



# 鲁商红利与双轨弹性相得益彰

## ——银座股份 (600858)

2013年2月4日

推荐/维持

银座股份

深度报告

### 报告摘要:

- 模式与区域双重红利并存。** 山东省人均可支配收入与人均GDP的剪刀差高于平均水平，即消费升级弹性较高。虽然作为商业大省面临红海的竞争压力，但主要竞争对手在业态和区域的区隔及起步较晚的购物中心业态为公司的纵横拓展提供契机。公司秉承“全业态+集团孵化”运营模式，集团陆续注入的门店均为自有物业和空白区域，在此基数之上进行轻资产加密，现在这五大注入区域已经成为支柱，收入及利润占比均接近半壁江山；同时三级区域所处的城市发展曲线各阶段也形成了闭合的卫星城市通路。
- 梯队门店体系铸就转型与深耕的双向空间。** 公司08年以来每年10家的速度外延，10年后储备项目整体呈现大型化、自建化的发展趋势，振兴街项目为间接转型的突破口。公司目前的平均店龄为3.5年，次新门店占比位于可比百货类上市公司首位，存在较大的利润潜力空间：四大成熟区域同城店铺基本完成，规模效应下的毛利率杠杆回归是主要增长点；而成长区域在低基数之上的收入高成长则是主要贡献；且由于绝对规模有限，以威海、德州为代表的新兴低毛利率区域对整体毛利率的负向作用有限。公司的外延战略动态调整为：中心点、大店的大型化趋势不改，但绝对数量将有所减少；而纵向拓展的重点则是百强县级的渠道下沉。
- 资本、人力拐点之下的重组序幕开启。** 公司的资本开支自07年高速外延起绝对额翻番，而从12年开始随着增量维持、单体规模下降的间接外延转型导向大幅减少；未来大型自建项目的审慎化推进又使得新增资本支出趋于平稳；同时过去几年人力成本成为各项费用中增长的“重灾区”，横向看公司的人力费率过去三年的增长远高于其他区域型企业，12年的高位平滑也为业绩弹性添砖加瓦。托管银座商城现有零售门店成为重组大幕开启的重要信号，与之相伴的地产剥离和房地产结算EPS弹性为0.37元。
- 业绩预测与投资建议。** 公司“鲁商模式”的垄断地位核心壁垒较高。我们预测公司12-13年EPS为0.57、0.74元，维持“推荐”的投资评级。

### 财务指标预

指标	10A	11A	12E	13E	14E
营业收入 (百万元)	8794	10907	13481	15654	17949
增长率 (%)	67.75	24.02	23.60	16.12	14.66
净利润 (百万元)	110.92	115.66	341.27	373.28	437.54
增长率 (%)	-6.70	4.28	195.05	9.38	17.21
每股收益(元)	0.391	0.400	0.656	0.718	0.841
净资产收益率 (%)	5.17	5.15	13.58	14.64	16.87
PE	23.99	23.41	14.28	13.05	11.14
PB	1.26	1.20	1.94	1.91	1.88

高坤

执业证书编号: S1480511110001

零售行业分析师

010-66554016

gaokun@dxzq.net.cn

### 资产负债表数据 (9.30)

总资产 (百万元)	11248.66
股东权益 (百万元)	2769.7
每股净资产 (元)	4.68
市净率 (X)	1.91
负债率 (%)	75.38

### 交易数据

52周股价区间 (元)	7.32—12.67
总市值 (亿元)	49.72
流通市值 (亿元)	45.31
总股本/流通 A股	5.2/4.7
流通 B股/H股	—
52周日均换手率	0.92

### 52周股价走势图



资料来源: wind

### 相关研究报告

## 目 录

1. 股权、地区双重红利下的地产百货模式.....	4
1.1 模式与区域双重红利并存 .....	4
1.2 城市发展曲线下的升值空间.....	6
2. 区域纵深挖掘、业态转型共铸弹性增量 .....	8
2.1 五钻区域性结构机会下的多渠道战略 .....	8
2.2 三层级市场分而治之.....	11
2.3 自建购物中心储备项目攻守兼备 .....	14
3. 商城资产、费用拐点机遇与挑战并存.....	18
3.1 资本开支与人力成本高位回落 .....	18
3.2 集团资产注入序幕打开 .....	20
4. 盈利预测与投资建议.....	21
5. 风险提示.....	22

## 表格目录

表 1: 主要竞争对手规模对比.....	5
表 2: 大股东分次注入门店相关明细.....	5
表 3: 百盛、金鹰同店与店龄相关性年度变化趋势.....	10
表 4: 山东省各地级市综合评级体系 .....	11
表 5: 主要四大区域收入预测.....	12
表 6: 石家庄地区预测.....	12
表 7: 成长区域门店外延空间分析.....	13
表 8: 主要新兴区域收入预测.....	13
表 9: 山东购物中心业态扩张发展空间.....	14
表 10: 公司部分新店规模对比.....	15
表 11: 振兴街项目业态构成明细.....	15
表 12: 青岛主要商圈明细对比.....	16
表 13: 公司主要储备项目信息.....	17
表 14: 全业态区域型企业的利润杠杆分解指标分析 (2011) .....	19
表 15: 公司未开发自建项目明细.....	20
表 16: 可比公司相对估值对比.....	22

## 插图目录

图 1: 各省经济数据对比.....	4
图 2: 2008 年—2011 大卖场各区域集中度.....	4
图 3: 鲁商集团股权结构.....	6
图 4: 城市发展曲线.....	6
图 5: 新兴城市房地产活动发展水平.....	7
图 7: 山东商业营业用房完成投资额年度增幅.....	7
图 8: 鲁商集团商业环境区域割据图.....	8
图 9: 几大主力区域的收入分布 (2012Q2) .....	9
图 10: 几大主力区域的利润分布 (2011) .....	9
图 11: 2006-2011 四大地级市的收入增长态势 .....	9
图 12: 2006-2012Q2 四大地级市的毛利率态势 .....	9
图 13: 公司门店存量及外延速度变化趋势.....	10
图 14: 主要零售上市公司的次新门店占比.....	10
图 14: 青岛李沧项目区位图.....	17
图 15: 公司资本开支及经营性现金流量占比.....	18
图 16: 公司带息负债占比和资产负债率趋势图.....	18
图 17: 公司财务费率与净利率变化趋势.....	19
图 18: 公司人力成本变化趋势分析.....	19
图 19: 公司延速度与三项费用变化趋势.....	19
图 20: 公司主要三项费用分解趋势分析.....	19

## 1. 股权、地区双重红利下的地产百货模式

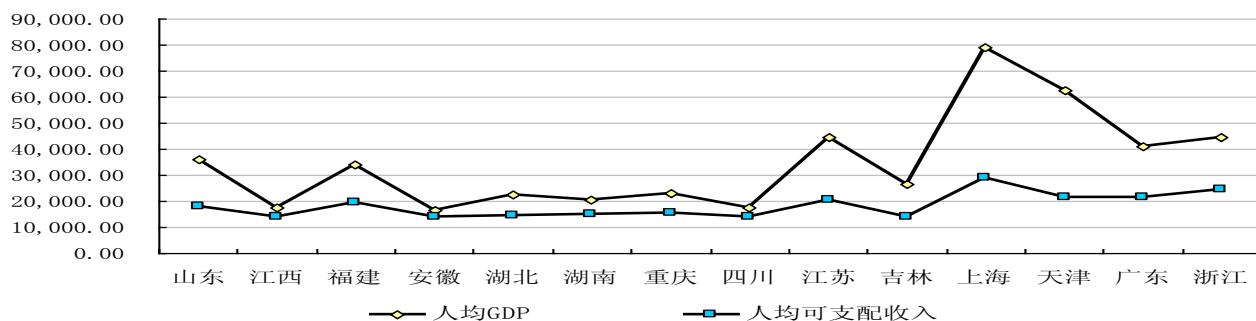
### 1.1 模式与区域双重红利并存

#### 1.1.1 区域消费剪刀差与新兴商业格局缓和双向红利

决定零售地产价值的核心要素有三个：地区经济发展的空间、人口收入的增长、资金的丰裕度。山东经济发展正处在一个重要的转型时期，经济总量虽然位居前列，但不是一个消费经济强省，其人均可支配收入与人均GDP的剪刀差高于平均水平，也即消费升级之于经济发展的杠杆化弹性较高。

