

先做大后做强的区域零售龙头

推荐（首次）

银座股份（600858）调研报告

投资要点：

2010年5月14日

- ✧ **鲁商集团为山东省行业龙头。**公司与大股东鲁商集团共用“银座”品牌，“购物银座，享受生活”的理念在山东地区深入人心。2009年鲁商集团销售规模位居山东省内行业龙头，实现销售收入256亿元，远超排名第二的青岛“利群集团股份有限公司”逾百亿元。截至2010年5月，鲁商集团旗下拥有零售门店74家，其中山东省71家、河北省2家、河南省1家，门店遍布山东省境内除胶东半岛地区以外所有省辖市。
- ✧ **银座股份门店扩张提速。**自2003年收购泰安银座起，特别是经过07年的配股融资，以及09年非公开发行之后，公司门店拓展力度逐年加大。截至2010年5月，在集团74家零售门店中，上市公司银座股份（600858）拥有42家门店，全部为“百货+超市”业态门店（不包括为鲁商集团托管的济南北园店），门店建筑面积总计110.15万平方米。
- ✧ **估值与投资建议。**由于近年来公司开设新店较多，并且多个“商业+地产”项目启动，短期来看公司业绩在一定程度尚受到抑制；不过长期来看，我们认为外延扩张将有利于巩固公司在山东区域市场的竞争优势。我们预计公司2010年至2012年的每股收益依次为0.84元、1.11元、1.31元，对应的市盈率为31.17倍、23.62倍、19.74倍，首次给予“推荐”投资评级，建议投资者长期予以关注。从基本面角度上来说，公司的看点有（1）2010年3月收购淄博6家成熟门店，增厚公司业绩。（2）泰安总店扩容项目投入运营，边际效益提高。（3）济南振兴街购物中心项目长期来看发展潜力较大。（4）存在大股东鲁商集团的超市百货资产注入预期。
- ✧ **风险提示：**（1）门店选址风险；（2）公司扩张步伐较快，新店的培育费用对短期业绩拖累较大；（3）公司新项目较多，资金压力较大；（4）胶东半岛市场的拓展可能会面临激烈的竞争压力；（5）大盘系统性风险，零售股存在补跌的可能。

丁文进

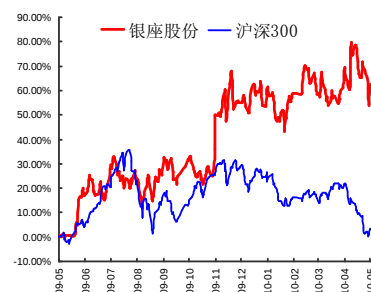
电话：0769-22119455

邮箱：dwj@dgzq.com.cn

主要数据 2010年5月13日

收盘价(元)	26.33
总股本(万股)	28,893
流通 A 股股本(万股)	23,368
12 月最高价(元)	29.70
12 月最低价(元)	16.00

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

公司主要财务指标预测表

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5,242.64	8,644.86	10,483.63	11,321.27
同比%	0.00	106.10	21.27	7.99
归属母公司净利润(百万元)	118.89	244.07	322.04	385.34
同比%	-12.90	78.81	31.95	19.66
毛利率%	18.68	19.00	19.50	19.50
ROE%	7.51	16.15	17.97	18.11
每股收益(元)	0.41	0.84	1.11	1.33
每股净资产(元)	4.21	4.50	5.43	6.54
市盈率(倍)	63.99	31.17	23.62	19.74
市净率(倍)	6.25	5.85	4.85	4.03

相关报告

《银座股份（600858）调研简报：先做大后做强的区域零售龙头》2010年5月5日

目 录

1. 公司概况	4
2. “银座”门店具有区域优势地位	5
2.1 鲁商集团为山东省行业龙头	5
2.2 利群集团在胶东半岛拥有绝对优势	6
3. 银座股份门店扩张提速	6
4. 公司主营业务经营情况分析	7
4.1 济南地区：振兴街购物中心项目值得期待	8
4.2 淄博地区：成熟门店支撑公司短期业绩增长	9
4.3 泰安地区：总店扩容 边际效益高	10
4.4 东营地区：居民消费潜力大 长期成长性好	11
4.5 滨州地区：门店扩张过快 短期业绩有压力	12
4.6 临沂地区：未来几年业绩稳健增长	12
4.7 潍坊地区：市场竞争压力大 经营逐步好转	13
4.8 莱芜地区：市场容量有限 未来增长潜力小	14
4.9 菏泽地区：成熟门店 依靠内生增长	14
4.10 德州地区：新门店处于培育期	15
4.11 收购石家庄东购：首次尝试外埠扩张	15
5. 战略布局胶东半岛地区	16
6. 大股东资产注入预期	16
7. 新项目较多 导致资金压力加大	17
8. 首次给予“推荐”评级	17
分析师承诺：	20
免责声明：	20
东莞证券投资评级体系：	20

插图表格

图 1：鲁商集团旗下产业架构	4
表 1：2009 年中国连锁百强企业名单之山东企业	5
图 2：鲁商集团零售门店分布（红色属银座股份；蓝色属非上市部分）	5
图 3：利群集团零售门店分布	6
表 2：银座股份（600858）门店拓展情况	6
图 4：公司主营业务收入增速变动	7
图 5：公司主营业务毛利率变动	7
表 3：公司主营业务毛利率变动（分地区）	8
图 6：2009 年公司收入构成（分地区）	8
图 7：2009 年公司毛利构成（分地区）	8
表 4：银座股份门店情况（济南地区）	9
表 5：济南地区业务经营状况及预测	9
表 6：银座股份门店情况（淄博地区）	10
表 7：淄博地区业务经营状况及预测	10
表 8：银座股份门店情况（泰安地区）	10
表 9：泰安地区业务经营状况及预测	11

