	7.22	自筹
青岛银座投资项目	84	2,433		2,517	77,400	3.25	3.25	5,376	5,376	7.22	自筹
德州乐陵项目		10,471		10,471	11,000	95.19	95.19	282	282	7.22	自筹
华信店改建项目		45		45	50	90.17	90.17				自筹
合计	40,160	132,112	108,275	63,997	313,306			12,986	8,739		

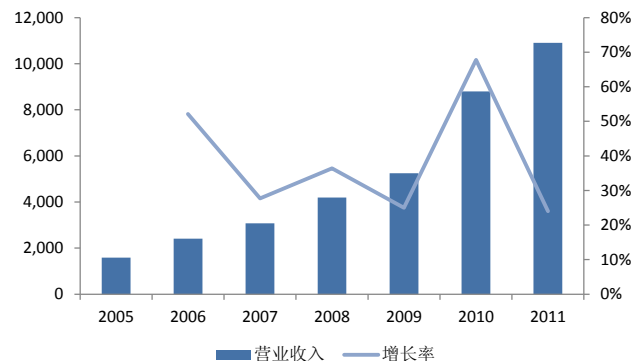
资料来源：信达证券研发中心

### 3. 财务分析：新门店占比降低，重资产扩张放缓，业绩得以释放

#### 3.1 营业收入分析：门店快速扩张带来营业额持续较快增长

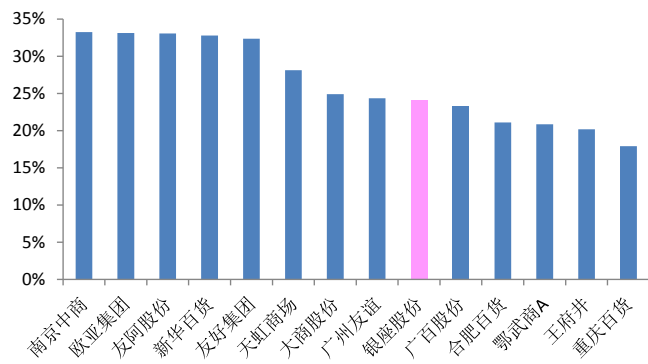
随着公司这几年的高速扩张，公司的营业收入保持了较快的增长，过去五年公司营业收入平均增长率为 35.29%。2011 年公司的营业收入达到 109.07 亿元，同比增长 24.02%。2011 年石家庄东购广场进行了大规模装修，对收入的影响较大，2011 年东购广场实现收入 6.40 亿，比 2010 年收入还少 1.27 亿元。但东购广场作为 1992 年就开业的老店，这次装修十分必要，公司对东购广场的停车场进行了全面改造，还请了日本专业设计公司商场进行了整体规划。我们预计 2012 年东购广场将对公司收入带来较大增量。此外，济南和谐广场购物中心去年 10 月才开业，对公司收入贡献较小，随着招商全面完成，租金收入也将提升公司今年的营业额。

图 21: 2005 年至 2011 年公司营业收入及增长率 (单位: 百万元)



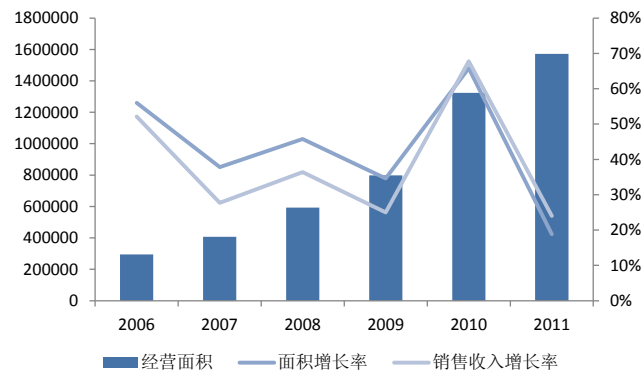
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 22: 2011 年公司营业收入同比增长率与同类百货公司比较



