

春华秋实，业绩反转值得期待

——银座股份(600858)公司投资价值分析

核心观点

1、山东市场为公司成长创造广阔空间。山东省各项经济指标在全国名列前茅，良好的宏观经济和社会消费环境为公司成长提供了优质土壤。黄河三角洲开发规划覆盖公司现有门店数量的 50% 以上，对公司经营形成长期利好。

2、大股东的“双千亿”计划，为公司快速成长提供明确预期。根据大股东的“双千亿”计划，以 2011 年的 500 亿元为基数，在 2011—2015 年的第一阶段中，集团收入的复合增长率将保持在 18% 左右，第二阶段集团收入的复合增长率将保持在 15% 左右。零售业务作为集团旗下的主力业务，有望实现 18%—20% 的复合增长率水平。

3、门店结构优化，迎来业绩高增长。从公司的门店经营期限来看，截止 2009 年的门店有 37 家，经营面积为 77 万平米。2010-2012H 新增门店 21 家，新增面积 65 万平米。考虑到新开门店需要经过 3 年左右的经营期，因此从时间上来看，净利润的释放要滞后于收入 2-3 年的时间，在未来公司适当放缓开店步伐的前提下，公司自 2012-2014 年将进入净利润的高速增长期。

4、业绩反转，空间巨大。伴随次新门店进入盈利期，公司的综合毛利率迎来上升拐点。期间费用率受益于收入基数的高增长和资本开支的减少将进入下降通道。公司目前的净利润率恢复至 2.1% 水平，但较之于行业 3%-3.5% 的净利润水平，仍有巨大提升空间。公司盈利水平的正常化回归将为未来业绩反转创造巨大空间。

5、资产注入预期明确。2012 年 11 月公司与大股东签订托管协议，托管其 39 家百货门店，给公司带来 5500 万/年的托管收益。我们认为托管协议提升了未来资产注入预期，除了上述 39 家百货门店之外，大股东旗下的零售资产还包括统一银座旗下 200 家左右的营便利店。

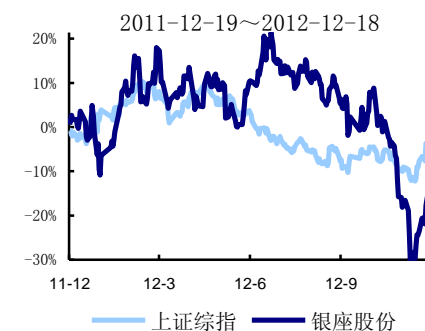
6、盈利预测及投资评级。不考虑地产业务的贡献，我们预计公司零售主业 2012—2014 年的 EPS 分别为 0.5 元、0.68 元和 0.90 元，目前对应的估值分别为 18 倍、13 倍和 10 倍，给予“推荐”评级。若 2013 年开始获得托管收益，则零售主业 2013—2014 年的 EPS 分别为 0.76 元和 0.98 元，对应估值为 11 倍和 9 倍。

7、风险提示。若宏观经济出现波动，新开店培育期将被延长，拖累公司业绩表现。

财务数据与估值

| | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入(百万) | 10,907 | 13,089 | 15,838 | 18,688 |
| 同比增速 | 24.0% | 20.0% | 21.0% | 18.0% |
| 净利润(百万) | 116 | 260 | 353 | 467 |
| 同比增速 | 4.3% | 124.9% | 35.7% | 32.2% |
| EPS(元) | 0.22 | 0.50 | 0.68 | 0.90 |
| P/E | 39 | 18 | 13 | 10 |

股价走势图



基础数据

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(万股) | 52006.66 |
| 流通A股(万股) | 47416.84 |
| 52周内股价区间(元) | 7.21-22.65 |
| 总市值(亿元) | 46.34 |
| 总资产(亿元) | 108.83 |
| 每股净资产(元) | 7.78 |
| 目标价 | 6个月 12个月 |

相关报告

- 《国都证券-公司研究-公司点评-银座股份(600858):签订托管协议，协同效应将提升业绩》 2012-11-22
- 《国都证券-公司研究-调研简报-银座股份(600858):扩张风格不变，业绩释放期进一步推后》 2011-05-18

研究员: 赵宪栋

电话: 010- 84183380

Email: zhaoxiandong@guodu.com

执业证书编号: S0940510120013

联系人: 周红军

电话: 010- 84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

| | |
|------------------------------|-----------|
| 一、山东良好商业环境为公司成长提供优质土壤 | 4 |
| 1、经济强省受益区域发展规划 | 4 |
| 2、社会消费保持快速增长 | 5 |
| 二、大股东“双千亿”规划指明发展方向 | 7 |
| 1、鲁商集团—山东商业龙头 | 7 |
| 2、“双千亿”规划彰显扩张雄心 | 9 |
| 三、扩张风格不变，业绩迎来释放期 | 10 |
| 1、巩固山东中西部市场 | 10 |
| 2、积极拓展山东东部市场 | 12 |
| 3、店龄结构支持业绩释放 | 12 |
| 四、财务分析—业绩反转空间巨大 | 14 |
| 1、综合毛利率触底回升 | 14 |
| 2、资本开支减少，期间费用率进入下降区间 | 14 |
| 3、净利润率形成向上拐点 | 16 |
| 4、大股东的资产注入预期明确 | 17 |
| 五、盈利预测与估值 | 18 |
| 1、分地区的收入预测 | 18 |
| 2、毛利率和期间费用率假设 | 19 |
| 3、所得税假设 | 19 |
| 4、估值与投资评级 | 19 |
| 六、风险提示 | 19 |
| 1、宏观经济波动风险 | 19 |

图表目录

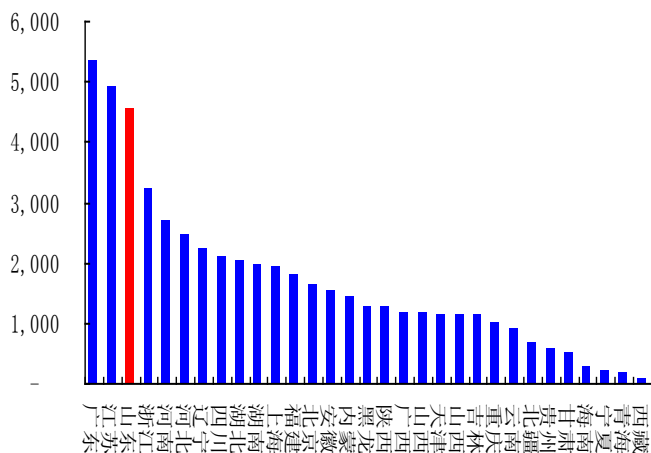
| | |
|-----------------------------------|----|
| 图 1: 各省份 2011 年 GDP 排名 | 4 |
| 图 2: 各省份 2011 年人均 GDP 排名 | 4 |
| 图 3: 山东省 GDP 及增速 | 5 |
| 图 4: 各省份 GDP 增速 | 5 |
| 图 5: 山东省 2011 年各地区的人均可支配收入 | 5 |
| 图 6: 山东省分地区可支配收入增速 | 5 |
| 图 7: 全国 2011 年各省社会消费总额 | 6 |
| 图 8: 各省份社消总额增速 | 6 |
| 图 9: 各省 2011 年人均可支配收入 | 6 |
| 图 10: 各省人均可支配收入增速 | 6 |
| 图 11: 各省 2011 年人均消费排名 | 7 |
| 图 12: 山东人均消费支出及增速 | 7 |
| 图 13: 山东省主要零售商 2011 年销售规模排名 | 7 |
| 图 14: 鲁商集团旗下业务分类 | 9 |
| 图 15: 鲁商集团业务结构 | 9 |
| 图 16: 门店数量和经营面积变化 | 10 |
| 图 17: 分地区收入占比 | 12 |
| 图 18: 分地区毛利占比 | 12 |
| 图 19: 收入及增速 | 13 |
| 图 20: 净利润及增速 | 13 |
| 图 21: 新开店数量及次新店数量占比 | 13 |
| 图 22: 新增营业面积及次新店面积占比 | 13 |
| 图 24: 综合毛利率与主营业务毛利率情况 | 14 |
| 图 25: 其他业务毛利增长及占比情况 | 14 |
| 图 26: 三项费用率变动 | 15 |
| 图 27: 折旧摊销和人工成本变动 | 15 |
| 图 28: EBITDA、营业收入和净利润增长对比 | 16 |
| 图 29: 净利润及净利润率变动 | 16 |
| 表 1: 山东省主要零售企业情况 | 8 |
| 表 2: 门店基本情况 | 10 |
| 表 3: 银座商城托管门店情况 | 17 |
| 表 4: 分地区收入预测 | 18 |
| 表 5: 盈利预测表 | 20 |