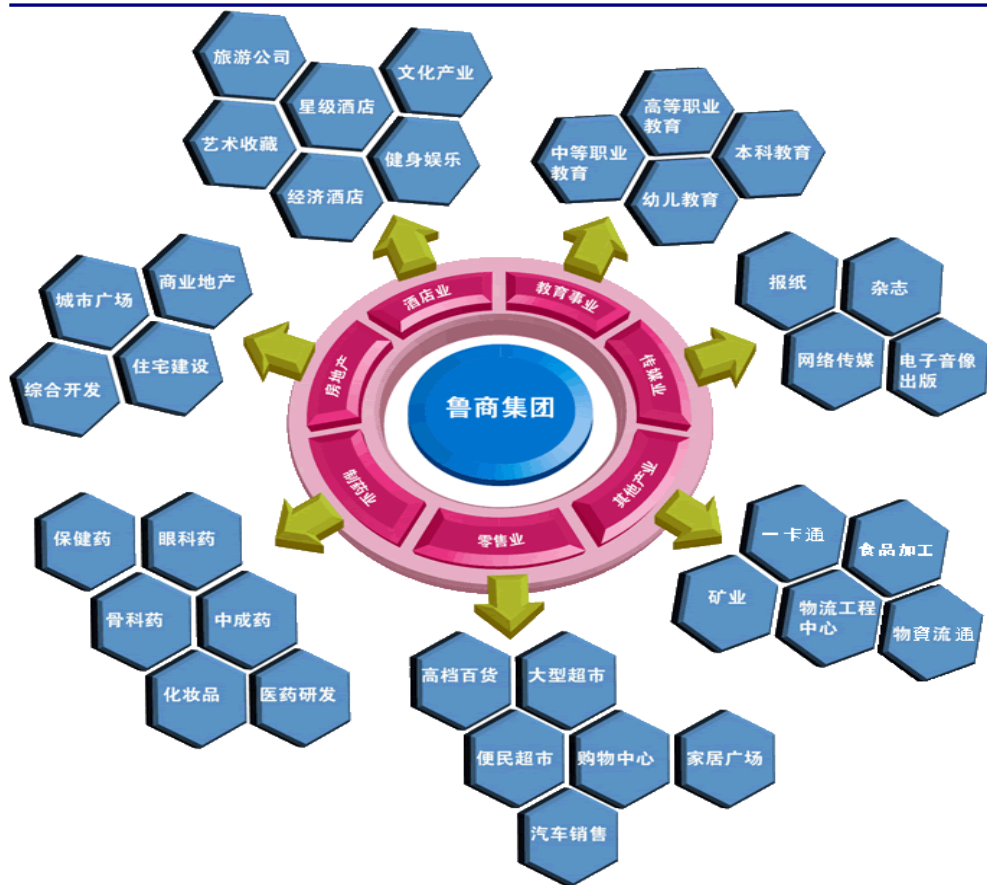
图 8：2008 年山东各市 GDP（亿元）	11
图 9：2008 年山东各市人均 GDP（元）	11
表 10：银座股份门店情况（东营地区）	11
表 11：东营地区业务经营状况及预测	11
表 12：银座股份门店情况（滨州地区）	12
表 13：滨州地区业务经营状况及预测	12
表 14：银座股份门店情况（临沂地区）	12
表 15：临沂地区业务经营状况及预测	13
表 16：银座股份门店情况（潍坊地区）	13
表 17：潍坊地区业务经营状况及预测	13
表 18：银座股份门店情况（莱芜地区）	14
表 19：莱芜地区业务经营状况及预测	14
表 20：银座股份门店情况（菏泽地区）	14
表 21：菏泽地区业务经营状况及预测	14
表 22：银座股份门店情况（德州地区）	15
表 23：德州地区业务经营状况及预测（不考虑宁德项目）	15
表 24：银座股份门店情况（河北石家庄）	15
表 25：石家庄东购经营状况及预测	15
表 26：鲁商集团旗下非上市部分门店情况	16
表 27：银座股份母公司业绩预测（含各地分公司）	18
表 28：银座股份各地子公司业绩预测	18
表 29：银座股份业绩预测（合并）	18

1. 公司概况

银座集团股份有限公司（简称“银座股份”，代码 600858）前身为“渤海集团股份有限公司”（简称“渤海集团”、“*ST 渤海”），于 1994 年 5 月在上海证券交易所上市。2003 年 4 月，山东省商业集团有限公司（简称“鲁商集团”）成功借壳银座股份（600858），使其逐渐转变成为一家以商业零售业为主营业务的上市公司。近年来公司坚持“连片开发，密集渗透”的开店策略，深耕山东市场，目前已在山东省的济南、东营、泰安、菏泽、潍坊（含青州）、临沂、莱芜、德州等地及河北省石家庄拥有 42 家零售门店。公司与大股东鲁商集团共用“银座”品牌，“购物银座，享受生活”的理念在山东地区深入人心。2009 年公司实现营业收入 52.43 亿元，实现归属于母公司所有者的净利润 1.19 亿元。公司实际控制人为鲁商集团，截止 2009 年末持有公司 23.95% 的股份。

鲁商集团是 1992 年底由山东省商业厅整建制转体组建的大型国有企业，旗下涉足零售、制药、房地产、酒店、教育、传媒、矿业、投资等多个产业，其中银座零售是集团主业。2009 年鲁商集团实现营业收入 256 亿元，实现利税 23.5 亿元，两项主要经济指标连续七年增幅在 30% 以上。鲁商集团是山东省零售业龙头企业，位列《2009 年中国连锁百强企业》第 16 位。目前集团下属银座零售业务（包括上市公司银座股份 600858）在山东、河北、河南三省拥有大型门店 74 家，涵盖高档百货、购物广场、shopping mall、便民超市、现代家居、汽车专营、物流中心、专业公司等多种业态。2009 年银座零售业务实现销售收入 200 亿元。此外，集团还与台湾统一超商合资经营 100 多家便民超市。

图 1：鲁商集团旗下产业架构



资料来源：鲁商集团网站、东莞证券研究所

2. “银座”门店具有区域优势地位

2.1 鲁商集团为山东省行业龙头

根据中国连锁经营协会《2009 年中国连锁百强企业》数据显示，2009 年山东省商业集团总公司（即鲁商集团）销售规模位居山东省内行业龙头，实现销售收入 256 亿元，远超排名第二的青岛“利群集团股份有限公司”逾百亿元。根据公司网站信息披露，截至 2010 年 5 月，鲁商集团（包括上市公司银座股份在内）旗下拥有零售门店 74 家，其中山东省 71 家、河北省 2 家、河南省 1 家。分业态来看，集团拥有“超市+百货”、高端百货或“超市+专业店”业态门店 66 家；奥特莱斯业态门店 1 家；家居门店 7 家，门店遍布山东省境内除胶东半岛地区以外所有省辖市。

表 1：2009 年中国连锁百强企业名单之山东企业

排名	名称	收入（万元）	增速%	门店(个)	增速%
16	山东省商业集团总公司（银座集团）	2564116	37	206	25.6
23	利群集团股份有限公司	1516622	9.4	890	3.9
35	山东家家悦集团有限公司	1012021	18.6	489	7.2
38	山东新星集团有限公司	987787	17.6	532	13.2
40	山东潍坊百货集团股份有限公司	952521	14	318	0.3
65	青岛维客集团股份有限公司	328135	6.5	828	-1.4
81	山东全福元商业集团有限责任公司 （原寿光百货大楼）	261808	36.3	72	16.1
99	济南华联超市有限公司	161181	61.1	15	25