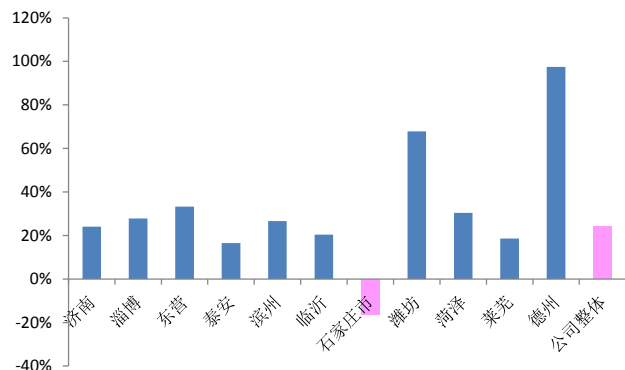
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 23: 2006 年至 2011 年公司经营面积与销售收入 (单位: 平方米)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 24: 2011 年公司各地区营业收入增长率



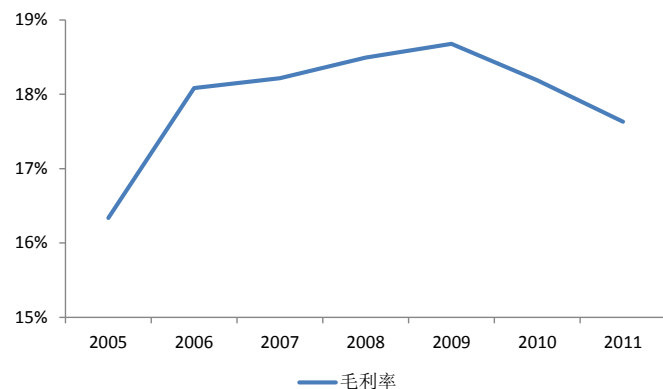
资料来源: wind, 信达证券研发中心

### 3.2 毛利率分析：管理水平跟上扩张节奏，毛利率有所回升

随着近些年的快速扩张，公司的毛利率水平有了一定程度的下滑。2009 年公司毛利率最高，全年综合毛利率 18.68%。2011 年毛利率下滑至 17.63%。和同行业其他百货公司相比，公司的毛利率也处于中等偏低水平，这是由于公司所处山东区域，居民消费水平中等，而且公司渠道下沉至县级市的层面，在这些地区公司的产品结构会倾向于低价、低毛利的产品，薄利多销。

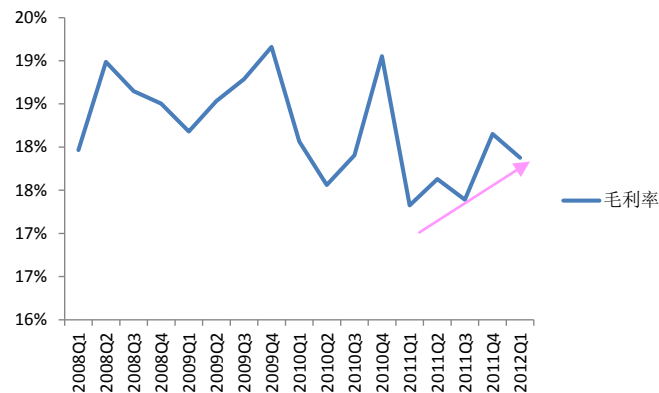
公司 2011 年四季度和 2012 年一季度毛利率水平有了明显改善，分别为 18.15%和 17.88%，这是由于前些年公司扩张较快，管理有些没有跟上，随着公司对管理的加强，对内生增长的愈发重视，公司毛利水平有所回升。

图 25: 2005 年至 2011 年公司毛利率水平



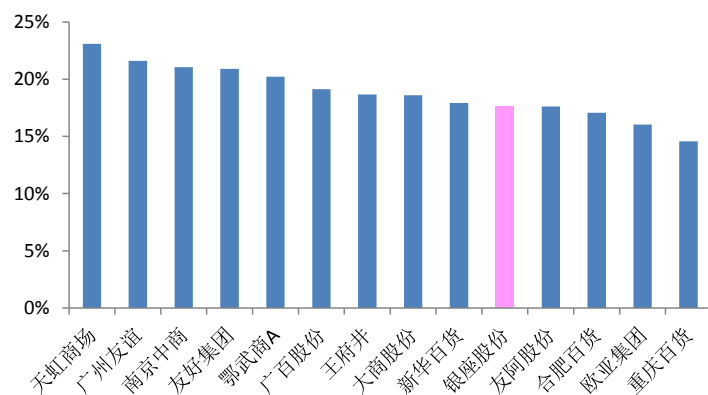
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 27: 2008 年至 2012 年公司单季度毛利率水平



