

2010年4月15日

买入

A

600858.SS - 人民币 26.79

目标价格: 人民币 31.00

郑媛

(8621) 6860 4866 分机 8517

yuan.zheng@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号 : S1300207110252

刘都

(8621) 6860 4866 分机 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号 : S1300207110254

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	4	5	5	60
相对新华富时A50指数 (%)	12	1	7	39

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	289
流通股 (%)	76
流通股市值 (人民币 百万)	6,060
3个月日均交易额 (人民币 百万)	70
净负债比率 (%)	42
主要股东(%)	
山东省商业集团总公司	24

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

银座股份

精耕齐鲁

并购淄博银座和石家庄东购完成后，2010年银座股份盈利能力将得到大幅提升。考虑到激进扩张计划和较高财务杠杆，我们认为银座股份是A股商业零售板块具有较大业绩弹性的区域龙头企业。首次评级买入，给予目标价格31.00元。

支撑评级的要点

- 08和09年公司扩张明显提速，并通过收购打开了外埠扩张的突破口。我们预计未来三年仍将保持年均十家的开店速度，是A股零售企业中扩张速度最快的公司之一。
- 快速开店拖累08和09年主营利润率有所下滑。我们预计随着并购成熟门店全部并表以及百货业态贡献增加，公司盈利能力将进入上升通道。
- 鲁商集团持续资产注入以及最终以银座股份作为“唯一商业零售业务”平台预期将给公司带来估值溢价。

评级面临的主要风险

- 较为激进的开店计划拖累当期业绩；
- 缺乏购物中心运作经验；
- 信息披露模糊影响对未来预期判断。

估值

- 我们预计2010-2012年净利润复合增长率为28%。若考虑济南银座中心项目房地产业务贡献，则公司未来业绩弹性更大。基于29倍2011年市盈率，我们将公司目标价格设为31.00元。首次评级买入。

图表1. 投资摘要

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	4,168	5,209	8,737	10,194	11,573
变动 (%)	36	25	68	17	14
净利润 (人民币 百万)	138	110	227	309	376
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.533	0.486	0.787	1.069	1.300
变动 (%)	6.1	(8.7)	61.8	35.9	21.5
核心每股收益 (人民币)	0.533	0.486	0.787	1.069	1.300
变动 (%)	6.1	(8.7)	61.8	35.9	21.5
市盈率 (倍)	51.8	56.7	35.0	25.8	21.2
核心市盈率 (倍)	51.8	56.7	35.0	25.8	21.2
每股现金流量 (人民币)	1.19	0.49	1.54	1.96	2.29
价格/每股现金流量 (倍)	23.2	56.0	17.9	14.1	12.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.6	19.9	17.3	13.5	11.2
每股股息 (人民币)	0.040	0.070	0.117	0.159	0.194
股息率 (%)	0.1	0.3	0.4	0.6	0.7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

目录

投资概要和估值.....	3
鲁商集团零售业务整合的唯一主体	6
优质店网资源.....	11
盈利预测.....	16
房地产业务	19
财务分析.....	21
主要风险	23
附录一、区域经济	24
附录二、区域竞争环境	26
研究报告中所提及的有关上市公司	29

投资概要和估值

区域强势运营商

03年银座股份确立商业零售为主业的发展思路，通过逐步剥离不良资产、关联方收购实现扭亏。公司坚持扎根山东省，省内39家门店覆盖以济南为中心的11个城市，门店平均经营时间为三年。得益于先发优势以及“银座”品牌号召力，公司在大多数市场均已经实现同城多店布局，形成优势控制力。

仍处于高速扩张期

规模扩张带来高速增长

08和09年公司扩张明显提速，分别新增10家和15家门店。通过关联方资产注入和跨区域收购，09年门店面积增长达到历史最高水平，同时打开了外埠扩张的突破口。从目前在建项目和储备门店情况来看，我们预计未来三年仍将保持年均十家的开店速度，2007-2010年门店建筑面积复合增长率为49%，是A股零售企业中扩张最激进的公司。通过多个自建项目，公司将进入胶东半岛省内经济最为发达的区域。此外，借助石家庄东购在河北的品牌影响力和供应商资源，加速进入河北地市级市场。

利润率进入上升通道

伴随着门店网络快速扩张以及覆盖区域扩大，大量新店拖累整体盈利能力下滑。05-09年公司主营毛利率由16.3%降至15.0%。考虑到通过并购获得的淄博银座以及石家庄东购均为成熟门店，09年淄博银座和东购的毛利率分别为18.5%和18.4%。我们认为2010年起公司主营毛利率将逐步反弹。此外，我们判断2011年开始随着大体量购物中心项目投入运营，百货业态对业绩贡献占比将增加，这也将有利于盈利能力进一步提升。2009年底公司超市业务信息管理系统正式上线。随着分业态管理实现，公司逐步开始精细化管理。

鲁商集团零售资产注入预期

成熟零售资产注入预期使得公司享有一定估值溢价

确立以商业零售为主业以来，银座股份零售业务的发展壮大与大股东支持密切相关。因此，来自鲁商集团持续资产注入以至最终以银座股份作为“唯一商业零售业务”平台是公司区别与其他区域零售企业最大的看点之一。

鲁商集团旗下“银座”品牌的零售业务主要通过银座商城、银座股份和合资企业统一银座三个业务平台经营管理。鲁商集团2010年度工作会议上提出，集团将坚持分产业整合的思路，争取用五年左右的时间，逐步将有效的经营资产全部植入资本市场。

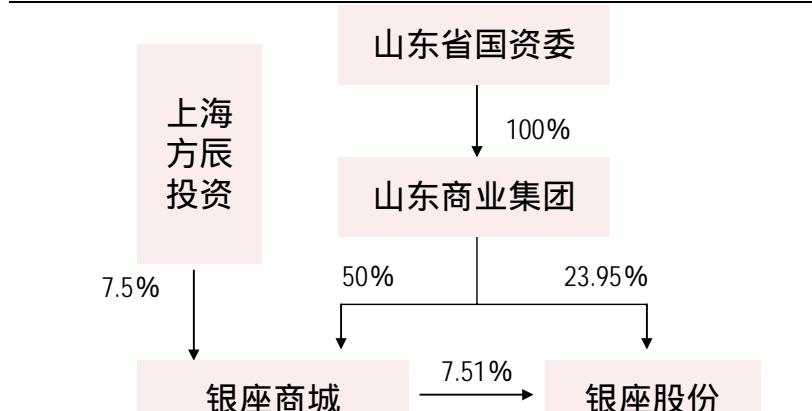
2009年集团实现营业收入256亿元，其中商业零售业务贡献约190亿元，约相当于上市公司银座股份收入规模的3.6倍。零售业务实现利润5-6亿元。其中主力百货门店济南银座商城09年营业收入约16亿，综合毛利率约20%。

激励机制理顺有利于业绩释放

管理层间接持股已经实现

2009年定向增发后，银座股份股权结构发生变化。商业集团管理层通过上海方辰投资持股山东银座商城实现对上市公司间接持股。商业集团高管团队介绍中，我们看到银座股份总经理张文生同时兼任商业集团副总经理。我们认为管理层激励的实现有利于大股东和其他股东利益趋于一致，也有助于公司平稳释放业绩。

图表 2. 股权结构



资料来源：公司数据，中银国际研究

估值

借力于对淄博银座和石家庄东购的并购，2010年银座股份收入和盈利水平将得到大幅提升。我们预计2009-2012年净利润复合增长率为52%，优于同业平均水平。我们预计2010-2012年每股收益分别为0.787、1.069和1.300元。

我们预测中未考虑任何房地产业务贡献。若假设 2011 和 2012 年振兴街商业开发部分分别实现 50% 销售，则房地产业务带来每股收益分别增厚 0.318 元。因此公司未来业绩弹性较大。

目前估值水平与 A 股同业 2010 年和 2011 年加权平均市盈率基本一致。考虑到较高的业绩弹性以及大股东零售资产注入预期，我们给予公司 15% 的估值溢价，目标价格设为 31 元。首次评级买入。

