

增持 维持
银座股份 (600858)
2009 年 1 月 16 日
股票价格

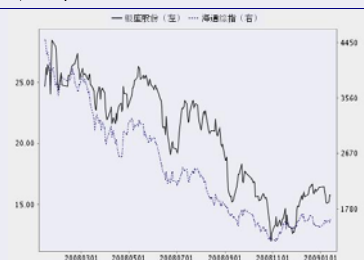
20090115 收盘价	15.42 元
6 个月内目标价	18.20 元
59 周内股价波动	11.96-42.80 元

主要估值指标

	2007	2008E	2009E
市盈率	30.98	25.11	19.90
市净率	2.86	2.50	2.16
PEG	1.23	1.00	0.79
EV/EBITDA	7.11	11.58	8.73

股本结构

总股本 (万股)	23508.36
流通 A 股 (万股)	20856.34
B 股/H 股 (万股)	0.00/0.00

市场表现

相关研究

银座股份调研简报: 防御能力较强的区域零售龙头 (增持, 维持) 2008.12.02
 银座股份三季报点评 (增持, 维持) 2008.10.29
 银座股份一季报及收购公告简评 (增持, 维持) 2008.04.25
 银座股份年报简评: 透明、扩张、资产注入预期等提升价值 (增持, 维持) 2008.03.28

批发零售贸易行业首席分析师
 路 颖 CFA
 电 话: 021-23219403
 Email: luying@htsec.com

消费组助理分析师
 潘 鹤
 电 话: 021-23219423
 Email: panh@htsec.com

批发和零售贸易行业分析师
 汪 盛
 电 话: 021-23219390
 Email: wangs@htsec.com

优势明显的区域零售龙头

作为以济南市为中心, 在山东省各地级市逐层扩张的区域性“百货+超市”连锁商业龙头, 公司已拥有 **22 家** 门店; 公司大股东鲁商集团实力雄厚, 旗下商业资产仍可能逐步注入上市公司; 稳定的内生增长及可期的外延增长为公司未来发展奠定了较为坚实的基础。

主要财务数据及预测

	2007	2008E	2009E	2010E
净利润增长率 (%)	37.59	23.39	26.25	25.92
毛利率 (%)	18.22	18.36	18.03	18.17
净资产收益率 (%)	10.89	11.41	12.58	13.67
每股经营性现金流 (元)	1.61	2.29	2.20	2.52
每股收益 (元)	0.75	0.61	0.78	0.98

资料来源: 海通证券研究所

- **山东省商业零售环境显示较强抗周期性, 相对封闭的区域竞争氛围助推了银座股份区域强势零售龙头的地位。** 山东省社会消费品零售总额增长过去数年来均高于全国平均水平, 且波动幅度较小, 显示了抗经济周期能力较强的商业零售大环境。2008 上半年, 山东省以 4943 亿的社会消费品零售总额和 23.4% 的同比增幅位列全国第二。作为山东省内商业零售企业的银座股份和背后依托的鲁商集团得到了相对明显的发展机会。
- **实力雄厚的大股东以及资产持续注入预期。** 除了上市公司的 22 家门店, 大股东鲁商集团旗下还有 29 家商业零售门店 (截止 2008 年 11 月), 分布在淄博、安丘、聊城、日照、威海、济宁、曲阜及章丘等上市公司尚未进入的区域。根据股改承诺, 预计淄博、日照等地市门店可能会以逐步注入的方式进入上市公司。
- **公司扩张已初步形成品牌和规模优势。** 银座股份的发展历程可概括为三个阶段: 老“渤海”时代 (2003 年之前)、重组转型期 (2003-05 年) 以及高速扩张期 (2006 年至今)。除了公司位于济南、东营、泰安、滨州、莱芜、潍坊、菏泽、新泰以及临沂等地区总建筑面积近 55 万平方米的 20 多个门店的网点优势外, “银座”品牌的凝聚力和号召力在山东省内已独树一帜, 规模优势开始显现。
- **2009-10 年内生、外延增长效用同时显现提升公司抗周期能力。** 2008 年较高的营业面积增速 (内生) 将支撑 2009 年的收入增长; 新开门店数量减少、人力成本增速降低及财务费用下降等使得公司 2009 年费用压力减轻 (内生), 这将较大缓解消费景气波动带来的不利影响。
- **盈利预测与投资建议。** 根据海通证券研究所开发的财务估值模型, 我们预期公司 2008-10 年 EPS 分别达到 0.614、0.775 和 0.976 元, DCF 估值的合理区间为 15.89-19.26 元, 给予 18.20 元的六个月目标价, 维持“增持”评级。公司“百货+超市”的综合业态以及山东省内商业零售相对特殊的竞争态势也提升了公司的避险能力。
- **主要不确定因素。** (1) 短期内公司的可比门店增速放缓; (2) 大股东资产注入的不确定性; (3) 公司在部分竞争弱势区域经营水平的提升能力。

目 录

投资要点.....	4
1. 两年资产重组、四年高速扩张、控股股东后续注入等持续打造山东省区域商业龙头...	5
2. 良好的区域环境提升公司抗周期性能力和综合竞争优势	7
2.1 山东省人均收入和消费性支出增长波动性低，消费倾向低于全国显示其消费增长可挖掘空间较大	7
2.2 近年来山东省社会消费品零售总额增速领先于全国	8
2.3 特殊的省内竞争格局为银座巩固提升竞争优势创造条件	9
3. 大股东旗下商业类资产是公司持续发展的重要依托	9
3.1 依托集团优势：销售收入 130 亿的鲁商集团	9
3.2 大股东承诺的资产注入从 2007 年配股开始已有步骤的进行	10
3.3 鲁商集团在上市公司之外的另外 29 家零售门店基本情况	10
4. 银座股份各区域及门店经营分析：区域扩张稳健有效率	12
4.1 银座股份业务区域构成：济南、泰安和东营目前是收入利润主要来源	12
4.2 山东省各主要城市经济和消费环境分析：商业零售大环境较好	13
4.3 济南市－银座股份竞争优势相对明显	14
4.4 银座股份济南市以外其他地级市门店发展情况	17
4.4.1 泰安银座 5 家门店收入增长将保持稳健，毛利率有望提升	17
4.4.2 东营银座 4 家门店区域竞争优势明显	18
4.4.3 作为成熟门店 2007 年底注入上市公司的滨州店区域优势强	19
4.4.4 临沂和菏泽各有一家物业自有的成熟门店，经营状况良好	20
4.4.5 潍坊区域面临较大竞争压力，毛利率偏低	21
4.4.6 莱芜区域受经济周期波动负面冲击较大	21
4.5 青岛和德州项目短期对公司经营和财务影响较小	22
5. 银座股份财务解析：2009 年利润增速有望回升	22
5.1 可比门店增速将放缓，营业面积增长将支撑主营业务收入增长	22
5.2 2009 年综合毛利率水平可能较 2008 年出现小幅度下滑	24
5.3 2008 年新开门店较多导致费用率上升，09-10 年会得到较大改善	25
6. 盈利预测	26
7. 估值和投资建议	28
7.1 相对估值：PE 估值法测算合理价值为 15.50-19.38 元	28
7.2 DCF 估值：合理估值为 15.89-19.26 元	29
8. 主要不确定因素	30
财务报表分析和预测	31

表 目 录

表 1 中国连锁百强企业中山东地区企业情况.....	9
表 2 鲁商集团未进入银座股份的商业零售类资产门店情况	11
表 3 银座股份旗下门店基本情况	13
表 4 银座股份济南市门店主要情况	15
表 5 银座股份在济南市主要竞争对手情况.....	15
表 6 银座股份济南市门店附近主要竞争对手	16
表 7 公司旗下泰安市门店情况.....	17
表 8 银座股份东营市门店情况.....	18
表 9 滨州市门店情况	19
表 10 公司旗下临沂市及菏泽市门店情况	20
表 11 公司旗下潍坊地区门店情况	21
表 12 公司旗下莱芜地区门店情况	21
表 13 银座股份门店扩张及营业面积增速（2005 - 2008 年）	23
表 14 银座股份分区域主营业务收入增长及预测（万元，2005 - 2010E）	24
表 15 银座股份分区域主营业务毛利率及预测（%，2005 - 2010E）	25
表 16 银座股份 2008 年新开门店租赁协议.....	26
表 17 银座股份销售、管理费用（万元）分细项数据及预测（2006 - 2010E）	26
表 18 银座股份损益表及预测（2006 - 2010E）	28
表 19 海通百货、超市 A 股重点公司估值水平比较	29
表 20 银座股份 DCF 估值假设及主要结果	29
表 21 银座股份 DCF 估值敏感性分析.....	30

图 目 录

图 1 银座股份 2003-05 年资产整合和主营业务转型历程	5
图 2 2006-08 年银座股份门店扩张过程	6
图 3 山东与全国人均可支配收入对比（元）	7
图 4 山东与全国人均消费性支出对比（元）	7
图 5 山东省与全国消费倾向对比（%）	8
图 6 山东省与全国社会消费品零售总额增速波动对比（%）	8
图 7 十三省社会消费品零售总额（亿元）	9

图 8 十三省社会消费品零售总额增长率 (%)	9
图 9 银座股份与实际控制人之间的产权及控制关系	10
图 10 集团及公司旗下门店分布情况	11
图 11 2008 上半年银座股份各地区营业收入占比	12
图 12 2007 年银座股份各地区营业收入占比	12
图 13 2008 上半年银座股份各地区主营业务利润占比	12
图 14 2007 年银座股份各地区主营业务利润占比	12
图 15 2007 年山东省各市社会消费品零售总额 (亿元) 排名及增长率对比 (%)	13
图 16 2007 年山东省各市 GDP 排名	14
图 17 2007 年山东省各市人均 GDP 排名	14
图 18 2006 年山东各市城镇居民消费能力情况	14
图 19 2006 年山东各市城镇农民消费能力情况	14
图 20 济南地区主营收入和利润 (万元) 及增长率 (%)	17
图 21 济南地区门店毛利率 (%)	17
图 22 泰安地区主营收入和利润 (万元) 及增长率 (%)	18
图 23 公司泰安地区门店毛利率 (%)	18
图 24 东营地区主营收入和利润 (万元) 及增长率 (%)	18
图 25 东营地区门店毛利率 (%)	18
图 26 滨州地区主营收入和利润 (万元) 及增长率 (%)	19
图 27 公司滨州地区门店毛利率 (%)	19
图 28 临沂地区主营收入和利润 (万元) 及增长率 (%)	20
图 29 公司临沂地区门店毛利率 (%)	20
图 30 菏泽地区主营收入和利润 (万元) 及增长率 (%)	20
图 31 公司菏泽地区门店毛利率 (%)	20
图 32 潍坊地区主营收入和利润 (万元) 及增长率 (%)	21
图 33 公司潍坊地区门店毛利率 (%)	21
图 34 银座股份综合毛利率及预测 (2005 - 2010E)	24
图 35 银座股份主营毛利率及其他业务收入比例预测	24

投资要点

银座股份属于区域性（经营区域为山东省）连锁商业零售龙头，主力门店地处优质商圈，在当地具有良好的品牌影响力以及较高的市场份额。自 2006 年开始，公司借助大股东鲁商集团的实力，以“百货+超市”的发展模式在山东省内各地级市开始了高速的扩张。公司现有 22 家门店，另外还托管了一家门店（济南市的银座北园店），覆盖了济南、东营、泰安、滨州、莱芜、潍坊、菏泽以及临沂等山东省主要地级市。

公司大股东鲁商集团实力雄厚，在商业零售领域除银座股份的 22 家店面外，还拥有 29 个门店，分布在淄博、安丘、聊城、日照、威海、济宁、曲阜及章丘等上市公司尚未进入的区域。根据股改承诺，预计淄博、日照等地门店未来可能会以逐步注入的方式进入上市公司。

“百货+超市”的综合业态、山东省内的优势地位，以及内生+外延增长带来的持续发展能力使我们对银座股份的前景给予了较为积极的评价。

盈利及估值分析

公司 2008 年业绩增速放缓的主要因素是当年新开门店过多（8 家新开店超出了之前公司年均新开 5 家门店的计划）等导致费用率的上升，而如果剔除掉不可比因素，公司内生性增长在 2008 年仍有体现。我们认为，在 2009 年新开门店恢复到 5 家左右、人力成本增速下降、财务费用减少等因素的支撑下，09 年利润率的提升会较为明显。同时，2008 年较高的营业面积增速也有望支撑 09 年营业收入更快速地成长，这两点支撑我们给予公司 2009 - 2010 年较高利润增速的预测。

我们预计 2008 - 2010 年，公司实现归属于母公司的净利润分别为 1.44、1.82 和 2.29 亿元，分别同比增长 23.4%、26.3%和 25.9%，对应 EPS 分别为 0.614、0.775 和 0.976 元。

考虑到公司较为明显的区域竞争优势和资产注入预期，并结合目前区域连锁商业 A 股公司估值水平，我们给予其 2009 年 20-25 倍 PE 估值，对应 15.50-19.38 元合理价值；DCF 估值的合理区间为 15.89-19.26 元，给予 18.20 元的六个月目标价，维持“增持”评级。公司“百货+超市”的综合业态以及山东省内商业零售相对特殊的竞争态势也提升了公司的避险能力。

支持我们投资建议的几项关键性因素

- 山东省稳定的零售市场和良好的消费潜力；
- 公司较高的区域性品牌影响力以及居民对品牌的忠诚度；
- 稳定的内生增长以及扩张战略带来的外延增长为公司未来发展提供保障；
- 背靠实力雄厚的大股东，有资产注入的预期