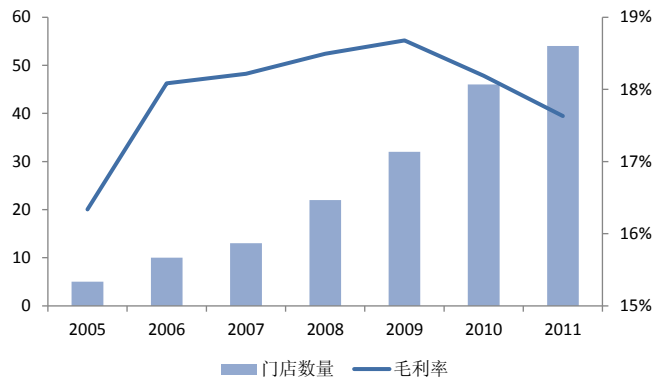
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 26: 2011 年公司毛利率水平与同类百货公司比较



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 28: 2005 年至 2011 年门店数量与毛利率水平

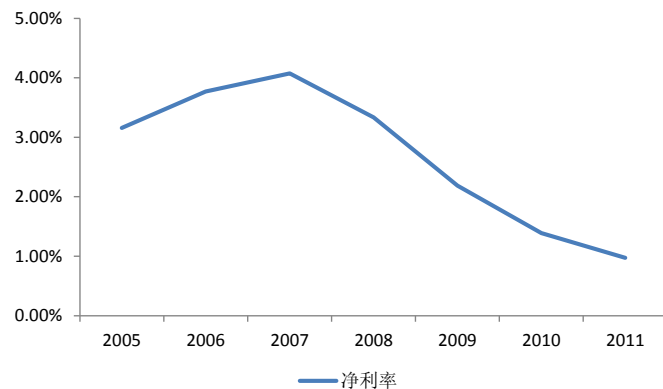


资料来源: wind, 信达证券研发中心

### 3.3 净利率分析：新门店占比下降，公司净利率水平有望回升

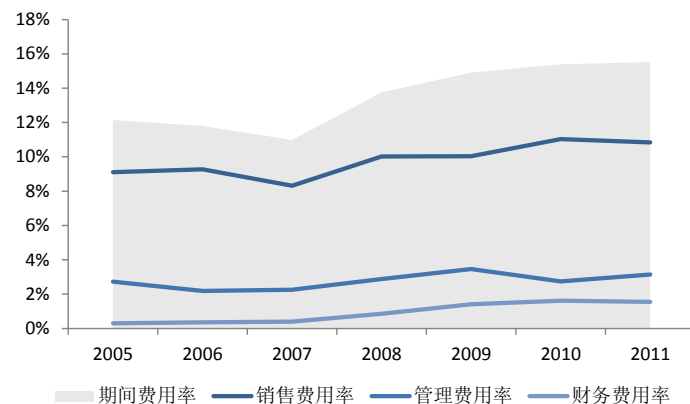
随着公司这几年的密集开店，公司的净利率水平有了明显下滑，从 2007 年的 4.08% 的较高水平，滑落至 2011 年的 0.97%，主要是由于公司期间费用率的高企所致。2007 年至 2011 年，公司期间费用率由 10.98% 升至 15.52%，其中，财务费用率的增长最为明显，从 2007 年的 0.40% 升至 2011 年的 1.54%。公司采取的重资产扩张，购进土地，自建或收购成熟门店，虽然有利于公司的长期发展，但是短期内也带来了资金链上的压力。从公司的在建工程投入来看，每年在建工程的增加值都在大幅提高，2011 年，公司在建工程增加了 13.21 亿元，威海店、振兴街购物中心、德州乐陵店等多个自建店项目带来了巨大的资本开支。

图 29：2005 年至 2011 年公司净利率水平



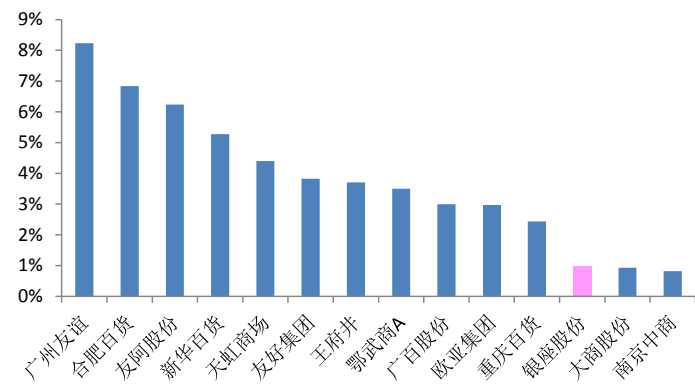
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 31：2005 年至 2012 年公司期间费用率情况