图表 3. 同业估值

公司	市值 (人民币百万)	市盈率(倍)			每股收益复合增长率(%)		市销率(倍)	净资产收益率(%) 2010E
		2010E	2011E	2012E	09-12E	10-12E		
鄂武商	7,015	24	19	16	24	25	0.7	16.7
百联股份	20,281	40	35	32	16	12	1.7	7.8
重庆百货	7,913	40	33	26	25	23	1.0	17.4
广州友谊	8,766	26	21	16	24	27	2.4	22.1
欧亚集团	4,420	29	23	19	24	29	1.1	13.5
成商集团	6,213	48	32	20	43	48	3.2	24.7
王府井	13,758	32	24	20	25	27	1.1	17.3
东百集团	3,906	32	26	22	22	29	2.5	16.4
新华百货	5,405	24	20	18	17	18	1.4	22.3
大厦股份	5,220	24	19	17	19	21	0.8	18.5
合肥百货	7,028	31	26	24	28	27	1.0	18.4
A 股平均		32	25	21	24	26	1.5	17.7
银座股份	7,804	35	26	21	51	28	0.9	14.8

资料来源：万得资讯，中银国际研究预测

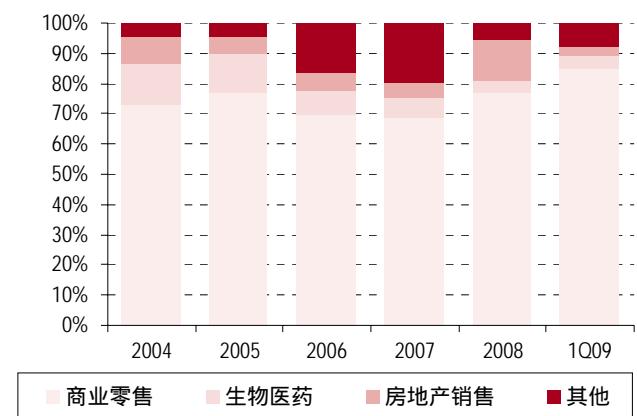
鲁商集团零售业务整合的唯一主体

大股东拥有三个零售业务平台

大股东实力雄厚

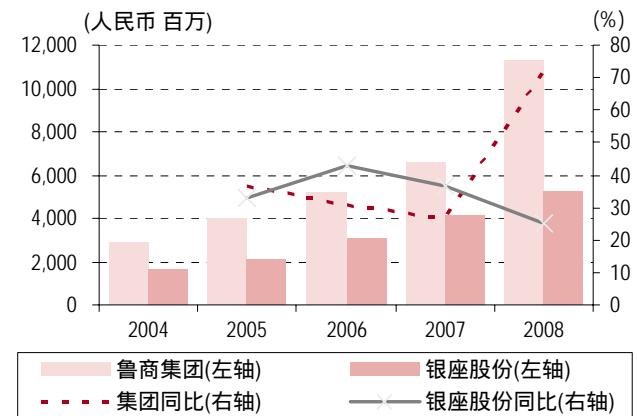
银座股份大股东山东商业集团(鲁商集团)是1996年在山东省商业厅基础上改制而来,以零售业为主业,同时涉及生物制药、房地产和教育行业的大型国企集团。“银座”品牌的零售业务涉及百货店、综合超市、便民超市和家居广场四种业态,主要涵盖三个业务平台:控股子公司山东银座商城股份有限公司(银座商城)主营百货、百货和卖场综合体、社区综合超市以及家居广场,非上市部分的主要零售资产集中在银座商城运营;上市公司银座集团股份有限公司(银座股份)主营百货和卖场综合体;银座商城与台湾统一集团合资成立的统一银座主营体量较小的标准超市和便利店。截至09年底,鲁商集团旗下银座百货和大型超市门店总数达到68家,统一银座便利店120家。

图表4.2004-09年1季度鲁商集团各业态收入组成



资料来源:公司数据,中银国际研究

图表5.集团零售业务及银座股份收入规模及增速比较



资料来源:公司数据,中银国际研究

鲁商集团旗下“银座”品牌的零售业务主要通过银座商城、银座股份和合资企业统一银座三个业务平台经营管理。上市公司作为“整合商业集团所控制的零售业务资源的唯一主体”已经明确,同时鲁商集团在2010年度工作会议上提出,集团将坚持分产业整合的思路,争取用五年左右的时间,逐步将有效的经营资产全部植入资本市场。

大股东资产注入主要历程

2003-2009 年间，公司通过自筹资金、配股、定向增发等方式，以相对低廉的价格先后五次从大股东鲁商集团收购合计十家成熟门店，涉及相关资产面积总计约 29 万平米。

图表 6.通过关联方收购资产主要情况

时间	相关门店	店龄(年)	面积(平米)	对价(百万元)	资金来源
2003	泰安店	3	20,605	57.4	自有资金
2004	东营店	1	42,857	57.4	处置存量非零售资产收益 + 自有资金
2004	泉城广场	4.5	30,200	40.7	自有资金
2007	滨州店	5	10,300	148.6	配股
2009	淄博银座下 属六家门店	3.5	182,571	542.7	定向增发

资料来源：公司数据

图表 7.关联方收购估值比较

相关门店	估值	净资产收益率(%)	
		银座股份 收购前	收购标的 资产
2003 泰安店	3.7 市盈率(04 年)	14.1	32.8
2004 东营店	2.7 市盈率(05 年)	4.0	10.6
2004 泉城广场	0.9 市盈率(03 年)	4.0	11.2
2007 滨州店	7.1 市盈率(07 年)	17.0	10.4
2009 淄博银座下属六家门店	10.0 市盈率(09 年)	9.1	15.5

资料来源：公司数据

泰安--转型后首家门店

泰安银座商城是公司 03 年确立零售为主业之后实际拥有的第一家门店。02 年泰安店主营业务收入已达 1.97 亿元，相当于同期银座股份收入的七倍。根据公司披露重大资产收购报告书以及 03 年年报数据，我们推算收购价格仅相当于 3.7 倍 04 年市盈率。03 年 9 月从银座商城购买泰安银座 90% 后，银座股份当年实现扭亏。

东营和泉城广场--对价低廉

2004 年公司先后收购济南泉城购物广场和东营银座两家成熟门店，收购价格均按照净资产评估值确定，对应市盈率水平非常低廉。泉城广场购物中心位于济南市区标志性区域泉城广场地下，地理位置优越，较早引进大体量卖场、大众百货和餐饮娱乐的购物中心模式。收购关联方零售资产后，银座股份还按照原有租金标准续签了租赁合同。剩余 16 年租金费用按照直线法摊销，每年摊销费用仅增加 191 万元。

03年4月开业的东营银座是当地第一家大型综合超市，与当地主要竞争对手相比，在商品组合、购物环境、停车场等附属设施配置上均有明显优势，因此，经营满一年后该店即盈亏平衡。

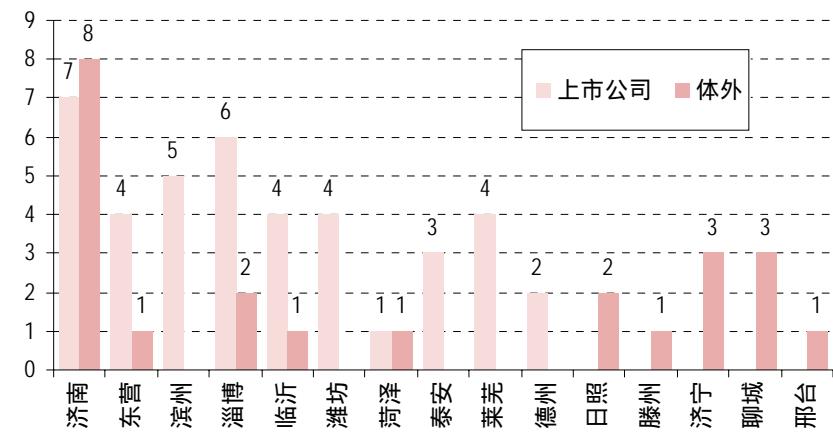
同业竞争难以避免

完全消除同业竞争问题之方案已经明确

2003年银座股份开始逐步剥离ST渤海原有的热电、酒店、房地产等业务，明确以商业零售为主业的发展方向。自此大股东鲁商集团就山东银座商城股份有限公司（银座商城）与银座集团之间可能产生的同业竞争问题做出三次承诺，并明确了以“银座股份作为未来整合商业集团所控制的零售业务资源的唯一主体”，同时计划逐步将集团其他零售业务“全部纳入上市公司”。