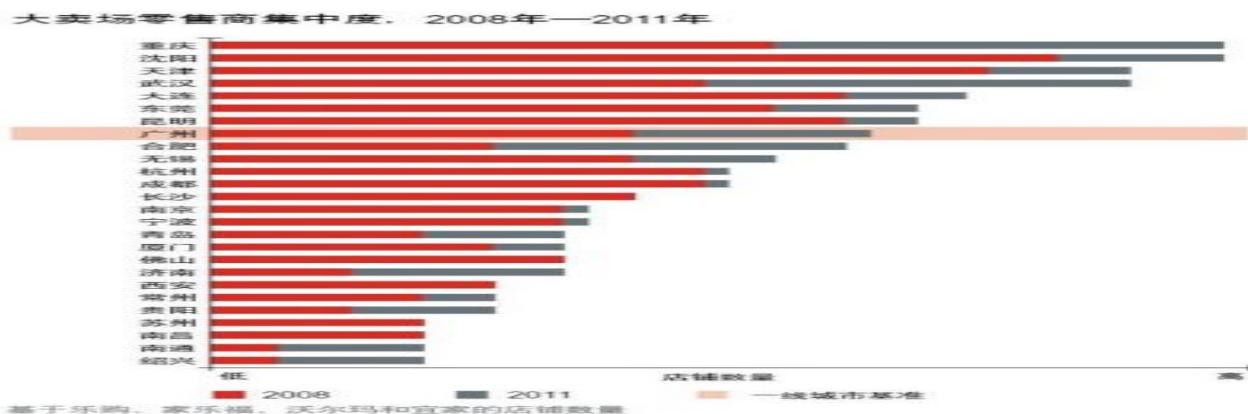
而从卖场和购物中心两大趋势型业态的竞争格局看，超市业态而言，生鲜主导的家家悦是公司超市业务的主要竞争对手，永辉超市明确表示不会进入山东寡头地位强劲的地区，外资大卖场在以济南、青岛为代表的发达地级市也处于较低水平；山东省是各区域大型购物中心起步较晚的区域，也是供需缺口较大的城市，未来综合化、大型化的转型空间较大。从竞争格局看，目前济南市仅有三家综合体项目：万达广场于10年开业，定位时尚；地处泉城广场核心区域的恒隆广场于11年开业，体量和40亿的投资远超过万达，定位高端；百货业态虽然存在区域内寡占的格局，但仍无区域外大型连锁百货的威胁。

图 1：各省经济数据对比



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 2：2008年—2011年大卖场各区域集中度



资料来源：麦肯锡，东兴证券研究所

**表 1：主要竞争对手规模对比**

2011	鲁商集团	利群集团	家家悦	潍坊百货	新星集团
优势地区	济南、淄博、泰安	青岛、烟台、威海	威海、烟台、潍坊	潍坊、青岛、烟台	淄博、济南、博兴
门店家数	322	890(购物中心 36、便利店 800)	600 余家	456	532
销售额(亿)	503	152	180	95	99
主营业态	百货、超市、家居	购物广场、便利店	卖场、社区、折扣店	百货、卖场	百货、超市

资料来源：东兴证券研究所

### 1.1.2 鲁商孵化模式实现低成本寡占

百货类上市公司取得商业地产资源的主要有两条途径：一是通过拥有众多商业地产资源的集团或控股股东层面低价获取，再结合自身在招商、经营方面的优势进行购物中心的建设，目前凭借大股东本土化资源整合优势而获取物业的典型代表主要有天虹商场、银座股份和文峰股份；另外一条途径是，区域性商业龙头企业凭借自身在当地的优势地位，通过本土化资源优势获得土地资产再进一步向上游地产商议价来实现大型商业地产项目低成本的开发机遇，从而获得租金和扣点的双丰收。这类企业以欧亚集团、鄂武商 A、成商集团等地处商业地产升值空间较大的企业为代表。

目前文峰和银座的运作模式较为相似，两者均是全业态覆盖的区域性商业龙头。集团在提供潜在物业、减少搜寻谈判成本的同时，还陆续将旗下的商业资产注入上市公司，另外即使门店到期续租的提租幅度也远低于市场公允水平。值得注意的是，在注入之前，相关地区均是银座股份即上市公司当年的空白区域，而注入的门店均为自有物业，在此低成本培育期的前提下，经过 3-5 年的过渡，公司开始陆续以租赁的模式在这些地区进行外延扩张，而淄博只是以上注入模式的一揽子形式。09 年更是跨省将大体量的石家庄东购项目收入麾下。

**表 2：大股东分次注入门店相关明细**

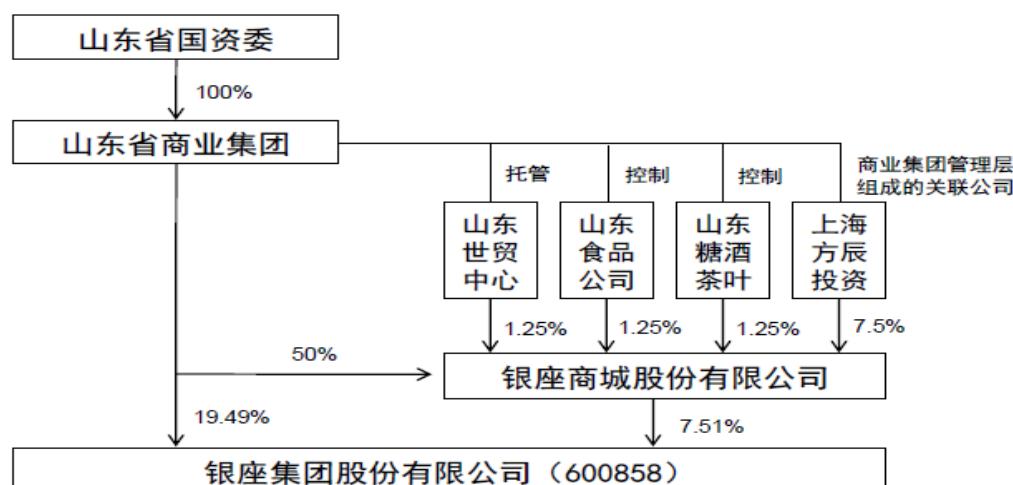
	资产	面 积	物业性质	开业时间	价格、万	方式
2003.9	泰安银座 90% 股权	2	自有	2001.1	2038.6	自有资金
2004.8	东营银座 90% 股权	2.6	自有	2003.4	5744.3	自有资金
2007.7	滨州银座 90% 股权	2	自有	2003.1	14857.5	配股
2010.3	淄博银座 100% 股权	11.6	1 家自有 + 5 家 租赁	03.5-08.1	5.43 亿	定向增发
2010.6	潍坊财富广场 MALL	13.6	自有	2010.10	4.65 亿	自有资金

资料来源：WIND，东兴证券

现在这五大区域无疑构成了公司的支柱：泰安、东营、滨州、淄博 12 年上半年的收入占比为 45.9%；合计利润占比为 41.17%。

鲁商集团旗下已有地产、百货、超市、家居、电器、酒店、餐饮、娱乐等众多优质业态资源。在山东省的整个商业服务领域举足轻重，以此为据点，2011年7月鲁商集团正式宣布大举进军MALL业态，十年内在全国各地投建30个购物中心（MALL），并注册了“和谐广场”品牌，同时还与香港兆隆投资集团联合设立了银龙商业管理公司专门作为运营机构。集团营业收入及利税两项主要经济指标连续九年增幅超过30%，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，力争到2015年实现销售收入1000亿元。银座股份12年全年预计130亿收入，占比为三分之一；而集团中零售门店的利润规模与上市公司基本一致。