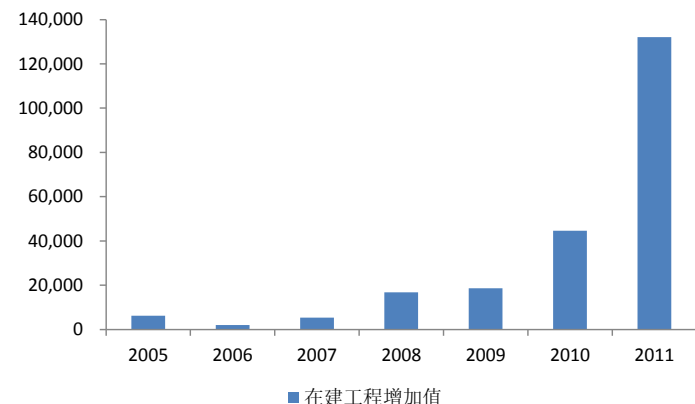
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 30：2011 年公司净利率水平与同类百货公司比较



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 32：2005 年至 2011 年公司在建工程增加值



资料来源：wind，信达证券研发中心

2012 年公司除了把已有的在建工程完成，没有更多的自建项目规划，公司的快速扩张不会就此停止，而更多将会采用租赁物业的形式，重资产扩张带来的财务压力将有所缓解。公司的威海宏图项目、德州乐陵项目已于去年基本完成，聊城柳园店、德州宁德店若今年完成，还需投入 2.20 亿元，而去年已经投入了 0.82 亿元。

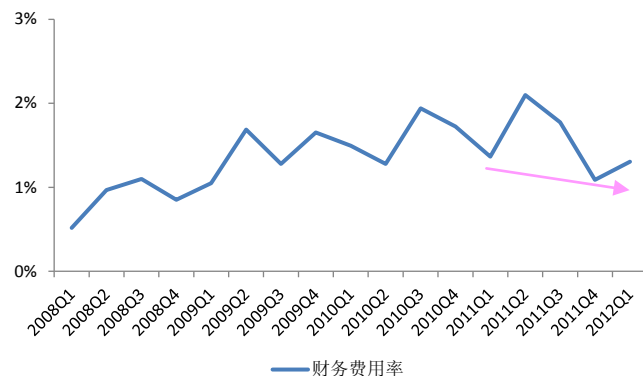
公司现有最大的两个在建项目是青岛的乾豪和李沧项目，两个项目规划投资 12.70 亿元，项目处于初期状态，已投资 1.43 亿元。若分两年建成每年须投入 6.35 亿元，则今年在建工程还须投入 8.55 亿元，比去年的投入明显减少。加上公司这些年新建的门店逐步进入成熟期产生稳定的收入来源，也将缓和公司的财务压力。并且，随着销售收入的稳定增长，将摊薄公司的财务费用率。

从近两个季度来看，公司财务费用率已显现出一定程度的降低。我们分析，振兴街地产项目的预售产生的预收款，约 9 个亿，起到了缓解公司财务紧张的作用。随着预售接近尾声，我们预计公司还将陆续收到约 3 个亿的预收款。

由于公司青岛乾豪、李沧项目和济南经一路项目包含地产部分，所以公司不能向资本市场融资。青岛两项目已经在建且体量较大，全部靠自有资金建设将会产生较高的贷款费用。虽然公司未来没有更多的自建项目规划，这对公司现金流起到利好作用，但是若青岛两项目在今明两年内完成，公司的财务费用预计无法明显降低，只是随着销售收入的增长，财务费用率有所改观。

公司目前面临是否将青岛项目剥离给鲁商集团的选择，我们分析，若剥离，则能够彻底解决公司财务费用过高的压力，明显提升公司的净利率，也能够接受鲁商集团的注资。但剥离不好的一面在于，若公司未来再从集团手中购回建好的商业地产部分，可能会产生较高的成本。在青岛地价上升较快的情况下，商业地产业务在未来几年或得到较快的发展，公司面临这样的机会成本。若不剥离，青岛两项目仍会带来一定的财务压力。公司也表示，鲁商集团的优质资产大多已经在上市公司体内，比如鲁西各地市的银座商城等。