资料来源：中国连锁经营协会、东莞证券研究所

图 2：鲁商集团零售门店分布（红色属银座股份；蓝色属非上市部分）

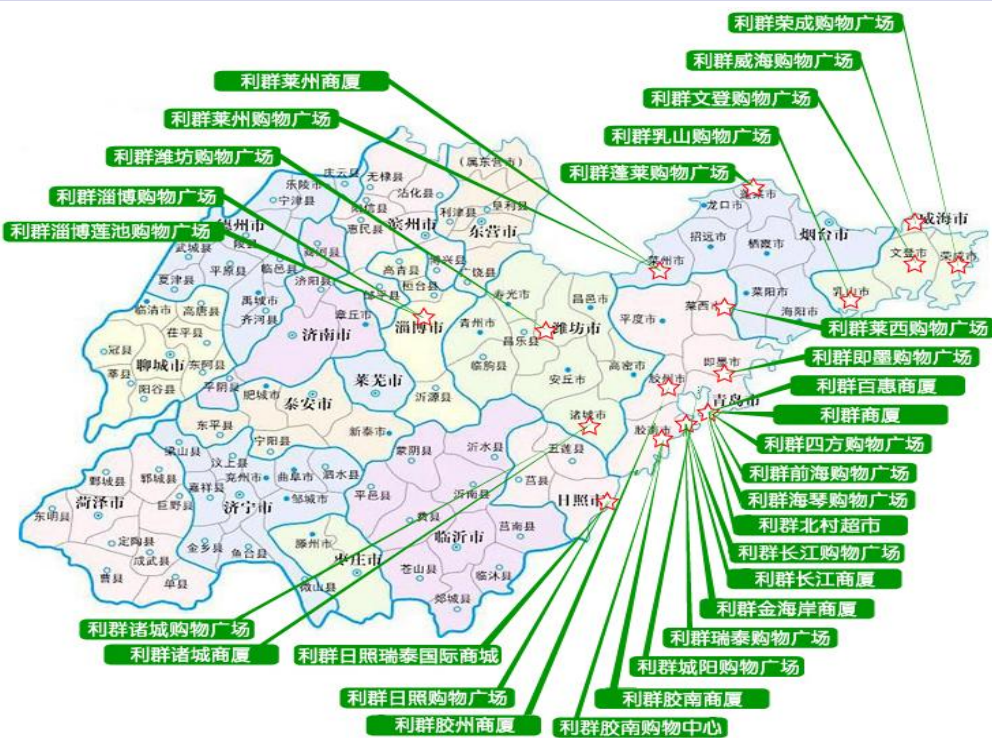


资料来源：公司网站、公司公告、东莞证券研究所

胶东半岛位于山东省胶莱河以东，是山东半岛的一部分，包括青岛、烟台、威海三个省辖市共 19 个县市。山东半岛包括济南、青岛、烟台、威海、潍坊、淄博、日照、东营八市。胶东半岛是山东省内经济发展最活跃的地区，2009 年该地区三市国内生产总值达 1.06 万亿元，占全省 GDP 的 31.3%。位于青岛的利群集团股份有限公司在胶东半岛地区的市场竞争优势明显。利群集团的前身是上世纪三十年代的中华老字号“德源泰百货店”，经过 70 多年的发展，目前公司已形成了以百货零售连锁为主，集商业物流、酒店、药店和药品物流、房地产等多业态于一体的多元化集团。

鲁商集团与利群集团在市场上正面交锋的程度不高：利群集团门店主要分布在青岛、威海、烟台、日照、潍坊、淄博等地，特别是在青岛地区拥有绝对优势；而鲁商集团目前尚未在胶东地区开设门店，但在青岛、威海地区拥有门店储备项目，另外烟台地区也正在实施选址工作。

图 3: 利群集团零售门店分布



资料来源：公司网站、东莞证券研究所

自 2003 年收购泰安银座起，特别是经过 07 年的配股融资，以及 09 年非公开发行之后，公司门店拓展力度逐年加大。截至 2010 年 5 月，在集团 74 家零售门店中，上市公司银座股份（600858）拥有 42 家门店，全部为“百货+超市”业态门店（不包括为鲁商集团托管的济南北园店），门店建筑面积总计 110.15 万平方米。从门店的地区分布来看：（1）山东省内有 41 家，分别为济南 7 家、淄博 6 家、滨州 6 家、泰安 5 家（09 年泰安总店实施扩容）、东营 5 家、临沂 4 家、潍坊 3 家、莱芜 2 家、德州 2 家、菏泽 1 家；（2）外埠 1 家，即 2009 年收购的河北石家庄东方城市广场。

表 2：银座股份（600858）门店拓展情况

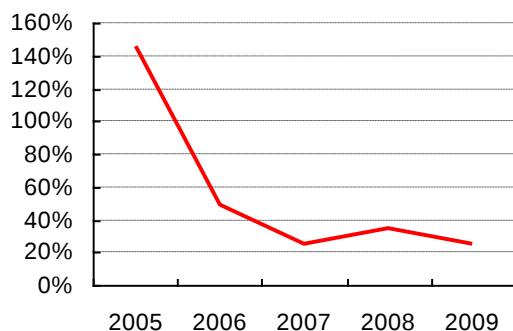
年份	新增门店	备注
2003	1家：泰安店	收购鲁商集团属下的泰安银座商城有限公司 90%的股权，通过资产重组，使主业由热电供应、酒店、建材、娱乐服务等逐步转变为商品零售业。
2004	2家：东营店、济南银座购物广场； 托管1家：济南北园店	收购东营银座购物广场有限公司 90%股权和济南银座购物广场商品零售业务（及泉城广场地下建筑租赁使用权）。业务由泰安扩大至东营及济南。
2005	2家：临沂店、潍坊青州店	业务由济南、泰安、东营扩大至临沂、青州（隶属于潍坊地区）。
2006	5家：东营二店、潍坊店、菏泽店、 泰安新泰店、泰安东湖店	由济南、泰安、东营、临沂、青州扩大至潍坊、菏泽。
2007	3家：济南华信店、莱芜店、滨州店	由济南、泰安、东营、临沂、潍坊、菏泽进一步扩大至莱芜、滨州。2007年顺利实施配股，募集资金7.91亿元。
2008	9家：滨州渤海八路店、泰安齐鲁店、 莱芜钢城店、滨州中海店、泰安花园店、 东营河口店、济南金牛店、 东营东城店、济南燕山店	按照“渗透发展、密集展店”的发展方针深耕山东市场。加快成熟地市拓展“同城分店”的步伐。
2009	10家：临沂金雀山店、德州东地店、 潍坊寿光店、济南无影山店、滨州黄河店、 滨州博兴店、济南鸿园店、德州大学路店、 临沂通达路店、河北石家庄东购	使用2007年配股募集资金和自有资金先后在济南、泰安、滨州、德州、临沂开设9家分店，并与大股东鲁商集团在河北联合收购石家庄东方城市广场有限公司（其中公司以5.5亿元受让东购55.14%股权）。
2010	10家：临沂临沭店、济南济泺路店、 淄博店、淄博淄川店、淄博周村店、 淄博桓台店、淄博五里桥店、淄博博山店、 东营广饶店、滨州邹平店	3月公司完成2009年非公开发行，用于收购淄博银座商城股份有限公司和建设济南振兴街 Shopping Mall 项目，募集资金总额约12.13亿元，募集现金6.70亿元。现已收购淄博银座6家门店。
合计	42家（截至2010年5月）	

资料来源：公司网站、公司公告、东莞证券研究所

4. 公司主营业务经营情况分析

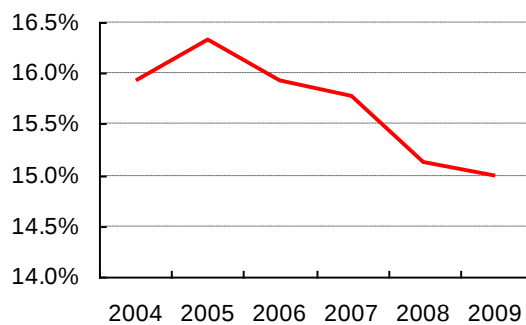
自2003年公司主营业务逐步转变为商业零售以来，公司销售规模连年扩张，一直处于高速成长期。2009年公司实现主营业务收入50.15亿元，较上年同期增长24.5%。