不确定因素

- 短期内公司的可比门店增速放缓；
- 大股东资产注入的不确定性；
- 公司在部分竞争弱势区域的经营水平提升能力。

1. 两年资产重组、四年高速扩张、控股股东后续注入等持续打造山东省区域商业龙头

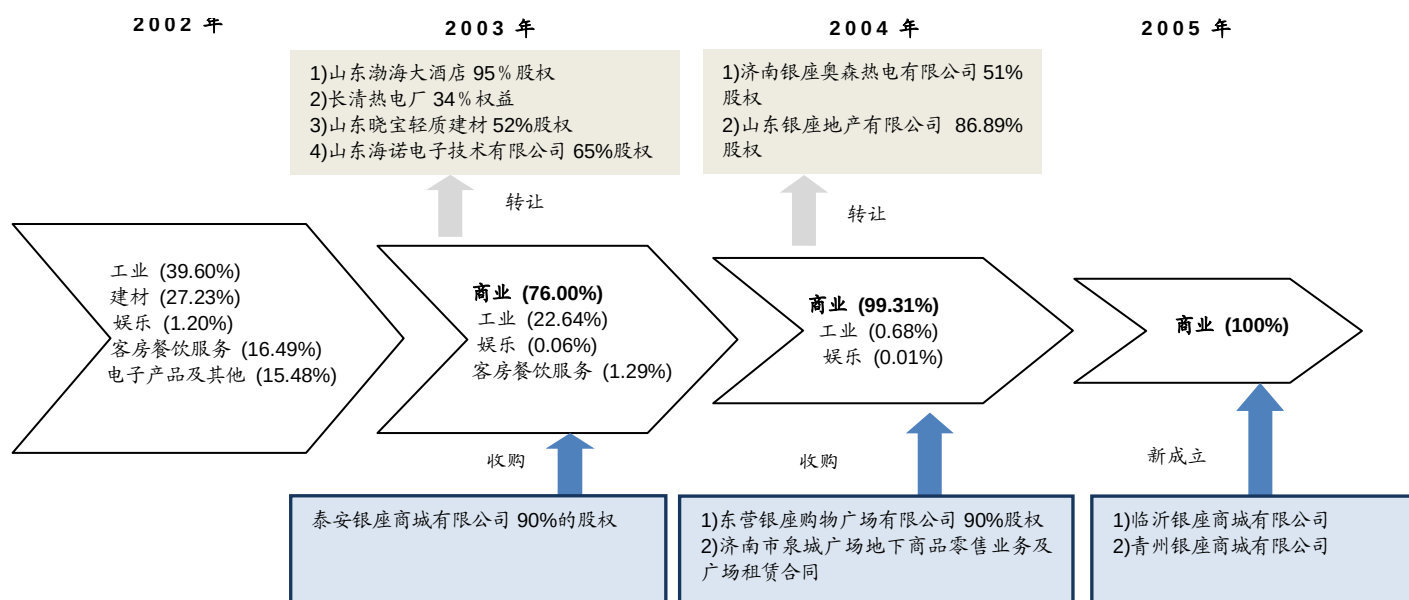
银座股份属于区域性（经营区域为山东省内）连锁商业零售龙头，主力门店大都地处优质商圈，在当地具有良好的品牌影响力以及较高的市场份额。公司借助大股东鲁商集团的实力，以“百货+超市”的发展模式在山东省内各地级市进行扩张。公司现有 22 家门店，另外还托管了 1 家门店（济南市的银座北园店），覆盖了济南、东营、泰安、滨州、莱芜、潍坊、菏泽以及临沂等山东省主要地级市。2007 年，公司实现营业收入 30.7 亿元，归属于母公司所有者的净利润 1.25 亿元；2008 年前三季度公司的营业收入和净利润分别达到 30.9 亿元和 1.11 亿元，预计全年的营业收入增幅将超过 40%。

公司第一大股东——山东省商业集团总公司是隶属于山东省人民政府的特大型国有企业，在商业零售领域除银座股份的 22 家店面外，还拥有 29 个门店，分布在淄博、安丘、聊城、日照、威海、济宁、曲阜及章丘等上市公司尚未进入的区域。根据股改承诺和我们的跟踪了解及分析，大股东旗下的资产在未来仍可能会以逐步注入的方式进上市公司。

为了更清楚地理解银座股份近年来的扩张基础、竞争优势和发展能力，我们首先需要简单回顾一下这家公司的历史，基本可以用“三个阶段”（参见图 1-图 2）来概括：

阶段一：老“渤海”业绩滑坡、三年亏损，2003 年被暂停上市。那段历史与今天的银座股份已经基本无关：一家成立于 1984 年的老国企济南渤海贸易公司 1994 年上市，多元化主业涉及热电供应、装饰装修、房地产开发、广告、娱乐服务，2000-2002 年连续三年亏损，2003 年 5 月 19 日被上交所暂停上市。

图 1 银座股份 2003-05 年资产整合和主营业务转型历程



资料来源：公司公告，海通证券研究所

阶段二：2003-04 两年重组转型期。2003 至 04 年是公司转变成“银座股份”的关键转型期，在鲁商集团通过股权收购成为公司新任控股股东之后，公司进行了一系列的资产重组，将原来多元化的盈利较差、负担很重的资产置出上市公司，先后注入了泰安银座商城 90% 的股权（2003 年）、东营银座购物广场 90% 股权和济南泉城广场地下商品零售业务（2004 年），到 2005 年初，公司完成了 100% 商业主业的转型，“银座”系

列在济南、泰安和东营三地的主力零售门店开始成为公司扭亏和业绩增长的主力。

阶段三：2005 年至今的高速扩张期。2005 年 1 月全年转型为商业零售企业的银座股份开业了 04 年底投资的临沂银座商城有限公司，开始了从资产注入到自主开店的第一步。05 年 8 月份成立了青州银座商城有限公司，至此公司的零售业务已覆盖济南、泰安、东营、临沂及潍坊 5 个地区，拥有 5 家门店。

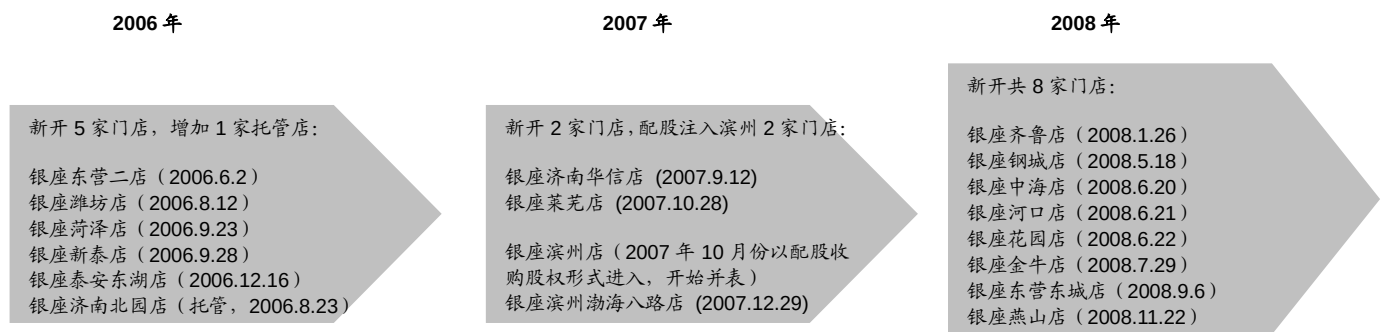
2006 年公司开始进入了商业零售主业的高速扩张期。2006 至 2008 年 11 月，公司共新开门店 17 家，总计建筑面积约 35 万平方米（参见图 2），外加托管 1 家门店（济南银座北园店）。具体开店过程如下：

2006 年，公司新开 5 家门店，托管 1 家门店。新开门店包括银座东营二店、银座潍坊店、银座菏泽店、银座新泰店以及银座东湖店，商品零售业务由济南、泰安、东营、临沂、青州扩大至潍坊、菏泽地区。新开门店市场培育期明显缩短，其中菏泽店和东湖店均在第一个经营年度实现了盈利。另外，公司当年还托管了济南北园店。

2007 年，公司新增 4 家门店，包括新开的银座济南华信店、银座莱芜店等 2 家门店；以及以配股资金收购的银座滨州（一店）和年底试营业的银座滨州渤海八路店（2008 年 1 月正式开业）等 2 家门店。

2008 年，公司新开 8 家门店，包括银座齐鲁店、银座钢城店、银座中海店、银座河口店、银座花园店、银座金牛店、银座东营东城店以及银座燕山店。逐步构筑一城多店、错位经营、协同发展的格局，形成企业规模优势，实现集约化经营。

图 2 2006-08 年银座股份门店扩张过程



资料来源：海通证券研究所

公司一直沿用着“百货+超市”的发展模式，其在济南区域的扩张以大型综合超市卖场为主力业态（济南市的百货业态目前仍归属于大股东）；在济南以外的区域扩张和拓展战略一般是先在山东省的某个二线区级城市开一家主力百货门店，并以此为中心同城（同区）开新店（新店以大型综合超市为主）。

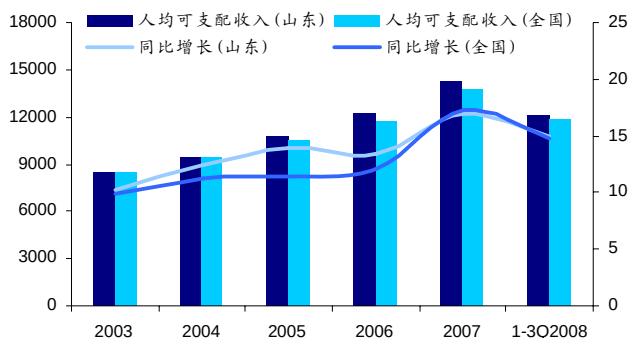
公司在经营管理上采取以地区为中心，中心店管理的模式；在财务上则是由总公司统一管理，以降低运营成本。同城开店的省内扩张模式仍旧是公司稳扎稳打、步步为营推进的战略方式。除了公司位于济南、东营、泰安、滨州、莱芜、潍坊、菏泽、新泰以及临沂等地区总建筑面积近 55 万平米的 20 多个门店的网点优势外，“银座”品牌的凝聚力和号召力在山东省内已独树一帜，规模优势开始显现。而根据集团公司和上市公司的战略部署，未来大股东的资产仍旧有注入的可能，公司未来山东省内商业龙头的地位将不断提升。

2. 良好的区域环境提升公司抗周期性能力和综合竞争优势

山东是我国传统经济大省,农业发达、工业体系完备,国民经济位于全国前列。2007年,山东省实现生产总值(GDP)25887亿元,较上年增长14.3%,GDP总量仅次于广东省位列全国第二位;实现人均生产总值2.7万元,位列上海、北京、天津、浙江、江苏及广东之后。2007年,山东省城镇居民人均可支配收入为14265元,在全国31个省市自治区中排第8位,比上年增长17.0%,扣除物价上涨因素后,实际增长12.1%;人均消费支出为9667元,略低于全国9997元的平均水平;人均消费性支出占可支配收入比重为67.8%,低于全国72.52%的平均水平。2008年前三季度,山东省城镇居民人均可支配收入与人均消费性支出分别为12130元及8083元,同比增幅为15.0%和14.2%,较全国平均水平分别高出0.3个百分点和1.3个百分点。

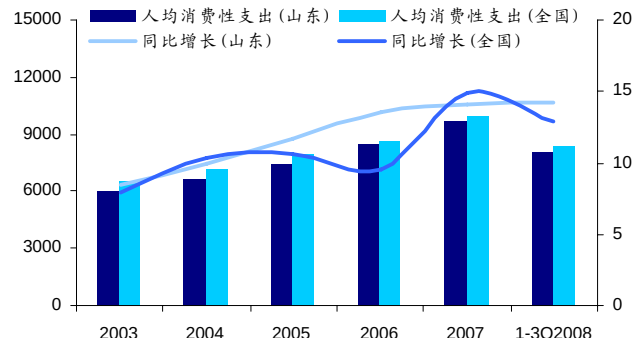
2.1 山东省人均收入和消费性支出增长波动性低,消费倾向低于全国显示其消费增长可挖掘空间较大

图 3 山东与全国人均可支配收入对比(%,元)



资料来源: 山东统计局, 国家统计局, 海通证券研究所

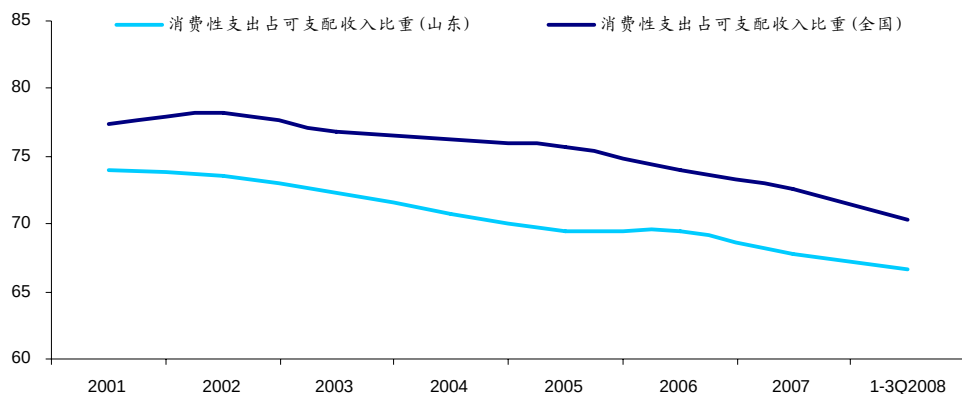
图 4 山东与全国人均消费性支出对比(%,元)



资料来源: 山东统计局, 国家统计局, 海通证券研究所

从历年山东与全国人均可支配收入对比及人均消费性支出对比看(参见图 3-图 4), 山东省人均可支配收入绝对值及增速近年来均高于全国平均水平, 同时其人均消费性支出自 01 年起也呈现稳步较快增长的态势, 虽然有些年份该指标的增长较全国低一些, 但增长率稳定步向上的趋势要比全国呈现出更加明显的抗波动性。我们认为, 山东省具有较强及较稳定的消费能力, 其抗宏观经济周期波动的能力会稍强一些。此外, 山东省消费性支出占可支配收入比重历年来较全国平均水平一直有 5 个百分点左右的差距(参见图 5), 因此我们认为山东省消费潜力仍有一定的挖掘空间。

图 5 山东省与全国消费倾向对比 (%)