03年以来，大股东已经按照承诺的既定方向，通过配股、定向增发等方式先后将泰安、东营、滨州、淄博等地区合计十家成熟门店注入银座股份。从下表可以看出，在目前上市公司和银座商城同时经营零售业务的主要区域中，济南是双方业务重叠最严重的市场。我们认为尽管在区域分布以及门店业态方面存在细微差别，但是由于上市公司与大股东同在山东市场经营零售业务，同业竞争是无法避免的问题。

图表 8.上市公司和银座商城主要门店区域分布



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 9. 银座股份与银座商城部分区域业务对比

地区	上市公司	开店时间	业态	鲁商集团	开店时间	业态
济南	门店			门店		
	泉城购物广场	99年10月	大卖场+大众百货	银座商城	96年6月	精品百货
	华信店	07年9月	大卖场+百货	八一店	02年9月	大卖场+百货
	金牛店	08年7月	大卖场	北园购物广场(上市公司托管店)	02年9月	大卖场+百货
	燕山店	08年11月	大卖场+百货	济南银座家居	03年8月	家居卖场
	无影山店	09年4月	大卖场	长清店	06年9月	大卖场+百货
	鸿园店	09年9月	大卖场	章丘店	08年9月	大卖场+百货
东营	门店			洪楼店	08年9月	大卖场+百货
	东营银座购物广场	03年4月	大卖场+百货	银座家居燕山店	08年11月	家居卖场
	五台山店	06年6月	大卖场+百货	奥特莱斯七里山店	09年11月	品牌折扣店
	河口店	08年6月	大卖场+百货			
	东城店	08年9月	大卖场+百货			
	门店					
	淄博店	03年5月	百货	门店		
淄博	淄博银座购物广场	06年1月	大卖场+百货	银座家居淄博店	05年8月	家居卖场
	周村店	06年5月	大卖场+百货	银座家居淄博国贸店	08年9月	家居卖场
	桓台店	07年4月	大卖场+百货			
	博山店	07年4月	大卖场+百货			
	五里桥店	08年1月	大卖场+百货			
	门店					
	临沂店	05年1月	大卖场+百货	门店		
临沂	平邑店	05年9月	大卖场+百货	银座家居临沂店	09年9月	家居卖场
	金雀山店	08年12月	大卖场+百货			
	通达店	09年1月	大卖场+百货			

资料来源：公司数据

图表 10. 体外部分门店经营情况

门店	经营面积(平方米)	销售收入(人民币 百万)		
		2007	2008	09年1季度
银座商城	37,252	1,014	1,164	377
济南八一店	13,656	269	329	108
济南北园	16,321	157	256	84
滕州	7,007	124	129	41
日照	16,933	94	136	14
济宁	25,118	150	259	74
邢台	20,450	35	9	28
济南银座家居	24,654	62	93	40

资料来源：公司数据

在目前银座商城与银座股份同时涉足零售业务的情况下，鲁商集团就双方避免同业竞争也做出了七点承诺，其中要点包括：

- 一、 业已存在潜在同业竞争的城市，双方将通过协商将大股东业务转让给银座股份；
- 二、 银座股份已进入的城市，不在同一业态下新开门店；
- 三、 大股东商业零售业务发展规划服从于银座股份，以避免产生同业竞争新的可能。

协同效应

由于“银座”品牌由鲁商集团下属各业态使用，广泛的连锁经营网络有助于形成强大的规模优势和品牌影响力。借助鲁商集团在零售业和房地产的平台，银座股份在商品采购、房地产项目租赁和建设以及门店设备采购方面享有一定的协同性。由于银座商城是雀巢咖啡、金利来产品、银座大米、银座月饼等商品的山东省总代理，股份公司超市经营业务也无可避免的发生关联交易。2008和2009年银座股份在食品、日用百货、黄金珠宝和服装方面的关联交易合计占同类交易的比例分布为9.0%和10.4%，材料设备占比分别为16%和12.45%。相关的日常关联交易可以归纳为：

- 一、 食品、日用百货、服装和黄金珠宝的联合采购。主要通过关联方鲁商集团、银座商城、银座服饰和银福珠宝等公司；
- 二、 装修材料和空调、电梯等设备的集中采购。通过鲁商集团控股的银座实业有限公司发生。
- 三、 与门店经营相关的物业租赁和建设。鲁商集团旗下鲁商置业等企业在内房地产业务涉及住宅、商务楼盘和综合广场三种类型，其中商业地产综合体项目是重点建设，以配合零售业务展店开发为主，同时通过零售业态聚集人气，带动同一项目内的商品房销售。

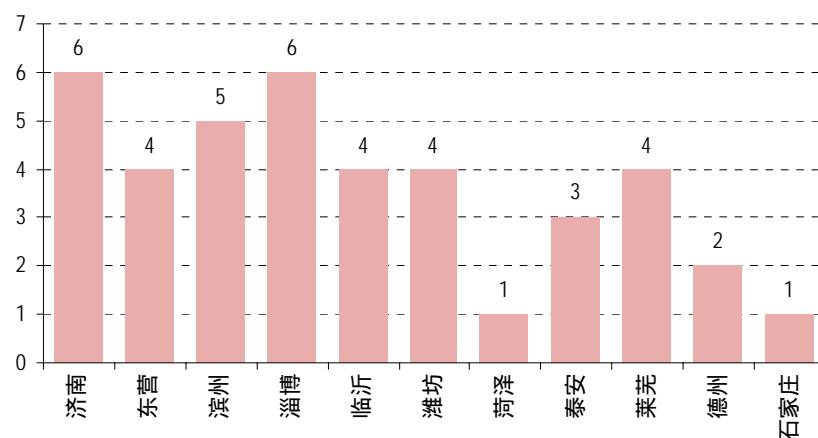
优质店网资源

覆盖省内 11 个城市

扎根山东同时布局河北

完成对淄博银座收购之后，银座股份经营 40 家门店覆盖山东省内 11 个城市以及河北石家庄，合计建筑面积约 110 万平米，其中自有物业占比约 24%。业态组合上以大卖场和百货 + 超市综合体为主，平均单店面积约 27,000 平米，门店平均经营时间为三年。得益于先发优势以及“银座”品牌号召力，公司在大多数市场均已经实现同城多店布局，形成优势控制力。

图表 11. 银座股份门店分布

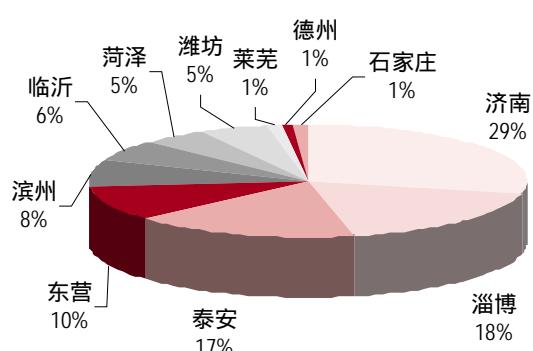


资料来源：公司数据，中银国际研究

济南、淄博、泰安和东营是核心市场

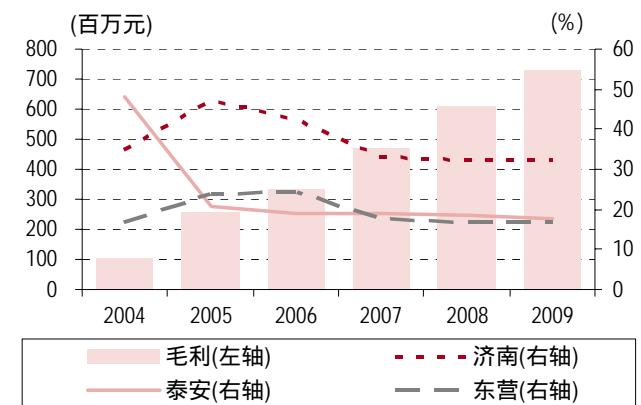
银座品牌认知度度最高的地区集中在济南、泰安、淄博和滨州市场

从地区分布来看，除了 09 年收购的石家庄东方购物广场之外，银座股份其余门店全部位于山东省内。因此，实际上公司跨区域扩张并未真正开始。无论从收入和毛利的贡献角度，济南、泰安和东营都是公司最重要的区域市场，分别拥有 7 家、3 家和 4 家门店。银座品牌认知度度最高的地区集中在济南、泰安、淄博和滨州市场。09 年济南、泰安和东营合计贡献全部销售收入的 64% 和毛利的 68%。上述三个地区也正是 03 年起鲁商集团最早注入零售门店所在的区域。09 年淄博银座六家门店实现销售收入约 12.2 亿元，同比增长 19%。我们预计 2010 年淄博银座并表后，淄博将成为仅次于济南的最重要的市场。