**图3：鲁商集团股权结构**

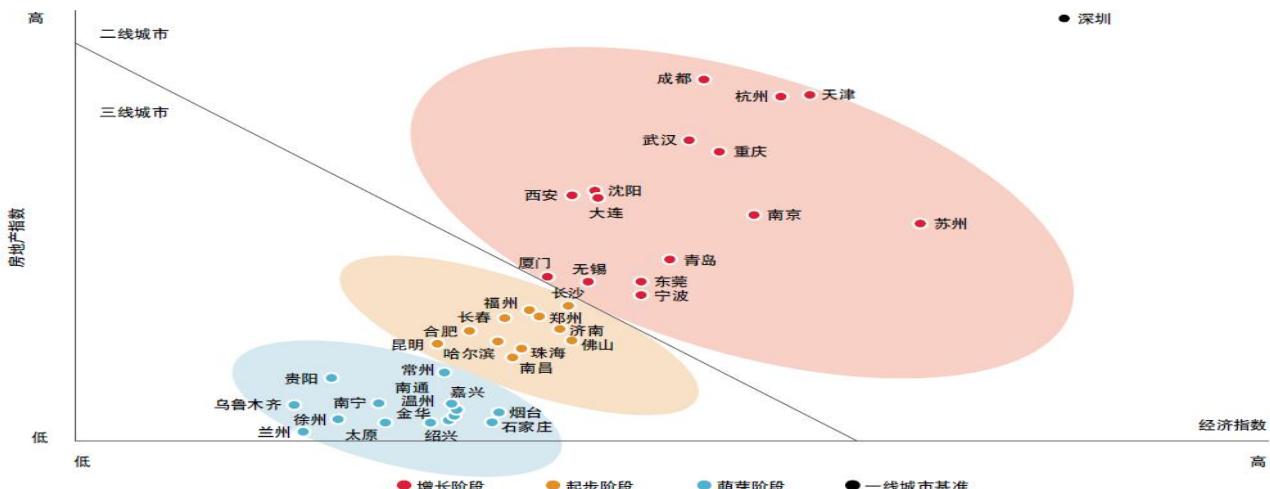


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 1.2 城市发展曲线下的升值空间

在山东省各地级市中，以烟台、济南、青岛为代表的三级城市横跨了城市由萌芽到成熟发展曲线的各个阶段。从而形成了完整的核心——外围卫星城市群体性，房地产和区域经济的联动效应尤为明显。公司拓展的相应核心地区经济与地产的良性互动将为外围地级卫星城市的商业发展带来跨越式发展，从而形成城市圈经济的良性互动，缩短关联新店的培育期，同时形成集体招商的议价能力。从更长远的战略看，以石家庄东购项目为据点向河北、河南等“外资屏蔽”区域外延或成为公司跨省拓展垄断优势的举措。

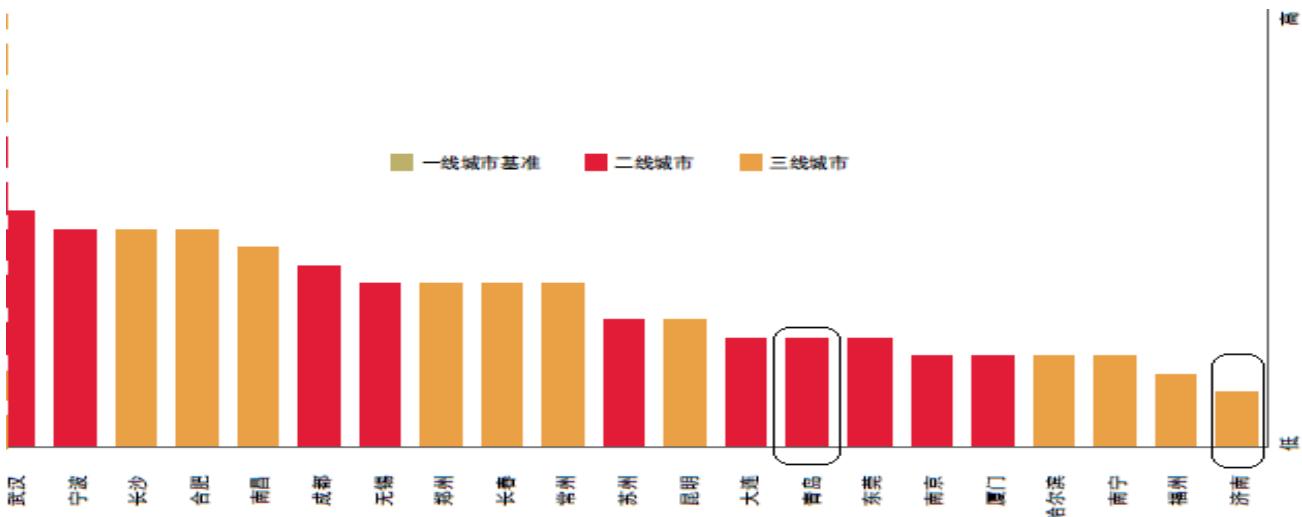
**图4：城市发展曲线**



资料来源：仲量联行，东兴证券研究所

而以青岛、济南为代表的中国新兴城市 30 强，成为近年来房地产市场活动增强最为明显的地区。其凭借迅捷的交通、高素质的劳动力市场成为对制造业、物流业最具吸引力的区域，并最终传导至零售业终端。这类城市所拥有的庞大消费市场和日益增长的富裕阶级成为当地及外资零售商竞相争夺的重地。但无论从商业物业的价格还是从房地产活动的发展水平增长空间来看，其相对于其他可比类城市都具备较大的内外兼修空间，即市场拓展和价格提升双轨并行。而就以烟台、威海、日照等为代表的潜力新兴城市也有望踏上以上城市的路径，为零售企业的介入提供一定的蓝海平台。公司目前的区域内外延转向除了向县级地区进一步深耕细作之外，13 年也将重点放到了青岛、保定等新兴城市。

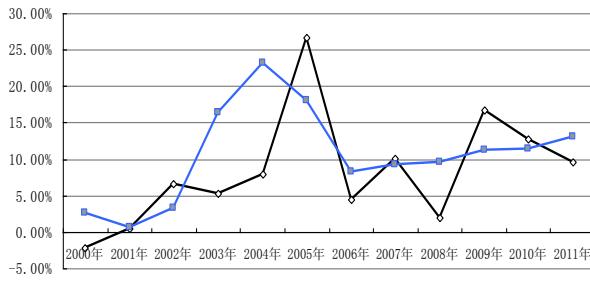
图 5：新兴城市房地产活动发展水平



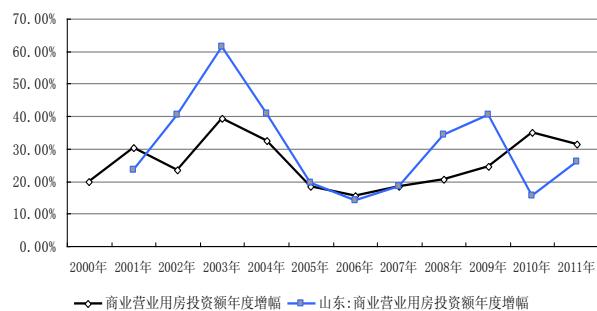
资料来源：仲量联行，东兴证券研究所

图 6：山东商业营业用房平均销售价格年度增幅

图 7：山东商业营业用房完成投资额年度增幅



资料来源：WIND，东兴证券



资料来源：WIND，东兴证券

## 2. 区域纵深挖掘、业态转型共铸弹性增量

### 2.1 五钻区域性结构机会下的多渠道战略

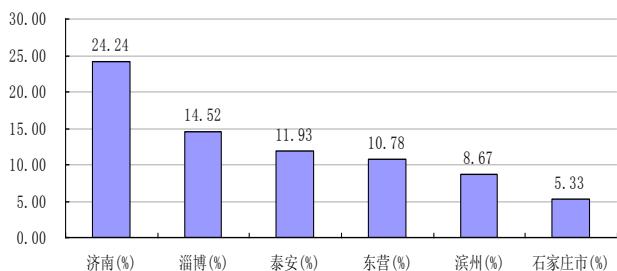
#### 2.1.1 阶梯式区域格局下的结构性布局

山东省内城市综合竞争力排名前三的青岛、济南、威海中，青岛市场主要被利群集团主导，而家家悦又在威海拥有强势地位。此外，排名靠前的淄博和潍坊也分别被新星集团和潍坊百货所寡占。银座的相对优势区域主要集中于济南、淄博、泰安、东营，四者的收入占比为 61.47% (2012Q2)，对应的利润占比也超过了 50%。同为鲁商集团旗下的银座商城除了在济南占据中高端百货的主要地位外，在枣庄、济宁、日照、聊城等地也具备一定相对规模优势。然而这五大商业集团除了在区域分布上有所区别，在不同的业态上也有所侧重：利群集团较为侧重百货和便利店（加盟）、家家悦以超市为业态主体、潍坊百货是百货+佳乐家超市双轨并行、而新星集团则是专业连锁主打。