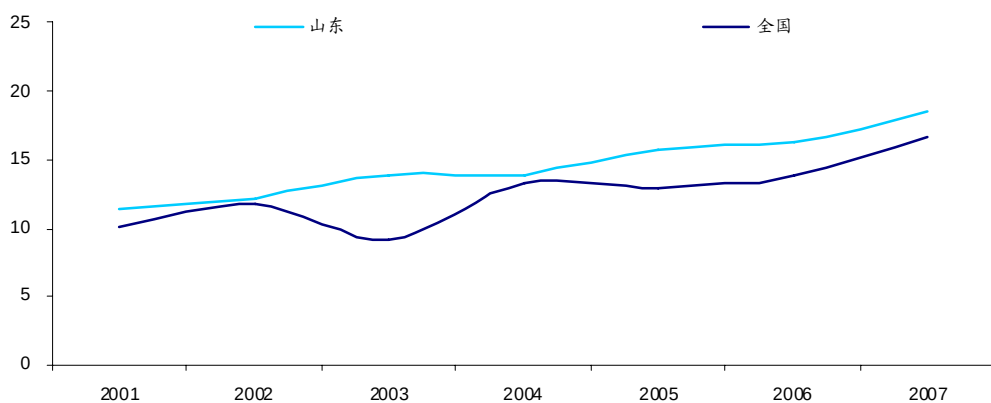


资料来源：山东统计局，国家统计局，海通证券研究所

2.2 近年来山东省社会消费品零售总额增速领先于全国

山东省零售市场近年来保持着稳定增长的发展势头，全省的社会消费品零售总额增长幅度历年来均高于全国平均水平，且波动幅度较小，显示了其零售业抗经济冲击影响的能力（参见图 6）。

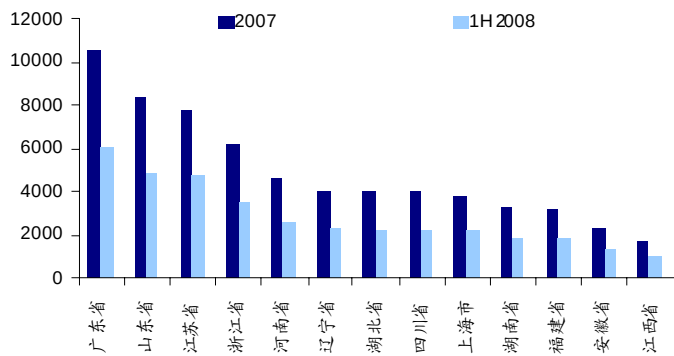
图 6 山东省与全国社会消费品零售总额增速波动对比 (%)



资料来源：山东统计局，海通证券研究所

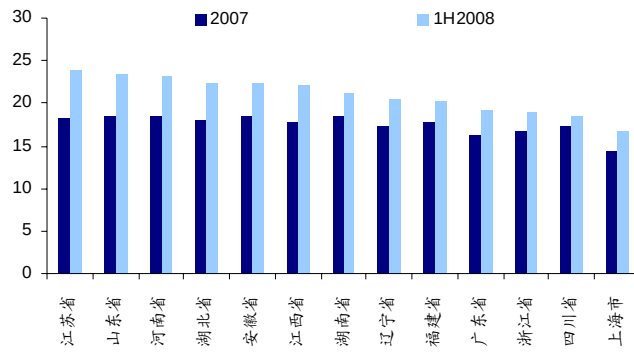
2008 年上半年，山东省完成社会消费品零售总额 4942.9 亿元，同比增长 23.4%，总额和增幅均位列全国第二（参见图 7-图 8）。

图 7 十三省社会消费品零售总额 (亿元)



资料来源: 山东统计局, 海通证券研究所

图 8 十三省社会消费品零售总额增长率 (%)



资料来源: 山东统计局, 海通证券研究所

2007 年 7 月,《山东半岛城市群总体规划》正式对外发布,开始进入贯彻执行阶段,这一重要的区域性战略规划给山东未来 20 年的经济定位给出了三个关键词: 黄河流域经济中心和龙头带动区域; 与珠三角、长三角比肩的增长极之一; 与京津唐、辽中南共同构筑环渤海地区经济合作圈的领头军。此规划突出了山东省在沿黄河流域经济带的龙头作用, 将给全省经济未来的发展提供契机。同时, 山东的零售市场也将受益于这一机遇, 进一步提高市场的发展空间。

2.3 特殊的省内竞争格局为银座巩固提升竞争优势创造条件

山东省内商业零售业的竞争格局与其他经济较为发达的省级区域相比较而言,表现出相对封闭性的特点: 外地和外资商业巨头在山东省内的扩张速度及影响力相对较低,省内的连锁商业零售企业表现出较强的区域话语权。而在其中, 鲁商集团和旗下的银座股份表现出更强势的区域优势地位 (参见表 1)。

表 1 中国连锁百强企业中山东地区企业情况

企业名称	2007					2006				
	排名	销售规模(亿元)	同比增幅(%)	店铺数	同比增幅(%)	排名	销售规模(亿元)	同比增幅(%)	店铺数	同比增幅(%)
山东省商业集团总公司 (银座集团)	19	139	38	99	50	32	70*	29	66*	6
山东家家悦集团有限公司	34	72	17	411	10	34	62	35	375	31
山东潍坊百货集团股份有限公司	36	72	18	274	17	39	61	22	235	18
山东新星集团有限公司	41	60	28	387	26	46	47	38	306	94
山东九州商业集团有限公司	91	14	10	71	-3	93	12	3	73	1

1. 数字后带星号的为估计值,由专家根据企业经营状况评估。

资料来源: 华南商业网、联商网、海通证券研究所

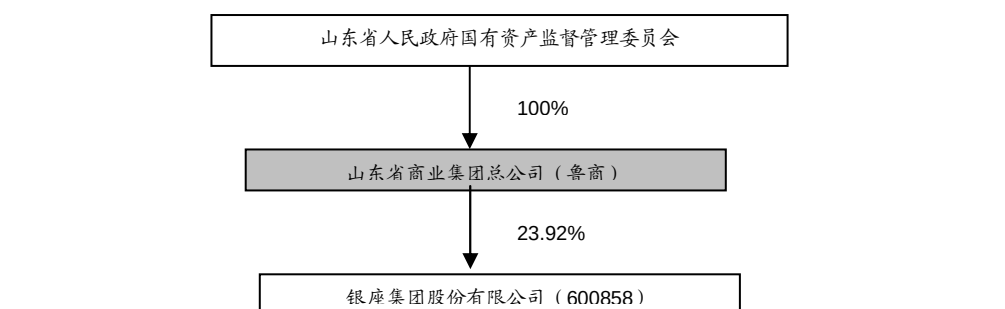
3. 大股东旗下商业类资产是公司持续发展的重要依托

3.1 依托集团优势: 销售收入 130 亿的鲁商集团

银座股份的大股东山东省商业集团总公司 (鲁商集团, 持有银座股份 23.92% 的股份) 是 1992 年底由山东省商业厅整建制转体组建的国有企业, 由山东省国资 100% 控股。目前鲁商集团主业包括零售、制药和房地产等, 还涉足了教育、酒店、传媒、投资等领域。拥有的品牌包括: “鲁商”、“银座”、“福瑞达” (制药)、“趵突泉” (啤酒) 等。整个鲁商集团有从业人员六万多人, 2007 年销售收入 130 多亿元。从企业自己制定的目标来看, 鲁商集团未来仍可能维持多业态协同发展的局面, 计划到在 2020 年实现销售额

超过 1100 亿元，利税过 100 亿元。

图 9 银座股份与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司公告，海通证券研究所

3.2 大股东承诺的资产注入从 2007 年配股开始已有步骤的进行

作为公司大股东，鲁商集团为避免同业竞争之可能，于 2007 年 6 月 21 日出具以下承诺：商业集团未来商品零售业务的发展规划将以银座股份为主导，并将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，在各方面条件成熟的情况下，将商业集团所控制的银座股份之外的零售业务全部纳入上市公司，以从根本上消除同业竞争之可能性。2007 年，公司通过增资配股摘牌收购了集团旗下的滨州银座购物广场有限公司 90% 的股权（该公司在 2007 年底还新增了一个门店，目前在滨州拥有两个门店），此举标志着大股东承诺的注入资产的开始。

2009 年公司还可能继续以再融资形式吸收大股东旗下的其他商业零售类资产，而银座股份之前公告的计划参与竞拍摘牌的淄博、日照等地的大股东的零售类门店有可能是下一次注入的选择。

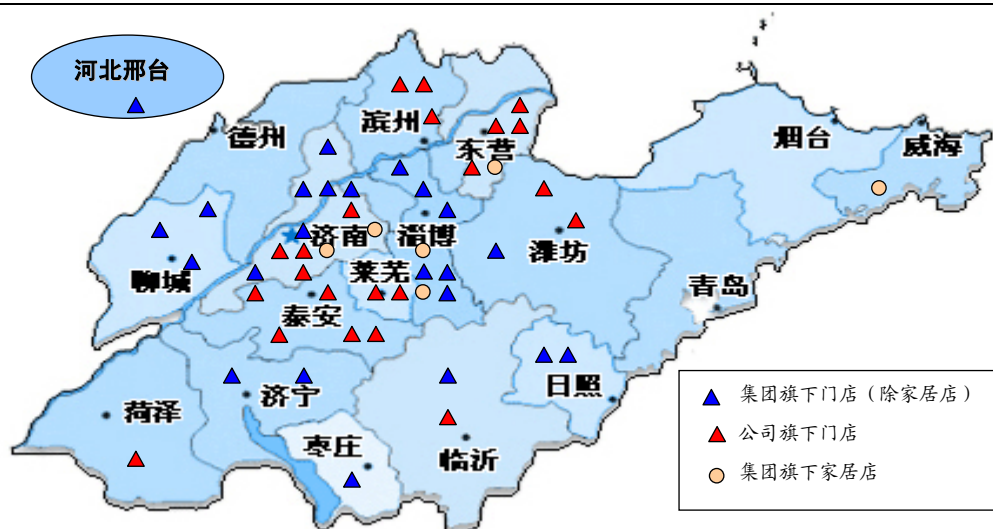
3.3 鲁商集团在上市公司之外的另外 29 家零售门店基本情况

截止 2008 年 11 月，鲁商集团旗下共 51 家门店，其中 22 家属于上市公司。余下 29 家中（有 1 家济南银座北园店托管给了上市公司）除 6 家为银座家居店外，其余 23 家均为百货和超市门店（参见表 2）。

6 家银座家居门店分别位于济南（2 家）、淄博（2 家）、东营（1 家）和淄博（1 家），集团公司目前仍旧有继续开拓业务的计划。

集团公司旗下上市公司之外的 23 个百货和超市门店分布区域比较广泛，除了在济南市和所辖县区拥有 5 个百货门店和 1 个托管的卖场门店，集团在其他区域拥有的不属于上市公司的门店皆位于上市公司所没有进入的地级区域，包括：淄博、安丘、聊城、日照、威海、济宁、曲阜及章丘等。根据银座股份此前的一则公告我们分析，集团公司下一步有可能注入上市公司的可能是淄博的 6 家门店及日照的 2 家门店。

图 10 集团及公司旗下门店分布情况



资料来源：海通证券研究所

根据我们的了解，鲁商集团在淄博的几家门店经营状况在整个集团中属于中等偏上水平，淄博地区大约年销售收入在 13 亿左右（含税），如果达到 3%左右的净利润率，淄博地区的年净利润预计在 3000 万左右。淄博区域的门店有些物业是自有的。我们预计，与 2007 年的那次配股加资产注入模式相类似，此次资产注入和股本扩张预计也不会摊薄 EPS。

此外，我们对鲁商集团旗下盈利能力最强的中高端百货门店-银座商城进行了实地考察。虽然其经营情况短期也受到经济周期波动的负面影响，但整体经营态势良好。而且与之前的分析相类似，我们认为这块资产短期可能不会注入上市公司。

表 2 鲁商集团未进入银座股份的商业零售类资产门店情况

百货+超市					
所属城市	店铺名称	开业时间	所属城市	店铺名称	开业时间
济南	银座商城店	1996/6/22	潍坊	银座安丘店	2005/4/28
	银座北园店(托管给上市公司)	2002/9/15		银座高唐店	2007/4/29
	银座八一店	2002/9/28		银座临清店	2007/5/28
	银座长清店	2006/9/22	临沂平邑县	银座东阿店	2007/12/28
	银座章丘店	2008/9/26		银座平邑店	2005/9/2
	银座洪楼店	2008/9/28		银座日照广场店	2004/11/28
淄博	银座淄博店	2003/5/1	日照	银座日照商城店	2006/1/18
	银座淄川店	2006/1/17		银座济宁店	2007/1/26
	银座周村店	2006/5/28	济宁	银座曲阜店	2007/10/31
	银座桓台店	2007/4/20		银座滕州店	2004/12/18
	银座博山店	2007/4/28	枣庄	银座滕州店	2004/12/18
	银座五里桥店	2008/1/30		银座滕州店	2004/12/18
威海	银座威海店	2006/5/1	河北省邢台市	银座邢台店	2007/7/20
	银座威海店	2006/5/1		银座邢台店	2007/7/20
	银座威海店	2006/5/1	威海	银座威海店	2006/5/1
	银座威海店	2006/5/1		银座威海店	2006/5/1
	银座威海店	2006/5/1	威海	银座威海店	2006/5/1
	银座威海店	2006/5/1		银座威海店	2006/5/1