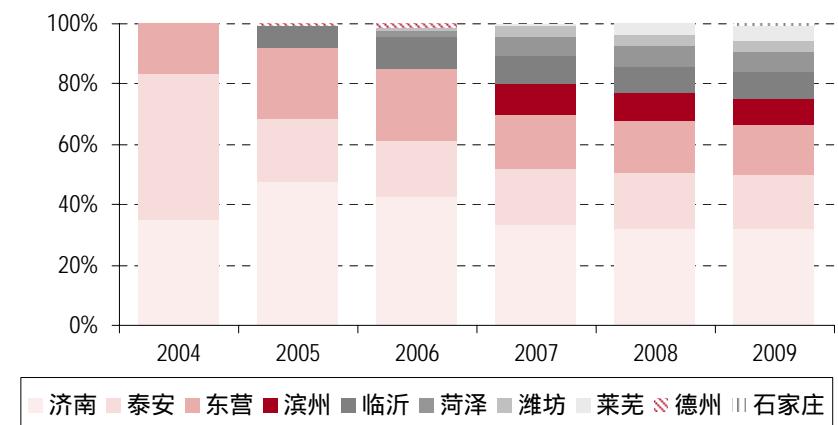
图表 12.2009 年营业收入按区域组成


注：假设 09 年淄博银座并表

资料来源：公司数据，中银国际研究

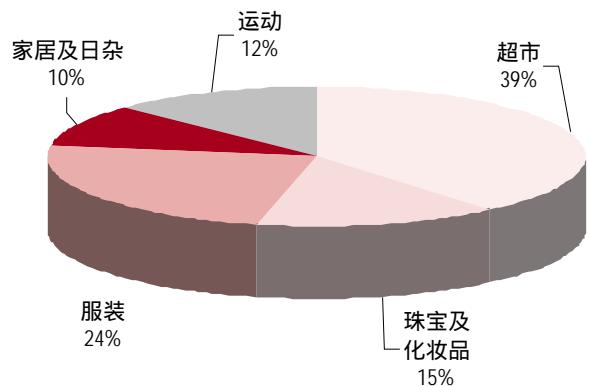
图表 13.毛利润及主要市场毛利贡献


资料来源：公司数据，中银国际研究

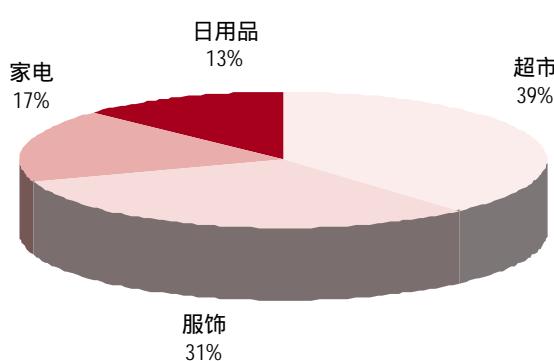
图表 14. 银座股份各区域毛利贡献


资料来源：公司数据，中银国际研究

银座股份并未拆分百货和超市两种业态细分经营数据。我们从收购东营和泰安银座公告能够大致得到公司百货 + 超市业态组合中的商品结构。从这两家门店商品组合来看，超市占比均为四成。从利润率水平分析，09 年银座股份综合毛利率为 18.7%，略低于 A 股百货上市公司 20% 的均值；但是主营毛利率仅为 15.0%，略高于 A 股超市经营企业平均 12-13% 的水平。我们判断随着大体量购物中心业态开业，百货业态贡献占比增加将带动综合毛利率提高。

图表 15. 东营银座商品组合


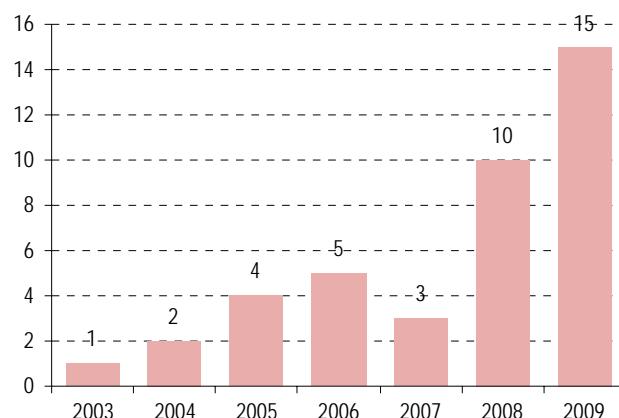
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 16. 泰安银座商品组合


资料来源：公司数据，中银国际研究

扩张步伐

从 2003 年收购关联方泰安店以来，公司围绕山东省中部和北部济南、泰安、东营等重点城市，以总店 - 中心店 - 分店模式保持快速展店步伐。05-09 年门店建筑面积复合增长率达 53%，是同类上市公司中成长最迅速的公司。08-09 年银座品牌门店扩张速度更是达到近十年来最高水平。省内区域布局上，银座股份门店网络以济南为中心的中部和中北部区域为主，尚未进入南部日照、济宁、枣庄以及潍坊以东市场。考虑到集团公司门店网络已经在日照（2 家门店）和济宁（济宁 2 家和曲阜 1 家）开设门店，上市公司有可能通过并购的方式进入上述市场。

图表 17. 2003-2009 年新开门店数


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 18. 2005-2009 年扩张速度


资料来源：公司数据，中银国际研究

逐步收购中心店物业，向重资产模式转型

在较早进入的泰安、济南、东营、淄博、临沂等重点区域，公司借助于连锁品牌效应和同城加密策略，已经形成规模优势和区域控制力。通过对比门店布局情况，我们观察到，公司在多数地级市市场三年内会开出第二家门店，构成错位经营的同时较快提高市场份额。

04 年开始公司逐步购入泰安、东营、临沂、菏泽等门店物业，其中涵盖了大部分重点区域中心店，目前自有物业占比约为 24%。根据公司披露租约信息，公司 90% 以上租金为固定或每五年上调一次，符合超市经营企业租约特征。我们根据已公布租约信息门店（约占全部租赁门店的 60%）推算，剩余平均租期为 16.8 年。由于签订租约较早，公司面临租金上涨的压力较小。

进入东部经济发达区域

2008 - 2009 年，公司通过受让青岛乾豪房地产开发公司（青岛乾豪）54% 股权、德州宁德房地产公司（德州宁德）100% 股权和威海宏图贸易公司（威海宏图）股权获得在相关城市建设新门店所需土地使用权。青岛银座中心城市综合体项目总规划面积 40 万平米，包括商业、酒店和办公综合体。该项目位于香港路和南京路两条城市主干道交叉口，紧邻青岛高档百货店阳光百货和家乐福卖场。预计商业部分将于 2011 年开出。2010 年收购的青岛李沧地块也将用于自建商业和住宅城市综合体项目。

展店规划

明确把快速展店作为今后一段时期的主基调

公司 2009 年年报中将加快规模扩张作为 2010 年首要战略任务。在鲁商集团的年度工作会议上，明确把“快速展店作为今后一段时期的主基调”。在省内市场坚持“密集渗透、立体开发”的原则，进一步构筑山东市场绝对竞争优势。并提出“以石家庄东购为桥头堡，在河北市场实施战略扩张。同时寻求在内蒙古、山西、北京、天津、河南等省市”的扩张机会，打造银座华北经营网络。