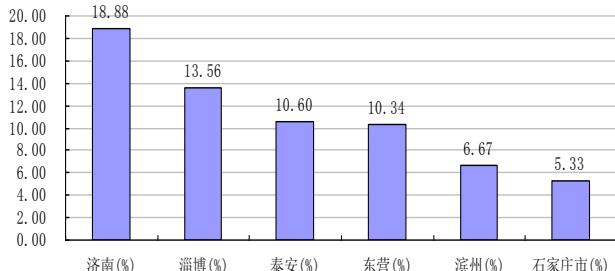
图 8：鲁商集团商业环境区域割据图



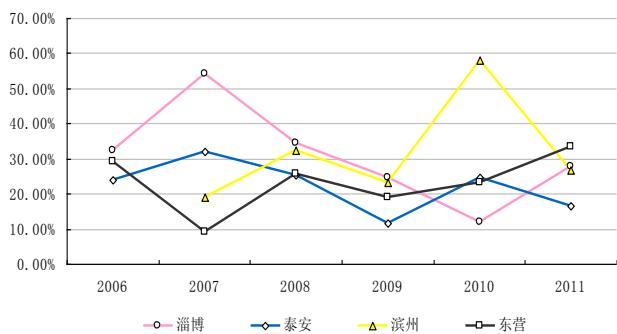
资料来源：东兴证券研究所

**图 9: 几大主力区域的收入分布 (2012Q2)**


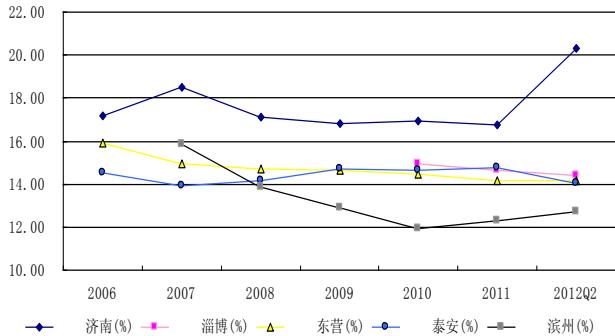
资料来源: WIND, 东兴证券

**图 10: 几大主力区域的利润分布 (2011)**


资料来源: WIND, 东兴证券

**图 11: 2006-2011 四大地级市的收入增长态势**


资料来源: WIND, 东兴证券

**图 12: 2006-2012Q2 四大地级市的毛利率态势**


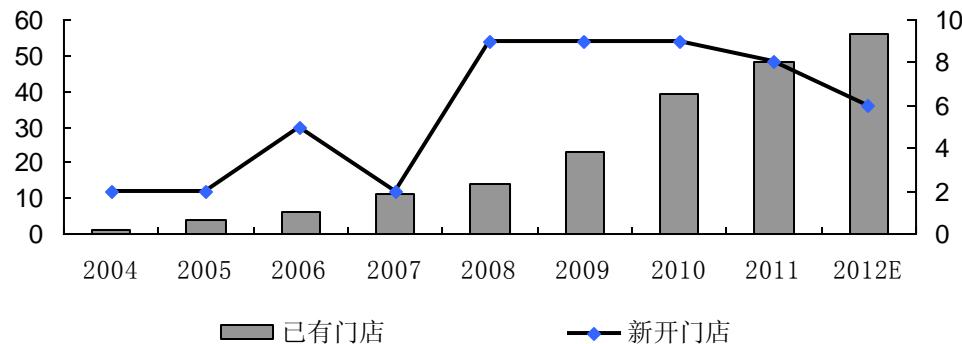
资料来源: WIND, 东兴证券

结合银座主要本土及外资竞争对手的门店区域分布，红海区域（青岛、济南）的组合业态优化、购物中心化升级；蓝海区域（部分地级市及县级地区）的百货化布局、超市跟进或成为公司未来山东省内外延的主基调。而就内涵空间而言，我们以收入占比与毛利率的比率来划分各个区域的内外双向发展模式：收入构成/毛利率相对占比高，（济南、淄博、泰安、东营、滨州、石家庄）说明该区域收入的规模优势基于较为激烈的竞争环境尚未完全体现为毛利率议价能力的提升，而毛利率对收入的杠杆回归形成了这类区域内涵增长的主要路径；与此相对的，收入构成/毛利率相对占比低的区域则存在外延规模经济即费用最优化的进一步拓展，（临沂、菏泽、莱芜、潍坊、德州）；而银座目前相对空白的区域市场但整体经济、消费环境又成熟的青岛、威海等红海地区，包括省外的西安、保定、张家口等地则是以大型综合体为突破口，建立品牌形象的战略重地。

### 2.1.2 店龄结构优化构筑收入拐点

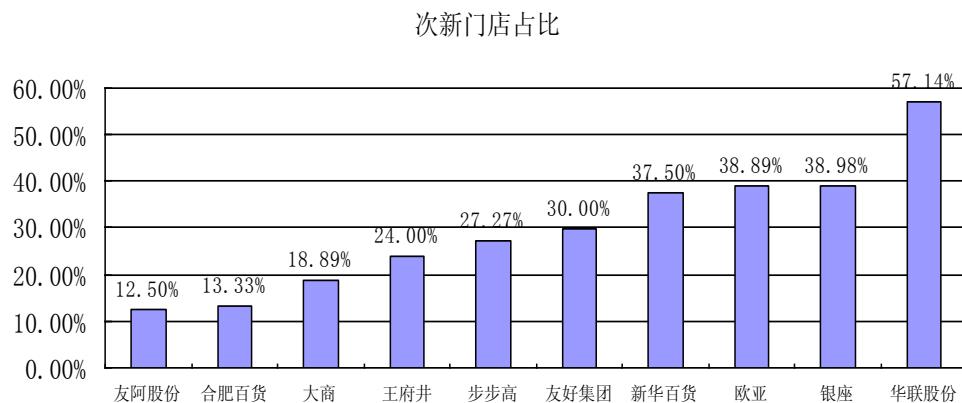
公司 08 年以来每年 10 家左右的速度外延，而在内忧（租金成本的高企）、外患（万达、恒隆的进驻）的压力下，10 年及后续储备项目与 08-09 年新开门店的面积相比，整体呈现大型化、综合化的发展趋势，以振兴街和谐广场为代表的 MALL 业态有望成为公司未来探索的重要业态。大型城市综合体项目的拓展不仅分享了集团超市、家居连锁等业态的范围经济和招商管理等方面的产业链节点协同效应；还可以通过部分住宅的预收缓解项目前期的资金压力，在占领业态制高点的同时获得较高的投资收益。

图 13：公司门店存量及外延速度变化趋势



资料来源：东兴证券研究所

图 14：主要零售上市公司的次新门店占比



资料来源：东兴证券研究所

我们结合百盛高速增长期时的店龄结构和金鹰目前的店龄水平，步步高百货门店的平均店龄为 4 年，已经从去年开始体现了其对利润杠杆端 30%以上年均增速的贡献；银座目前的平均店龄为 3.5 年，其今年主业的拐点效应十分突出；而文峰次新门店占比也较高，其购物中心的培育期平均在 1-1.5 年，有望于 13 年步入拐点期。

表 3：百盛、金鹰同店与店龄相关性年度变化趋势

	2007	2008	2009	2010	2011	2012Q2
百盛同店	18.40%	12.10%	7.50%	11.40%	11.40%	2.9%
金鹰同店	25.80%	21.50%	17.50%	25.10%	24.90%	8.6%
百盛店龄	9.20	8.50	8.00	7.22	6.28	—
金鹰店龄	7.20	6.57	5.64	5.00	4.28	3.57

资料来源：WIND, 东兴证券

从外延战略看，公司的快速扩张将进行动态的结构性调整：中心点、大店的大型化趋势不改，但绝对数量将有所减少；山东省内除了东部区域，同城店铺基本完成，其中东营、淄博地区已经实现了密集布点，未来重点加密的地级市包括泰安、菏泽、德

州；而纵向拓展的重点则是县级门店，从发展空间看一方面山东省的百强县较多，另一方面基于县级地区的市场容量有限，公司凭借国资背景在这一蓝海区域的先发优势明显；省外扩张方面，公司将以东购为据点拓展竞争相对缓和的河北地区，重点加强石家庄的同城分店，目前储备3个项目，河北保定财富广场项目和张家口合计10万平米的省外项目有望于今年年底或明年年初开业运营。

## 2.2 三级市场分而治之

我们以与经济发展相关的五项指标加权综合作为衡量山东省各地级市经济发展及消费水平的排名依据。从大股东陆续注入门店相应地区的经济发展来看：泰安仍然处于稳步上升期，东营和淄博、滨州则处于相对成熟期。

**表 4：山东省各地级市综合评级体系**

排名	地级市	GDP 总量指数	三产指数	人均 GDP 指数	城镇居民可支配收入	社销总额指数	综合评分
1	青岛市	4.85	4.54	5.73	2.24	17.30	4.83
2	济南市	3.34	5.15	5.02	2.27	15.96	4.52
3	东营市	2.06	2.25	10.24	2.13	3.24	4.23
4	烟台市	3.70	3.21	5.27	2.11	12.15	3.92
5	威海市	1.73	3.44	6.86	2.01	5.54	3.72
6	淄博市	2.45	3.36	5.42	1.93	8.61	3.57
7	潍坊市	2.71	3.25	3.03	1.73	9.68	2.98
8	济宁市	2.24	3.30	2.80	1.77	8.46	2.81
9	临沂市	2.07	3.74	2.10	1.88	9.24	2.80
10	泰安市	1.72	3.56	3.14	1.77	5.63	2.74
11	滨州市	1.35	3.36	3.67	1.75	3.52	2.66
12	德州市	1.48	3.20	2.67	1.57	6.06	2.46
13	莱芜市	0.47	3.15	3.69	1.89	1.54	2.43
14	日照市	0.86	3.53	3.15	1.58	2.64	2.40
15	枣庄市	1.20	2.91	3.27	1.57	3.59	2.37
16	聊城市	1.38	2.69	2.47	1.60	4.78	2.21
17	菏泽市	0.96	2.76	1.16	1.27	5.68	1.79