一、山东良好商业环境为公司成长提供优质土壤

1、经济强省受益区域发展规划

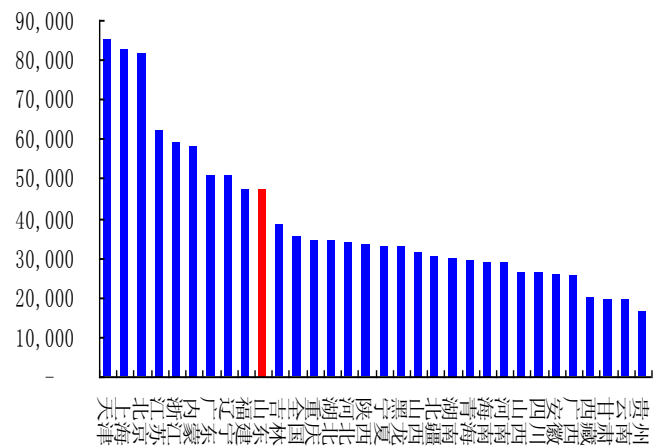
山东省是全国的经济强省，各项经济指标名列前茅。从数据来看，山东省 2011 年的 GDP 达到 4.53 万亿元，同比增长 15.8%，经济总量全国排名第三。从 GDP 增速来看，2000-2011 年山东 GDP 的复合增长率达到 17% 以上。横向比较，近几年山东的 GDP 增速虽然慢于湖南、重庆等中西部省份，但仍然快于全国平均水平。从人均 GDP 来看，2011 年山东的人均 GDP 达到 4.7 万元，全国排名第 10 位，综合来看，山东省良好的宏观经济环境为公司成长提供必备的外部环境。

图 1：各省份 2011 年 GDP 排名



数据来源：公司年报，国都证券研究所

图 2：各省份 2011 年人均 GDP 排名

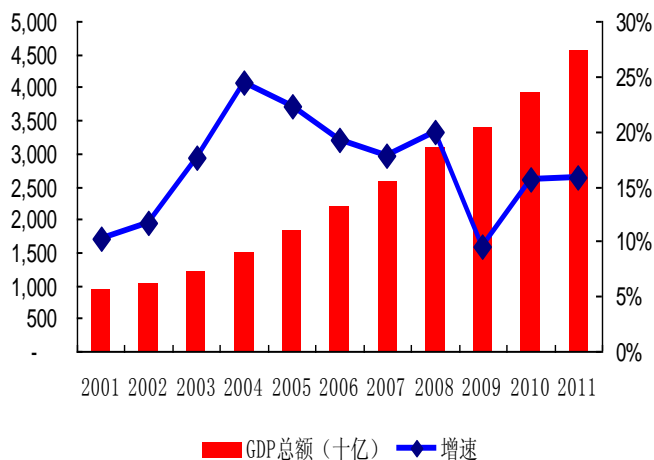


数据来源：公司年报，国都证券研究所

2009 年 12 月，国务院已正式批复《黄河三角洲高效生态经济区发展规划》，黄河三角洲包括山东省的东营、滨州和潍坊、德州、淄博、烟台市的部分地区，共涉及 19 个县(市、区)，占山东省的 1/6，总人口约 985 万人。截止 2011 年，东营、烟台、淄博三个地区的人均可支配收入水平在 2.5 万元以上，处于山东各地区的中上游水平，上述地区属于山东的发达地区；潍坊和滨州的人均可支配收入在 2.2 万元，排在山东的中位数之后，经济发展水平一般。从近几年的收入变化水平来看，上述地区的人均可支配收入水平均要快于山东省的总体收入增速，保持了较快的增长态势。

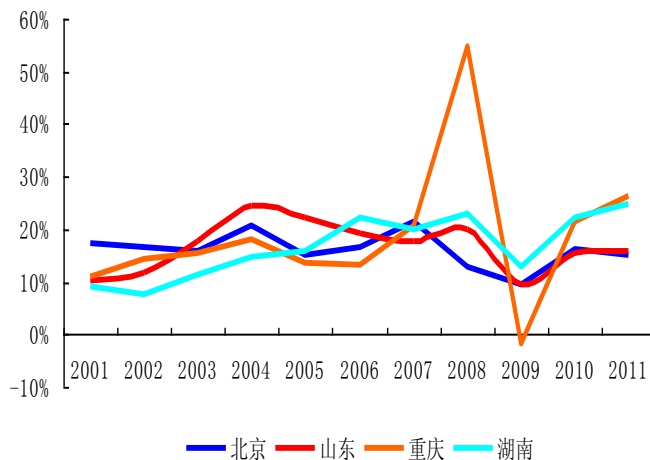
我们认为在“十二五”期间，山东将在“十一五”投资 1.5 万亿的基础上继续投资开发黄河三角洲，这将为山东经济增长提供新的动力。从数量来看，黄河三角洲地区涉及的 5 个地级市覆盖了银座股份现有门店的 50% 以上；从长远来看，伴随上述发展规划的持续开发，该区域的社会消费也将获得长足发展，对公司总体经营形成长期利好。

图 3: 山东省 GDP 及增速



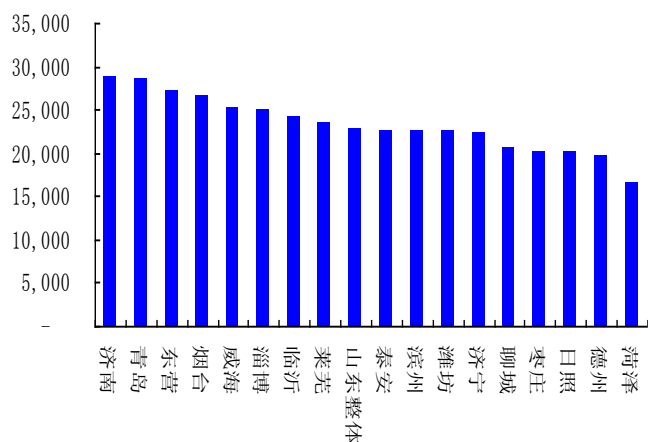
数据来源：公司年报，国都证券研究所

图 4: 各省份 GDP 增速



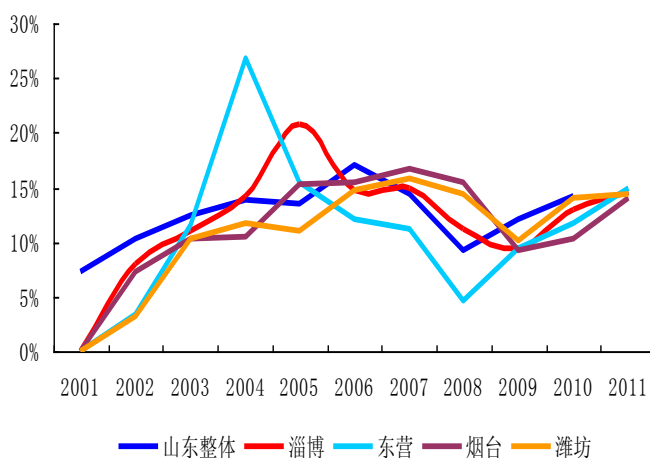
数据来源：公司年报，国都证券研究所

图 5: 山东省 2011 年各地区的人均可支配收入



数据来源：公司年报，国都证券研究所

图 6: 山东省分地区可支配收入增速



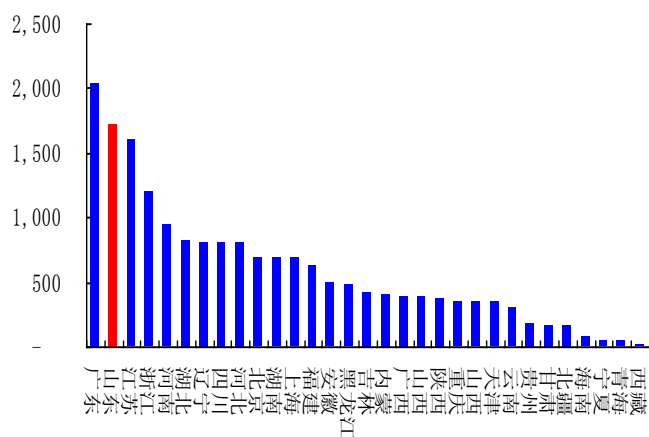
数据来源：公司年报，国都证券研究所

2、社会消费保持快速增长

山东省的消费总体上呈现出总量大、增长快的特点。山东省良好的社会消费环境为公司成长提供了优质土壤。具体来看：山东省 2011 年的社会消费品零售总额为 1.72 万亿元，排名全国第二，仅次于广东省。从增速来看，2011 年山东省的社会消费品零售总额增速达到 17.8%，高于全国 17% 的增速。复合增长率方面：2000-2011 年社会消费品零售总额增速达到 18.9%，明显高于全国 15.1% 的平均水平。与东部沿海省份相比，山东省的社会消费品零售总额增速也表现出快于其他省份的态势。