今后 3-5 年公司的发展规划包括：1) 研究总结适合县级和乡镇级市场发展的经营模式、商品组合和经营定位，进一步加大力度渗透进入县级市场，比如淄博淄川和临沂平邑；2) 在展店方式上，在租赁模式的基础上，增加自建物业的比例，为长期稳定经营奠定基础；3) 在业态选择上，结合房地产业务及配套设施，开设大体量购物中心项目，比如建设中的济南振兴街、青岛乾豪国际项目。从目前在建项目和储备门店情况，我们预计未来三年仍将保持年均十家的开店速度。

图表 19.部分在建项目

项目	购置时间	用途	预计投资金额	楼面地价 (元/平米)	规划建筑面积
德州宁德项目	2008 年	德州银座商城	9840 万受让该项目房地产公司 100% 股权，建筑成本 1.2 亿	2,460	4 万平米
青岛乾豪国际 (青岛银座中心)	2008 年 5 月	商业、酒店、办公综合体	4.04 亿受让该项目房地产公司 54% 股权，与银座商城联合开发	不详	商业部分规划面积 8 万平米，预计投资 9 亿元
济南振兴街项目 (济南银座中心)	2009 年 2 月	商业、酒店、办公综合体	总投资 20 亿元，其中购物中心部分 7 亿元，定向增发募投 6.5 亿	5,700	购物中心及配套 14 万平米
威海世昌路	2009 年 4 月	商业	27 亩土地价格 1.3 亿	3,900	地上建筑面积 >32,800 平米
济南金銮大厦	2009 年 8 月	毗邻振兴街项目，计划开设星级酒店“银座佳悦”	物业购置 1.5 亿	4,200	主体结构 37 万平米，其中地下一层 6,000 平米
青岛李沧区地块	2010 年 3 月	商业、酒店、办公综合体	土地价格 8.7 亿	5,900	总建筑面积 14.8 万平米

资料来源：公司数据

图表 20.公司部分储备项目一览

	地区	门店	预计面积 (万平米)
1	临沂	时代广场店	1.2
2	滨州	邹平店	3.9
3	东营	广饶店	2.4
4	临沂	河东店	1.2
5	济南	玉函店	7
6	烟台	莱山店	5
7	潍坊	财富广场店	6
8	德州	国贸广场店	5
9	泰安	新汶店	0.5
10	临沂	火车站项目	5
11	济南	振兴街项目	6
12	青岛	青岛一店	6
13	聊城	聊城项目	3
14	青岛	李沧店	4
15	威海	威海项目	4
16	淄博	临淄店	2
17	临沂	沂水店	2
18	滨州	邹平店	2.8
19	东营	垦利店	2
20	东营	利津店	1.5
21	东营	西城三店	1.5
22	枣庄	森博店	1.8
23	枣庄	台儿庄店	1.2
24	济南	国奥城项目	4
25	济宁	兖州店	1.2
26	青岛	胶州店	4
合计面积			84.2

资料来源：联商网

盈利预测

主要假设

按照门店成长期划分为四个阶段进行预测

由于公司并未披露拆分的超市和百货业态经营数据，我们将包括超市和百货在内的零售业务按照门店成长期划分为四个阶段进行预测。其中主要假设包括：

1. 新开门店开业当年贡献：

基于历史情况，假设新店开业当年平均坪销约 4,685 元/平米/年计算。由于采用百超模式的综合业态组合，公司平均单店面积远远高于综合超市平均 5,000-7,000 平方米的体量，面积与百货门店接近。根据公司历史数据，我们推算 2005-2007 年公司新增门店平均单店面积分别为 27,133、29,395 和 26,274 平方米，2008 年单店面积略有下滑至 21,952 平方米。

2. 我们预计门店开业次年和第三年坪销分别同比提高 10%；

3. 第四年坪销较上一年提高 8%，第七年及之后较上一年提高 5%；

4. 假设 10-12 年成熟门店同店增长分别为 8%、7% 和 7%。

在此基础上，我们将 09 年通过并购纳入合并范围的淄博以及石家庄合计七家成熟门店单独进行预测。

图表 21. 主要假设

	2010E	2011E	2012E
新店开业当年坪销 (元/平米/年)	4,685	4,685	4,685
开业次年坪销增长 (%)	10	10	10
成熟门店同店增长 (%)	8	7	7
新店平均单店面积 (平米)	30,000	30,000	25,000
当年新增门店	10	10	10

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 22. 主营业务收入预测

(人民币, 百万)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成熟店贡献	3,132	3,455	3,714	3,974	4,252
08年新开店贡献	897	986	1,065	1,140	1,219
09年新开店贡献	-	574	631	682	729
Y1			703	773	835
Y2				703	773
Y3					586
小计	4,082	5,015	6,113	7,271	8,395
同比增长(%)	20	22	19	19	15

并购带来的影响 2010 年开始全年体现

淄博银座	1,218	1,384	1,573	1,728
同比增长(%)	19	14	14	10
石家庄东购	867	910	955	1004
同比增长(%)	9	5	5	5
总营业收入	4,082	5,015	8,407	9,800
				11,126

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

利润率及费用率

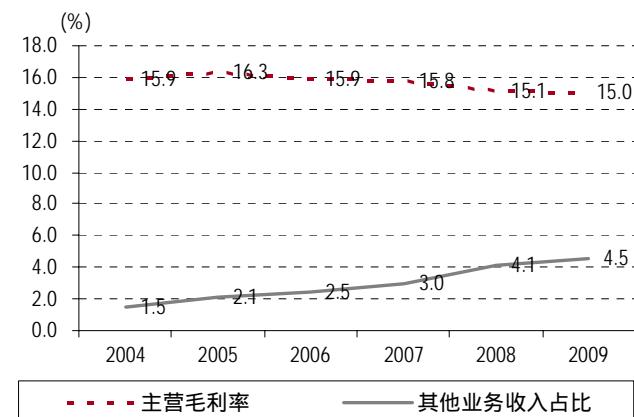
我们判断毛利率将企稳反弹

2004-2007 年主营毛利率较为稳定，但是在 2008-2009 年的快速扩张过程中出现下滑，由 05 年高峰时的 16.3% 降至 09 年的 15%。不过随着规模效应增强，以活动促销费、堆头费等为主的其他业务收入贡献由 05 年的 2.1% 大幅提高到 09 年的 4.5%，因此带动综合毛利率稳中有升。

从不同区域市场盈利能力横向比较，济南和临沂、菏泽三个地区为第一梯队，主营毛利率在 15.5% 以上。济南和临沂地区公司进入时间较早且布点广泛。得益于规模优势，这些地区同城加密将能够最大限度享受到规模效应。菏泽地区公司目前只有一家门店，且经营时间已经接近四年，因此盈利能力稳定。

德州、潍坊、莱芜和滨州为第二梯队，主营利润率介于 10%-13%。由于经营时间较短，德州（09 年首家门店开业）以及莱芜（07 和 08 年分别开出第一和第二家店）仍处于树立品牌并扩大市场份额的时期。潍坊和滨州目前分别经营 4 家和 5 家门店，但是在最近两年均有较大体量门店开出拖累整体盈利水平。

图表 23.2004 - 2009 毛利率分析



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 24. 2009 年分区域主营毛利率



资料来源：公司数据，中银国际研究

我们认为门店网络快速扩张是拖累 08-09 年整体盈利能力下滑的主要原因。考虑到通过并购获得的淄博银座以及石家庄东购均为成熟门店，我们认为 2010 年起公司主营毛利率将逐步反弹。此外，我们判断 2011 年开始随着大体量购物中心项目投入运营，百货业态对业绩贡献占比将增加，这也将有利于毛利率进一步提升。我们预计未来三年前台毛利率每年提高 10-20 个基点。我们假设振兴街项目于 2010 年底开业，开办费当年一次性体现，但从 2011 年开始贡献业绩。

图表 25. 毛利率和利润率假设

(%)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营毛利率	15.1	15.0	15.2	15.3	15.4
销售费用率	10.0	10.0	9.9	9.8	9.8
管理费用率	2.9	3.5	3.4	3.3	3.2