资料来源：东兴证券（注：五大经济指标均已指数化，各指标权重从左至右分别为 15%、25%、25%、30%、5%）

### 2.2.1 四大成熟区域杠杆可期

无论从区域经济的成熟度、竞争格局，还是从已有门店的增长态势来看，这五大核心区域均存在内外兼修的拓展空间。

**淄博——**淄博自 10 年收购以来近两年没有新增加密门店，7 家门店中 10-12 年开业的次新门店仅 1 家，相对占比处于所有公司覆盖区域中的最低值，在经历过去两年 25% 的复合增速后，整体收入或将于今年开始回落至 10-15% 的区间；公司在淄博地区的布点已经较为密集，未来的增长点主要来源于规模效应强化下毛利率提升对于利

润的杠杆作用。而利群及家家悦在淄博的密集布点以超市业态为主，公司在淄博地区百+超的先发优势和规模优势将双轨并行铺就杠杆化回归之路。

**泰安**——泰安作为公司的传统地区，店多且密集的分布构成了业绩增长的第二梯队；第一家门店自有物业门店成立于01年，目前10-12年开业的次新门店为3家，相对占比为38%，收入增速或在去年高位回落的基础上有所提升；利润则滞后1-2年开始释放；随着该地区11年两家新店的跟进和避开“四大集团优势区域”的市场竞争格局，收入和利润有望相继在12年和13年重回高位。

**东营**——东营的经营地位虽然和泰安不相上下，但由于门店较为分散，后续潜力可能略显单薄；目前的次新门店占比也保持在33%的公司平均水平。在过去两年近30%的收入复合增速且近两年没有新增门店的基础基数上，或将于今年双向高位回落。

**滨州**——滨州是注入门店阵营中，毛利率最低的区域，仅为12.69%，与此同时，该地区的店龄平均较长，次新仅为一家，该区域相对于淄博、泰安两地无论在经济实力还是消费水平均明显偏低，而这也恰恰是“类合百”消费升级+持续高速成长模式的雏形。滨州地区今明两年的收入增速一定程度上受制于外延加密的短缺，毛利率趋向平均水平的杠杆弹性空间值得期待。

**表5：主要四大区域收入预测**

%	2010	2011	2012	2013E
淄博	15.7	16.2	12	14
泰安	14.67	16.6	18	20
东营	23.05	33.27	20	18
滨州	11.95	12.27	14	15

资料来源：东兴证券

**石家庄**——石家庄东购广场自2009年11月3日被银座收购以来发展迅速，东购位于石家庄的商业“黄金路”中山路上，包括商场和写字楼，商场的营业面积约为5.5万平方米，写字楼的建筑面积约为5.5万平方米。商场部分于1996年9月29日正式开业，是一家集购物、餐饮、娱乐、休闲为一体的大型综合性购物中心。2009年，更获得国内零售百货商店最高荣誉“金鼎百货店”的荣誉称号。目前年销售额近10亿元，一跃成为银座各店第二名。东购未来的发展空间一是在于东购本店加快升级，打造成桥西市场的高端商场；二是加快扩展的步伐，目前东购正与多个项目洽谈，以“中心店一分店”的模式进行规模发展，而近两年毛利率的大幅下行是制衡利润的主因。

**表6：石家庄地区预测**

亿元、%	2009	2010	2011	2012E
收入规模	0.74	7.66	6.40	7.10
同比增速		940.54%	-16.48%	7.81%
毛利率	18.36	18.66	15.33	15.80

资料来源：东兴证券

## 2.2.2 成长区域加密增量空间犹存

从综合竞争力排名来看，（临沂、菏泽、莱芜、潍坊、德州）是综合竞争力增长相对较快的地区。我们结合区域经济发展态势和其商业竞争格局两个维度来评判这类外延潜力区域的空间。而银座商城现有较为优势的济宁、日照、枣庄等地区不排除公司通过收购和新建并行的举措，进一步实现巩固传统、拓展新区的外延战略。低基数之上的收入高速增长是该类成长区域近3-5年的主要增长点；但由于绝对规模有限，以威海、德州为代表的新兴低毛利率区域对公司整体毛利率的负向作用有限。

**表7：成长区域门店外延空间分析**

	现有门店平均数量、面积及店龄	竞争力排名	内资+外资竞争对手数	综合评价（城市、竞争）
临沂	5家、店龄均匀、平均面积1万	9	大润发1、家家悦5、利群2	一般
菏泽	1家、2万平、06年开业	17	利群7家	一般
莱芜	2家、店龄较长、平均3万	13	大润发1家	良好
潍坊	10年一个大店（13.6平）、其他两家较老且平均2.5万	7	大润发2、沃尔玛1、家家悦11、利群9、潍百25	良好
德州	10年一个大店（6.3平）、整体店龄年轻且平均2万	12	利群2、家家悦1	优秀

资料来源：东兴证券研究所

临沂地区在山东省面积最大、人口最多。山东公认最具发展潜力的城市，是山东省的建材和黄金生产基地，商业发达，有各类专业批发市场，连续三年跻身全国十大批发市场前三名，是连接南北重要的物流城、商贸城。虽然“1+X超市”业态的组合模式尚不对利润构成太大影响，基于现有门店整体数量偏小，未来有望通过百货化后续储备项目的适度突围提升该地区的利润杠杆。

而德州地区虽然经济尚难言起色，但其相对宽松的竞争环境和公司09年首次涉足以来的整体次新店结构，使得这一地区的内外兼修发展也值得期待。德州为全国城市综合实力百强，交通便利，是华东、华北的重要枢纽，一出市区就到河北境内的城市，有望成为突破及巩固河北市场的重要战略区域。

莱芜素有“钢城煤都”之称，是山东省重要的钢铁、能源生产和深加工基地、工业基础雄厚。另外莱芜的交通比较便利，是中国优秀的旅游城市。公司在莱芜目前布局两家门店，利群和家家悦对该地的渗透也较为缓慢。莱芜地区较快的经济发展势头，为该地区的蜂窝式外延空间奠定了一定基础。

菏泽地区整体经济排名较后，经济欠发达、工业少，属山东唯一农业大市。就门店规模而言，银座系尚与利群集团存在较大差距。潍坊经济趋于成熟，但潍坊百货集团在当地的强势地位难以撼动，与此同时外资的强势入驻又使得该地区的跑马圈地环境不容乐观。烟台在山东省综合排名前五名的地区中，作为一个三级城市，位居中国新兴城市40强，是唯一上市公司尚未覆盖而银座商城在10年刚涉足的地区。

**表8：主要新兴区域收入预测**

%	2010	2011	2012	2013E	10-12年新开门店
临沂	32.82	20.33	5	10	3、平均不到1万
潍坊	25.26	67.90	8.39	15	2、平均7万(10年大店)
德州	1.49	2.93	3.68	10	2、平均4.5万
莱芜	34.88	18.45	2.14	9	0

资料来源：东兴证券研究所

### 2.2.3 三层新兴区域的分层式外延

公司的储备项目明显倾向于青岛、威海及聊城、德州等公司相对全新市场，而综合体项目对于公司在新区域的品牌树立具备一般百货业态所没有的强势地位。目前上市公司尚未涉足的空白区域同样可以根据经济发展水平和竞争程度划分为三个层次：一是以枣庄、日照、聊城为代表的相对蓝海区域，这类区域均在山东省各地级市中经济水平相对落后，是上市公司的空白领域，而虽然银座商城有所覆盖，但无论从其自身的绝对数量还是还是从中外资竞争对手的渗透来看均较为有限；二是以烟台、威海为代表的经济较为发达且区域零售商寡占格局明显，但整个银座系较少涉足的紫海市场；三是以青岛及省外市场为代表的红海市场，这些地区经济水平位居前列，同时存在“内忧外患”的商业竞争格局。

蓝海市场虽然挖掘潜力较大，但由于较低的经济基数，开创式外延的前期成本较大，相应的培育期也较长，银座商城的一揽子注入或是填补这类空白区域的最终归宿；而以家家悦为代表的区域型寡头虽然已经占据了紫海市场部分细分业态的先发优势，但凭借银座系强大的资金、业态支持，综合化试水将是这一区域的外延主流；而对于核心市场空间狭小的红海区域而言，综合化转型的同时对新兴商圈的探索将使得其外延的成本和不确定性高于紫海市场。而百强县域市场的拓展或成为又一亮点。在以上四层区域中，青岛、济南、河北三地或将成为公司未来购物中心转型的核心区。