**图 33: 2008 年至 2012 年公司单季度财务费用率**



资料来源: wind, 信达证券研发中心

比较 2011 年和 2010 年的三项费用，我们可以看出整体费用率的增长已经放缓，其中财务费用率和销售费用率已经有所降低，管理费用较 2010 年增长较多。分解来看，开办费用和职工薪酬占比较大，且增长都在 50%以上，这主要是由于新增门店和业务扩张所致。2011 年济南和谐广场购物中心开业，带来了约 3000 万元的开办费，是导致 2011 年开办费增长较高的主要因素。预计 2011 年管理费用率将明显降低，原因是新增门店占比减小，开办费用变化不大但是销售收入有较大提升。

**表 6：公司 2011 年管理费用分拆（单位：万元）**

项目	2011 年度	2010 年度	同比增长
办公费	2,942.90	1,933.14	52%
费用性税金	2,718.80	2,616.84	4%
开办费	5,260.75	3,506.83	50%
差旅费	703.06	265.41	165%
广告宣传费	83.89	73.00	15%
装修改造费	18.77	44.78	-58%
物管费	308.83	62.80	392%
长期待摊费用摊销	383.73	317.53	21%
折旧费	1,468.34	1,372.85	7%
职工薪酬	13,200.57	8,443.00	56%
中介机构费	465.75	468.61	-1%
租赁费	967.68	662.94	46%
无形资产摊销	4,679.10	3,645.70	28%
其他	1,100.52	671.98	64%
合计	34,302.69	24,085.42	42%

资料来源：信达证券研发中心

总结来讲，我们认为公司 2012 年财务费用不会有明显减少，但财务费用率温和下降；管理费用率能够回归到合理水平，比 2011 年有较大改善。随着公司处于培育期的门店逐步成熟，新老门店比逐年下降，新增门店对于公司费用率的影响越来越小，公司净利润率从今年开始将逐渐回升。

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1 基本假设

1. 由于公司未完成的青岛乾豪、李沧、济南经一路三个项目中包含房地产部分，公司存在将其剥离解决融资问题的可能性，但是剥离的话会带来一定的机会成本，比如地产升至等。我们的预测是按照不剥离的情况假设的；
2. 振兴街项目的地产部分可销售面积约 10 万平方米，平均价格在 1.2 万元/平方米，总价约为 12 亿元，目前已预售约 9.5 亿元。若分两年确认，预计今年可确认 3.5 亿元（对应 10 年 3.5 亿元预收款），明年可确认 8.5 亿元。按照 20% 的净利率粗略计算，12、13 年可产生净利润 0.7 亿元、1.7 亿元，对应 EPS 0.13 元、0.33 元；
3. 假设 2012 年至 2014 年公司的营业收入同比增长 25.22%、22.99%、21.68%。2012 年营业收入的增量主要来自：
  - a) 2011 年公司新增 8 家门店逐渐产生稳定收入，2012 年预计公司仍有 8 家门店开业
  - b) 石家庄东购店 2011 年内部装修导致收入减少 1.27 亿元，现已装修完毕，预计营业额将回升
4. 假设 2012 年至 2014 年公司的毛利率分别为 17.78%、17.72%、17.71%，略高于 2011 年的毛利水平，理由是公司管理加强，逐渐跟上快速扩张的步伐。但由于渠道下沉，后两年略有下降。
5. 假设 2012 年至 2014 年公司的期间费用率分别为 14.99%、14.78%、14.51%，较 2011 年有所下降，原因是随着公司新门店占老门店的比例下降、营业收入的稳定增长，将使管理费用中的开办费占比减少。公司重资产扩张减缓，稳定的经营性现金流入、振兴街地产项目收款将温和改善公司的财务费用压力。

### 4.2 绝对估值

表 7: 关键性假设

#### 估值假设

公司股价（最近）	11.76
行业平均资产 Beta	0.93
股票 Beta	0.70
无风险利率	3.70%
市场收益率	10.70%
风险收益率	4.90%
永续增长率(TV)	1.00%
股权资本成本	8.60%

资料来源：信达证券研发中心

表 8: FCFE 估值

FCFE 估值	
研究期经营价值	4,058.57
TV	3,506.47
其他	0.00
合计	7,565.05
每股价值 (元)	<b>14.55</b>

资料来源: 信达证券研发中心

### 4.3 相对估值

公司 PE 处于相对高位, 主要是由于财务费用率较高导致收入无法正常转化为利润。但未来三年年化增长率超过 30%, 使得 PEG 处于合理水平。公司 PS(TTM)仅为 0.5, 低于 SW 零售板块 PS(TTM)0.75 水平。