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

房地产业务

济南振兴街

房地产项目结算时间不确定
性使业绩弹性较大

济南振兴街 SHOPPINGMALL 项目位于济南主城区和西部新城区的连接区域，区域周边已经建成多个大型中高档居住社区。区内人口密度增加但商业设施配置不足。根据公司规划，振兴街项目总建筑面积 48.7 万平米，包括居住回迁和商业开发两部分。其中购物中心及配套部分规划面积 14 万平米，包括百货 4 万平米，地下超市 1 万平米，次主力店 1.5 万平米，专卖、专业店 2.5 万平。公司预计购物中心部分投资 7 亿元，其中 09 年定向增发募集资金投入 6.5 亿元。公司将利用募集资金对全资子公司银座购物中心增资，建设开发将由孙公司银座置业负责，银座购物中心负责其日常运营管理。预计将于 2010 年底试运营，2011 年正式投入运营。

目前该项目地下部分已经建成。据搜房网信息，LOFT 公寓两幢高层将于今年 4 月启动预售。参考周边地区类似城市综合体项目“万达广场”价格，若银座中心写字楼和公寓部分全部出售，假设均价在 1.2 万元/平米，按照 15% 净利润率估算，我们预计该项目全部售出将收回投资 12 亿元，贡献净利润约 1.8 亿元。若假设 2011 和 2012 年分别实现 50% 销售，则济南振兴街银座中心房地产业务带来每股收益分别增厚 0.318 元（按照增发扩大后股本计算）。但是我们在盈利预测中没有考虑出售地产项目的影响。

青岛乾豪国际和李沧项目

在建的青岛乾豪国际（银座中心）项目位于青岛市东区的香港中路商圈，紧邻佳世客、阳光百货和家乐福门店。根据易居网报道，该项目为鲁商集团十大重点项目之首，已于 09 年 2 月奠基。规划建设包括一座七层购物中心以及一座 30 层酒店和办公综合体，总规划面积 40 万平米，其中一期大型购物中心面积约 7 万平米，其余留做二期开发。

2010 年 3 月公司竞的青岛李沧地块位于北部商贸中心，周边商业设施包括北方国贸、崂山百货、利客来商场以及向阳商业步行街。规划中的地铁 M2、M3 号线路在该地块南侧均设有站口，给商业发展提供了便利的交通条件。公司规划中该项目定位为包括写字楼、大型商场、星级酒店和其他附属设施的城市综合体。

图表 26. 济南振兴街项目商业开发部分规划

功能	地上		地下	
	购物中心	办公/公寓	超市	停车场
规划面积	9 万	15.1 万	1 万	14.3 万
(平方米) 其中主力百货 4 万, 专卖		购物中心		
店 2.5 万		配套停车场 4 万		

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 27. 银座中心项目可售部分基本情况

功能	项目情况	总建筑面积 (万平米)	参考售价 (元/平米)
写字楼	两幢 36 层	7.8	13,000-16,000
LOFT 公寓	两幢 16 层	2.4	7,000 - 10,000

资料来源：搜房网

财务分析

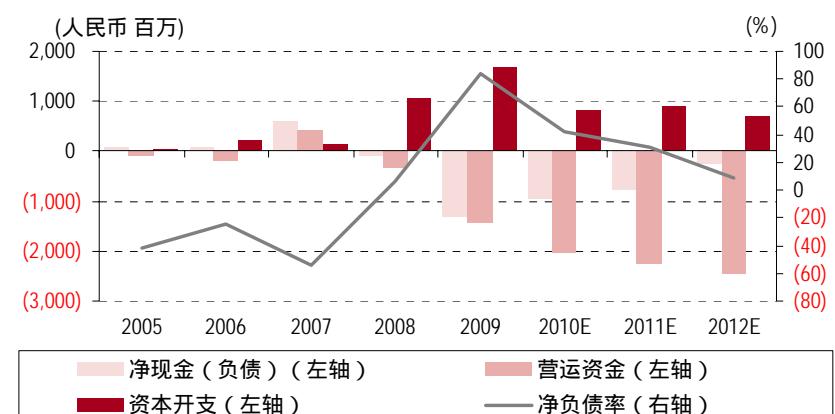
负债率将逐步下降

伴随着最近两年激进的扩张，公司资本开支大幅增加。2009年末公司净负债13亿元，与营运资金规模相当，净负债率达到84%的历史最高水平。考虑到大部分商业零售类上市公司净现金，相对而言公司财务政策非常激进。

2005年之前公司物业和零售资产并购与非主业资产剥离同时进行，因此自有资金基本能够满足扩张需求。为了购买临沂店物业并收购滨州银座股权，公司在2007年通过配股募集资金7.9亿元。08和09年公司扩张速度达到历史最高。伴随着重资产模式推进以及激进的扩张策略，公司资本开支由07年的1.4亿元激增至09年的17亿元。

搜房网信息显示，振兴街项目中住宅和公寓以及商业综合体“银座中心济南”将于2010年上半年启动销售。同在槐荫区两个在售住宅项目均价为7,000-10,000元每平米。按照公司披露的商业开发中办公、酒店和住宅合计15.1万平米推算，全部售出可收回投资超过10亿元。我们认为随着房地产项目启动销售，公司将收回部分资金，负债水平将随之降低。

图表 28. 现金水平及负债率



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 29.2003 - 2009 年主要资本开支和资产重组

主要投资 标的 2003 年	作价(百万元)	备注	资产剥离/重组 标的 2003 年	作价(百万元)
泰安银座 90% 股权	57.4	关联方资产收购	北京兴丰房地产经营开发公司债权	34
			长清热电厂 34% 权益	5.8397
			山东渤海大酒店 95% 权益	
2004 年			2004 年	
泰安银座收购房产	34.7	物业收购	银座奥森 51% 股权	6.8229
东营银座 90% 股权	57.4	关联方资产收购	出售银座地产 86.89% 股权	66.28
泉城广场店零售业务及租约	40.7	关联方资产收购		
2005 年				
东营东城项目	25.6	新购物业(656 万)及部分工 程建设款		
2006 年				
菏泽店物业	77.0	约合 1800 元/平米		
2007 年				
临沂店物业	201.2	约合 5000 元/平米		
滨州银座 90% 股权	148.6			
淄博博山店物业	74.0	约合 3400 元/平米		
2008 年				
德州宁德房地产公司	98.4	约合 2460 元/平米		
青岛乾豪房地产公司 54% 股权	403.6			
泰安东湖店物业	73.9	约合 3200 元/平米		
2009 年				
泰安银座 10% 股权	48.9	关联方资产收购		
东营银座 10% 股权	53.3	关联方资产收购		
石家庄东购 55.14% 股权	550.0	与鲁商集团联合收购		
威海宏图贸易 100% 股权	129.1	威海市世昌大道土地使用权		
济南振兴街土地使用权	514.5	Shopping Mall 项目		

资料来源：公司数据，中银国际研究

主要风险

较为激进的展店计划拖累当期业绩

08-10 年公司将经历三年左右的快速扩张期。考虑 09 年对淄博银座和石家庄东购收购，07-10 年建筑面积复合增长率达 49%。通过多个自建项目，公司将进入胶东区域，而东部沿海地区零售市场竞争较中西部更加激烈。公司可能需要采取低价策略打开市场，导致门店培育期较长。门店开办费特别是大体量百货项目的费用一次性计提将拖累当期业绩。

缺乏购物中心运作经验

大体量购物中心业态是公司经营实践中进行的尝试。根据公司战略规划，在济南、青岛项目运作成功后，可能以购物中心模式进入其他城市。但是尝试新兴业态过程中，相关运作经验和管理团队的缺乏可能导致投资回报期超出公司预期。我们注意到鲁商集团高层已经开始尝试与美国、日本企业接洽合作管理购物中心事宜。因此不排除通过引入管理团队的方式降低风险。

房地产项目结算时间不确定性

公司目前在建的济南和青岛城市综合体项目均可能涉及房地产业务出售。据网络信息，济南银座中心项目公寓和写字楼部分合计可售建筑面积约 10 万平米。两幢高层公寓将于今年 4 月先行启动预售。参考周边在售楼盘信息，我们预计该项目全部售出将收回投资 12 亿元，贡献净利润约 1.8 亿元。但是项目结算进度不确定性较大，我们在盈利预测中没有考虑出售地产项目的影响。