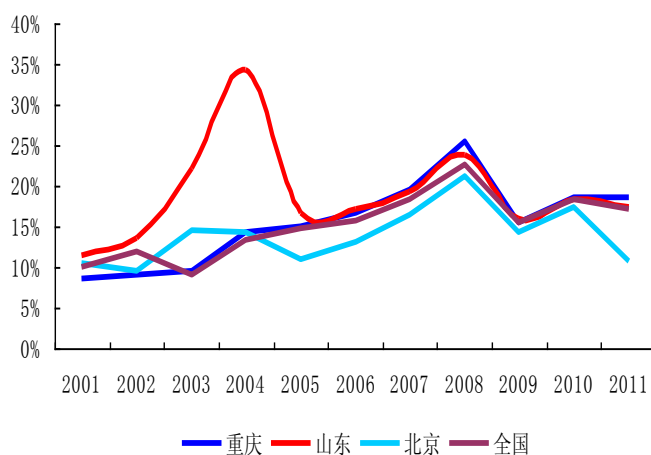
快速的收入增速是社会消费持续增长的保障，从收入水平来看，山东省 2011 年的城镇居民可支配收入达到 2.27 万元，全国排名第 8 位。而在人均消费支出方面，山东省 2011 年的人均消费支出为 1.45 万元，排名全国第 11 位，落后于可支配收入的排名，我们认为这一方面反映了山东较为保守的消费习惯，另一方面也显示出未来山东消费支出增加的潜力较大。总体来看，较高的居民收入水平一方面将带动社会消费总体快速增长，另一方面，也是带动所在区域消费升级的重要推动力。

图 7: 全国 2011 年各省社会消费总额



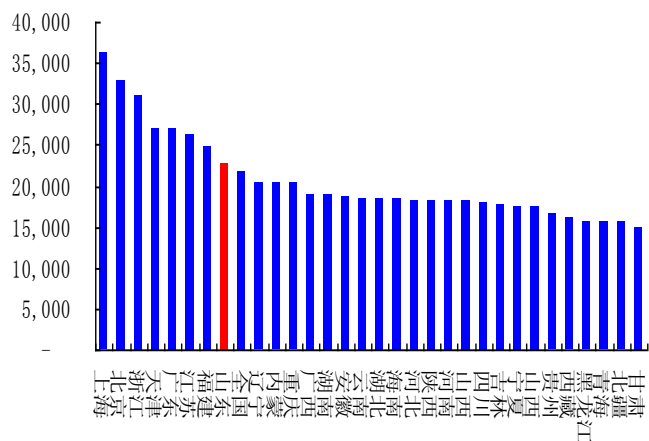
数据来源：公司年报，国都证券研究所

图 8: 各省份社消总额增速



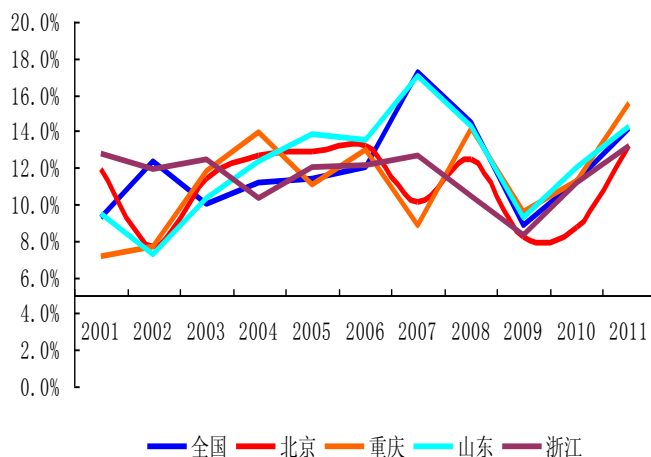
数据来源：公司年报，国都证券研究所

图 9: 各省 2011 年人均可支配收入



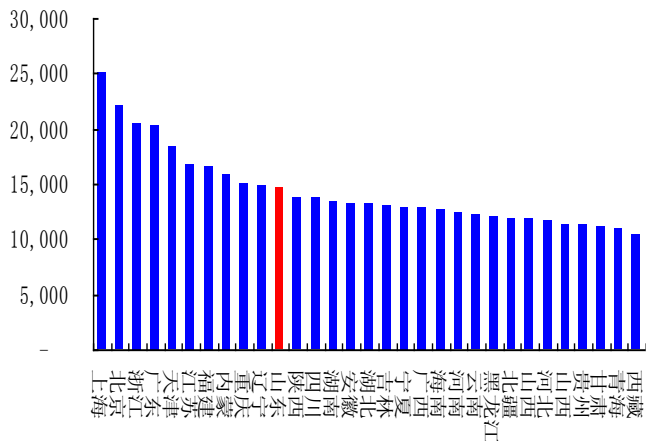
数据来源：公司年报，国都证券研究所

图 10: 各省人均可支配收入增速



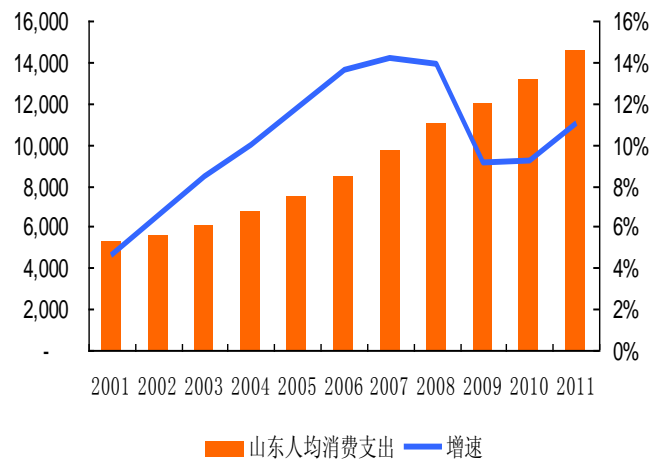
数据来源：公司年报，国都证券研究所

图 11: 各省 2011 年人均消费排名



数据来源: 公司年报, 国都证券研究所

图 12: 山东人均消费支出及增速



数据来源: 公司年报, 国都证券研究所

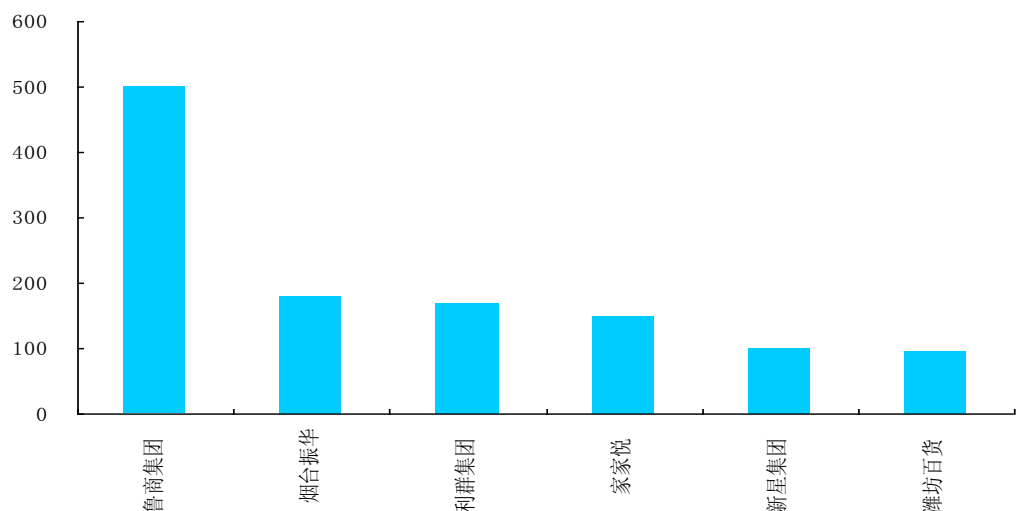
二、大股东“双千亿”规划指明发展方向

1、鲁商集团—山东商业龙头

目前山东省内除了鲁商集团之外, 还有利群集团、家家悦、新星集团、潍坊百货、青岛维客和烟台振华等零售商。从 2011 年的收入规模来看, 鲁商集团以 500 亿元成为省内最大的零售商。

从区域分布来看, 鲁商集团主要涉及山东的中西部地级市, 其他的零售商基本以所在地为主在经营范围。未来鲁商集团将逐步向山东东部沿海地区拓展, 该地区的居民消费能力较强, 市场潜力大。虽然公司可能面临激烈的竞争环境, 但依托强大的国资背景, 我们看好鲁商集团在山东全省的扩张前景。