表 9: 百货行业重点公司相对估值水平一览

证券简称	股价 (元)	总市值 (亿)	EPS			PE			PEG	PB	PS
			2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	2012E	2012E	TTM
大商股份	34	99	1.96	2.42	3.02	17	14	11	0.71	2.3	0.32
重庆百货	29	107	1.92	2.37	2.95	15	12	10	0.62	3.1	0.41
广百股份	12	34	0.88	1.04	1.22	14	12	10	0.77	1.5	0.48
欧亚集团	23	36	1.27	1.60	2.06	18	14	11	0.65	3.0	0.49
银座股份	11	57	0.35	0.46	0.63	31	24	18	0.96	2.5	0.50
鄂武商 A	13	68	0.78	0.96	1.12	17	14	12	0.86	2.8	0.53
南京中商	27	39	1.48	1.91	2.10	18	14	13	0.96	3.9	0.59
王府井	27	123	1.58	2.02	2.43	17	13	11	0.70	2.0	0.72
新华百货	20	41	1.43	1.80	2.16	14	11	9	0.61	2.7	0.74
友好集团	10	30	0.78	0.79	0.95	12	12	10	1.25	2.3	0.79
合肥百货	14	70	0.90	1.11	1.31	15	12	10	0.72	2.5	0.81
天虹商场	15	117	0.88	1.10	1.33	17	13	11	0.72	2.7	0.88
友阿股份	16	57	1.02	1.32	1.66	16	12	10	0.58	2.5	1.14
广州友谊	15	54	1.14	1.39	1.64	13	11	9	0.67	2.5	1.23

资料来源: 信达证券研发中心

注: 除银座股份外其余上市公司的 EPS 为 wind 一致预期 股价为 2012 年 05 月 29 日收盘价

#### 4.4 盈利预测与估值

我们预测公司零售主业 2012 年至 2014 年按 5.2 亿股本摊薄 EPS 分别为 0.35、0.46、0.63 元，以 2011 年为基期未来三年复合增长率为 41.19%。公司地产业务在 2012/13 年结算将增厚 EPS 0.13、0.33 元。公司在前些年重资产扩张较快，受到财务费用的压力收入不能充分转化为利润，所以 PE 较高，而 PS 处于行业较低位置。公司目前股价对应总市值仅为 56 亿元，而公司自有物业 16 家，面积 88 万平方米，保守估计市场价值 88 亿元，扣除有息负债等因素，具有较高的安全边际。我们认为对公司采用 PS 估值更为合理，给予公司 2012 年 PS 0.6 倍，对应目标价 15.76，结合绝对估值 14.55 元，目标价 15 元，维持“增持”评级。

#### 5. 风险提示

1. 公司外延扩张进展不顺利，或已进入区域增长放缓导致的销售收入增长不达预期；
2. 公司毛利率水平受新店影响下降；
3. 公司销售、管理、财务三项费用控制不达预期；

## 资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	2,972.45	4,120.06	3,706.90	4,277.52	5,073.25
货币资金	811.81	832.59	790.20	995.48	1,445.08
应收票据	1.45	0.00	1.13	1.38	1.68
应收账款	0.69	0.29	0.72	0.88	1.08
预付账款	57.08	62.60	83.66	102.97	125.31
存货	1,964.35	3,088.49	2,695.10	3,040.71	3,364.00
其他	137.07	136.09	136.09	136.09	136.09
<b>非流动资产</b>	5,334.67	6,762.95	7,454.21	7,854.20	7,702.40
长期投资	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70
固定资产	2,471.67	3,355.64	3,277.51	4,112.36	4,319.57
无形资产	1,715.86	1,785.40	1,852.34	1,916.36	1,977.44
其他	1,145.45	1,620.21	2,322.66	1,823.78	1,403.69
<b>资产总计</b>	8,307.12	10,883.01	11,161.11	12,131.72	12,775.65
<b>流动负债</b>	4,668.37	6,963.53	7,065.89	7,796.24	8,114.62
短期借款	2,003.00	1,858.00	2,258.00	2,858.00	2,858.00
应付账款	864.82	2,191.01	2,044.15	2,515.95	3,061.78
其他	1,800.55	2,914.52	2,763.75	2,422.30	2,194.84
<b>非流动负债</b>	1,131.00	1,320.27	1,320.27	1,320.27	1,320.27
长期借款	1,131.00	1,320.27	1,320.27	1,320.27	1,320.27
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债合计</b>	5,799.37	8,283.80	8,386.16	9,116.51	9,434.89
少数股东权益	361.94	352.18	352.18	352.18	352.18
归属母公司股东权益	2,145.81	2,247.03	2,422.77	2,663.03	2,988.57
<b>负债和股东权益</b>	8307.12	10883.01	11161.11	12131.72	12775.65