表 9：山东购物中心业态扩张发展空间

山东	淄博	枣庄	东营	烟台	潍坊	济宁	泰安	威海	日照	莱芜	临沂	德州	聊城	滨州	菏泽
人口数(万人)	422	391	185	651	874	843	557	254	288	127	1073	570	598	378	959
人均GDP(万元)	6	4	12	6	3	3	4	8	4	4	2	3	3	4	1
平均值倍数	1	1	3	1	1	1	1	2	1	1	1	1	1	1	0
调整后空间	6	5	3	9	9	8	7	4	3	2	8	5	5	5	5

资料来源：WIND，东兴证券研究所

### 2.3 自建购物中心储备项目攻守兼备

转型购物中心已经成为众多零售企业的共识，然而在华润、万达为代表的内资地产商和恒隆、凯德为代表的港资及外资地产商双重夹击下，凭借本土化优势的蓝海空间挖掘成为零售企业弥补自身管理、运营乃至资金短板的重要手段。公司自身全业态、集团物业资源和山东区域商业地产的相对蓝海三大要素构筑了公司转型购物中心的核

心相对优势。对比公司 10 年及后续储备项目与 08-09 年新开门店的面积可以看出，整体呈现大型化、综合化的发展趋势。

**表 10：公司部分新店规模对比**

地区	门店	面积（万）	物业性质	开业时间
滨州	09 年前门店平均面积	5 家	1 家自有	—
	10 年新开门店面积	银座邹平店	租赁	2010.5
德州	09 年前门店平均面积	2	租赁	—
	10 年新开门店面积	银座德州店	租赁	2010.9
东营	09 年前门店平均面积	4	1 家自有	—
	10 年新开门店面积	东营广饶店、垦利店	租赁	2010.4、2010.11
后续项目	德州	德州宁德项目	自有	2010.9
	潍坊	潍坊财富广场购物中心	自有	2010.10
	威海	威海宏图	自有	2012.4

资料来源：东兴证券研究所

### 2.3.1 振兴街项目——购物中心转型全面起航

相对于青岛来说，银座系在济南的整体优势毋庸置疑，振兴街项目的成功开业有望成为济南多点化商圈践行大型综合体项目的里程碑。公司全资孙公司银座置业购买“金銮大厦”项目并建成后，与振兴街项目一起进行整体统筹规划，综合开发利用。振兴街项目共投资 20 亿余元，分为回迁房部分和商业开发部分。项目规划总建筑面积 48.7 万平方，其中购物中心及配套部分规划建筑面积 14 万平方米，包括百货部分 4 万平方米，超市部分 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，停车场部分 4 万平方米。

振兴街项目于 2011 年 10 月份开业，其中百货面积 4 万、超市 1 万。从我们实地调研的情况看，目前签约品牌已经达到 130 多家，餐饮娱乐的配套也较为全面。分为银座主力百货、银座超市、专卖店三大业态，对应的毛利率水平分别为 17-18%、超市 12-13%、购物中心部分整体租金 3 元左右，出租面积在 5 万左右，合同三年一签，每年递增 5%。商业部分工作日的客流量在 2-2.5 万区间，周日在 3-3.5 万之间，其中负一层超市的单日流水在 20-30 万，周六、周日翻番至 40-50 万。相比较恒隆广场而言，项目的交通较为便利，配套停车位 2000 个（恒隆 800 个），无论是客流水平还是租户经营水平都略胜一筹。

而对于振兴街的房地产结算，10 年出售的两栋住宅，11 年写字楼的大部分出售，两者共同形成了 11 年 9 个亿的预收款中的 8 亿元。我们保守预计今年将 10 年形成的 3.5 亿先确认，贡献 12 年 EPS 在 0.20 元左右，剩余的将 13 年进行确认，约合 EPS0.2。

**表 11：振兴街项目业态构成明细**

产品构成	商业开发地上部分		居住回迁地上部分			地下部分
	MALL 地上部分	办公/公寓部分	住宅	底商	配套公建	

规划面积	9 万	15.1 万	7.8 万	1 万	0.4 万	15.3 万
功能细分	商业	办公、酒店、居住	居住	商业	邮局、幼儿园等	停车场
面积配比	9 万	15.1 万		9.2 万		14.3 万

资料来源：公司公告，东兴证券

### 2.3.2 青岛两大购物中心在建项目——均已开建、或成重头戏

以青岛为主战场的利群集团仍是公司寻找第二核心区的主要对手，利群目前的市场份额大约在 11% 左右，购物广场近 40 个，和公司的综合体业态形成了一定竞争。而以综合体业态出现的万达广场、以大卖场为核心竞争力的家乐福、沃尔玛分别不到 3 家的规模尚难以对公司构成压力，门店数量超过 500 的家家悦缺乏百货业态的冲击力，而青岛乾豪项目的全面运营将是打开这一相对潜力区域的重要突破口。

**表 12：青岛主要商圈明细对比**

名称	级别	位置	主要特征
香港路	市级商圈	市南区	集中了青岛档次最高写字楼、五星级酒店；业态丰富，国际一二线奢侈品高端百货云集
中山路	市级商圈	市南区	成熟商圈，以中档商业为主；历史悠久，吸引了大量旅游人群
台东	市级商圈	市北区	百货以利群为代表，缺乏高档次商业，拥有较多专卖店
李沧	区域型商圈	李沧区	位于城乡结合部，临近 308 国道，区位条件较好，有较多中高档购物中心项目进驻丰富商业业态
城阳	区域型商圈	城阳区	商业批发市场和各类配套商业为主；区域内住宅人口增加，宝龙地产兴建大型购物中心和主题公园项目

资料来源：东兴证券

**青岛乾豪项目**——该项目已于 2009 年奠基，含一座 30 层的写字楼和 7 层的商场。预计项目总投资 8 亿（其中公司投资约 4 亿多）13 年下半年完工。乾豪国际广场位于南京路和香港路交叉点东北角，地理位置优越。项目周围设施齐全，市政府、家乐福、阳光百货、国际新闻中心、佳世客、五四广场、颐中皇冠假日酒店近在咫尺。香港中路两侧已经新建了许多大型的商住项目，价格基本从 15000~35000 元/平方米不等，其中青岛中心价格为 2.5 万元/平方米。

### 青岛李沧项目——

项目规划总用地面积约 2.7 万平方米，总建筑面积超过 20 万平方米，包含两幢 34 层高的住宅楼；一幢 31 层高的商办综合楼，总投资约 10 亿元。银座购物中心所在位置是目前李沧区内最繁华的商业区域。北方国贸、崂山百货、利客来三大商场和向阳商业路步行街分列周边，在建的伟东城市广场、苏宁广场和百通大厦毗邻，以上三大项目均是集写字楼、商场、休闲娱乐于一体的综合性商业项目。规划中的地铁 M2、M3 号线在该地块南侧的维客广场处均设有站口，给商圈提供了潜力空间。

**图 14: 青岛李沧项目区位图**


资料来源：东兴证券研究所

公司未来的储备门店中，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，而从公司转型这一趋势性业态的优势来看：一方面随着采购权利的集中化管理，托管协议的生效，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；另外，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，同时核心的项目管理层基于“平台发展空间”的诉求，流失率的水平较低，从而保证了项目中后期运营的稳定性。

**表 13: 公司主要储备项目信息**

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 (2013)	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	Mar-09	2012 年	2910	1.13 万	商场
威海宏图	Apr-09	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
河北保定世纪财富广场项目 (2013)	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 (2013)	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 (2013)	2010 年 10 月	2013	20 年租金总额为 3.69 亿	5.5 万	购物中心
顺河街项目	2011 年 1 月	—	1.69 亿元	2 万	—