资料来源：海通证券研究所

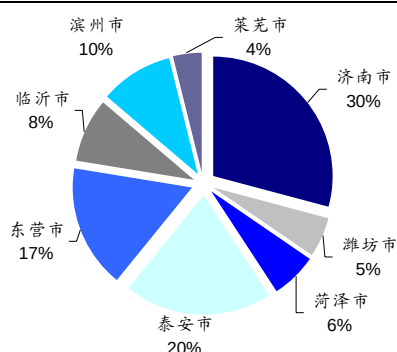
4. 银座股份各区域及门店经营分析：区域扩张稳健有效率

4.1 银座股份业务区域构成：济南、泰安和东营目前是收入利润主要来源

银座股份现有 22 家门店，其中济南、泰安及东营各有 4 家、滨州 3 家、莱芜 2 家、青州、潍坊、临沂、菏泽和新泰各有 1 家。

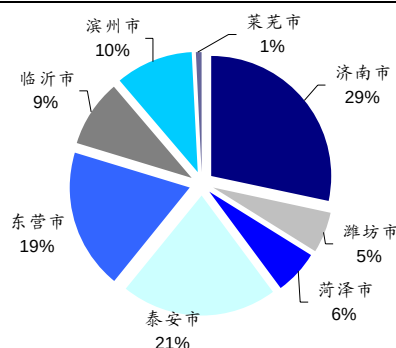
在各地区中，济南、泰安及东营的门店是公司利润的重要来源（参见图 11-14、表 3）：2008 上半年济南、泰安、东营三地贡献的营业收入达到 67%；贡献的主营利润则达到 68%；临沂和滨州的门店也有不错的发展势头，2008 年上半年，两地门店对营业收入和主营利润的贡献分别达到 18%和 19%；而莱芜、潍坊地区门店由于当地经济和竞争环境等因素，所受压力较大。

图 11 2008 上半年银座股份各地区营业收入占比



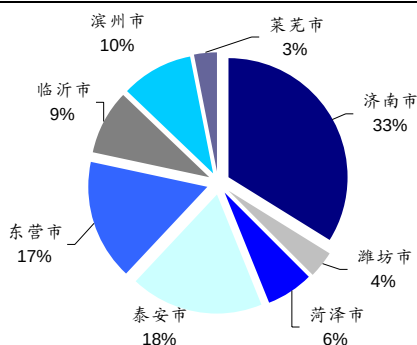
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 12 2007 年银座股份各地区营业收入占比



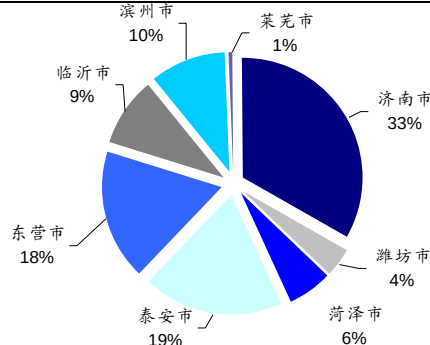
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 13 2008 上半年银座股份各地区主营业务利润占比



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 14 2007 年银座股份各地区主营业务利润占比



资料来源：公司公告，海通证券研究所

2009 年，我们预计公司新开店总数大致在 5 家以上（相对保守的预测）：可能在济南、泰安、菏泽、临沂等地新增 1-2 家，德州可能增加一个相对较小的门店店。此外，如果 2009 年集团公司对银座股份有进一步的资产注入，我们认为淄博地区的 6 家门店和日照地区的 2 家门店将较有可能成为标的。

表 3 银座股份旗下门店基本情况

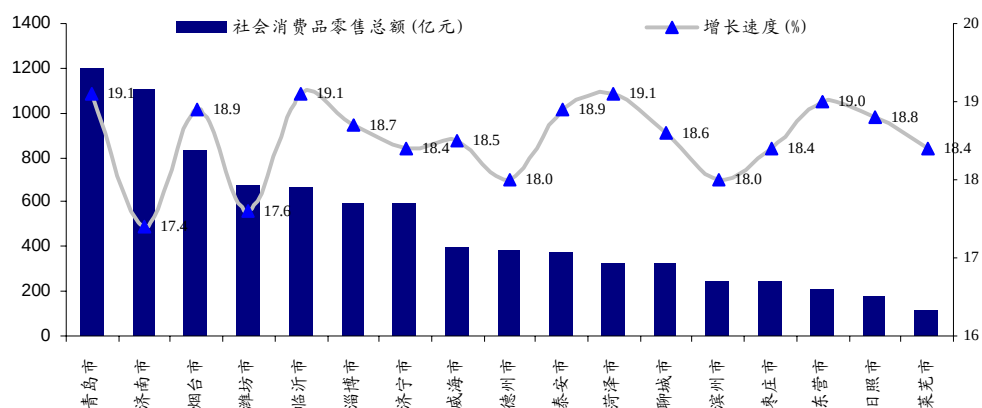
属性		门店名称	城市	公司所占投资	2007	
				比例（%）	资产规模(万元)	净利润(万元)
母公司		济南购物广场	济南	母公司		2964
		济南华信店				
		济南金牛店				
		济南燕山店				
		银座潍坊店	潍坊			
		银座菏泽店	菏泽			
		莱芜银座商城	莱芜			
		莱芜钢城店				
子公司	东营银座购物广场有限公司	银座东营店	东营	90.00	33151	3111
		东营二店				
		东营河口店				
		银座东营东城店				
	滨州银座购物广场有限公司	银座滨州店	滨州	90.00	15295	2089
		滨州渤海八路店				
		滨州中海店				
	泰安银座商城有限公司	银座泰安店	泰安	90.00	19765	3032
		泰安东湖店				
		泰安齐鲁店				
		泰安花园店				
	临沂银座商城有限公司	银座临沂店	临沂	99.55	28745	1669
	青州银座商城有限公司	银座青州店	青州	97.22	1989	-685
	新泰银座商城有限公司	银座新泰店	新泰	10.00（直接）	2706	197

资料来源：公司公告，海通证券研究所

4.2 山东省各主要城市经济和消费环境分析：商业零售大环境较好

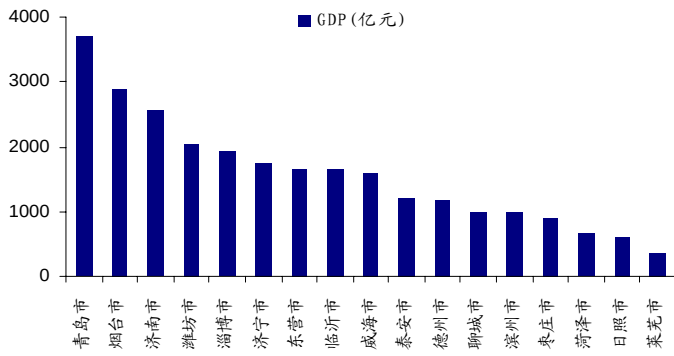
公司旗下门店现已覆盖济南、潍坊、东营、临沂、泰安、滨州、菏泽及莱芜 8 个地级市，集团门店另覆盖了淄博、日照、聊城、济宁等区域。

图 15 2007 年山东省各市社会消费品零售总额（亿元）排名及增长率对比（%）



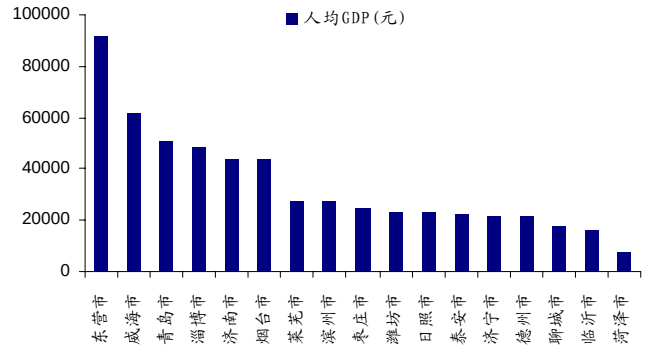
资料来源：山东统计局，国家统计局，海通证券研究所

图 16 2007 年山东省各市 GDP 排名



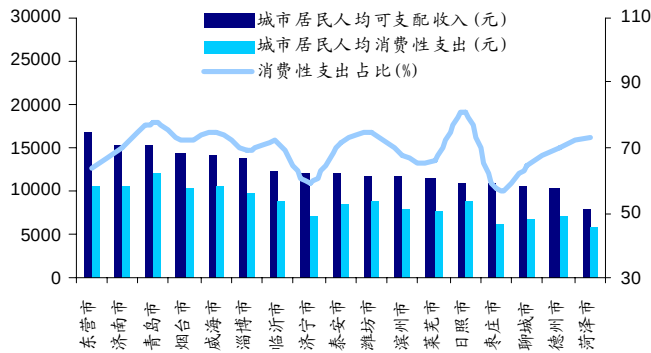
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 17 2007 年山东省各市人均 GDP 排名



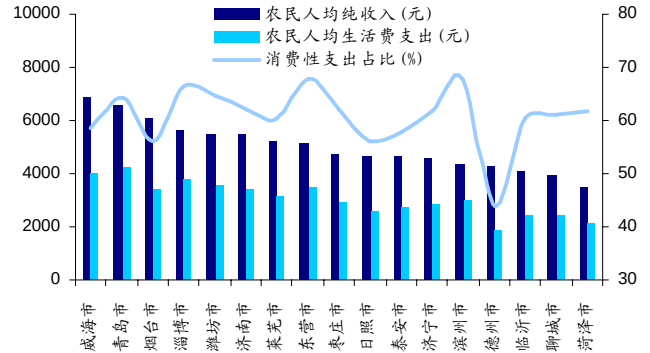
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 18 2006 年山东各市城镇居民消费能力情况



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 19 2006 年山东各市城镇农民消费能力情况



资料来源：公司公告，海通证券研究所

对公司利润贡献最大的**济南市**作为全国区域性金融中心以及山东省的政治、经济中心，其综合经济实力均保持在全省前列：2007年，济南市的生产总值和人均 GDP 分别排名全省第三及第五位；社会消费品零售总额及城镇居民人均可支配收入均排名全省第二位。

泰安市经济发展较稳健，其各项经济指标和消费能力指标在全省排名中皆处中游。

东营市 2007 年实现了山东省最高人均 GDP 及 2006 年最高城镇居民人均可支配收入, 此外, 虽然东营市和菏泽市在 2007 年全省社会消费品零售总额排位中较靠后, 但两者 19% 和 19.1% 的增长速度在全省处于领先地位, 体现了这两个地级市较为强劲的消费潜力。

相比较其他地级市，**莱芜市**的经济实力和消费能力相对较弱，2008 年其受宏观经济不景气的影响也较为明显。

4.3 济南市-银座股份竞争优势相对明显

济南市是山东省省会，是全省的政治、经济、科技、文化中心和重要的交通枢纽。公司在济南市现有 4 家门店，分别为银座泉城购物广场店、银座华信店、银座金牛店和银座燕山店（参见表 4），此外还托管了北园店。为避免与大股东的百货业态门店同业竞争，公司在济南地区的扩张以大型综合超市为主。

泉城购物广场店虽然是以大型卖场超市形式存在,但实际上容纳的业态分成了大型超市、精品百货和综合服务三部分,这个门店是公司收入和利润来源的主力门店,2008年的营业收入有望超过9亿元,因此其优越的地理位置,再加上较齐全的品种和适中的

价格，该门店人气非常足。

华信店 2007 年三季度开业后 2008 年全年开始贡献收入。

金牛店位于人口相对比较密集社区，虽然天桥区历史上是区位优势并不是非常明显的老工业区，但随着旧城改造和社区完善，该区域大型综合超市卖场的需求能力并不低。从我们的实地考察来看，银座金牛店的产品结构和布局秉承了其大型综合超市卖场的一贯风格，人气也比较足。

金牛店和 11 月底开业的燕山店 2009 年可以全年贡献收入。

表 4 银座股份济南市门店主要情况

门店	开业时间	建筑面积（平方米）	物业性质	经营品种
银座泉城购物广场店	1999-10-31	3.02 万	租赁（2004.8.27-2019.12.31）	约 8 万
银座华信店	2007-9-12	3.28 万	租赁（2007.8.1 起 20 年）	约 8 万
银座金牛店	2008-7-29	1.15 万	租赁（20 年）	约 5 万
银座燕山店	2008-11-22	1.93 万	租赁（2008 年 8 月 1 日起 15 年）	约 5 万

资料来源：公司公告，海通证券研究所

由于公司在济南地区具有较扎实的品牌基础，其区域竞争压力并不大，即使在家乐福、沃尔玛这样的国际巨头进入之后，公司仍保持了较强的竞争实力。公司目前在济南市的主要竞争对手可参见表 5、表 6，其中超市巨头家乐福、沃尔玛、易初莲花各有一家门店；世纪联华有一家门店；大润发和联华超市分别有 5 家及 8 家门店。

- 最先进入济南市的**沃尔玛**地处商业繁华地段的泉城路万达广场 2-3 楼，二层主要为生鲜食品，三层主营服装、家电、洗涤用品等，其特点在于所处地段好，以及所宣传的“天天平价”经营理念。
- 其后进入的**家乐福**解放桥店位于市内交通要道，交通线路发达。超市主楼共四层，一层为专卖店和公共汽车停车场；二、三层为超市大卖场及专卖店区域；四层为济南市现有超市中最大的免费停车场。
- 最后进入的**易初莲花**购物中心地处济南市市中区经十路，其在济南市的竞争力较弱，人气一直不旺。
- 相比外来的国际竞争者，同人民商场合作的**济南大润发**超市与公司的竞争更为直接，它在公司三个门店的同区域均有设点，商品定位比银座相对较低。这家台资超市似乎较外商更适应济南的水土，人气也较旺。但从超市业态在济南区域的饱和度和来看，双方互相竞争压力都不大。

表 5 银座股份在济南市主要竞争对手情况

名称	门店	地址	开业时间	面积	种类
家乐福	济南解放桥店	历下区历山路 101 号	2004-4-21	2 个经营楼层 2.4 万平方米	4 万
易初莲花	易初莲花购物中心	市中区经十路 124 号	2005-1-20		2 万
沃尔玛	沃尔玛购物广场泉城路分店	历下区泉城路 339 号万达广场 2-3 楼	2003-9-17	营业面积 1.7 万	2 万
世纪联华	世纪联华万隆购物广场	市中区英雄山路 161 号	2001-11-10	建筑面积 3.2 万	2.5 万
大润发	历城店、历山路店、堤口路店、文化西路店、新村南路店				
华联超市	舜耕路店、解放东路店、经十路店、纬九路店、济微路店、纬十路店、千佛山南店、清河街中段店				