负债水平伴随重资产模式高企

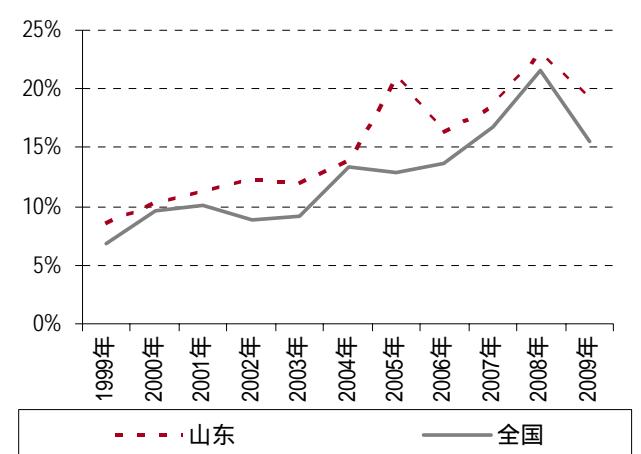
伴随着最近两年激进的扩张以及自有物业比重增加，公司资本开支大幅增加。2009 年年末公司净负债 13 亿元，与营运资金规模相当，净负债率达到 84% 的历史最高水平。考虑到大部分商业零售类上市公司处于净现金，相对而言公司财务政策非常激进。我们判断随着城市综合体项目中写字楼和住宅部分预售开始，公司将收回部分投入，偿还部分银行贷款。但是，大体量自建项目建设周期较长以及进入星级酒店业务可能导致投资回报期延长。如果没有新的融资项目，公司财务费用将维持在 7,000 万至 1 亿元。

附录一、区域经济

经济概况

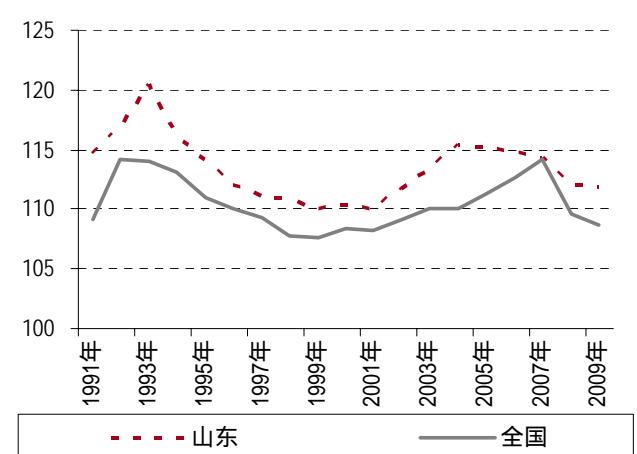
山东省辖 17 个地级市、31 个县级市和 60 个县, 全省人口 9,470 万, 居全国第二位。山东自然资源丰富, 淄博、枣庄、济宁的煤炭资源, 东营、滨州的石油资源以及山东半岛的丰富的海洋资源, 为山东经济发展奠定基础。通过比较社会消费品零售额可见, 1999 年以来山东省的区域消费增速高于全国水平。受到金融危机影响, 2009 年山东地区生产总值比上年增长 11.9%, 增速有所下滑, 但仍然高于全国增速。

图表 30. 1999 - 2009 全国及山东省社零总额增速比较



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 31. 1991 - 2009 全国及山东省 GDP 增速比较



注: 上年 = 100

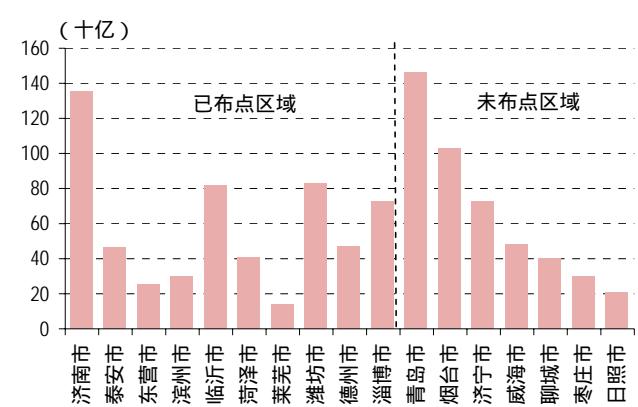
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

省内各地区零售总量差异明显

对比山东省内 17 个地级市主要经济指标, 我们发现区域不均衡较为突出。省会济南以及东部青岛、烟台为经济发展优势区域。以青岛、烟台为代表的东部沿海地区 (银座股份主要未覆盖区域) 零售市场较为发达, 青岛、烟台两地地区消费品零售总额与省会济南接近。

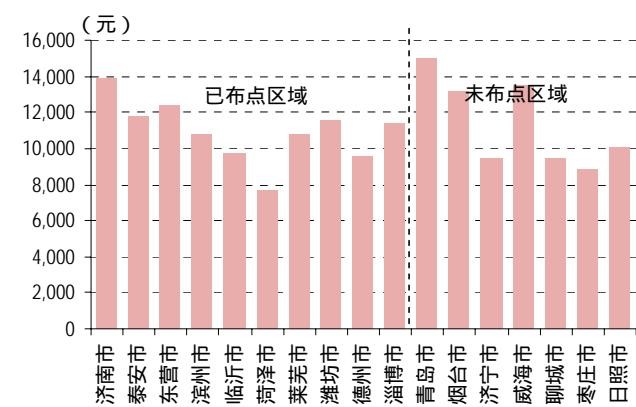
2007年8月以来，山东省在原有区域经济发展基础上，提出了构建“一体两翼”的经济发展新格局。“一体”，指以胶济铁路为轴线形成的横贯东西的中脊隆起带，主要由山东半岛城市群和省会城市群经济圈两大板块构成；“两翼”是黄河三角洲高效生态经济区和鲁南经济带。2009年12月，国务院正式批复黄河三角洲高效生态经济区发展规划，将其上升为国家战略。据此，地方政府提出，以东营、滨州和胜利油田为核心，建立一个强有力的黄河三角洲高效生态经济区。重点规划好东营、滨州、潍坊、莱州四个港口及四大临港产业区，形成北部沿海经济带。

图表 32.2008 年山东地区消费品零售总额



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 33.2008 年山东各地区人均消费支出



资料来源：万得资讯，中银国际研究

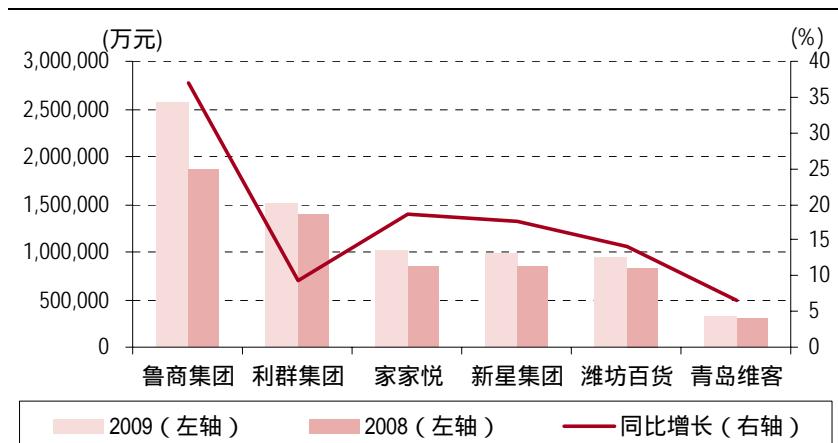
附录二、区域竞争环境

整体来看，山东省的商业零售领域竞争目前集中在本土企业之间，且竞争格局呈东西区域分布状态，外资企业在山东省内影响力相对较弱。09年进入中国连锁百强的山东企业共计八家，其中鲁商集团位列16位，稳居省内同行业的龙头地位，并且连续多年进入全国百货业“十强”，营业收入增幅远高于省内其他经营企业。尽管从销售规模来看主要竞争对手利群集团、家家悦集团距鲁商集团仍有较大差距，但是在鲁商集团尚未进入的威海、青岛等东部市场，这些企业竞争优势较为明显。