## 重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	8,794.68	10,907.46	13,657.97	16,797.68	20,439.22
同比(%)	67.75%	24.02%	25.22%	22.99%	21.68%
归属母公司净利润	110.92	115.66	184.41	240.26	325.54
同比(%)	-6.70%	4.28%	59.43%	30.29%	35.49%
毛利率(%)	18.19%	17.63%	17.78%	17.72%	17.71%
ROE(%)	6.59%	5.27%	7.90%	9.45%	11.52%
每股收益(元)	0.38	0.40	0.35	0.46	0.63
P/E	50	48	30	23	17
P/B	1.45	1.38	2.31	2.10	1.87
EV/EBITDA	11.26	10.35	11.23	9.85	8.04

## 利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	8,794.68	10,907.46	13,657.97	16,797.68	20,439.22
营业成本	7,195.16	8,984.33	11,229.59	13,821.43	16,820.00
营业税金及附加	60.96	84.67	106.02	130.39	158.66
营业费用	970.26	1,182.68	1,453.21	1,770.47	2,133.85
管理费用	240.85	343.03	415.87	502.25	600.91
财务费用	142.12	167.93	178.08	209.40	231.08
资产减值损失	6.91	3.87	7.18	9.80	12.32
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	178.42	140.94	268.01	353.93	482.40
营业外收入	19.42	33.52	26.47	26.47	28.82
营业外支出	11.91	9.61	10.78	10.77	10.38
<b>利润总额</b>	185.92	164.86	283.70	369.64	500.83
所得税	63.78	58.96	99.30	129.37	175.29
<b>净利润</b>	122.14	105.90	184.41	240.26	325.54
少数股东损益	11.22	-9.77	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	110.92	115.66	184.41	240.26	325.54
EBITDA	557.77	626.31	834.14	1,012.70	1,240.60
EPS (摊薄)	0.38	0.40	0.35	0.46	0.63

## 现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	-10.91	1,234.61	809.56	647.70	1,037.12
净利润	122.14	105.90	184.41	240.26	325.54
折旧摊销	245.89	320.78	404.41	475.42	559.16
财务费用	125.95	140.67	146.03	167.64	180.61
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-472.51	711.84	65.95	-244.80	-40.05
其它	-32.40	-44.58	8.77	9.17	11.87
<b>投资活动现金流</b>	-1,418.36	-1,192.24	-1,097.25	-874.78	-406.91
资本支出	-1,418.36	-1,192.24	-1,097.25	-874.78	-406.91
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	1,329.15	-21.59	245.30	432.36	-180.61
吸收投资	666.80	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	838.40	200.48	400.00	600.00	0.00
支付利息或股息	183.45	220.33	154.70	167.64	180.61
<b>现金净增加额</b>	-100.12	20.78	-42.40	205.28	449.61

### 分析师简介

**司维**，商业贸易行业研究员，经济学硕士，副研究员，2008 年起从事零售行业研究，期间秉持审慎独立态度，从行业内部多角度深入探索连锁零售业的经营及发展情况，对华联综超、华联股份等重点跟踪公司有独到理解。

### 商业贸易行业重点覆盖公司

公司及代码	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
华联综超	600361	华联股份	000882	首商股份	600723	银座股份	600858
步步高	002251	苏宁电器	002024	中百集团	000759		

### 机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

### 投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

### 股票投资评级

**买入：**股价相对强于基准 20% 以上；

**增持：**股价相对强于基准 5% ~ 20%；

**持有：**股价相对基准波动在±5% 之间；

**卖出：**股价相对弱于基准 5% 以下。

### 行业投资评级

**看好：**行业指数超越基准；

**中性：**行业指数与基准基本持平；

**看淡：**行业指数弱于基准。

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。