资料来源：海通证券研究所

表 6 银座股份济南市门店附近主要竞争对手

区域	银座门店	地址	竞争门店	地址
历下区	泉城购物广场店	山东济南市泺源大街 99 号	家乐福	济南解放桥店 历下区历山路 101 号
			大润发	历山路店 历下区历山路 124 号
				文化西路店 历下区文化西路 1 号
			华联超市	解放东路店 历下区解放东路 52 号
				千佛山南店 历下区千佛山南路
			沃尔玛	沃尔玛购物广场济南泉城路分店 历下区泉城路 339 号万达广场 2-3 楼
历城区	华信店	济南市花园路 78 号	大润发	历城店 历城区花园路 99 号
天桥区	金牛店	济南市无影山北路 1 号	大润发	堤口路店 天桥区堤口路 80 号
槐荫区	燕山店	济南市经十东路以北(现经十路 13777 号)	华联超市	经十路店 槐荫区经十路 431 号
				纬九路店 槐荫区纬九路
				纬十路店 槐荫区纬十路

资料来源：海通证券研究所

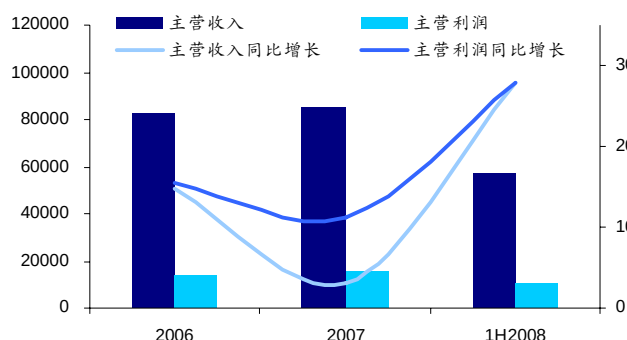
2007 年，公司在济南地区实现主营收入及主营利润分别为 8.46 亿元及 1.57 亿元，同比增长 3.04% 和 11.09%，主要是由泉城购物广场一家门店实现的（华信店只贡献了三个月多的收入）。济南区域 2007 年收入的低增速主要是由于 2007 年 7 月 18 日特大暴雨引起泉城购物广场护城河水倒灌，造成该店一个多月无法正常营业造成的，我们预计停业的 40 多天大概影响了 8000 万左右的收入。实际上这次水灾也给公司提供了一个提前重新装修的机会（原本的装修等费用摊销也快到期）。该购物广场 8 月 28 日恢复正常营业。

2008 年 1-6 月，济南地区实现主营收入 5.75 亿元，同比增长 27.87%；主营利润 1.03 亿元，同比增长 27.94%。收入和利润的大幅提高除了得益于泉城购物广场同店的稳定增长外，亦得益于 2007 年 9 月新开业的华信店的贡献。2008 年下半年，随着金牛店和燕山店的相继开业以及华信店的日趋成熟，我们预计公司济南地区的销售收入增幅将相对较高，考虑到 2008 年下半年 CPI 较大幅度下降对账面收入产生的负面影响，预计 2008 年全年济南区域门店贡献的销售收入增幅在 20% 以上。此外，泉城广场店还有计划搬迁办公室用地改建商场，新增面积预计在 800 平方米左右。

从总体看，银座品牌在济南市的竞争优势较为明显，我们预计公司在济南区域大型综合超市的拓展仍旧会有条不紊地进行，2009 年可能再新开 1-2 家门店，以进一步发挥自身在济南市的区域优势。

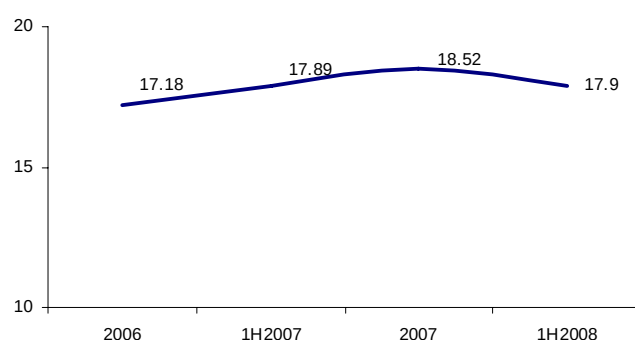
济南区域的毛利率在 2007 年达到了 18.52%，较 2006 年上升幅度较大；2008 年上半年，济南区域的毛利率为 17.9%，基本维持了 2007 年上半年 17.89% 的毛利率水平，预计 2008 年全年的毛利率水平与 2007 年基本持平。作为以卖场超市为主要业态的济南区域门店，这个毛利率水平在同行中处于中上游。

图 20 济南地区主营收入和利润 (万元) 及增长率 (%)



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 21 济南地区门店毛利率 (%)



资料来源：公司公告，海通证券研究所

4.4 银座股份济南市以外其他地级市门店发展情况

4.4.1 泰安银座 5 家门店收入增长将保持稳健，毛利率有望提升

公司在泰安市经营状况基本较稳健，现有 5 家门店（包括新泰 1 家门店），分别为银座泰安店、银座东湖店、银座齐鲁店、银座花园店和银座新泰店（参见表 7）。

表 7 公司旗下泰安市门店情况

门店	开业时间	建筑面积 (平方米)	物业性质	经营品种
银座泰安店	2001-1-12	0.93 万	自有	约 9 万
银座东湖店	2006-12-16	2.3 万	租赁 (20 年)	约 9 万
银座齐鲁店	2008-1-26	1.6 万	租赁 (2008.1.26 起 20 年)	约 10 万
银座花园店	2008-6-22	1.32 万	租赁 (20 年)	约 6 万
银座新泰店	2006-9-28	1.84 万	租赁 (2006.10.1 起 20 年)	-

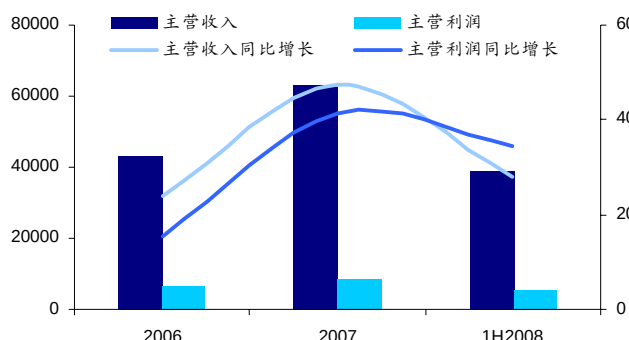
资料来源：公司公告，海通证券研究所

2007 年，公司在泰安地区实现主营收入及主营利润分别为 6.34 亿元及 8835 万元，同比增长 47.27% 和 41.43%。该年度的高增长主要得益于 2006 年底开业的东湖店所带来的外延式增长，由于新开门店市场定位准确度较高，市场培育期明显缩短，东湖店在第一个经营年度即实现了盈利。2008 年 1-6 月，公司泰安地区实现主营收入 3.90 亿元，同比增长 27.88%；实现主营利润 5497 万元，同比增长 34.37%。收入的提高主要来自于泰安店和东湖店的内生增长以及 08 年上半年新开业的齐鲁店的贡献。

泰安是公司经营状况一直比较稳健的区域，虽然目前来看，东湖店的销售受到齐鲁店和花园店的部分分流影响，但整体来看，泰安区域的销售规模仍旧维持着正向增长，而扩建的泰安中心店有计划新增 3 万平米的建筑面积，有望于 2009 年 6 月前后完成。此外，泰安地区 2009 年仍有可能新增一家超市。

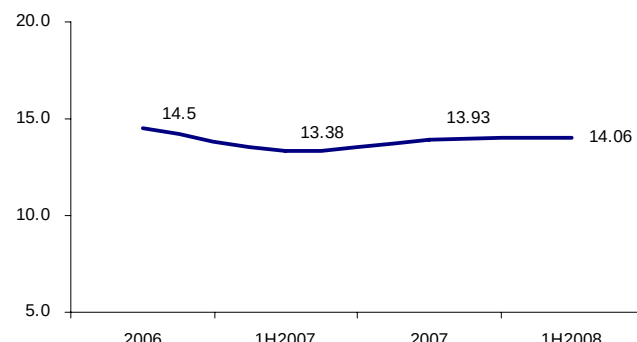
泰安地区门店 2007 年的毛利率为 13.93%，较 2006 年有超过 0.5 个百分点的下降，我们分析这与公司新开门店，超市业务比重加大等有一定关系。2008 年上半年，泰安地区的毛利率较 2007 年上半年有近 0.7 个百分点的提升，预计 2008 年全年泰安地区的毛利率将重新回到 14% 以上。

图 22 泰安地区主营收入和利润 (万元) 及增长率 (%)



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 23 公司泰安地区门店毛利率 (%)



资料来源：公司公告，海通证券研究所

4.4.2 东营银座 4 家门店区域竞争优势明显

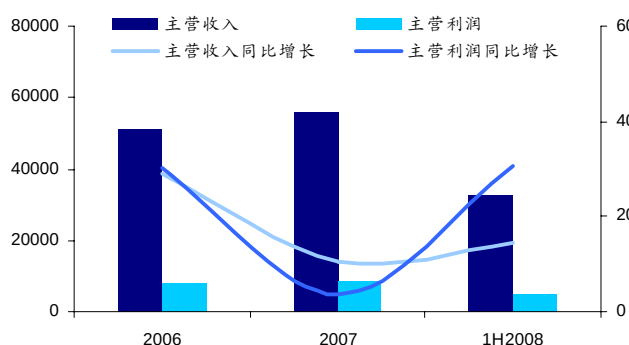
公司在东营市现有 4 家门店，分别为银座东营店、银座东营二店、银座河口店、银座东营东城店 (参见表 8)。

表 8 银座股份东营市门店情况

门店	开业时间	建筑面积 (平方米)	物业性质	经营品种
银座东营店	2003-4-26	5 万	自有	约 10 万
银座东营二店	2006-6-2	2.3 万	租赁 (2006.3.20 起 20 年)	-
银座河口店	2008-6-21	1.29 万	租赁 (20 年)	约 5 万
银座东营东城店	2008-9-6	计划 6 万 (已开 4 万)	自有	约 10 万

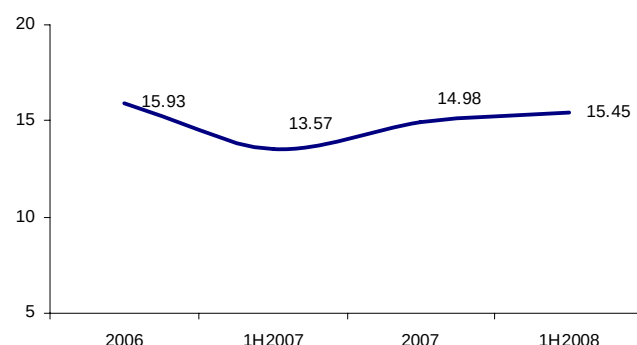
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 24 东营地区主营收入和利润 (万元) 及增长率 (%)



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 25 东营地区门店毛利率 (%)



资料来源：公司公告，海通证券研究所

公司在东营地区的竞争优势比较明显，当地几乎没有相同地位的竞争对手。2007 年，公司在东营地区实现主营收入及主营利润分别为 5.60 亿元及 8382 万元，同比增长 10.27% 和 3.66%。2008 年 1-6 月，公司东营地区实现主营收入 3.37 亿元，同比增长 14.64%；实现主营利润 5058 万元，同比增长 30.53%。

银座东营店一店已发展成为银座在东营的区域中心店，2006 年 6 月 2 日，东营银座购物广场有限公司又开设了二店，以超市业态为主，百货类为辅，与一店错位经营，现发展势头良好。

2008 年 6 月开业的河口店也以超市业态为主。而 2008 年 9 月新近开业的东营东

城店标志着银座在东营地区的扩张已从西城延伸到了东城，该店亦是以大型购物中心的模式操作，总建筑面积计划 6 万平米，目前已经开了 4 万多平米，这个门店大约要体现 1000 多万的一次性费用，由于门店 9 月底刚刚开，因此开办费没有完全反映到三季报中去（大部分都反映进去了）。

从图 25 中可以发现，东营地区的毛利率水平也表现出了上升的态势：虽然 2007 年 14.98% 的毛利率较 2006 年有所下降（超市收入占比有所增加），但 2008 上半年接近 2 个百分点的毛利率同比增加部分体现了规模效益在同城的发挥。

4.4.3 作为成熟门店 2007 年底注入上市公司的滨州店区域优势强

公司在滨州市现有 3 家门店，分别为银座滨州店、银座渤海八路店以及银座中海店（参见表 9）。滨州区域门店是 2007 年以配股形式由鲁商集团注入到上市公司中去的，当时只有一家门店，而 2007 年底开业的渤海八路店是滨州的第二家门店，2008 年 6 月开业的中海店则是第三家门店。公司在滨州地区的竞争优势也比较明显，同区域基本没有竞争店。

表 9 滨州市门店情况

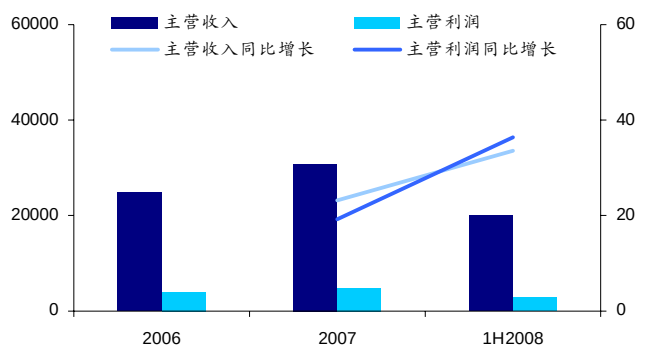
门店	开业时间	建筑面积（平方米）	物业性质	经营品种
银座滨州店	2003-1-18	2.79 万	租赁(2003 年 1 月 1 日起 20 年)	约 8 万
银座渤海八路店	2007-12-29	1.03 万	租赁（2008.1.2 起 20 年）	约 2 万
银座中海店	2008-6-20	2.3 万	租赁（20 年）	约 5 万