图 13: 山东省主要零售商 2011 年销售规模排名



资料来源: 国家统计局, 国都证券研究所

表 1: 山东省主要零售企业情况

| 名称 | 所在地 | 覆盖区域 | 2009 年销售规模 | 同比增长速 | 门店数量 | 介绍 |
|------|-----|----------------|---------------|-------|------|---|
| 鲁商集团 | 济南 | 济南、泰安、东营、淄博、滨州 | 500 亿 | 30% | 260 | 2011 年集团营业收入突破 500 亿元，实现利税 42 亿元，两项主要经济指标连续九年增幅超过 30%，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。其中，零售业是鲁商集团主业，以“银座”品牌为依托，涵盖高档百货、时尚百货、大卖场、shopping mall、便民超市、现代家居、电子商务、物流中心等多种业态，在山东、河北、河南等省拥有大型门店 100 多家，与台湾统一集团合资经营便民超市 160 多家， |
| 利群集团 | 青岛 | 青岛、威海、潍坊 | 170 亿（2010 年） | 15% | 900 | 已经开业万平米以上购物广场 36 座、大型物流中心 3 座、星级酒店 9 家、连锁药店 50 余家、便利店 800 多家，网点遍布青岛、威海、潍坊、烟台、日照、淄博等地，总经营面积超过 100 万平方米，形成了以百货零售连锁为主业，集商业物流、酒店连锁、药店连锁和药品物流、房地产开发等多业态于一体的集团化发展格局。 |
| 家家悦 | 威海 | 威海、烟台、潍坊、青岛等 | 150 | 20% | 500 | 目前拥有连锁门店 500 多处，连锁网络覆盖了山东省内威海、烟台、潍坊、青岛、临沂等地的 34 个市县，总营业面积 70 多万平方米，形成了大卖场、综合超市、折扣店等多种业态并举的格局，2011 年，公司实现销售收入 150 亿元。 |
| 新星集团 | 淄博 | 淄博 | 100 亿 | | 532 | 位于淄博市淄川区，员工 6700 余人，资产 10 亿元，销售网点 2600 余处。集团集连锁经营、物流配送、生产加工、外经外贸、专业市场、金融服务、餐饮娱乐为一体，下设新星物流中心、新星商厦、新星糖业外贸公司、新星连锁超市、新兴小额贷款公司、新星典当有限公司、新星大酒店等 33 家直属子公司，销售网络遍布全省并辐射全国。 |
| 潍坊百货 | 潍坊 | 潍坊、滨州 | | 14% | 318 | 业务涉足百货、超市、汽车、餐饮四大业态，拥有 1 家商场、8 家直营连锁超市、3 家汽车 4S 店、2 家生态餐饮广场、8 家自行车、电动车专卖店。现有员工 3000 余人，营业面积 6.3 万平方米，年实现利税 1000 万元 |
| 青岛维客 | 青岛 | 青岛 | 42 亿 | | | 拥有 10 家大型购物中心、800 余家便利店，2011 年，维客集团实现销售收入 42.17 亿元，实现利税 8110 万元。 |
| 烟台振华 | 烟台 | 烟台、威海 | 179 亿 | | 100 | 现拥有 32 家百货连锁企业、62 家超市连锁门店、1 家三星级大酒店和 3 家房地产公司，跨入山东省流通业 30 强企业、中国零售业百强企业行列。2009 年实现销售收入 1799 亿元，实现利税 8.9 亿元。 |

资料来源：联商网，国都证券研究所

2、“双千亿”规划彰显扩张雄心

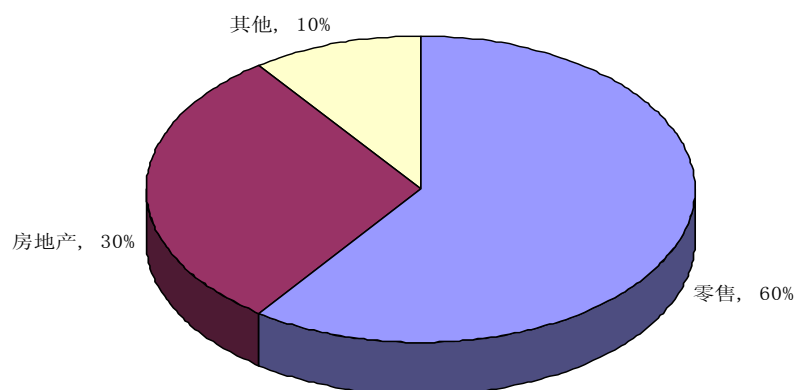
根据大股东—山东商业集团的“双千亿计划”：即整个集团到 2015 年的销售收入超过 1000 亿元；到 2020 年的集团销售超过 2000 亿元。简单测算，以 2011 年的 500 亿元为基数，在 2011—2015 年的第一阶段中，集团收入的复合增长率将保持在 18%左右；2015—2020 年的第二阶段中，集团收入的复合增长率将保持在 15%左右。

从业务构成来看，零售业务和房地产业是主要构成部分，以 2011 年的数据来看，零售业务收入达到 300 亿元，占比达到 60%；房地产占比在 30%左右。零售业务作为集团旗下的主力业务，有望实现 18%—20%的复合增长率水平。

图 14：鲁商集团旗下业务分类



图 15：鲁商集团业务结构



数据来源：国都证券

三、扩张风格不变，业绩迎来释放期

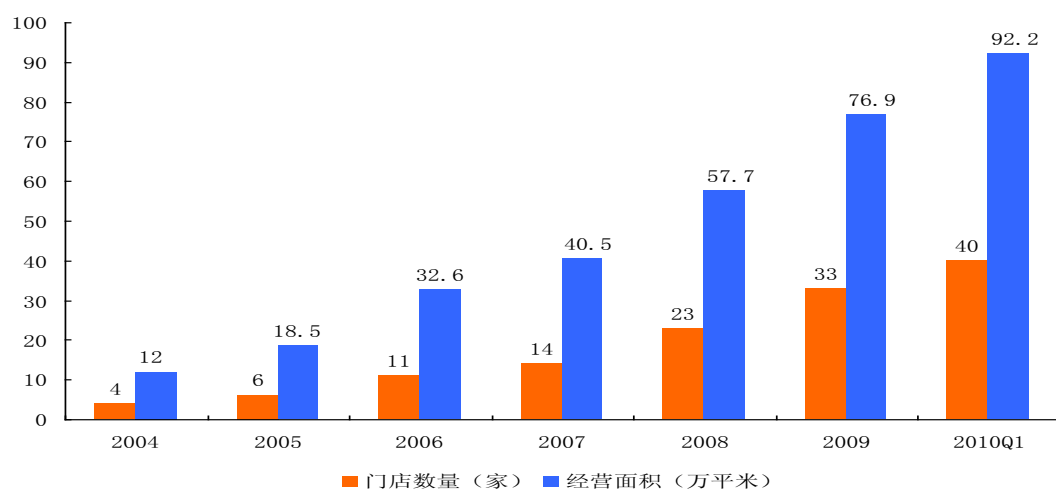
1、巩固山东中西部市场

公司 2006 年至 2011 年的营业收入复合增长率达到 35%；一方面，受益于内生式增长（即同店增长）的支持；另一方面，公司强劲的外延式扩张是收入增长的主要因素。

门店拓展方面：公司门店数量从 2006 年的 11 家增加至 2012 年上半年的 58 家（其中，2010 年 1 季度公司通过增发收购的淄博 6 家成熟门店）；经营面积则由 33 万平方米增加至 142 万平方米，复合增长率达到 31%，巩固了公司在山东中西部市场的领导地位。

在大股东“双千亿”计划的支持下，未来 5 年的外延式开店仍将是带动公司收入增长的主要推动力，考虑到整个集团的规划，我们认为，公司作为鲁商集团主要零售资产的载体，其营业收入实现 18%—20%复合增长率是大概率事件。

图 16：门店数量和经营面积变化



数据来源：国都证券

表 2：门店基本情况

| 城市 | 门店 | 物业 | 业态 | 开业时间 | 面积 (万 m ²) |
|----|-------------|----|-----|------------|------------------------|
| 济南 | 泉城广场店 | 租赁 | 百+超 | 1999.10.31 | 3.02 |
| | 济南银座华信购物广场 | 租赁 | 百+超 | 2007.9.12 | 3.28 |
| | 济南银座燕山购物广场 | 租赁 | 百+超 | 2008.11.16 | 1.93 |
| | 济南银座金牛购物广场 | 租赁 | 百+超 | 2008.7.29 | 1.07 |
| | 济南银座无影山购物广场 | 租赁 | 百+超 | 2009.4.30 | 1.13 |
| | 济南银座鸿园购物广场 | 租赁 | 百+超 | 2009.9.25 | 1.01 |
| | 济南银座济泺路购物广场 | 租赁 | 百+超 | 2010.1.30 | 1.05 |
| | 济南银座东环购物广场 | 租赁 | 百+超 | 2010.12.1 | 0.76 |