图表 34.中国连锁百强企业中的山东省企业情况

企业名称	排名	2009			2008			
		销售规模 (万元)	增幅%	门店总数(个)	增幅%	销售规模 (万元)	增幅%	门店总数(个)
山东省商业集团总公司	16	2,564,116	37	206	25.6	15	1,871,594	34.8
利群集团股份有限公司	23	1,516,622	9.4	890	3.9	23	1,386,877	13.3
山东家家悦集团有限公司	35	1,012,021	18.6	489	7.2	38	853,150	17.7
山东新星集团有限公司	38	987,787	17.6	532	13.2	39	839,824	39.5
山东潍坊百货集团股份有限公司	40	952,521	14	318	0.3	40	835,332	15.6
青岛维客集团股份有限公司	65	328,135	6.5	828	(1.4)	65	308,182	7.9
山东全福元商业集团有限责任公司 (原寿光百货大楼)	81	261,808	36.3	72	16.1	89	192,015	20.4
济南华联超市有限公司	99	161,181	61.1	15	25	-	-	-
青岛利客来商贸集团股份有限公司	-	-	-	-	-	94	153,635	22.1
淄博东泰集团	-	-	-	-	-	98	146,000	17
资料来源：中国连锁经营协会								

图表 35.2008-2009 年山东主要商业零售企业销售收入比较



资料来源：中国连锁经营协会

图表 36. 主要外资竞争对手省内门店一览

外资超市	门店数	分布	首家门店开业
大润发	14	济南 4、青岛 3、烟台 2、威海 2、淄博、临沂、济宁	2000 年 9 月
家乐福	4	济南 1、青岛 3	1999 年 12 月
沃尔玛	5	济南、青岛、潍坊、烟台、淄博	2003 年 8 月
卜峰莲花	3	济南、青岛、泰安	2005 年 1 月
乐购	3	济南、青岛、潍坊	2009 年 3 月

资料来源：网络信息

损益表 (人民币百万)

年结日 : 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	4,168	5,209	8,737	10,194	11,573
销售成本	(3,419)	(4,263)	(7,130)	(8,301)	(9,413)
经营费用	(486)	(551)	(1,056)	(1,215)	(1,381)
息税折旧前利润	263	395	552	678	779
折旧及摊消	(55)	(158)	(105)	(124)	(139)
经营利润(息税前利润)	208	237	447	554	640
净利息收入/(费用)	(36)	(74)	(109)	(101)	(93)
其他收益/(损失)	17	(5)	0	0	0
税前利润	189	158	338	453	548
所得税	(49)	(43)	(84)	(113)	(137)
少数股东权益	(2)	(4)	(26)	(31)	(35)
净利润	138	110	227	309	376
核心净利润	125	114	227	309	376
每股收益(人民币)	0.585	0.470	0.787	1.069	1.300
核心每股收益(人民币)	0.533	0.486	0.787	1.069	1.300
每股股息(人民币)	0.040	0.070	0.117	0.159	0.194
收入增长(%)	36	25	68	17	14
息税前利润增长(%)	(4)	14	88	24	16
息税折旧前利润增长(%)	8	50	40	23	15
每股收益增长(%)	16	(20)	68	36	22
核心每股收益增长(%)	6	(9)	62	36	22

资料来源 : 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币百万)

年结日 : 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	189	158	339	455	548
折旧与摊销	55	87	134	170	198
净利润/费用	36	74	107	99	93
运营资本变动	51	(133)	516	161	213
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(51)	(70)	(651)	(319)	(389)
经营活动产生的现金流	280	116	446	567	662
购买固定资产净值	(408)	(469)	(650)	(700)	(300)
投资减少/增加	(18)	(111)	(106)	0	0
其他投资现金流	(281)	(606)	0	200	150
投资活动产生的现金流	(708)	(1,187)	(756)	(500)	(150)
净增权益	0	0	670	0	0
净增债务	357	1,373	(100)	(150)	(260)
支付股息	(8)	(9)	(16)	(34)	(46)
其他融资现金流	(217)	(109)	30	144	70
融资活动产生的现金流	132	1,254	584	(40)	(236)
现金变动	(296)	184	274	27	276
期初现金	938	643	826	1,101	1,128
公司自由现金流	(428)	(1,071)	(309)	67	512
权益自由现金流	(71)	302	(409)	(83)	252

资料来源 : 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币百万)

年结日 : 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	643	826	1,101	1,128	1,404
应收帐款	176	93	137	160	181
库存	577	1,108	891	977	1,046
其他流动资产	45	42	59	68	82
流动资产总计	1,441	2,069	2,187	2,332	2,713
固定资产	610	1,396	2,013	2,422	2,380
无形资产	560	934	1,059	1,139	1,219
其他长期资产	579	1,095	1,522	1,489	1,565
长期资产总计	1,749	3,426	4,594	5,049	5,164
总资产	3,190	5,494	6,781	7,381	7,877
应付帐款	483	808	993	1,145	1,342
短期债务	690	1,748	1,748	1,648	1,448
其他流动负债	583	946	1,474	1,778	1,981
流动负债总计	1,756	3,502	4,215	4,570	4,771
长期借款	42	410	310	260	200
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	235	235	289	289	289
储备	960	984	1,578	1,843	2,162
股东权益	1,195	1,219	1,867	2,132	2,451
少数股东权益	196	363	389	420	455
总负债及权益	3,190	5,494	6,781	7,381	7,877
每股帐面价值(人民币)	5.08	5.18	6.46	7.38	8.48
每股有形资产(人民币)	2.70	1.21	2.80	3.44	4.27
每股净负债/(现金)(人民币)	0.38	5.66	3.31	2.70	0.84

资料来源 : 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日 : 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.3	6.2	6.6	7.1	7.2
息税前利润率(%)	5.0	4.6	5.1	5.4	5.5
税前利润率(%)	4.5	3.0	3.9	4.5	4.7
净利率(%)	3.3	2.1	2.6	3.0	3.2
流动性					
流动比率(倍)	0.8	0.6	0.5	0.5	0.6
利息覆盖率(倍)	4.7	2.9	3.9	5.1	6.5
净权益负债率(%)	6.4	84.1	42.4	30.6	8.4
速动比率(倍)	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
估值					
市盈率(倍)	47.1	58.7	34.8	25.6	21.2
核心业务市盈率(倍)	51.8	56.7	34.8	25.6	21.2
目标价对应核心业务	58.2	63.7	39.2	28.8	23.8
市盈率(倍)					
市净率(倍)	5.4	5.3	4.3	3.7	3.3
价格/现金流(倍)	23.2	56.0	17.9	14.1	12.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.6	24.3	15.8	12.5	10.2
周转率					
存货周转天数	35.3	72.1	51.2	33.4	31.9
应收帐款周转天数	20.4	9.4	4.8	5.3	5.4
应付帐款周转天数	37.6	45.2	37.6	38.3	39.2
回报率					
股息支付率(%)	6.8	14.9	14.9	14.9	14.9
净资产收益率(%)	12.1	9.1	14.8	15.5	16.4
资产收益率(%)	5.9	4.0	5.5	5.9	6.3
已运用资本收益率(%)	12.1	8.3	11.3	12.9	14.3

资料来源 : 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

银座股份 (600858.SS/人民币 27.01 , 买入)

合肥百货 (000417.SZ/人民币 14.96 , 买入)

王府井 (600859.SS/人民币 35.35 , 买入)

东百集团 (600693.SS/人民币 11.19 , 持有)

大厦股份 (600327.SS/人民币 16.71 , 买入)

成商集团 (600828.SS/人民币 17.74 , 卖出)

鲁商置业 (600223.SS/人民币 10.72 , 持有)

鄂武商 A (000501.SZ/人民币 13.94 , 未有评级)

百联股份 (600631.SS/人民币 18.06 , 未有评级)

重庆百货 (600729.SS/人民币 40.44 , 未有评级)

广州友谊 (000987.SZ/人民币 24.77 , 未有评级)

欧亚集团 (600697.SS/人民币 29.31 , 未有评级)

以 2010 年 4 月 13 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10% ;
卖出指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。
未有评级 (NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述
指数在上下 10% 区间内波动

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv)他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 4 月 13 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票据的邀請，亦並未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表，在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisers Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打 : 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打 : 10800 1521065
新加坡客户请拨打 : 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371