图4：公司主营业务收入增速变动



资料来源：公司公告、东莞证券研究所

图5：公司主营业务毛利率变动



资料来源：公司公告、东莞证券研究所

2009 年公司实现主营业务毛利 7.52 亿元，主营业务毛利率为 15%，相对于同期百货类上市公司而言，公司毛利率偏低，这主要是由于公司为“百货+超市”业态，超市业务的比重相对较大所造成的。从历年的变动情况来看，公司毛利率水平处于下降态势，我们认为这主要是由于公司近年来加大省内二三线市县开拓力度，超市业务占比增大，毛利水平较高的济南地区业务占比下降所致。

表 3：公司主营业务毛利率变动（分地区）

省辖市	2004	2005	2006	2007	2008	2009
济南	15.33%	17.09%	17.18%	18.52%	17.10%	16.80%
泰安	16.53%	15.59%	14.50%	13.93%	14.18%	14.73%
东营	15.55%	15.79%	15.93%	14.98%	14.71%	14.67%
临沂	—	15.95%	16.68%	16.13%	16.38%	16.29%
潍坊（含青州）	—	14.46%	8.57%	11.45%	11.10%	10.41%
菏泽	—	—	16.18%	15.64%	15.47%	15.66%
滨州	—	—	16.40%	15.87%	13.85%	12.90%
莱芜	—	—	—	11.09%	12.81%	12.98%
德州	—	—	—	—	—	11.05%
石家庄	—	—	—	—	—	18.36%
合计	15.92%	16.34%	15.94%	15.77%	15.13%	15.00%

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

分地区来看，2009 年公司业绩主要来源依次为济南（收入占比 29%，毛利占比 30%）、泰安（18%，17%）、东营（17%，16%）。此外，2010 年 3 月 4 日，通过向大股东非公开发行，公司完成了对淄博银座 6 家门店的收购，为公司业务的跨越发展又迈出一步。2008 年淄博银座实现营业收入 10.2 亿元，实现净利润 4524 万元。

图 6：2009 年公司收入构成（分地区）

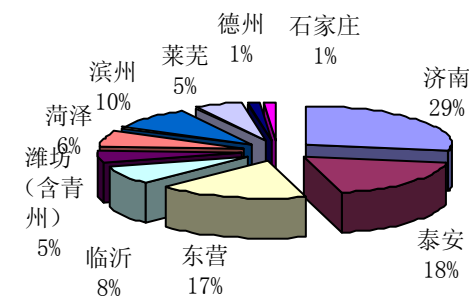
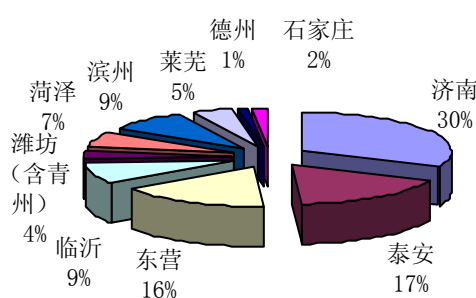


图 7：2009 年公司毛利构成（分地区）



资料来源：公司公告、东莞证券研究所

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

4.1 济南地区：振兴街购物中心项目值得期待

济南地区为公司的传统优势地区，毛利率水平较高。截至目前公司在济南拥有门店 7 家，建筑面积达 12.5 万平米（不包括托管的北园店），2009 年实现收入 14.1 亿元，占公司收入总额的 29%，是公司的第一大业绩来源。除这 7 家门店外，公司大股东鲁商集团在济南还拥有 7 家门店（包括定位于高档百货的旗舰店银座商城）。为避免同业竞争，公司在济南地区以发展大型超市为主（其中泉城地下购物广场还包含一部分精品百货），与大股东形成错位经营。调研中我们了解到，公司成熟门店（如泉城购

物广场）和次新店（如无影山店）的经营较好，但是开业时间较短门店（如鸿园店）仍需较长的培育期才能体现效益。

目前公司正在济南地区筹建济南汇展国际项目（1.95 万平方米）和振兴街购物中心项目。振兴街购物中心项目总投资 20.15 亿元，其中购物中心部分需要投资 7 亿元。该项目是公司首次尝试购物中心业态，拟建设购物中心、办公楼、商务公寓等，是公司 2009 非公开发行项目之一，计划使用募集资金 6.5 亿元。购物中心及配套部分规划建筑面积 14 万平方米，其中百货 4 万平方米，超市 1 万平方米，次主力店 1.5 万平方米，专卖店、专业店 2.5 万平方米。我们实地查看现场，了解到该项目（1）选址较好，位于城市主干道经十、经七、纬十二路合围处，交通便利。（2）已完成地下建筑部分，刚出地面。（3）计划于 2010 年 10 月项目完工，2010 年底或 2011 年初开业。我们认为，振兴街购物中心项目将带动公司济南地区业务的进一步成长，后续发展潜力较大。

自 2004 年 2 月起，公司受托管理大股东下属济南北园店，并表示“在济南银座北园购物广场有限公司实现盈利或本公司要求时，以公允价格收购其股权或商业零售业务及经营性资产负债。”2009 年北园店扭亏为盈，实现净利润近 1000 万元，公司收取当期委托经营管理费用 323 万元。

表 4：银座股份门店情况（济南地区）

	门店	来源	纳入时间	地址	建筑面积（M ² ）	权属
1	济南银座购物广场	收购	2004.8.27	济南泺源大街 99 号	30,200.00	租赁
2	济南华信店	新设	2007.9.11	济南历城区花园路 78 号	32,808.46	租赁
3	济南金牛店	新设	2008.7.29	济南天桥区无影山北路南	10,657.00	租赁
4	济南燕山店	新设	2008.11.22	济南历下区经十路 13777 号	19,320.00	租赁
5	济南无影山店	新设	2009.4.30	济南天桥区西工商河路	11,336.00	租赁
6	济南鸿园店	新设	2009.9.25	济南市中区阳光新路中段	10,887.00	租赁
7	济南济泺路店	新设	2010.1.30	济南市济泺路 96 号	9,750.00	租赁
*	济南北园店	托管	2004.2.1	济南市北园大街 483 号	42,000.00	托管
	合计				124,958.46	

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

表 5：济南地区业务经营状况及预测

济南	营业收入	增速	毛利率	期末面积	有效面积	坪效	毛利额
2004	235,767,335.42	—	15.33%	30,200.00	7,550.00	31,227.46	36,132,363.99
2005	715,156,722.99	203.33%	17.09%	30,200.00	30,200.00	23,680.69	122,208,533.65
2006	821,358,893.20	14.85%	17.18%	30,200.00	30,200.00	27,197.31	141,124,294.11
2007	846,293,385.18	3.04%	18.52%	63,008.46	38,402.12	22,037.68	156,769,284.89
2008	1,150,123,898.69	35.90%	17.10%	92,985.46	68,170.79	16,871.21	196,696,444.83
2009	1,410,496,369.51	22.64%	16.80%	115,208.46	101,412.63	13,908.49	236,916,545.30
2010E	1,606,994,700.00	13.93%	16.30%	144,498.99	133,916.23	12,000.00	261,940,136.10
2011E	2,333,987,880.00	45.24%	16.00%	194,498.99	194,498.99	12,000.00	373,438,060.80
2012E	2,528,486,870.00	8.33%	16.20%	194,498.99	194,498.99	13,000.00	409,614,872.94