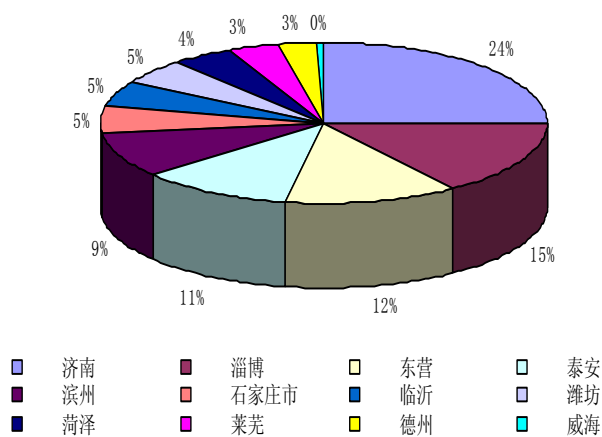
| | | | | | |
|----|-------------------|----|------|------------|-------|
| 淄博 | 振兴街购物中心 | 自有 | 购物中心 | 2011.10.1 | 14 |
| | 济南银座花园购物广场 | 租赁 | 百+超 | 2011.4.29 | 0.83 |
| | 济南银座高新区购物广场 | 租赁 | 百+超 | 2011.6.28 | 1.95 |
| | 济南银座环山购物广场 | 租赁 | 百+超 | 2011.7.27 | 0.93 |
| | 金鑫大厦项目 | 自有 | 百+超 | 2012 | 3.66 |
| | 银座商城淄博店 | 自有 | 百+超 | 2003.5.1 | 5.6 |
| | 周村购物广场 | 自有 | 百+超 | 2006.5.28 | 3 |
| | 淄川购物广场 | 租赁 | 百+超 | 2006.1.17 | 4.89 |
| | 桓台购物广场成 | 租赁 | 百+超 | 2007.4.20 | 1.6 |
| | 博山购物广场 | 自有 | 百+超 | 2007.4.28 | 2.17 |
| | 五里桥店 | 租赁 | 百+超 | 2008.1.30 | 2.84 |
| | 和平店 | 租赁 | 百+超 | 2010.7.30 | 1.36 |
| | 东营银座 | 自有 | 百+超 | 2004 | 5 |
| | 文汇购物广场 | 租赁 | 百+超 | 2006 | 2.26 |
| 东营 | 东营东城店 | 自有 | 百+超 | 2008.9.6 | 6.5 |
| | 东营河口店 | 租赁 | 百+超 | 2008.6.21 | 1.29 |
| | 东营广饶店 | 租赁 | 百+超 | 2010.4.28 | 2.4 |
| | 东营垦利店 | 租赁 | 百+超 | 2010.11.7 | 1.8 |
| | 泰安银座商城有限公司岱宗店 | 租赁 | 百+超 | 2011.7.22 | 4.54 |
| 泰安 | 泰安银座商城有限公司新汶分公司 | 租赁 | 百+超 | 2011.5.08 | 0.57 |
| | 泰安银座 | 自有 | 百+超 | 2001.1.12 | 5.01 |
| | 泰安银座商城有限公司东湖店 | 自有 | 百+超 | 2006.12.16 | 1.32 |
| | 泰安新泰店 | 租赁 | 百+超 | 2006.9.28 | 2 |
| | 泰安银座商城齐鲁店 | 租赁 | 百+超 | 2008.1.26 | 1.6 |
| | 泰安银座花园店 | 租赁 | 百+超 | 2008.6.22 | 1.32 |
| | 新泰银座购物广场 | 租赁 | 百+超 | 2012 | 1.5 |
| | 滨州银座 | 租赁 | 百+超 | 2003.1.18 | 2.32 |
| | 滨州银座购物广场有限公司渤海店 | 租赁 | 百+超 | 2008.1.2 | 0.82 |
| | 滨州银座滨州二店 | 自有 | 百+超 | 2008 | 2 |
| 滨州 | 滨州银座购物广场有限公司中海店 | 租赁 | 百+超 | 2008.6.20 | 1.38 |
| | 滨州银座商城有限公司黄河店 | 自有 | 百+超 | 2009.6.12 | 4 |
| | 滨州银座商城有限公司博兴店 | 租赁 | 百+超 | 2009.9.23 | 2.02 |
| | 滨州银座商城有限责任公司邹平分公司 | 租赁 | 百+超 | 2010.5.7 | 3.93 |
| | 临沂银座商城有限公司 | 自有 | 百+超 | 2005.1.28 | 3.8 |
| 临沂 | 临沂银座商城有限公司金雀山店 | 租赁 | 百+超 | 2009.1.2 | 0.85 |
| | 临沂通达路分公司 | 租赁 | 百+超 | 2009.12.30 | 1.52 |
| | 临沂银座商城有限公司临沭分公司 | 租赁 | 百+超 | 2010.1.30 | 1 |
| | 临沂罗庄分公司 | 租赁 | 百+超 | 2011.11.11 | 1.12 |
| | 临沂凤凰城分公司 | 租赁 | 百+超 | 2012.1.7 | 0.37 |
| 菏泽 | 菏泽银座店 | 自有 | 百+超 | 2006.9.23 | 4.2 |
| | 菏泽银座巨野店 | 自有 | 百+超 | 2009.1.10 | 1.7 |
| 潍坊 | 潍坊银座商城 | 自有 | 购物中心 | 2010.10.1 | 13.98 |
| | 银座青州店 | 租赁 | 百+超 | 2005.9.30 | 2.6 |
| | 寿光银座商城 | 租赁 | 百+超 | 2009.4.29 | 3.15 |
| | 寿光金光购物广场 | 租赁 | 百+超 | 2011.9.6 | 0.95 |
| | 莱芜银座 | 租赁 | 百+超 | 2007.10.28 | 4.6 |
| 莱芜 | 莱芜银座钢城店 | 租赁 | 百+超 | 2008.5.18 | 2.7 |
| | 德州东地购物广场 | 租赁 | 百+超 | 2009.1.15 | 1.06 |
| | 德州大学路分公司 | 租赁 | 百+超 | 2009.9.30 | 2.61 |
| 德州 | 乐陵分公司 | 自有 | 百+超 | 2012.1.16 | 3 |
| | 威海 | 自有 | 百+超 | 2012 | 4.6 |
| 河北 | 石家庄东方购物广场 | 租赁 | 百+超 | 2009.11.3 | 5.5 |

2、积极拓展山东东部市场

目前公司所属门店覆盖山东的济南、泰安、淄博、滨州、临沂等 10 家地级市以及河北的石家庄市。从地理分布来看，上述地区除了威海和烟台之外，其他地区均位于山东的中西部地区。从各地的收入占比情况来看，济南、淄博、东营和泰安位居前 4 倍，上述 4 个地区占公司总收入的比重达到 54%，是公司最主要的收入来源。

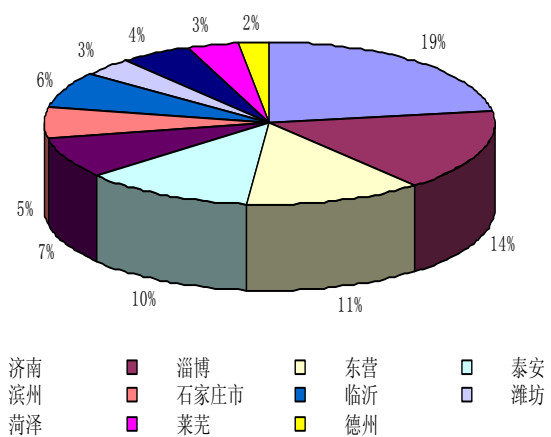
从地理分布来看：2009 年开始公司开始积极拓展山东东部市场，开始进驻潍坊、威海市场；2010 年通过收购进驻河北石家庄市场。根据经营计划，公司未来要逐步覆盖山东省的大多数地级市，进一步巩固在山东市场的龙头地位。

图 17：分地区收入占比



数据来源：公司年报，国都证券研究所

图 18：分地区毛利占比



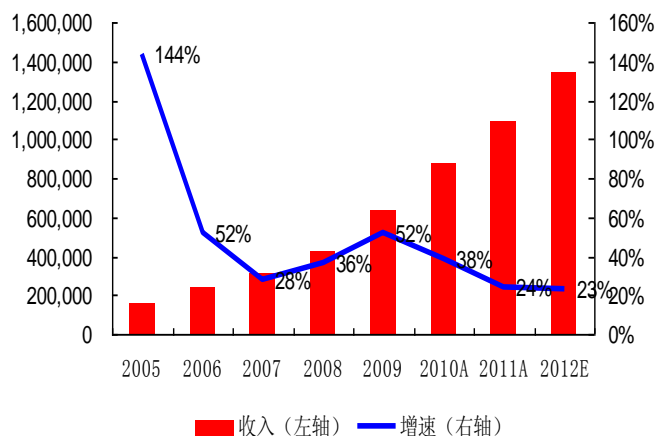
数据来源：公司年报，国都证券研究所

3、店龄结构支持业绩释放

从公司的经营数据来看：2010-2012 年的收入复合增长率在 28%，而同期的净利润复合增长率仅为 14%。从净利润增速的年度分布来看：2010 年净利润同比下降 39%，2011 年净利润同比增长 4%，2012 年公司的净利润预计增长 133%。