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2007 年，公司在滨州地区实现营业收入 3.07 亿元，同比增长 23.21%，这个增长基本体现了老门店滨州店的同店增长。2008 年 1-6 月，公司滨州地区实现营业收入 2 亿元，同比增长 33.61%，这个增长有部分体现了渤海八路店的新增贡献。我们预计，滨州地区 2008 年净利润可能不会有太大增长，主要是由于当年新增店所导致的前期开店费用较多（比如 2007 年 12 月开业的滨州二店，开办费大部分计入了 2008 年；2008 年 6 月份新开业的中海店也新增开办费等）。从图 27 来看，滨州区域 2008 年上半年的毛利率水平同比仍实现了一定的增长。

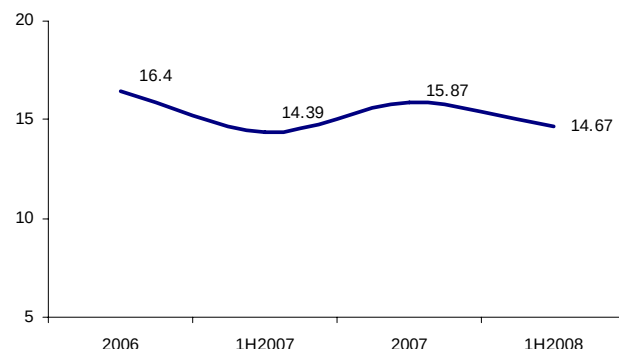
此外，滨州区域新建的滨州四店目前已封顶，建筑面积接近 5 万平米，该门店位于新城和老城的结合部，计划分期开发。

图 26 滨州地区主营收入和利润（万元）及增长率（%）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 27 公司滨州地区门店毛利率（%）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

4.4.4 临沂和菏泽各有一家物业自有的成熟门店，经营状况良好

公司在临沂市及菏泽市各有 1 家门店，分别为银座临沂店和银座菏泽店（参见表 10）。

表 10 公司旗下临沂市及菏泽市门店情况

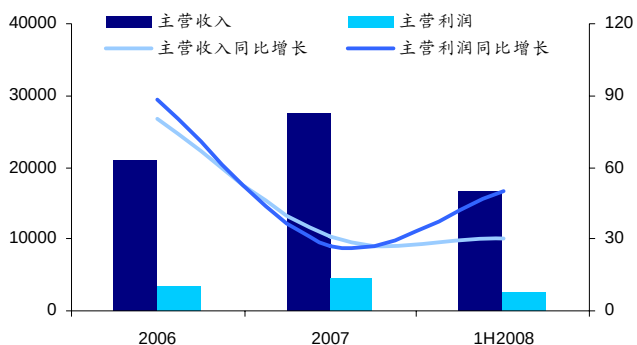
门店	开业时间	建筑面积（平方米）	物业性质	经营品种
银座临沂店	2005-1-28	4.1 万	自有	约 10 万
银座菏泽店	2006-9-23	4.2 万	自有	-

资料来源：公司公告，海通证券研究所

临沂市面临的零售市场较大，当地竞争对手仅桃源和九州等企业，且竞争对手的经营有所滑坡。目前临沂店已经开业 4 年，地理位置较好和较为成熟的经营状况使其保持较高的收入增幅。临沂地区在 2009 年春节前可能还计划开二店，当年可能计划新增门店 1-2 家。

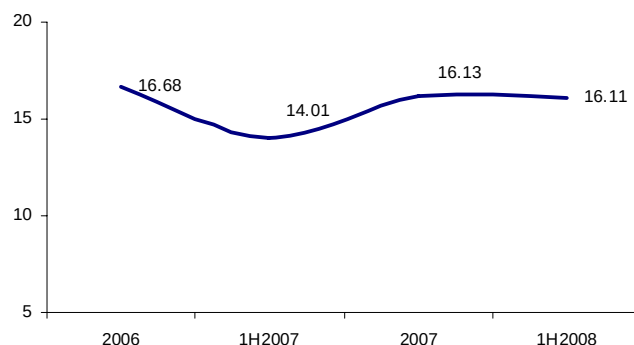
2007 年，公司在临沂地区实现营业收入 2.76 亿元，同比增长 31.18%，实现毛利率 16.13%；2008 年 1-6 月，公司临沂地区实现营业收入 1.67 亿元，同比增长 30.13%，实现毛利率 16.11%。

图 28 临沂地区主营收入和利润（万元）及增长率（%）



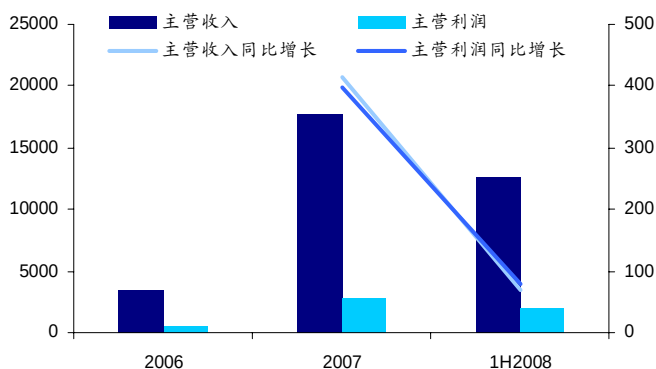
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 29 公司临沂地区门店毛利率（%）



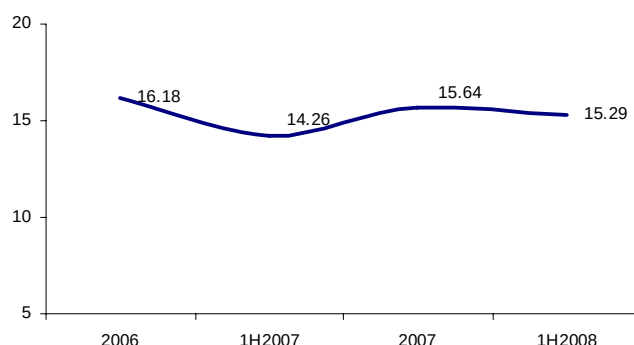
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 30 菏泽地区主营收入和利润（万元）及增长率（%）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 31 公司菏泽地区门店毛利率（%）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

菏泽市的门店是 2006 年下半年开业的，经过 2007 年的培育，2008 年该店进入了稳定盈利期。由于当地没有竞争门店，因此近两年来经营状况不错，再加上可比基数较低，近两年表现出的收入增速也比较大。根据我们模拟测算，菏泽地区前三季度实现销售可能在 2 个多亿（含税），净利润预计 500 多万，预计全年该区域的销售规模会达

到 3 亿（含税）。

4.4.5 潍坊区域面临较大竞争压力，毛利率偏低

公司在潍坊地区现有 2 家门店（包括青州 1 家门店），分别为银座潍坊店和银座青州店（参见表 11）。

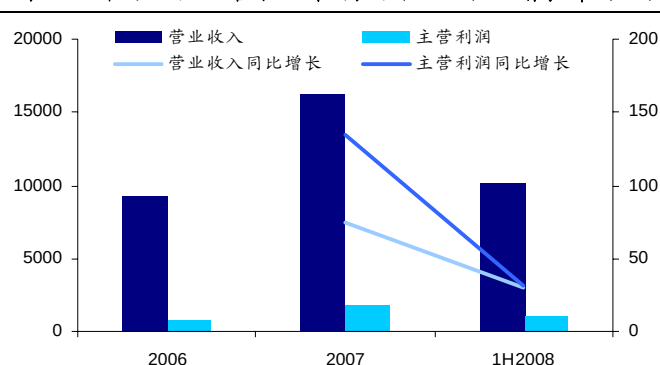
表 11 公司旗下潍坊地区门店情况

门店	开业时间	建筑面积（平方米）	物业性质	经营品种
银座潍坊店	2006-8-12	3.55 万	租赁（2006.9.1 起 20 年）	-
银座青州店	2005-9-30	2.6 万	租赁（2005 年 7 月起租赁期 20 年）	约 10 万

资料来源：公司公告，海通证券研究所

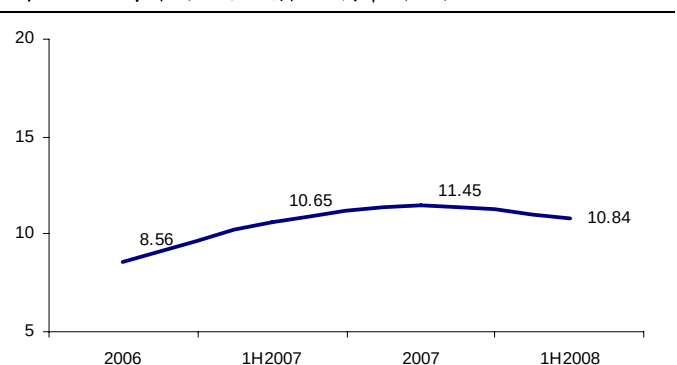
公司在潍坊、青州地区竞争力相对较弱除了当地有较强竞争对手外，物业条件也存在一定障碍。公司在潍坊的店面是租赁物业，面积比较小，而且由于物业结构的限制，超市区域和百货区域没有连通。该门店 2008 年第三季度的销售增长了 30% 左右，但由于受到物业影响，再加上潍坊本地企业（潍坊中百等）超市业务也做得不错，公司虽然已经派过去了最有经验的店长，但面临的竞争压力仍旧比较大，也导致了公司在潍坊市的毛利率一直以来都相对偏低（参见图 33）。

图 32 潍坊地区主营收入和利润（万元）及增长率（%）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 33 公司潍坊地区门店毛利率（%）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

4.4.6 莱芜区域受经济周期波动负面冲击较大

公司在莱芜市现有 2 家门店，包括银座钢城店和银座莱芜店（参见表 12），开业时间比较短。2008 年 1-6 月，公司在莱芜地区实现营业收入 0.74 亿元，实现毛利率 12.75%。2008 年以来，莱芜区域受到经济周期下行影响较为明显，销售同比有所下滑，这与当地经济与莱芜钢铁等大型企业的景气相关度较高有关。预计该区域门店销售收入和毛利润短期内取得较大改善的可能性不大，但由于占公司总体收入和利润比重较小，因此负面影响也较小。

表 12 公司旗下莱芜地区门店情况

门店	开业时间	建筑面积（平方米）	物业性质	经营品种
银座钢城店	2008-5-18	2.7 万	租赁（20 年）	约 8 万
银座莱芜店	2007-10-28	4.6 万	租赁（2007.10.28 起 20 年）	约 10 万

资料来源：公司公告，海通证券研究所

4.5 青岛和德州项目短期对公司经营和财务影响较小

公司为进入青岛和德州的商业零售业市场，以收购地产公司股权的形式获得了青岛与德州两个商业物业项目。

2008 年 6 月公司与鲁商集团旗下山东银座商城共同受让青岛中房集团和青岛中房东方房地产开发公司持有的青岛乾豪房地产开发有限公司（简称“乾豪地产”）95%的股权及相应债权。其中，银座商城受让乾豪地产 41%的股权及相应债权，总价款为 3.06 亿元（含 1.20 亿股股权及 1.86 亿债权），本公司受让乾豪地产 54%的股权及相应债权，总价款为 4.04 亿元（含 2.05 亿元股权及 1.99 亿元债权）。至 2008 年 6 月 30 日银座商城共支付款项 2.55 亿元，本公司共支付款项 3 亿元，并已完成股权过户手续。

2008 年 4 月 14 日公司受让德州市宁德房地产开发有限公司 100%的股权，总转让价格为 9839.86 万元。至 2008 年 4 月 30 日公司已办理完毕 90%股权收购手续，累计支付转让价款 3527.31 万元，并已办理完毕工商登记变更手续及财产交接手续。

我们估计这两个项目真正开发和投入运营的时间大概要过较长一段时间之后。目前所取得的地块里面青岛部分有一块可能计划要卖掉，德州部分当初取得的地块计划做商场+酒店，其中酒店也计划卖掉。目前这部分资产体现在存货里面。青岛项目之前有一部分贷款，而到目前为止青岛和德州两个项目账面上都没有贷款了，公司债务和资产状况仍旧比较安全，在权衡短期利润和长期发展方面上仍旧有较大的控制权。

5. 银座股份财务解析：2009 年利润增速有望回升

本节结合公司业务状况，我们对银座股份各项主要财务指标如主营业务收入、综合毛利率、费用率的变化进行了深度分析，由于缺乏门店的详细数据，我们主要以区域的数据进行分析及预测。

2006 - 2007 年，公司归属于母公司所有者的净利润增速分别达到 89.9% 和 37.6%，但 2008 年前三季度的增速仅为 22.6%，如果剔除所得税调整影响，公司利润增速仅为 7.5%，我们认为这主要原因来自于公司 2008 年新开门店过多带来的费用率上升。我们的分析预测表明，2009 - 2010 年，公司的利润增速将有望回升至 20% - 30% 的水平。

5.1 可比门店增速将放缓，营业面积增长将支撑主营业务收入增长

2007 年除通过收购增加了滨州区域门店之外，公司仅在济南和莱芜开出两家门店；而 2008 年公司扩张明显提速，在原先竞争优势区域如济南、泰安、东营等市快速开店，2008 年新增门店 8 家，合计新增营业面积 16.1 万平米，营业面积同比增速高达 38.5%，较 2007 年 27.1% 的营业面积增速大为提升，新开门店的成长为公司 2009 年的主营业务收入增长提供了保障。

表 13 银座股份门店扩张及营业面积增速 (2005 - 2008 年)

年份	门店数				营业面积 (平米)			
	2005	2006	2007	2008E	2005	2006	2007	2008E
济南市	1	1	2	4	30200	30200	63000	93800
泰安市(含新泰)	1	3	3	5	9300	50700	50700	79900
东营市	1	2	2	4	50000	73000	73000	125900
潍坊市 (含青州)	1	2	2	2	26000	61500	61500	61500
滨州市	1	1	2	3	27900	27900	38200	61200
莱芜市	0	0	1	2	0	0	46000	73000
菏泽市	0	1	1	1	0	42000	42000	42000
临沂市	1	1	1	1	41000	41000	41000	41000
合计	6	11	14	22	186405	328306	417407	578300
同比增长 (%)						76.13	27.14	38.55