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

4.2 淄博地区：成熟门店支撑公司短期业绩增长

2010年3月4日，公司完成2009年度非公开发行，成功收购淄博银座100%股权。淄博银座拥有6家门店，建筑面积达16.3万平方米，营业面积达11.57万平方米。从经营面积和收入规模上来看，淄博地区业务与济南相当，属于公司的重点业务地区。由于淄博银座旗下门店属于成熟门店和次新店，且自有物业比例较高，我们预计淄博地区业务将成为公司短期业绩的重要增长点。

表 6：银座股份门店情况（淄博地区）

	门店	来源	开业时间	地址	建筑面积（M ² ）	权属
1	淄博店	收购	2003.5.1	淄博张店区柳泉路128号	56,000.00	自有
2	淄博淄川店	收购	2006.1	淄博淄川区松龄路、淄城路路口	25,000.00	租赁
3	淄博周村店	收购	2006.5	淄博周村区新建路、丝绸路路口	20,000.00	自有
4	淄博桓台店	收购	2007.4	淄博桓台县中心大街东岳路路口	12,000.00	租赁
5	淄博博山店	收购	2007.4	淄博博山区中心路40号	21,749.90	自有
6	淄博五里桥店	收购	2008.1.30	淄博市张店区人民西路51号	28,000.00	租赁
	合计				162,749.90	

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

表 7：淄博地区业务经营状况及预测

淄博	营业收入（万元）	增速	净利率	期末面积	有效面积	坪效	净利润
2006	492,152,600.00		1.75%	101,000.00	92,666.67	5,311.00	8,635,100.00
2007	758,870,400.00	54.19%	2.75%	134,749.90	123,499.93	6,144.70	20,859,100.00
2008	1,020,276,600.00	34.45%	4.43%	162,749.90	160,416.57	6,360.17	45,242,900.00
2009	1,271,600,000.00	24.63%	4.50%	162,749.90	162,749.90	7,813.22	57,220,000.00
2010E	1,462,340,000.00	15.00%	4.60%	162,749.90	162,749.90	8,985.20	67,267,640.00
2011E	1,681,691,000.00	15.00%	4.60%	162,749.90	162,749.90	10,332.98	77,357,786.00
2012E	1,849,860,100.00	10.00%	4.70%	162,749.90	162,749.90	11,366.27	86,943,424.70

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

4.3 泰安地区：总店扩容 边际效益高

泰安地区业务是最早纳入公司的商业零售业务，目前拥有5家门店（含新泰店），建筑面积总计达11.8万平方米。2009年泰安地区业务实现收入8.87亿元，实现净利润4214万元。2009年底公司租赁泰安市东岳大街77号物业，用于泰安总店扩容，新增建筑面积3.8万平方米。除此以外，公司在新泰时建设新汶项目，面积为5679.3平方米，对公司业绩影响有限。我们认为，总店扩容风险相对较小，并且带来的边际效益较大。考虑到泰安地区成熟门店、次新店占比较高，我们看好泰安地区业务的发展。

表 8：银座股份门店情况（泰安地区）

	门店	来源	纳入时间	地址	建筑面积（M ² ）	权属
1	泰安店	收购	2003.9.29	泰安东岳大街81号	9,254.85	自有
	泰安店扩建项目	扩容	2009.12.28	泰安东岳大街77号	37,974.42	租赁
2	泰安新泰店	新设	2006.9.28	新泰新华街9号	18,400.00	租赁
3	泰安东湖店	新设	2006.12.16	泰安灵山大街276号	23,000.00	自有
4	泰安齐鲁店	新设	2008.1.26	泰安岱宗大街249号	16,000.00	租赁
5	泰安花园店	新设	2008.6.22	泰安东湖路2088号	13,154.70	租赁
	合计				117,783.97	

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

表 9：泰安地区业务经营状况及预测

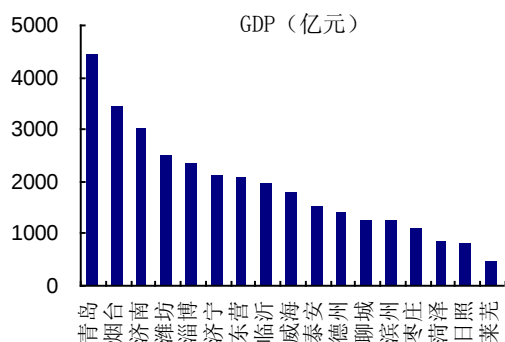
泰安	营业收入	增速	净利率	期末面积	有效面积	坪效	净利润
2006	430,730,116.50	23.95%	2.58%	50,654.85	13,279.85	32,434.86	11,115,100.43
2007	634,331,770.75	47.27%	4.95%	50,654.85	50,654.85	12,522.63	31,408,210.40
2008	795,815,882.51	25.46%	4.22%	79,809.55	70,802.64	11,239.92	33,566,711.28
2009	887,071,100.95	11.47%	4.75%	117,783.97	79,809.55	11,114.85	42,137,700.00
2010E	1,326,859,820.00	49.58%	4.50%	123,463.27	120,623.62	11,000.00	59,708,691.90
2011E	1,493,905,567.00	12.59%	4.50%	123,463.27	123,463.27	12,100.00	67,225,750.52
2012E	1,643,296,123.70	10.00%	4.50%	123,463.27	123,463.27	13,310.00	73,948,325.57

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

4.4 东营地区：居民消费潜力大 长期成长性好

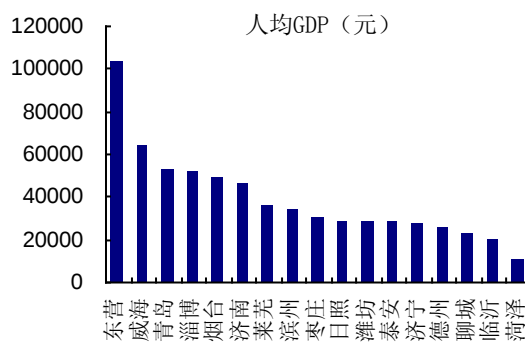
东营市于 1982 年建市，地处黄河三角洲，是胜利油田的所在地。东营地区经济规模位居山东省中上游位置，但人均 GDP 远高于其他地区，2008 年达到 10.3 万元，居民消费潜力巨大。2010 年 4 月银座广饶店开业，自此公司在东营地区拥有门店 5 家，建筑面积总计达 17.4 万平米，面积总量位居公司各地区首位。另外，东营垦利店也处于筹建之中，面积达 1.8 万平米。由于新建门店较多，我们认为 2010 年东营地区业绩将有所拖累，不过 2011 年将有明显增长。