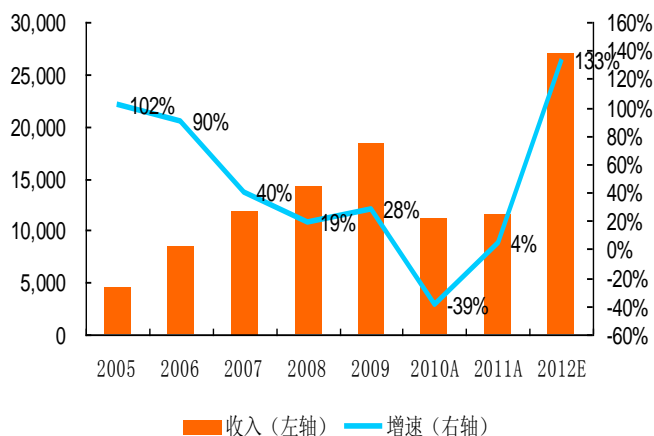
从公司的门店经营期限来看，截止 2009 年的门店有 37 家，经营面积为 77 万平米。2010-2012H 新增门店 21 家，新增面积 65 万平米。考虑到新开门店需要经过 3 年左右的时间，因此从时间上来看，净利润的释放要滞后于收入 2-3 年的时间，在未来公司适当放缓开店步伐的前提下，公司自 2012-2014 年将进入净利润的高速增长期。

图 19: 收入及增速



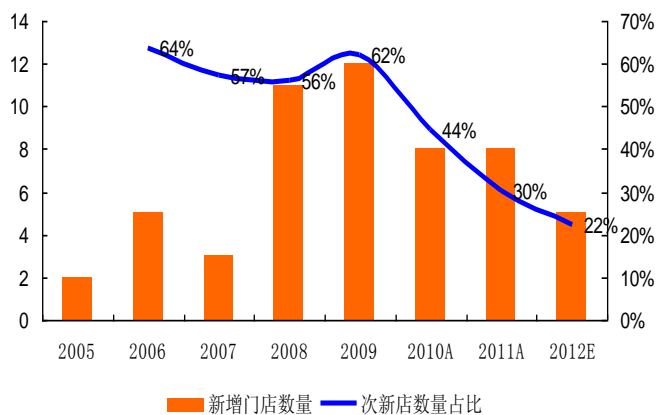
数据来源: 公司年报, 国都证券研究所

图 20: 净利润及增速



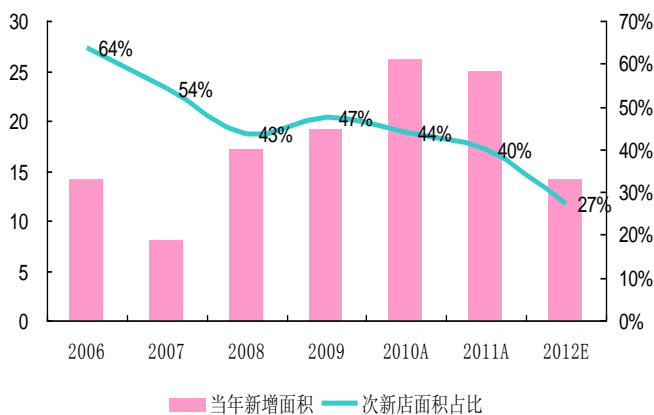
数据来源: 公司年报, 国都证券研究所

图 21: 新开店数量及次新店数量占比



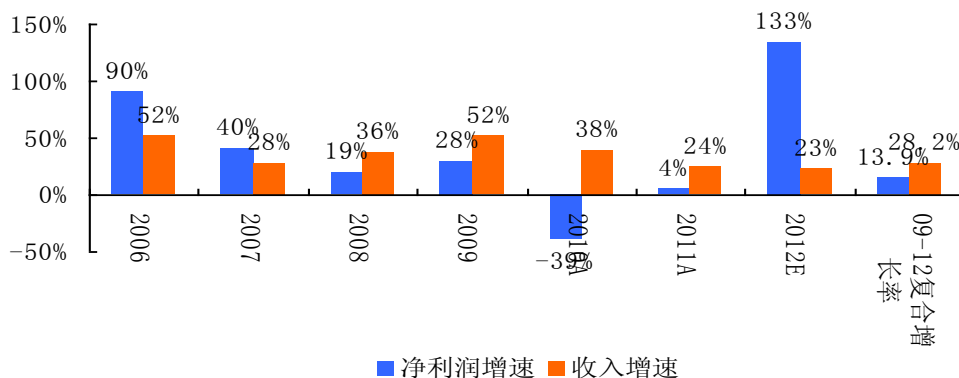
数据来源: 公司年报, 国都证券研究所

图 22: 新增营业面积及次新店面积占比



数据来源: 公司年报, 国都证券研究所

图 23: 收入和净利润复合增长率



资料来源: 公司公告, 国都证券研究所

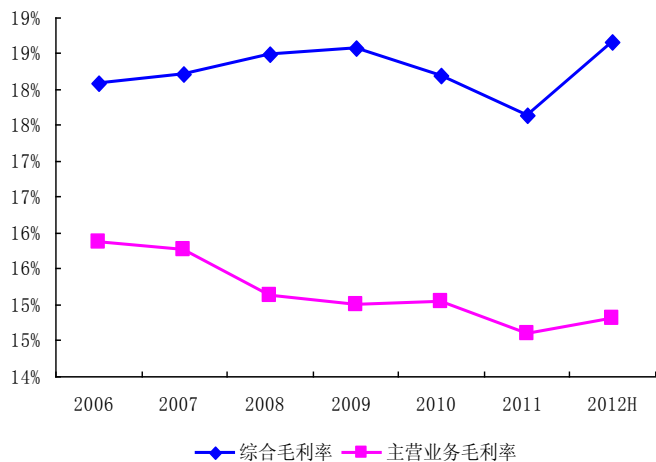
四、财务分析—业绩反转空间巨大

1、综合毛利率触底回升

公司 2009 年的综合毛利率为 18.6%，2010 年和 2011 分别为 18.2%和 17.6%，这主要是受当期新开门店较多所致。2012H 公司的综合毛利率回升至 18.6%，一方面是公司确认了部分房地产业务是重要因素，更主要的原因是公司次新店毛利率提升所致。从数据来看：2009 年的主营业务毛利率为 15%，2010 年和 2011 分别为 15.1%和 14.6%，2012H 回升至 14.8%。近几年的其他业务的毛利占比稳定在 20%左右，零售业务的毛利率提升是带动综合毛利率回升的主要因素。

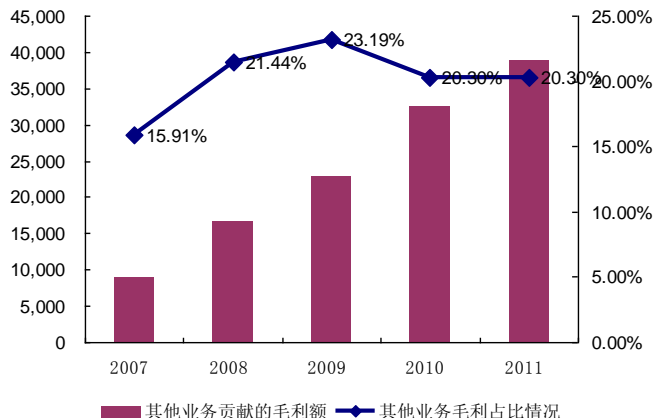
一方面伴随公司经营规模的进一步扩大，作为山东省的商业龙头，公司未来的议价能力将逐步提升。另一方面，结合公司目前的店龄结构，伴随次新店逐步进入成熟期、以及新建购物中心的营业，在宏观经济不出现巨大波动的背景下，公司未来主营业务毛利率及综合毛利率将进入上升通道。

图 24：综合毛利率与主营业务毛利率情况



数据来源：公司年报，国都证券研究所

图 25：其他业务毛利增长及占比情况



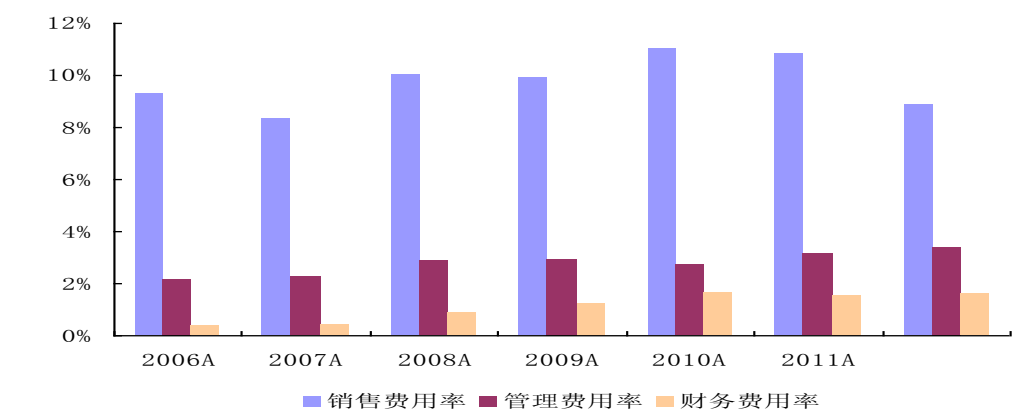
数据来源：公司年报，国都证券研究所

2、资本开支减少，期间费用率进入下降区间

公司近几年期间费用率高企，形成对业绩的吞噬；从经营数据来看，2011 年的期间费用率达到了 15.53%，较之 2009 年大幅提升 1.5 个百分点；其中，管理费用率和财务费用率分别提升 0.94 和 0.22 个百分点。我们认为，这一方面是由于公司实施快速的扩张战略，人工成本和借款利息快速增长所致。另一方面则由于公司逐步加大自有物业的比重，资本开支带来的折旧和摊销增加所致。从经营指标来看，近几年 EBITDA 的增长速度要快于营业收入和净利润的增长速度。