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

注: 滨州区域门店 2007 年以配股的方式注入上市公司

2009 年公司开店速度可能略有放缓, 据我们跟踪分析, 随着各区域百货门店 (区域一店) 的设立, 公司 2009 年的扩张可能主要以超市业态为主, 预计全年将开出 5 家以上的门店, 济南、菏泽、临沂、泰安等区域增加 1-2 家, 德州可能增加一个超市门店。

我们估算 2008 年公司整体可比门店销售收入增速超过 12%, 带来这种快速增长的主要原因是:

- 由于 CPI 特别是食品指数的快速上升, 公司超市业态部分可比门店销售收入增速 2008 上半年年明显提升, 虽然 2008 年下半年 CPI 指数呈现下降态势, 但全年 CPI 的对收入的拉动仍旧是正向的。
- 公司济南地区主力门店泉城购物广场店 2007 年由于受暴雨影响基数较低, 因此 2008 年同店增长较高。同时, 菏泽、临沂等区域 2008 年由于前期可比基数较低的原因, 2008 年可比门店增长约在 40% - 60% 左右。

随着宏观经济进入下行周期, 百货业态和超市业态分别受到实际性消费放缓及食品 CPI 指数下降等因素的负面影响, 行业可比门店增速将大为放缓, 我们预计行业整体可比门店增速将下滑 5% 以上 (详见《寻找下行周期中攻守兼备的品种 - 海通 2009 年零售行业投资策略》), 预计 2009 - 2010 年公司可比门店销售收入增长将下滑至 5% - 10% 的区间。

零售企业的主营业务收入增速主要由营业面积增速和可比门店销售收入增速决定, 因此, 公司 2008 年较快的营业面积增速将部分抵消 2009 年可比门店增速下滑对公司收入增长的负面影响, 我们预计公司 2009 - 2010 年主营业务收入将分别实现 28.3% 和 23.0% 的增长 (见表 14)。

表 14 银座股份分区域主营业务收入增长及预测 (万元, 2005 - 2010E)

主营业务收入	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
济南市	71516	82136	84629	118224	140338	150025
泰安市 (包括新泰)	34749	43073	63433	83475	95290	100612
东营市	39330	50754	55966	71729	101983	110169
潍坊市 (包括青州)	1000	9295	16273	19527	20894	22357
滨州市	0	24895	30672	45253	56738	61309
莱芜市	0	0	2328	29200	29200	33580
菏泽市	0	3431	17701	24786	29744	34205
临沂市	11676	21008	27575	35848	41225	45347
合计	158270	234592	298577	428042	515411	557604
2009 年新开门店	-	-	-	-	33600	75600
2010 年新开门店	-	-	-	-	-	42000
同比增长 (%)	-	48.22	27.28	43.36	28.26	22.99

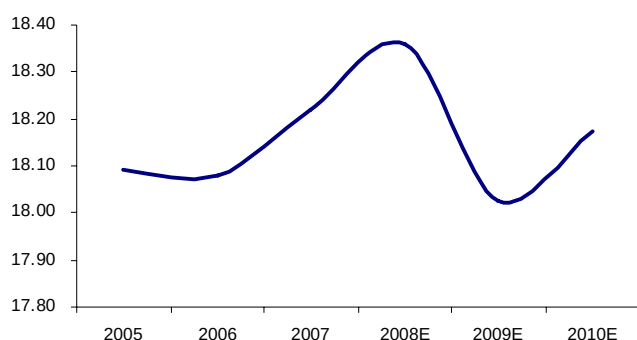
资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

我们给予公司 2009 - 2010 年可比门店增速 7% 基准的假设, 同时根据不同地区的状况进行适当调整, 对于新开门店及次新门店, 我们假设新开门店第一年达到老门店平效的 75%, 同时在第二年和第三年分别实现 20% 和 10% 的增长, 在此假设下, 我们预计 2008 年新开门店较多、且公司竞争优势区域如济南、泰安、东营等区域 2009 年仍能实现较快的增长, 菏泽、临沂等区域的增速较 2008 年大幅度放缓, 而莱芜等区域门店由于受当地钢铁产业的负面影响, 可比门店销售收入难有增长。

5.2 2009 年综合毛利率水平可能较 2008 年出现小幅度下滑

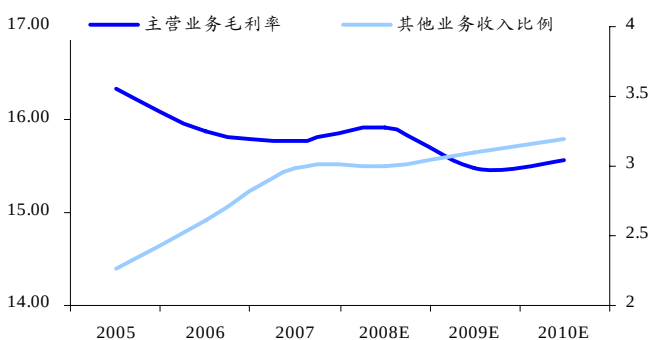
公司的毛利率近年来一直保持稳中有升的趋势, 2008 年前三季度公司综合毛利率为 18.49%, 较去年同期提升了 0.54%。这种提升除了公司百货门店的不断成熟及公司超市业态销售规模的扩大等因素之外, 主要与 2008 年公司狠抓毛利率水平, 加强了与供应商之间的谈判力度有关。

图 34 银座股份综合毛利率及预测 (% , 2005 - 2010E)



资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

图 35 银座股份主营毛利率及其他业务收入比例 (%)



资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

公司 2008 年依次与各主要供应商进行了谈判, 而在目前的经济环境下, 公司在谈判过程中感觉到全国统一的大品牌谈判困难较大, 主要提升来自于一些区域性或者相对弱势的品牌毛利率, 我们预计这方面对 2009 年的毛利率提升作用很难达到 2008 年的水平。

而另一方面次新门店销售比重的增加对毛利率的拉低作用将更加明显, 由于公司一般在开新店的前几个月采取较大的促销力度, 因此新店甚至次新门店的毛利率较大幅度的低于成熟门店的毛利率。同时, 由于 2009 年公司的扩张以毛利率水平相对较低的超市业态为主, 这也将拉低公司整体的毛利率水平。

表 15 银座股份分区域主营业务毛利率及预测（%，2005 - 2010E）

主营业务毛利率（%）	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
济南市	17.09	17.18	18.52	18.30	17.70	18.00
泰安市（含新泰）	15.59	14.50	13.93	14.50	14.10	14.30
东营市	15.79	15.93	14.98	15.60	15.00	15.20
潍坊市（含青州）	-	8.56	11.45	11.50	11.60	11.80
滨州市	-	16.40	15.87	16.00	15.80	16.00
莱芜市	-	-	11.09	13.00	13.30	14.00
菏泽市	-	16.18	15.64	16.00	16.10	16.20
临沂市	15.95	16.68	16.13	16.50	16.60	16.70
2009 年新开门店	-	-	-	-	13.50	14.50
2010 年新开门店	-	-	-	-	-	13.50
合计	16.34	15.88	15.78	15.91	15.48	15.56

资料来源：公司公告，海通证券研究所

从区域数据来看，除潍坊等部分竞争弱势区域之外，公司主营业务毛利率一般能达到 15 - 16 % 的水平。不过从主营业务毛利率来看，2007 年除济南市外其他绝大多数区域的毛利率出现了下降，这一方面与公司财务会计制度的变化有关，另外一方面与公司区域扩张增加了超市业务、以及新开门店起始毛利率相对较低而拉低整体水平有关。而且，如果考虑到其他业务收入比重提升，2007 年公司的综合毛利率整体仍呈有一定幅度上升。而从 2008 年上半年看，大部分区域的毛利率较 2007 年上半年出现了不同程度的提升。

我们预计 2008 公司主营业务毛利率将小幅度上升，其中济南等原先毛利率水平较高、而 2008 年新开门店较多的区域受新门店的毛利率拉低作用可能较为明显，其余区域的毛利率仍能维持或小幅度上升，而潍坊、莱芜等公司竞争较为弱势区域的毛利率短期内仍难以得到大幅度改善。

由于 2008 年新开门店较多，我们对公司 2009 年各区域毛利率水平给予了相对保守的预测（略有下降）；因为我们对 2009 年新开门店数目预计较少，而且以超市为主，其产生的收入占公司总营业收入的比重较低，而 2008 年新开门店在 2010 年将进入成熟期，因此我们对 2010 年的毛利率给予了较 09 年回升的预测。

公司其他业务收入 2007 年占主营业务收入的比重为 2.98%。随着公司超市业态规模的提升，我们预计公司其他业务占主营业务收入的比重仍有提升空间。

5.3 2008 年新开门店较多导致费用率上升，09-10 年会得到较大改善

影响公司 2008 年利润增速最大的是费用率的提升，2008 年前三季度，公司管理费用率从 2007 年同期的 10.47% 上升至 12.42%，同比上升 1.95 个百分点，财务费用也由去年同期的 776 万元增加到 2611 万元，这种上升主要来自于：

- 2008 年公司新开门店大大超过 2007 年，因此开办费大幅度超过去年同期。我们估计 2008 年新开门店可能带来 5000 万左右的开办费用。而且，新开门店由于处于培育期，其各项费用率相对于老门店都较高。
- 2007 年前三季度公司有 1000 多万左右的员工福利费冲回，同时，公司购买了临沂店物业也冲回一笔直线摊销的费用，两项合计影响 2007 年的费用基数约 2000 万左右。
- 2007 年 10 月底公司出台了新工资方案，基本工资增加 20 % 左右，带来了 2008 年人力成本较快速度的上升。

- 财务费用的快速上升主要是公司前期以收购地产公司股权方式获得的青岛、德州项目带来了较大的资本开支，造成公司资产负债率上升，同时，预计 2009 年随着贷款利率的下滑以及公司部分财务费用资本化，公司财务费用压力将有所减轻。

如果还原公司新开门店的影响及员工福利费的影响，2008 年公司管理费用率及营业费用率合计约为 10.96%，与 2007 年相比提升幅度不大，我们认为 2008 年公司费用率的上升只是短期性的，并不意味着公司扩张成本的上升或运营效率的下降。

表 16 银座股份 2008 年新开门店租赁协议

区域	门店	开业时间	建面(万平方米)	租赁年限	20 年租金合计(万元)	平均年租赁费(万元)
济南	银座金牛店	2008-7-29	1.15	20	7196	240
东营	银座河口店	2008-6-21	1.29	20	4060	135
泰安	银座齐鲁店	2008-1-26	1.6	20	3889	194
泰安	银座花园店	2008-6-22	1.32	20	3361	112
滨州	银座中海店	2008-6-20	2.3	20	4535	113
莱芜	银座钢城店	2008-5-18	2.7	20	4750	158

资料来源：公司公告，海通证券研究所

租金是公司费用中重要的组成部分，公司目前在山东省内扩张租赁物业的租金仍旧属于较低水平。从新开门店的租金水平来看（参见表 16），公司 2008 年披露的六家门店的租赁协议的平均每平方米租赁费在 140 元 / 年左右，我们认为这是一个比较便宜的租金水平，公司在山东区域的强势地位以及当地的物业租金水平较低使得公司能够较好的控制扩张成本。

由于公司财务报告中不披露销售费用及管理费用的细分项数据，我们这里使用了公司 2007 年配股说明书中管理费用及销售费用的细分项数据来进行分析和预测（参见表 17）。

表 17 银座股份销售、管理费用（万元）分细项数据及预测（2006 - 2010E）

费用预测	2006 年	2007	2008E	2009E	2010E
人力成本	4844	7511	14814	20572	27490
水电费	2801	4766	6801	8459	10584
折旧及摊销	2414	4542	6359	8585	10302
租赁费用	5371	5936	8590	10434	12628
开办费	1420	1276	5000	4000	4800
其余项目加总	8164	8469	12535	16295	19554
营业费用 + 管理费用	25014	32500	54100	68345	85358
营业费用 + 管理费用率	10.66%	10.88%	12.27%	12.07%	12.25%

资料来源：海通证券研究所

我们预计，虽然公司 2009 年的可比门店增速相对于 2008 年有所下滑可能会对成熟门店费用率的控制产生不利影响，但是由于公司的租赁费用及水电等费用增速低于营业收入增速，开店数降低、人力成本增速下降等因素的作用，公司的费用率预计将较 2008 年下降。我们预计公司 2008 - 2010 年的管理费用与营业费用合计占营业收入的比重约为 12.27%、12.07% 和 12.25%。

对于此费用的预测我们需要说明的是，公司采用直线摊销法将租金计入费用的相对保守的财务制度，因此，公司租赁费用的增加主要来自于新开门店的租赁费用，此外，我们预计由于 2007 年末公司刚实行了新的工资制度，2009 - 2010 年的人力成本增速也将低于 2008 年。

6. 盈利预测

我们基于上节的分析来对公司 2008 - 2010 年进行预测，主要假设归纳如下：

- 受消费景气周期下行的影响，我们预计公司的可比门店销售收入增速将从 2008 年的 12% 左右下降至 2009 - 2010 年的 7%，同时，新开门店第一年的平效达到同区域老门店的 75%，其后两年的增长率分别为 20% 和 10%。
- 我们预计在新开门店销售收入比重增加、超市开店比重上升等因素的影响下，公司的综合毛利率水平将从 2008 年的 18.36% 下滑至 2009 年的 18.03%，而 2010 年回升至 18.17%，其中主营业务毛利率根据分区域预测汇总计算，而 2008 - 2010 年其他业务收入占主营业务收入的比重我们分别假设为 3.0%，3.1%，3.2%。
- 我们预计在人力成本增速降低、新开门店数量下降等因素的影响下，公司各项费用较 2008 年出现回落，我们通过细分项预测（表 17）2008 - 2010 年公司营业费用率 + 管理费用率分别为 12.27%，12.07%，12.25%。财务费用分别为 3763、3831 和 3819 万元。
- 公司 08 年营业外收入大幅增加主要由于其子公司东营银座购物广场收到东营市东营区财政局划拨的企业挖潜改造资金。由于该收入的非持续性，我们假设 09 和 10 年公司营业外收入和支出均为 0。
- 考虑到新开门店因素，以及公司会计制度和税务制度的差异，我们预计 2008-2010 年公司有效所得税率为 26%。