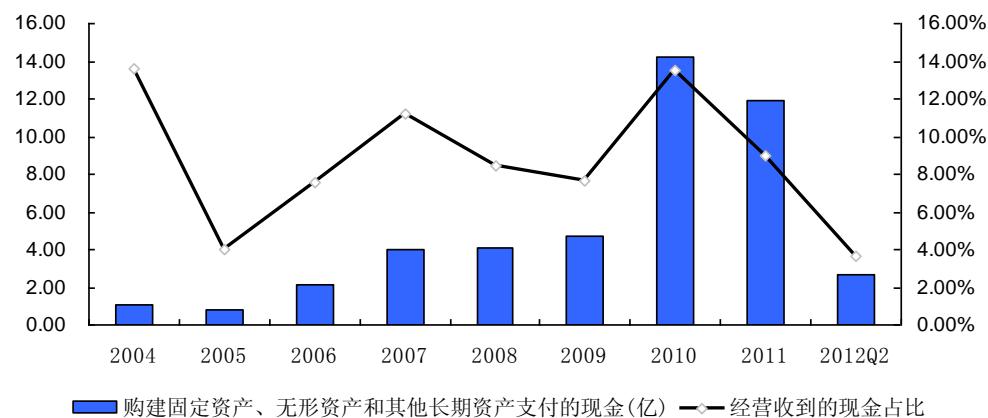
资料来源：东兴证券研究所

### 3. 商城资产、费用拐点机遇与挑战并存

#### 3.1 资本开支与人力成本高位回落

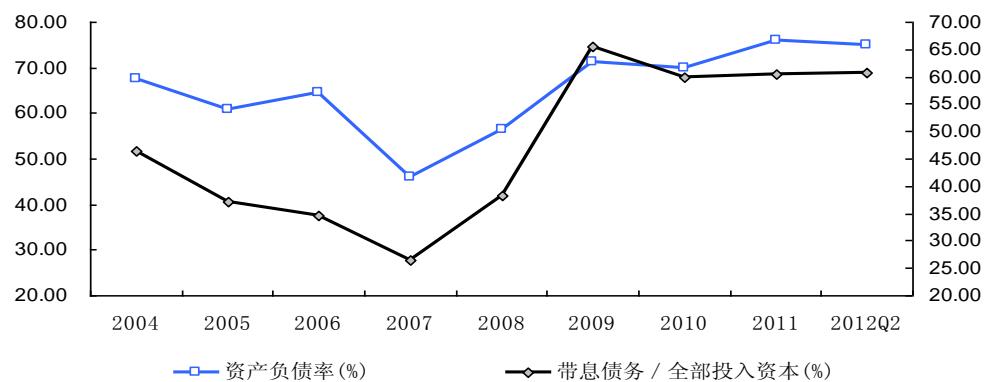
然而与高速外延扩张和大型化、重资产化转向相伴的是高企的资本开支和财务费用，同时也成为制约公司近两年业绩的主要瓶颈。公司的资本开支自07年高速外延起点绝对额翻番，占销售商品提供劳务收到现金攀升至双位数，这一绝对、相对水平一直维持到09重资产转向；10-11年两年间，资本开支的绝对数量较前阶段平均提升三倍，现金流量占比也维持在10%以上；而从12年开始随着外延增量维持、单体规模下降的间接外延转型导向，公司的资本开支明显大幅减少。与此同时，公司的资产负债率和带息负债资本开支占比在09年也分别大幅提升26%和70%，两者截至今年上半年依然维持相对高位。

图 15：公司资本开支及经营性现金流量占比



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 16：公司带息负债占比和资产负债率趋势图

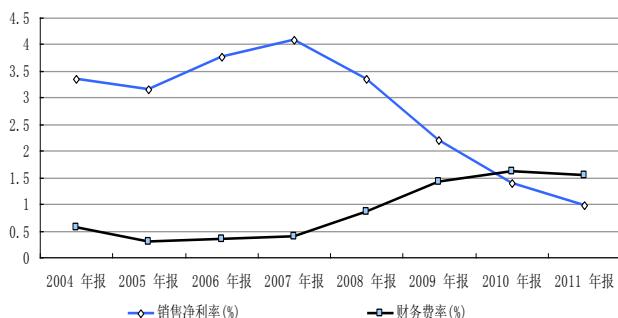


资料来源：WIND，东兴证券研究所

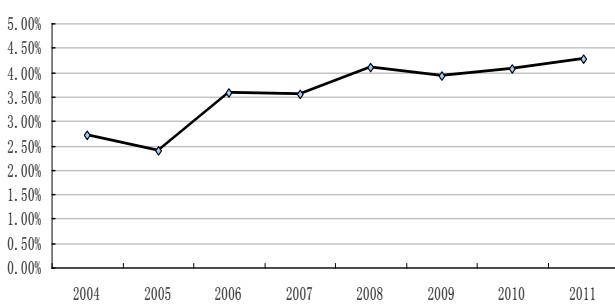
财务费用成为近四年来自制公司业绩的重要因素之一，而地产业务的涉及和同业竞争又使得公司的融资渠道来源有限。基于目前储备的大型项目的陆续开工，利息费用的

资本化比例提升将一定程度上缓解财务费用的压力，同时未来大型自建项目的审慎化推进又使得新增资本支出趋于平稳，从而将有效提升公司的业绩弹性。

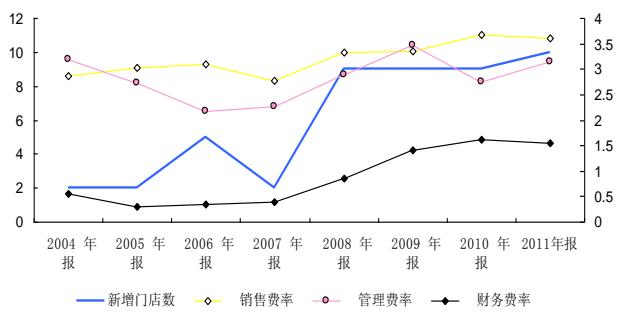
三大费率纵横对比来看，公司自2008年扩张提速以来，三项费用均出现了明显的上升势头，而其中的财务费率三年来更是达到了65%的平均增速。具体分解到主要的租金、折旧、人力三项费用来看，近年来租金引致的自建转向使得租赁费和折旧费呈现逆转汇合趋势，折旧摊销费率仍低于重资产扩张、购物中心转向的欧亚集团、步步高、友好集团；过去几年人力成本也成为各项费用中增长的“重灾区”，横向对比看，公司的人力费率过去三年的增长远高于其他区域型企业，一方面与公司员工工资基数有较大关系，另一方面，济南作为公司收入占比近20%的区域，以超市为主的业态定位也使得其人力成本的权重因素相应增加。未来两年随着诸如德州、潍坊、临沂及省外部分地级市次新门店的发力，核心区域的相对份额将有所下降，而人力成本上升的平稳化递增化趋势也将使得这一重灾区逐步缓和。

**图 17：公司财务费率与净利率变化趋势**


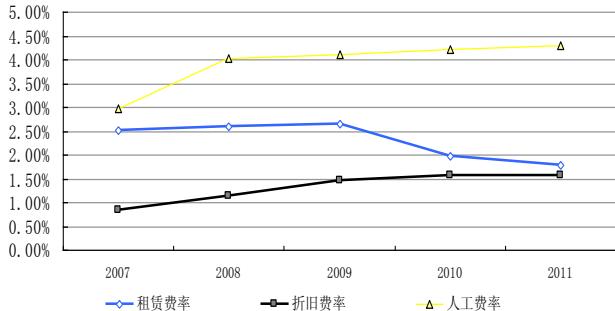
资料来源：WIND，东兴证券研究所

**图 18：公司人力成本变化趋势分析**


资料来源：WIND，东兴证券研究所

**图 19：公司延速度与三项费用变化趋势**


资料来源：WIND，东兴证券研究所

**图 20：公司主要三项费用分解趋势分析**


资料来源：WIND，东兴证券研究所

**表 14：全业态区域型企业的利润杠杆分解指标分析（2011）**

	毛利率 (12Q1)	人力费用 / (±%)		租赁费率 (±%)		折旧摊销 (±%)	
		10/09	11/10	10/09	11/10	10/09	11/10
合肥	19.47	17.22%	40.92%	24.07%	19.27%	8.45%	16.04%
百货	11 年费率		2.74%		0.90%		0.93%
欧亚	14.65	--	70.91%	--	94.92%	--	19.00%

集团	11 年费率	2.12%	0.35%	1.76%
重庆	<b>12.76</b>	<b>35.12%</b>	<b>17.89%</b>	<b>10.51%</b>
百货	11 年费率	4.78%	1.27%	0.31%
步步高	<b>20.78</b>	—	<b>45.83%</b>	<b>18.93%</b>
鄂武商	20.45	35.66%	38.45%	44.86%
文峰股份	11 年费率	5.63%	1.98%	0.35%
新华百货	<b>17.91</b>	—	20.70%	—
友好集团	11 年费率	3.02%	0.44%	0.58%
银座股份	<b>19.24</b>	<b>24.16%</b>	<b>23.57%</b>	<b>47.18%</b>
百货	11 年费率	3.66%	2.60%	0.22%
友好	20.22	<b>33.96%</b>	<b>41.19%</b>	<b>61.44%</b>
集团	11 年费率	6.68%	1.26%	1.65%
银座股份	<b>17.88</b>	<b>73.18%</b>	<b>30.89%</b>	<b>28.00%</b>
百货	11 年费率	4.29%	1.78%	1.45%