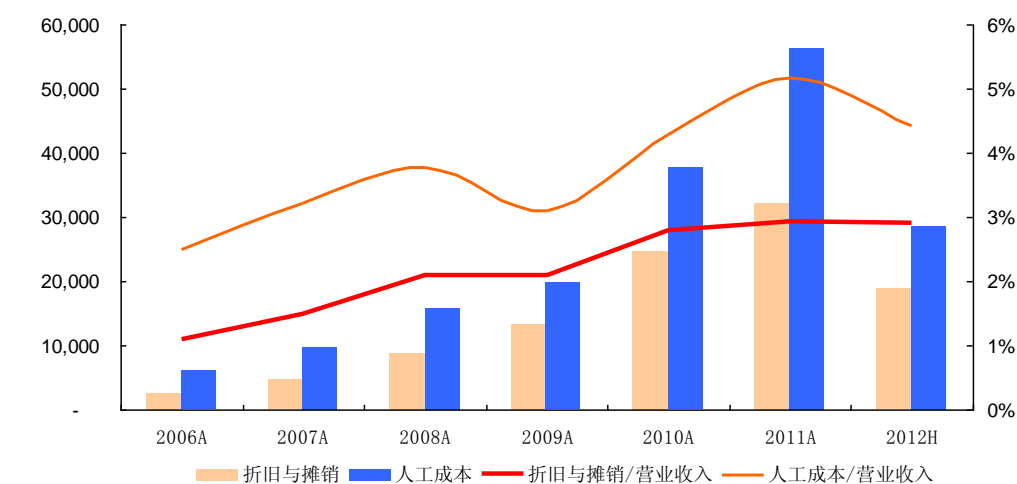
从商业行业的特点来看，期间费用中的人工成本、折旧摊销具有相对刚性的特征，这就造成短期内公司业绩被期间费用所压制。从长期来看，在新开店逐步度过培育期之后，伴随公司营业收入进入快速增长期，期间费用率将随之下降。我们认为，从长远来看，短期内的期间费用率高企为公司未来业绩的反弹提供了空间。

图 26: 三项费用率变动



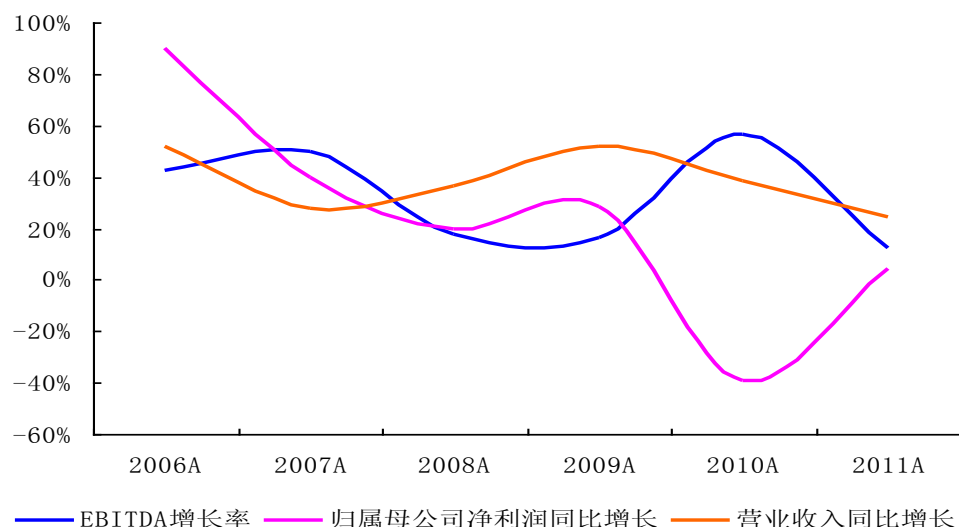
数据来源：国都证券

图 27: 折旧摊销和人工成本变动



数据来源：国都证券

图 28: EBITDA、营业收入和净利润增长对比

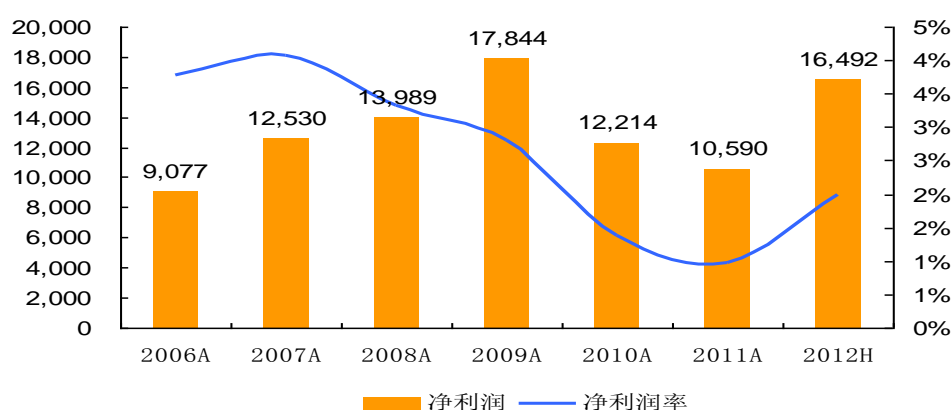


数据来源: 国都证券

3、净利润率形成向上拐点

公司近几年净利润率呈现下降主要是受两方面影响: 一方面是快速扩张中带来的期间费用增加。另一方面, 新开店带来的亏损直接影响了净利润的最终表现。从数据来看 2011 净利润率下滑至 0.97, 较之与 09 年大幅下降 2 个百分点。

图 29: 净利润及净利润率变动



数据来源: 国都证券

一方面 2009 年以来的大规模开店 (新开门店 21 家, 面积增加 65 万平方米) 是带来的当期亏损是造成净利润大幅下降的直接原因。另一方面, 伴随公司的这一时期的大规模资本开支, 财务费用的急骤上升也是重要因素。

2012 年中期公司的净利润率已经回升至 2.1% 水平，净利润率形成向上的拐点，但较之于行业 3%-3.5% 的净利润水平，仍有巨大提升空间。我们认为公司盈利水平的正常化回归将为未来业绩反转创造巨大空间。

4、大股东的资产注入预期明确

根据公司大股东的承诺，未来会把银座股份作为唯一的零售资产载体，逐步把其他零售资产注入上市公司。

2012 年 11 月公司与大股东签订托管协议，托管其 39 家百货门店，给公司带来 5500 万/年的托管收益。我们认为托管协议提升了未来资产注入预期，除了上述 39 家百货门店之外，大股东旗下的零售资产还包括统一银座旗下 200 家左右的营便利店。

表 3：银座商城托管门店情况

| 序号 | 店面 | 开业时间 | 城市 |
|----|------------|------------|------|
| 1 | 银座商城店 | 1996-6-22 | 济南 |
| 2 | 银座购物广场店 | 1999-10-31 | 济南 |
| 3 | 银座北园店 | 2002-9-15 | 济南 |
| 4 | 银座八一店 | 2002-9-28 | 济南 |
| 5 | 银座章丘店 | 2008-9-26 | 济南 |
| 6 | 银座洪楼店 | 2008-9-28 | 济南 |
| 7 | 银座长清店 | 2006-9-22 | 济南 |
| 8 | 济南马鞍山人防店 | 2010-4-29 | 济南 |
| 9 | 银座玉函店 | 2010-12-31 | 济南 |
| 10 | 银座奥特莱斯七里山店 | 2009-11-26 | 济南 |
| 11 | 银座济宁店 | 2007-1-26 | 济宁 |
| 12 | 银座曲阜店 | 2007-10-31 | 济宁 |
| 13 | 银座济宁购物广场 | 2008-11-30 | 济宁 |
| 14 | 汶上店 | 2009-1-17 | 济宁 |
| 15 | 银座济宁兖州店 | 2011-6-22 | 济宁 |
| 16 | 银座高唐店 | 2007-4-29 | 聊城 |
| 17 | 银座临清店 | 2007-5-28 | 聊城 |
| 18 | 银座东阿店 | 2007-12-28 | 聊城 |
| 19 | 银座平邑店 | 2005-9-2 | 临沂 |
| 20 | 银座家居青岛店 | 2011-4-29 | 青岛 |
| 21 | 银座日照广场店 | 2004-11-28 | 日照 |
| 22 | 银座日照商城店 | 2006-1-18 | 日照 |
| 23 | 银座日照岚山店 | 2011-4-8 | 日照 |
| 24 | 银座威海家居 | 2006-5-1 | 威海 |
| 25 | 银座威海店 | 2012-4-26 | 威海 |
| 26 | 银座安丘店 | 2005-4-28 | 潍坊 |
| 27 | 银座烟台莱山店 | 2010-8-16 | 烟台 |
| 28 | 银座滕州店 | 2004-12-18 | 枣庄 |
| 29 | 银座滕州店西馆 | 2009-8-28 | 枣庄 |
| 30 | 银座购物广场华山店 | 2010-4-10 | 枣庄 |
| 31 | 银座枣庄台儿庄店 | 2011-1-21 | 枣庄 |
| 32 | 银座枣庄峰城店 | 2011-7-29 | 枣庄 |
| 33 | 银座巨野店 | 2009-1-10 | 菏泽 |
| 34 | 银座邢台店 | 2007-7-20 | 河北邢台 |
| 35 | 银座安阳店 | 2012-1-1 | 河南安阳 |