我们预测 2008 - 2010 年，公司实现归属于母公司的净利润分别为 1.44、1.82 和 2.29 亿元，分别同比增长 23.4%、26.3% 和 25.9%。对应每股 EPS 分别为 0.614、0.775 和 0.976 元（中性偏保守，参见表 18）。

表 18 银座股份损益表及预测 (2006 - 2010E)

	2006	2007	1-3Q2008	2008E	2009E	2010E
营业收入 (万元)	240761	307472	309162	440883	566030	696810
同比增长 (%)	48.9%	27.7%	42.6%	43.4%	28.4%	23.1%
营业成本 (万元)	197224	251464	251997	359951	463998	570171
综合毛利率 (%)	18.08%	18.22%	18.49%	18.36%	18.03%	18.17%
营业税金及附加 (万元)	0.59%	0.61%	0.64%	0.62%	0.62%	0.62%
销售费用 (万元)	22325	25567	27455	42559	53765	67149
管理费用 (万元)	5242	6936	10943	11545	14585	18215
销售管理费用/营业收入 (%)	11.45%	10.57%	12.42%	12.27%	12.08%	12.25%
财务费用 (万元)	854	1222	2611	3763	3831	3819
资产减值损失 (万元)	-55	170	-14	0	0	0
营业利润 (万元)	13748	20234	14189	20333	26342	33136
营业利润率 (%)	5.71%	6.58%	4.59%	4.61%	4.65%	4.76%
同比增长 (%)	51.4%	47.2%	0.2%	0.5%	29.6%	25.8%
营业外收入 (万元)	250	1434	1923	2000	0	0
营业外支出 (万元)	40	1106	507	1500	0	0
利润总额 (万元)	13957	20563	15605	20833	26342	33136
同比增长 (%)	54.2%	47.3%	7.5%	1.3%	26.4%	25.8%
所得税 (万元)	4880	8033	4065	5416	6849	8615
有效所得税率 (%)	34.96%	39.07%	26.05%	26.00%	26.00%	26.00%
净利润 (万元)	9077	12530	11540	15416	19493	24520
净利润率 (%)	3.77%	4.08%	3.73%	3.50%	3.44%	3.52%
母公司所有者的净利润 (万元)	8503	11699	11110	14424	18211	22933
同比增长 (%)	89.9%	37.6%	22.7%	23.3%	26.3%	25.9%
少数股东损益 (万元)	574	830	430	992	1282	1587
基本每股收益 (元)	0.630	0.850	0.473	0.614	0.775	0.976

注: 2008 年之后股本扩张

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

7. 估值和投资建议

7.1 相对估值: PE 估值法测算合理价值为 15.50-19.38 元

以 2009 年 1 月 15 日 15.42 的收盘价, 公司相对于 2008 - 2010 年的 PE 估值分别为 25.1、19.9 和 15.8 倍, 在我们关注的重点公司中处于中等水平 (参见表 19)。结合其 2009-10 年 25% 的复合增长率, 以及公司未来资产注入的预期, 我们给予其 2009 年 EPS 以 20-25 倍 PE 的合理估值水平, 对应 15.50-19.38 元合理价值, 给予 18.20 元的六个月目标价, 维持“增持”评级。公司“百货+超市”的综合业态以及山东省内商业零售相对特殊的竞争态势也提升了公司的避险能力。

由于公司以租赁物业为主, 因此其 PB 与自有物业较多的百货类公司比显得较高, 有一定不可比性; 而公司的 PS 目前处于行业均值水平, 而与其净利润率相比, 这个 PS 水平不算太高。

表 19 海通百货、超市 A 股重点公司估值水平比较

子行业	代码	简称	1月15日收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE			PB	PS
					2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E		
百货	000417	合肥百货	7.82	28.82	0.34	0.48	0.6	23.3	16.4	13.1	3.51	0.60
百货	000501	鄂武商 A	5.49	27.85	0.33	0.42	-	16.7	13.1	-	2.31	0.43
百货	000715	中兴商业	7.52	20.96	0.30	0.34	-	25.0	22.0	-	2.41	0.89
百货	000987	广州友谊	11.08	39.83	0.72	0.88	1.05	15.4	12.7	10.6	3.73	1.54
百货	002187	广百股份	11.53	18.42	0.87	1.08	1.31	13.2	10.7	8.8	2.09	0.57
百货	600280	南京中商	7.22	10.38	0.60	0.73	-	12.1	9.90	-	1.62	0.25
百货	600327	大厦股份	6.33	20.63	0.43	0.61	0.82	14.7	10.4	7.7	2.77	0.52
百货	600628	新世界	8.02	42.65	0.37	0.48	-	21.6	16.8	-	2.63	1.77
百货	600631	百联股份	8.93	98.30	0.40	0.51	0.62	22.3	17.5	14.4	1.87	1.07
百货	600693	东百集团	8.32	21.99	0.42	0.55	0.75	19.8	15.2	11.0	4.11	1.66
百货	600697	欧亚集团	13.66	21.75	0.71	0.91	1.12	19.3	15.1	12.1	3.13	0.63
百货	600729	重庆百货	13.98	28.48	0.80	0.92	1.06	17.4	15.1	13.1	3.63	0.46
百货	600858	银座股份	15.42	36.24	0.61	0.78	0.98	25.1	19.9	15.8	3.10	0.90
超市	000759	武汉中百	8.6	48.23	0.31	0.41	-	27.6	20.8	-	3.20	0.59
超市	002251	步步高	39.6	53.56	1.33	1.97	2.50	29.8	20.1	15.8	3.92	1.06
超市	002264	新华都	18.24	19.47	0.62	0.89	-	29.5	20.4	-	3.80	0.91

资料来源：海通证券研究所

7.2 DCF 估值：合理估值为 15.89-19.26 元

基于 7.68% 的 WACC，1.25% 的永续增长率，海通证券研究所 DCF 模型估值结果显示，公司的内在价格为 18.16 元（基本假设和参数参见表 20）。敏感性分析结果显示，公司合理价值区间为 15.89 - 19.26 元（参见表 21）。

表 20 银座股份 DCF 估值假设及主要结果

基本假设		估值结果	
无风险收益率 (%)	3.50	现值总额 (万元)	39815
风险溢价 (%)	8.00	终值现值 (万元)	333643
贝塔值	0.90	企业核心价值 (万元)	373458
股权成本 (%)	11.15	现金余额 (万元)	93842
债权成本 (%)	6.00	成本法投资 (万元)	-
目标资产负债率 (%)	50.00	资产价值 (万元)	467300
边际税率 (%)	30.00	债务价值 (万元)	40394
加权资本成本 (%)	7.68	内在股权价值 (万元)	426906
永续增长率 (%)	1.25	总股本 (万股)	23508
		内在每股价值 (元)	18.16

资料来源：海通证券研究所

表 21 银座股份 DCF 估值敏感性分析

	g(%)					
	18.16	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50
WACC(%)	5.50	22.88	23.92	25.08	26.37	27.83
	6.00	20.99	21.84	22.78	23.82	24.97
	6.50	19.42	20.13	20.9	21.75	22.68
	7.00	18.08	18.69	19.34	20.04	20.81
	7.50	16.94	17.46	18.01	18.61	19.26
	8.00	15.96	16.4	16.88	17.39	17.94
	8.50	15.09	15.48	15.89	16.33	16.81
	9.00	14.33	14.67	15.03	15.42	15.83
	9.50	13.65	13.95	14.27	14.61	14.97

资料来源：海通证券研究所

8. 主要不确定因素

（1）短期内公司的可比门店增速放缓：由于 2009 上半年 CPI 仍旧处于下行态势，2008 年可比基数较高，而且宏观经济波动对消费的负面影响开始滞后表现，因此 2009 上半年可比门店增长面临较大压力，2009 年下半年预计会有较大好转。

（2）大股东资产注入的不确定性：由于这个因素的存在，我们在做业绩预测和估值时均未考虑此项因素。整体判断，我们认为大股东未来可能的资产注入对公司估值起到的作用是正面的。

（3）公司在部分竞争弱势区域经营水平的提升能力：由于公司在山东省内的竞争优势并不完全依靠管理水平体现，因此公司在部分竞争弱势区域（烟台、潍坊、青岛等）的扩张能否保持较强的盈利能力和市场占有率有待观察。

财务报表分析和预测

价值评估 (倍)	2007	2008E	2009E	2010E
P/E	31.55	25.57	20.27	16.09
P/B	2.92	2.55	2.20	1.39
P/S	1.20	0.84	0.65	0.53
EV/EBITDA	7.28	11.81	8.92	6.63
偿债能力指标				
负债权益比率	0.85	1.39	1.37	1.37
借款/股东权益	0.34	0.76	0.67	0.63
已获利息倍数	17.55	6.41	7.88	9.68
流动比率	1.45	1.33	1.43	1.50
速动比率	1.36	1.25	1.34	1.41
现金比率	1.00	0.93	0.99	1.05
盈利能力指标				
毛利率	18.22	18.36	18.03	18.17
息税摊销折旧利润率	8.48	6.51	6.12	5.93
净利率	3.80	3.27	3.22	3.29
净资产收益率	10.89	11.41	12.58	13.67
资产回报率	5.73	4.63	5.13	5.55
投资回报率	7.91	6.28	7.27	8.05
经营效率指标 (%)				
应收帐款周转率				165.29
存货周转率	26.23	29.12	29.91	3.61
总资产周转率	1.19	1.32	1.47	1.15
固定资产周转率	4.13	4.25	5.57	6.99
盈利增长 (%)				
营业收入增长率	27.71	43.39	28.39	23.10
营业利润增长率	47.19	0.56	29.46	25.79
EBIT 增长率	46.95	12.37	25.14	22.47
EBITDA 增长率	49.30	10.03	20.69	19.30
净利润增长率	37.59	23.39	26.15	25.92

利润表 (万元)	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	307472	440883	566030	696810
营业成本	251464	359951	463998	570171
销售费用	25567	42558	53765	67149
管理费用	6936	11545	14585	18215
财务费用	1223	3763	3831	3819
投资收益	0	0	0	0
营业利润	20234	20348	26342	33135
EBIT				
折旧摊销	4609	4570	4442	4342
EBITDA				
利润总额	20563	20849	26343	33136
所得税	8033	5421	6849	8615
少数股东损益	830	992	1282	1587
归属母公司的净利润	11699	14436	18212	22933
每股收益	0.75	0.61	0.78	0.98

资产负债表 (万元)	2007	2008E	2009E	2010E
现金及现金等价物	93842	129938	160753	205701
应收款项	34189	44813	57720	70953
存货	8372	10799	13920	17105
流动资产	136403	185549	232393	293760
固定资产	44113	104689	102725	100693
总资产	204323	311716	354970	412863
应付帐款	31755	50393	64960	79824
长期借款	0	41973	41973	41973
总负债	94002	181264	205025	238397
少数股东权益	2894	3885	5167	6754
股东权益	110322	130451	149945	174466
付息负债	37500	99473	100473	110473
每股净资产	6.85	5.38	6.16	7.13

现金流量表 (万元)	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	12530	15428	19494	24521
折旧摊销	4609	4570	4442	4342
营运资金变动	22079	1737	5844	6273
经营活动现金流	25228	35856	34437	39487
固定资产投资	5610	63308	852	869
无形资产投资	0	0	0	0
资本支出	14257	63308	852	869
投资活动现金流	-54439	-63308	-852	-869
公司自由现金流	-18653	-42633	20074	24547
股权自由现金流	1602	16555	18239	31720
债务变化	21000	61973	1000	10000
股票发行	0	0	0	0
融资活动现金流	97720	63548	-2770	6330
现金净流量	68509	36096	30816	44948
每股经营性现金流	1.61	2.29	2.20	2.52

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

信息披露

投资建议分布

右表为海通证券研究所对重点上市公司投资建议分布的汇总表。第一列为各评级的上市公司数,第二列为与海通证券有投资银行业务关系的上市公司的比例。

上市公司投资建议分布 (2009 年 1 月 16 日)		
	公司数 (家)	与海通投行有业务关系 (%)
买入	84	7
增持	92	14
中性	41	12
减持	0	0
卖出	0	0
总数	217	11

分析师负责的股票研究范围

路颖: 批发和零售贸易行业首席分析师

汪盛: 批发和零售贸易行业分析师

潘鹤: 消费行业助理分析师

重点研究上市公司: 小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、鄂武商、武汉中百、农产品、步步高、新华都、美邦服饰。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

叶志刚
机械行业首席分析师
(021) 23219399
yezg@htsec.com

詹文辉
电力设备行业首席分析师
(021) 23219412
zhanwh@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zghan@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

邱春城
电子元器件行业核心分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

邱志承
金融行业核心分析师
(021) 23219396
qiuzc@htsec.com

刘 金
基础化工行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

马 婴
航空及机场行业高级分析师
(021) 23219408
maying@htsec.com

王友红
化学制药及生物制药行业高级分析师
(021) 23219407
wangyh@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
(021) 23219414
ligy @htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

汪 盛
批发和零售贸易行业分析师
(021) 23219390
wangs@htsec.com

叶琳菲
传媒行业分析师
(021) 23219397
yelf@htsec.com

周 睿
医药行业分析师
(021) 23219416
zhour@htsec.com

朱 胤
化工行业分析师
(021) 23219378
zhuyin@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

潘洪文
保险行业分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

帅 虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

王茹远
互联网行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

潘鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪 辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

陈峥嵘
宏观经济高级分析师
(021) 23219433
zrchen@htsec.com

陈 勇
宏观经济高级分析师
(021) 23219438
chenyong@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

于建国
宏观经济高级分析师
(021) 23219431
yujg@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

单 磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

黄泽丰
策略分析师
(021) 23219440
huangzf@htsec.com

娄 静
基金首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡 倩
估值首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

联蒙珂
固定收益及衍生产品核心分析师
(021) 23219395
lianmk@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

单开佳
基金高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

周 健
衍生产品分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
定量分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

丁鲁明
固定收益及衍生产品助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高 臻
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙 俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄 毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219381
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com