图 8：2008 年山东各市 GDP（亿元）



资料来源：WIND 资讯、东莞证券研究所

图 9：2008 年山东各市人均 GDP（元）



资料来源：WIND 资讯、东莞证券研究所

表 10：银座股份门店情况（东营地区）

门店	来源	纳入时间	地址	建筑面积 (M²)	权属
1 东营一店	收购	2004.8.30	东营东营区济南路 296 号	50,000.00	自有
2 东营二店	新设	2006.6.26	东营区西三路 22 号	22,569.73	租赁
3 东营河口店	新设	2008.6.21	东营河口区商场街 38 号	12,900.00	租赁
4 东营东城店	新设	2008.9.6	东营黄河路北东三路东	65,000.00	自有
5 东营广饶店	新设	2010.4.28	广饶县孙武路与乐安大街交汇处	24,000.00	租赁
合计				174,469.73	

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

表 11：东营地区业务经营状况及预测

东营	营业收入	增速	净利率	期末面积	有效面积	坪效	净利润
2005	393,295,713.87	253.23%	3.71%	50,000.00	50,000.00	7,865.91	21,260,600.00

2006	507,539,691.02	29.05%	5.41%	72,569.73	61,284.87	8,281.65	24,237,100.00
2007	559,655,614.27	10.27%	4.78%	72,569.73	72,569.73	7,711.97	31,109,000.00
2008	703,040,744.55	25.62%	5.41%	150,469.73	95,269.73	7,379.48	25,062,900.00
2009	837,408,747.84	19.11%	3.47%	150,469.73	150,469.73	5,565.30	30,224,500.00
2010E	978,418,380.00	16.84%	3.20%	192,469.73	163,069.73	6,000.00	31,309,388.16
2011E	1,251,053,245.00	27.86%	3.50%	192,469.73	192,469.73	6,500.00	43,786,863.58
2012E	1,385,782,056.00	10.77%	3.80%	192,469.73	192,469.73	7,200.00	52,659,718.13

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

4.5 滨州地区：门店扩张过快 短期业绩有压力

2007年10月，公司利用2007年度配股募集资金收购滨州银座股权90%，公司零售网络扩大至滨州地区。滨州总店于2002年末开业，属成熟门店。自2007年末以来，滨州地区门店扩张速度明显加快，门店培育费用过高，致使该地区业绩受到拖累，由2007年的2089万元下降至2009年的550万元。我们认为，门店扩张过快导致滨州地区业务2010年业绩受到抑制，提请投资者予以关注。

表 12：银座股份门店情况（滨州地区）

	门店	来源	纳入时间	地址	建筑面积（M ² ）	权属
1	滨州店	收购	2007.10.30	滨州市黄河四路 539 号	27,865.71	租赁
2	滨州渤海八路店	新设	2008.1.2	滨州渤海八路 533 号	10,300.00	租赁
3	滨州中海店	新设	2008.6.20	滨州黄河七路 326 号	13,802.94	租赁
4	滨州黄河店	新设	2009.6.12	滨州渤海十路 719 号	40,000.00	自有
5	滨州博兴店	新设	2009.9.23	滨州博兴县博城五路 367 号	20,228.00	租赁
6	滨州邹平店	新设	2010.5.7	滨州黄山二路通山街交汇口	38,858.50	租赁
	合计				151,055.15	

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

表 13：滨州地区业务经营状况及预测

滨州	营业收入	增速	净利率	期末面积	有效面积	坪效	净利润
2007	306,722,922.64	23.21%	6.62%	27,865.71	27,865.71	11,007.18	20,317,113.55
2008	406,203,172.90	32.43%	4.37%	51,968.65	45,067.18	9,013.28	17,731,433.58
2009	499,972,505.02	23.08%	1.10%	112,196.65	75,339.98	6,636.22	5,498,000.00
2010E	815,784,780.00	63.17%	0.80%	151,055.15	119,968.35	6,800.00	6,526,278.24
2011E	1,087,597,080.00	33.32%	3.00%	151,055.15	151,055.15	7,200.00	32,627,912.40
2012E	1,208,441,200.00	11.11%	4.00%	151,055.15	151,055.15	8,000.00	48,337,648.00

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

4.6 临沂地区：未来几年业绩稳健增长

临沂地区拥有4家门店，建筑面积总计达7.5万平米。目前临沂地区业务的业绩主要来源是临沂总店，由于是自有物业，该店净利润率较高，盈利能力较强。2008年临沂店实现净利润1992万元；受新开门店影响，2009年临沂地区业绩有所下滑。我们认为，未来几年该地区业绩将稳健增长。

表 14：银座股份门店情况（临沂地区）

	门店	来源	纳入时间	地址	建筑面积（M ² ）	权属
1	临沂店	新设	2005.1.28	临沂兰山区红旗路 11 号	41,105.28	自有
2	临沂金雀山店	新设	2009.1.2	临沂金雀山路东 26 号齐鲁大厦	8,500.00	租赁
3	临沂通达路店	新设	2009.12.31	临沂兰山区通达路 33 号	15,152.00	租赁
4	临沂临沭店	新设	2010.1.30	临沂临沭县中山北路	10,000.00	租赁
	合计				74,757.28	

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

表 15：临沂地区业务经营状况及预测

临沂	营业收入	增速	净利率	期末面积	有效面积	坪效	净利润
2005	116,756,266.98	—	-16.93%	41,105.28	37,679.84	3,098.64	-19,764,700.00
2006	210,079,501.45	79.93%	1.75%	41,105.28	41,105.28	5,110.77	3,670,800.00
2007	275,575,436.82	31.18%	5.94%	41,105.28	41,105.28	6,704.14	16,686,100.00
2008	335,988,951.10	21.92%	5.74%	41,105.28	41,105.28	8,173.86	19,919,500.00
2009	409,844,676.84	21.98%	3.09%	49,605.28	49,605.28	8,262.12	13,100,000.00
2010E	561,821,994.67	37.08%	3.00%	74,757.28	73,923.95	7,600.00	16,854,659.84
2011E	613,009,696.00	9.11%	3.50%	74,757.28	74,757.28	8,200.00	21,455,339.36
2012E	627,961,152.00	2.44%	3.80%	74,757.28	74,757.28	8,400.00	23,862,523.78

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

4.7 潍坊地区：市场竞争压力大 经营逐步好转

公司在潍坊地区（包括青州）拥有 3 家门店，建筑面积总计达 9.3 万平米。潍坊地区商业零售行业竞争激烈，公司要面对来自潍坊百货、人民商场等家对手的压力，致使该地区毛利水平显著偏低。2009 年公司潍坊地区业务毛利率仅为 10.41%，在公司各地区业务中是最低的。自 2005 年开业以来，公司潍坊青州店一直处于亏损之中，2009 年实现净利润-254 万元。不过我们也留意到，公司潍坊地区业务经营正在逐步好转，一方面青州店逐步减亏；另一方面坪效逐年提升，由 2005 年的 2308 元/平米提高至 2009 年的 3262 元/平米。我们相信依托于银座股份的整体实力，潍坊地区门店能够成为最终的赢家。