资料来源：东兴证券研究所（注：±%是相关费率 11 年较 10 年、10 年较 09 年的变化幅度）

公司目前的长、短期负债分别为 12 亿和 25 亿元，拿地自建的项目中未建的主要包括聊城项目、青岛乾豪及李沧项目及济南顺河街三个项目。除乾豪是 54% 的控股比例外，其余全部为全资控股；四者的土地总价款是 14 亿元，预计总投资（不含土地）是 18 亿元，目前已经投资不足 3 亿，尚需投资 15 亿。如果考虑到地产项目剥离的可能性，由此带来的财务费用节约合计 0.9 亿元，增厚 EPS0.17 元。

**表 15：公司未开发自建项目明细**

	聊城项目	顺河街项目	青岛乾豪项目	青岛李沧项目
拿地时间	2009. 3	2011. 1	2008. 5	2010. 3
股权比例	100%	100%	54%	100%
方式	竞拍土地	竞拍土地	受让乾豪地产股权	竞拍土地
土地/收购成本	2910 万	1.69 亿	4.04 亿	8.47 亿
规划面积	4.67 万	5 万	10 万	14.8 万
预计投资（不含土地）	2.55 亿	2.5 亿	4.96 亿	7.74 亿
尚需投资金额	1.63 亿	2.5 亿	3.77 亿	7.17 亿
目前进度	2012. 10 开业	未动工	预计 13 年下半年完工	15%
归属子、分公司	+聊城项目归属于全资孙公司银座置业		青岛乾豪公司（持股 54%）	全资子公司青岛银座投资开发公司

资料来源：东兴证券

### 3.2 集团资产注入序幕打开

根据鲁商集团的规划，未来十年内 30 家 MALL 的投资量将超过 400 亿元以上。而目前仅有振兴街购物中心一家在股份上市公司体内，北京、青岛、临沂、哈尔滨 4 个城市还有 5 个在建的和谐广场项目在集团层面。资金瓶颈和业态、产业整合将成为其实施这一战略的关键要素。13 年 1 月 22 日，山东省商业集团发行 2013 年度第一期短融券。根据募集说明书，本次将募集资金 15 亿元，用于偿还金融机构借款和补充营运资金，其中募集的 3.5 亿元将用于前者。

体外资产中的重头戏济南银座商城店 2010 年的收入就达到 20 亿元，其 2010 年-2012 年新开门店 16 家。公司体外资产规模及净利润基本与上市公司相当。鲁商集团及其一致行动人合计持有银座股份的比例只有 29.82%。集团和集团高管几乎持有银座商城全部股权，从 2010 年开始，鲁商集团开始收购银座商城的内部职工股，今年基本完成收购。

股份公司于 2012 年 11 月 16 日公告，银座股份将托管银座商城现有 39 家零售门店的商业零售业务和托管后银座商城新开零售门店的商业零售业务，不包括银座商城除此之外的其他股权类投资等非门店商业零售类业务。39 家现有门店托管费用为 5500 万元/年。新增门店的托管费用按新增门店面积(平方米)× 50 元/平方米/年/12 ×会计年度实际经营时间(月)的标准计算，不满一个月的，按一个月整月计算。

两者在后台人员、管理等方面过度式整合实际加快了同业竞争解决的进程，虽然集团承诺解决同业竞争的事件并没有明确的时间点，但此次公告或将预示着整合大幕的全面拉开，银座股份现有的配套房地产业务和银座商城主力门店产权问题或是制衡这一进程的两大因素。

2009 年鲁商集团将淄博银座卖给银座股份，1.45 亿元净资产作价 5.427 亿元，是净资产的 3.74 倍。我们假设以体外资产 2012 年净资产 28 亿元计，按 4 倍 PB 考虑增发注入资产，得出非公开发行 6800 万股。相关资产增厚净利润 1.5 亿。

净资产=28\*61%=17 亿\*4 倍/10=6800 股 (摊薄 12%)

净利润=2.5 亿\*61%=1.5 亿 (增厚利润 44%)

## 4. 盈利预测与投资建议

- 公司未来两年外延速度将逐步平滑，预计 12-14 年分别新开 8、8、7 家，且单体面积以 5 万平米以下的小型门店为主；
- 结合区域的相对经济地位和门店店龄结构来看，分区域预测如下：
- 公司的毛利率水平将随着高效店龄结构的杠杆效应和外延比例的下行整体呈现稳步上述的态势，预计 12-14 年的商业主业毛利率水平分别为：17.7%、18%、18.5%；
- 人力成本的高位回落、自建项目的阶段性停滞将使得公司的管理、销售费率逐步平滑，预计 12-14 年的销售费用和管理费率分别为：10.2%、10.5%、10.5%；3.6%、3.6%、3.5%。

**表 16：可比公司相对估值对比**

证券简称	市值(亿元)	市盈率 PE(倍)	市净率 PB(倍)	市销率 PS(倍)
天虹商场	92.10	13.07	2.44	0.68
重百集团	100.32	12.39	3.08	0.36
王府井	108.47	13.24	1.88	0.62
合肥百货	55.68	10.65	2.15	0.62
友好集团	32.46	14.53	2.58	0.55
大商股份	95.90	8.08	2.24	0.30
银座股份	49.72	13.48	2.04	0.40

资料来源：WIND, 东兴证券研究所

公司前期压制业绩的因素得到一定缓解，其积极的外延扩张态势和领先的业态拓展模式有望巩固公司在山东省内的垄断地位，进而形成省外扩张的基础。预计 2012-2014 年公司 EPS 分别为 0.67、0.72、0.84 元，对应 PE 分别为 14 倍、13 倍和 11 倍，剔除房地产业务商业主业估值高于行业平均水平。以无风险利率为 5%、WACC 为 6.93%，长期增长率 1% 等为假设，公司绝对估值区间为 9.70—16.51 元，中枢价值距离公司目前股价尚有 30% 以上的涨幅空间。我们维持公司“推荐”的评级。

## 5. 风险提示

- 1、山东激烈的商业竞争环境和网购的冲击，使公司面临一定的竞争风险。
- 2、与鲁商集团旗下银座商城同业竞争的解决存在一定不确定性风险。

利润表（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	8,794.68	10,907.46	13,481.55	15,654.16	17,949.58
营业成本	7,195.16	8,984.33	10,988.22	12,756.41	14,628.91
营业费用	970.26	1,182.68	1,375.12	1,643.69	1,884.71
管理费用	240.85	343.03	485.34	563.55	628.24
财务费用	142.12	167.93	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	178.42	140.94	521.03	562.28	661.13
利润总额	185.92	164.86	525.03	574.28	673.13
所得税	63.78	58.96	183.76	201.00	235.60
净利润	122.14	105.90	341.27	373.28	437.54
归属母公司所有者的净利润	110.92	115.66	341.27	373.28	437.54
<i>NOPLAT</i>	210.58	198.41	338.67	365.48	429.74
资产负债表（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	811.81	832.59	2,696.31	3,130.83	1,794.96
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	0.69	0.29	1.11	1.29	1.48
预付款项	57.08	62.60	62.60	75.35	89.98
存货	1,964.35	3,088.49	3,010.47	3,145.42	3,406.73
流动资产合计	2,972.45	4,120.06	5,939.44	6,549.07	5,518.09
非流动资产	5,334.67	6,762.95	7,056.86	7,312.60	7,246.24
资产总计	8,307.12	10,883.01	12,996.30	13,861.67	12,764.33
短期借款	2,003.00	1,858.00	5,163.64	6,053.39	4,417.47
应付帐款	864.82	2,191.01	1,505.24	1,502.81	1,683.33
预收款项	350.25	949.35	1,124.61	1,359.42	1,628.66
流动负债合计	4,668.37	6,963.53	8,731.55	9,509.59	8,328.51
非流动负债	1,131.00	1,320.27	1,400.27	1,450.27	1,490.27
少数股东权益	361.94	352.18	352.18	352.18	352.18
母公司股东权益	2,145.81	2,247.03	2,512.30	2,549.63	2,593.38
净营运资本	(1,695.92)	(2,843.47)	(2,792.11)	(2,960.53)	(2,810.42)
投入资本 IC	4,868.24	4,978.30	6,730.38	7,272.93	7,058.34
现金流量表（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	122.14	105.90	341.27	373.28	437.54
折旧摊销	174.97	221.61	0.00	534.26	586.36
净营运资金增加	(262.37)	(1,147.55)	51.35	(168.41)	150.11
经营活动产生现金流	(10.91)	1,234.61	(358.67)	633.73	1,256.83

投资活动产生现金流	(1,418.36)	(1,192.24)	(842.90)	(803.00)	(603.00)
融资活动产生现金流	1,329.15	(21.59)	3,065.29	603.79	(1,989.71)
现金净增(减)	(100.12)	20.78	1,863.72	434.52	(1,335.87)

## 分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

## 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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。