| | | | |
|----|-------|-----------|------|
| 36 | 银座鹤壁店 | 2011-1-22 | 河南鹤壁 |
| 37 | 河南濮阳店 | 2009-1-16 | 河南濮阳 |
| 38 | 银座信阳店 | 2011-8-1 | 河南信阳 |
| 39 | 银座信阳店 | 2012-4-28 | 河南信阳 |

资料来源：国都证券研究所

五、盈利预测与估值

1、分地区的收入预测

根据公司在各个地区的开店计划，再结合当地既有门店的数量，大概可以测算出 2012-2014 年的主营收入规模分别为 126 亿、153 亿和 180 亿。

在不考虑地产业务贡献的情况下，保守预测公司 2012-2014 年的营业收入分别为 130 亿、158 亿和 186 亿元，复合增长率达到 19.6%。

表 4：分地区收入预测

| 收入 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------|------|-------|-------|-------|
| 济南 | 20.7 | 32.1 | 40.8 | 50.6 |
| 淄博 | 17.0 | 18.8 | 20.7 | 22.8 |
| 东营 | 13.7 | 15.5 | 17.8 | 20.4 |
| 泰安 | 12.9 | 14.0 | 15.1 | 16.3 |
| 滨州 | 10.0 | 11.2 | 13.5 | 15.9 |
| 石家庄市 | 6.4 | 6.9 | 9.7 | 11.6 |
| 临沂 | 6.6 | 6.7 | 8.0 | 9.2 |
| 潍坊 | 5.5 | 5.9 | 10.1 | 13.1 |
| 菏泽 | 5.2 | 5.7 | 6.3 | 6.9 |
| 莱芜 | 4.2 | 4.3 | 4.5 | 4.7 |
| 德州 | 2.9 | 3.7 | 4.6 | 5.3 |
| 威海 | | 0.7 | 1.7 | 2.7 |
| 主营业务合计 | 105 | 126 | 153 | 180 |
| 其他业务 | 3.9 | 4.8 | 5.5 | 7 |
| 营业收入合计 | 109 | 130.3 | 158.2 | 186.6 |
| 同比 | | 20% | 21% | 18% |
| 收入假设 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 济南 | 24% | 55% | 27% | 24% |
| 淄博 | 28% | 11% | 10% | 10% |
| 东营 | 33% | 13% | 15% | 15% |
| 泰安 | 17% | 9% | 8% | 8% |
| 滨州 | 27% | 12% | 20% | 18% |
| 石家庄市 | -16% | 8% | 40% | 20% |
| 临沂 | 20% | 2% | 20% | 15% |
| 潍坊 | 68% | 8% | 70% | 30% |
| 菏泽 | 31% | 10% | 10% | 10% |
| 莱芜 | 19% | 2% | 5% | 5% |

| | | | | |
|----|-----|-----|-----|-----|
| 德州 | 97% | 26% | 25% | 15% |
| 威海 | | | 50% | 30% |

资料来源：国都证券研究所

2、毛利率和期间费用率假设

考虑到公司大量受次新店进入盈利期，对综合毛利率有提升作用，未来三年的毛利率将保持小幅上升态势。保守假设 2012—2014 年综合毛利率分别为 18%、18.05% 和 18.1% 水平。

期间费用率方面：考虑由于人工成本和租金成本相对固定，在收入增速提升的情况下，次新店的销售费用率和管理费用率将有明显下降。此外，未来资本开支的减少有助于降低公司的财务压力，利息支出减少带来财务费用率下降。假设 2012—2014 年期间费用率分别为 14.3%、14.15 和 13.9%。

3、所得税假设

我们维持 2012—2014 年所得各率保持 25% 的水平。

4、估值与投资评级

不考虑地产业务的贡献，我们预计公司零售主业 2012—2014 年的 EPS 分别为 0.5 元、0.68 元和 0.90 元，目前对应的估值分别为 18 倍、13 倍和 10 倍，给予“推荐”评级。若 2013 年开始获得托管收益，则零售主业 2013—2014 年的 EPS 分别为 0.76 元和 0.98 元，对应估值为 11 倍和 9 倍。

六、风险提示

1、宏观经济波动风险

公司实施快速扩张的策略，每年新增门店数量在 8—10 家左右；若宏观经济出现波动，则新开店培育期将被延长，拖累公司最终业绩表现。

表 5: 盈利预测表

| 报告期间 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 一、营业收入 | 1,090,746 | 1,308,895 | 1,583,763 | 1,868,840 |
| 减: 营业成本 | 898,433 | 1,073,294 | 1,298,369 | 1,531,514 |
| 营业税金及附加 | 8,467 | 11,780 | 12,670 | 14,951 |
| 资产减值损失 | 387 | 0 | 0 | 0 |
| 销售费用 | 118,268 | 119,109 | 147,290 | 175,671 |
| 管理费用 | 34,303 | 47,120 | 56,224 | 65,409 |
| 财务费用 | 16,793 | 20,942 | 20,589 | 18,688 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 加: 公允价值变动净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 二、营业利润 | 14,094 | 36,649 | 48,622 | 62,608 |
| 加: 营业外收入 | 3,352 | 1,050 | 0 | 0 |
| 减: 营业外支出 | 961 | 390 | 0 | 0 |
| 其中: 非流动资产处置净损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 三、利润总额 | 16,486 | 37,309 | 48,622 | 62,608 |
| 减: 所得税费用 | 5,896 | 11,193 | 13,128 | 15,652 |
| 四、净利润 | 10,590 | 26,116 | 35,494 | 46,956 |
| 归属母公司所有者的净利润 | 11,566 | 26,016 | 35,294 | 46,656 |
| 少数股东权益 | -977 | 100 | 200 | 300 |
| 五、EPS (全面摊薄/元) | 0.22 | 0.50 | 0.68 | 0.90 |

资料来源: 国都证券研究所

国都证券投资评级

| 国都证券行业投资评级的类别、级别定义 | | |
|--------------------|----|-------------------------------|
| 类别 | 级别 | 定义 |
| 短期 评级 | 推荐 | 行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数 |
| | 中性 | 行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数 |
| | 回避 | 行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数 |
| 长期 评级 | A | 预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平 |
| | B | 预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平 |
| | C | 预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平 |

| 国都证券公司投资评级的类别、级别定义 | | |
|--------------------|------|-----------------------------------|
| 类别 | 级别 | 定义 |
| 短期 评级 | 强烈推荐 | 预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15% 以上 |
| | 推荐 | 预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15% 之间 |
| | 中性 | 预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间 |
| | 回避 | 预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5% 以上 |
| 长期 评级 | A | 预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平 |
| | B | 预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致 |
| | C | 预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平 |

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

| 研究员 | 研究领域 | E-mail | 研究员 | 研究领域 | E-mail |
|-----|-----------|------------------------|-----|---------------|------------------------|
| 邓婷 | 金融 | dengting@guodu.com | 肖世俊 | 研究管理、有色金属、新能源 | xiaoshijun@guodu.com |
| 魏静 | 工程机械、普通机械 | weijing@guodu.com | 赵宪栋 | 商业 | zhaoxiandong@guodu.com |
| 王树宝 | 煤炭、钢铁 | wangshubao@guodu.com | 刘洵 | IT | liuyun@guodu.com |
| 王双 | 石化 | wangshuang@guodu.com | 李韵 | 纺织服装、轻工制造 | liyun@guodu.com |
| 张崴 | 房地产 | zhangweiwei@guodu.com | 丰亮 | 汽车及零部件 | fengliang@guodu.com |
| 卢珊 | 食品饮料 | lushan@guodu.com | 王寅 | 医药 | wangyin@guodu.com |
| 袁放 | 有色 | yuanfang@guodu.com | 杨志刚 | 家电/旅游 | yangzhigang@guodu.com |
| 张咏梅 | IT | zhangyongmei@guodu.com | 向磊 | 机械 | xianglei@guodu.com |
| 李春艳 | 基金联络 | lichunyan@guodu.com | | | |