表 16：银座股份门店情况（潍坊地区）

	门店	来源	纳入时间	地址	建筑面积（M ² ）	权属
1	潍坊青州店	新设	2005.9.30	青州尧王山东路 88 号	26,000.00	租赁
2	潍坊店	新设	2006.8.12	潍坊奎文区胜利东街 389 号	35,510.00	租赁
3	潍坊寿光店	新设	2009.4.29	寿光银海路 338 号	31,500.00	租赁
	合计				93,010.00	

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

表 17：潍坊地区业务经营状况及预测

潍坊	营业收入	增速	毛利率	期末面积	有效面积	坪效	毛利额
2005	10,002,157.03	—	14.46%	26,000.00	4,333.33	2,308.19	1,446,101.60
2006	92,948,161.25	829.28%	8.57%	61,510.00	34,877.50	2,664.99	7,962,895.84
2007	162,726,218.05	75.07%	11.45%	61,510.00	61,510.00	2,645.52	18,633,454.36
2008	195,475,350.10	20.13%	11.10%	61,510.00	61,510.00	3,177.94	21,688,954.01
2009	260,565,054.58	33.30%	10.41%	93,010.00	79,885.00	3,261.75	27,128,979.86

2010E	325,535,000.00	24.93%	11.00%	93,010.00	93,010.00	3,500.00	35,808,850.00
2011E	372,040,000.00	14.29%	11.50%	93,010.00	93,010.00	4,000.00	42,784,600.00
2012E	399,943,000.00	7.50%	12.00%	93,010.00	93,010.00	4,300.00	47,993,160.00

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

4.8 莱芜地区：市场容量有限 未来增长潜力小

莱芜是以钢铁为主导的新兴工业城市，其经济规模是山东省内最小的，2008 年 GDP 仅为 455.79 亿元。公司在莱芜地区拥有 2 家门店，建筑面积达 7.3 万平米。由于市场容量有限，我们预计公司在该地区新开门店的可能性较小，未来主要还是依靠内生增长。

表 18：银座股份门店情况（莱芜地区）

	门店	来源	纳入时间	地址	建筑面积（M ² ）	权属
1	莱芜店	新设	2007.10.28	莱芜文化南路 8 号	46,000.00	租赁
2	莱芜钢城店	新设	2008.5.18	莱芜钢城区钢都大街南侧	27,041.91	租赁
	合计				73,041.91	

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

表 19：莱芜地区业务经营状况及预测

莱芜	营业收入	增速	毛利率	期末面积	有效面积	坪效	毛利额
2007	23,280,418.27	—	11.09%	46,000.00	7,666.67	3,036.58	2,582,899.97
2008	180,763,349.46	676.46%	12.81%	73,041.91	59,520.96	3,036.97	23,158,554.81
2009	263,501,316.14	45.77%	12.98%	73,041.91	73,041.91	3,607.54	34,214,730.64
2010E	303,026,513.56	15.00%	13.20%	73,041.91	73,041.91	4,148.67	39,999,499.79
2011E	328,688,595.00	8.47%	13.20%	73,041.91	73,041.91	4,500.00	43,386,894.54
2012E	343,296,977.00	4.44%	13.20%	73,041.91	73,041.91	4,700.00	45,315,200.96

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

4.9 菏泽地区：成熟门店 依靠内生增长

菏泽市人均 GDP 在山东省内居于末位，居民消费能力不强。菏泽店于 2006 年开业，建筑面积达 4.2 万平米。我们预计，2010 年该店仍将维持 15% 的收入增长，但之后增速将有所下滑。

表 20：银座股份门店情况（菏泽地区）

	门店	来源	纳入时间	地址	建筑面积（M ² ）	权属
1	菏泽店	新设	2006.9.23	菏泽中华路 686 号	42,000.00	自有

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

表 21：菏泽地区业务经营状况及预测

菏泽	营业收入	增速	毛利率	期末面积	有效面积	坪效	毛利额
2006	34,313,460.30	—	16.18%	42,000.00	7,000.00	4,901.92	5,552,928.26
2007	177,013,135.63	415.87%	15.64%	42,000.00	42,000.00	4,214.60	27,685,764.01
2008	260,799,446.03	47.33%	15.47%	42,000.00	42,000.00	6,209.51	40,344,968.62
2009	312,517,801.58	19.83%	15.66%	42,000.00	42,000.00	7,440.90	48,949,340.55

2010E	359,395,471.82	15.00%	16.00%	42,000.00	42,000.00	8,557.04	57,503,275.49
2011E	369,600,000.00	2.84%	16.00%	42,000.00	42,000.00	8,800.00	59,136,000.00
2012E	378,000,000.00	2.27%	16.00%	42,000.00	42,000.00	9,000.00	60,480,000.00

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

4.10 德州地区：新门店处于培育期

2009 年公司在德州地区开设 2 家门店，面积为 3.7 万平米，当年实现收入 6000 万元。此外，公司还于 2008 年 4 月受让德州市宁德房地产开发有限公司 90% 股权（其余 10% 股权转让给公司全资子公司山东银座购物中心有限公司），由此取得几十亩土地使用权，拟建设 8 万平米商业零售门店，预计 2010 年底或 2011 年初开业。由于信息有限，我们尚无法预期新项目对公司的业绩影响。

表 22：银座股份门店情况（德州地区）

	门店	来源	纳入时间	地址	建筑面积（M ² ）	权属
1	德州东地店	新设	2009.1.15	德州青年路 1509 号	10,600.00	租赁
2	德州大学路店	新设	2009.9.30	德州德城区大学西路	26,057.00	租赁
	合计				36,657.00	

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

表 23：德州地区业务经营状况及预测（不考虑宁德项目）

德州	营业收入	增速	毛利率	期末面积	有效面积	坪效	毛利额
2009	60,043,993.07	—	11.05%	36,657.00	14,059.50	4,270.71	6,636,095.58
2010E	139,296,600.00	131.99%	11.50%	36,657.00	36,657.00	3,800.00	16,019,109.00
2011E	161,290,800.00	15.79%	12.00%	36,657.00	36,657.00	4,400.00	19,354,896.00
2012E	164,956,500.00	2.27%	12.50%	36,657.00	36,657.00	4,500.00	20,619,562.50

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

4.11 收购石家庄东购：首次尝试外埠扩张

2009 年公司联合大股东鲁商集团收购石家庄东方城市广场有限公司（简称“东购”）92.73% 股权，其中公司持股 55.14%。鲁商集团承诺“如我方（即银座股份）在适当时机，要求商业集团以公允价格、将所受让的前述东购公司股权转让予其，商业集团不得拒绝。”东购位于河北省石家庄商业黄金地段，营业面积 5.5 万平方米，是集购物、餐饮、娱乐、休闲为一体的大型综合性购物中心，2009 年 1 月被评定为“金鼎百货店”。

表 24：银座股份门店情况（河北石家庄）

	门店	来源	纳入时间	地址	建筑面积（M ² ）	权属
1	河北石家庄东购	收购	2009.11.25	石家庄中山西路 83 号	51,000.00	自有

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

表 25：石家庄东购经营状况及预测

河北	营业收入	增速	净利率	期末面积	有效面积	坪效	净利润
2007	786,210,000.00	—	4.35%	51,000.00	51,000.00	15,415.88	34,200,000.00
2008	792,730,000.17	0.83%	4.56%	51,000.00	51,000.00	15,543.73	36,117,900.00

2009	736,383,227.40	-7.11%	3.60%	51,000.00	51,000.00	14,438.89	26,495,000.00
2010E	765,000,000.00	3.89%	4.00%	51,000.00	51,000.00	15,000.00	30,600,000.00
2011E	790,500,000.00	3.33%	4.20%	51,000.00	51,000.00	15,500.00	33,201,000.00
2012E	790,500,000.00	0.00%	4.50%	51,000.00	51,000.00	15,500.00	35,572,500.00

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

5. 战略布局胶东半岛地区

（1）青岛银座中心项目

2008年6月，公司与大股东鲁商集团下属银座商城联合收购青岛乾豪房地产开发有限公司（以下简称“乾豪地产”）95%股权，其中公司持股54%。由青岛乾豪开发建设的青岛银座中心项目已于2009年2月11日奠基开工。青岛银座中心位于青岛市香港中路与南京路交汇处，定位于城市高端商务综合体，涵盖大型购物中心、超高层甲级写字楼、商务公寓等多种业态，建成后将成为青岛市新的地标性建筑。该项目位列鲁商集团战略发展的十大重点工程之首，总规划建筑面积为36万平方米，拟建设一座30层的写字楼和一座7层的商场，整体投资约7.1亿元。

（2）青岛李沧银座中心项目

2010年3月12日，公司竞得青岛市李沧区向阳路以北、枣园路以东、夏庄路以西、源头路以南一宗国有建设用地使用权，规划建筑面积14.8万平米，成交价达8.74亿元。该项目位于李沧中心商圈核心位置，地处岛城北部商贸中心黄金地段，规划有大型购物中心和高端住宅区。

（3）威海自建项目

2009年6月19日，公司收购威海宏图贸易有限公司100%股权。威海宏图的主要资产是位于威海市世昌大道以南、海滨路以西的土地使用权，占地总面积为26.67亩。该地块规划为商业、办公、金融用地，地上建筑面积不少于3.28万平米，单层建筑面积不少于8000平方米。

（4）烟台招远金晖银座商贸中心

2010年3月，公司在烟台招远市的“金晖商业步行街项目”开工，该项目是集大型商贸与购物娱乐于一体的综合商厦，建筑面积达3.42万平米。

6. 大股东资产注入预期

截至2010年5月，除银座股份旗下门店以外，公司大股东鲁商集团还拥有商业零售门店25家，建筑面积总计达58.3万平米。其中位于济南泺源大街66号的银座商城为其旗舰店，定为高档百货。鲁商集团曾做出承诺：“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山东省商业集团总公司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，将山东省商业集团总公司所控制的银座股份之外的零售业务全部纳入上市公司，以从根本上消除潜在同业竞争之可能性。”实际上，鲁商集团向银座股份注入商业零售资产的动作一直在进行（如2010年3月收购了淄博银座6家门店）。我们认为，未来大股东继续实施资产注入的可能性较大。

表 26：鲁商集团旗下非上市部分门店情况

	门店	开业时间	地址	建筑面积（M ² ）
1	银座商城	1996.6.22	济南市泺源大街66号	60,000
2	银座济南八一店	2002.9.28	济南市英雄山路15号	23,000

3	济南北园店（被托管）	2004.2.1	济南市北园大街 483 号	42,000
4	银座济南长清店	2006.9.22	济南市长清区大学路 1088 号	12,000
5	银座济南章丘店	2008.9.26	章丘市双山大街鲁宏大道交界处	20,000
6	银座济南洪楼店	2008.9.28	济南市花园路 101 号	36,000
7	银座奥特莱斯七里山店	2009.11.26	济南市英雄山路 161 号	32,000
8	济南马鞍山人防店	2010.4.29	济南市经十路至经十一路	35,000
9	银座济宁店	2007.1.26	济宁市太白东路 51 号	42,000
10	银座济宁曲阜店	2007.10.31	曲阜市春秋路与大同路交汇路口	15,000
11	银座济宁广场店	2008.11.30	济宁市太白中路 26 号	30,000
12	银座济宁汶上店	2009.1.17	汶上县圣泽大街东段 99 号	12,000
13	银座枣庄滕州店	2004.12.18	滕州市大同路南首	12,000
14	银座枣庄滕州店西馆	2009.8.28	滕州市大同路南首西侧	26,000
15	银座枣庄华山店	2010.4.10	枣庄市市中区建华路华山路交汇处	20,000
16	银座日照广场店	2004.11.28	日照市海曲西路 155 号	12,000
17	银座日照商城店	2006.1.18	日照市新市区北京路与泰安路交处	30,000
18	银座聊城高唐店	2007.4.29	聊城市高唐县天齐庙商城	8,000
19	银座聊城临清店	2007.5.28	聊城市临清县青年路永清路路口	11,000
20	银座聊城东阿店	2007.12.28	东阿县阿胶街与中心街交叉口	7,000
21	银座潍坊安丘店	2005.4.28	安丘市潍安路 178 号	16,000
22	银座临沂平邑店	2005.9.2	临沂市平邑县莲花山路	13,000
23	银座菏泽巨野店	2009.1.10	巨野县人民路中段新华路西	9,000
24	银座河北邢台店	2007.7.20	河北邢台市中兴东大街 198 号	35,000
25	银座河南濮阳店	2009.1.16	河南濮阳市黄河路长庆路交汇处	25,000
面积总计				583,000

资料来源：公司网站、东莞证券研究所

7. 新项目较多 导致资金压力加大

近年来公司一直处于高速发展期，为缓解资金压力，公司先后实施了配股融资和非公开发行。（1）2007 年公司按每 10 股配 3 股的比例实施配股方案，募集资金 7.91 亿元。该配股资金先后用于公司开设新店，以及收购河北石家庄东购 55.14% 股权。（2）2010 年 3 月，公司完成 2009 年度非公开发行，收购淄博银座商城股份有限公司 100% 股权和建设振兴街 SHOPPINGMALL 项目，募集资金总额约 12.13 亿元，其中募集现金净额 6.5 亿元。

2010 年公司多个大型项目建设启动，包括济南振兴街 SHOPPING MALL、德州宁德、青岛银座中心、威海自建项目、烟台招远金晖银座商贸中心等，公司面临较大的资金压力。2010 年 3 月底公司银行借款较年初增加 4.98 亿元，其中短期借款增加 2.48 亿元，长期借款增加 2.5 亿元。银行借款增加致使公司利息支出相应增加，财务费用率较上年同期提升 0.44 个百分点。不过另一方面，我们看到：2010 年 3 月末公司资产负债率为 64.25%，甚至较 2009 年末下降近 7 个百分点，显示公司的财务结构仍属正常。

8. 首次给予“推荐”评级

基于本文对公司各项业务发展前景的分析，我们分两大块内容对公司整体业绩预测：一块是纳入母公司核算的地区业务，包括济南、潍坊、莱芜、德州和菏泽地区；一块是全资或控股子公司，包括淄博

银座、泰安银座、滨州银座、东营银座、临沂银座、河北石家庄东购。由于目前尚无法获得更为详细的信息，我们在本次预测中没有考虑大股东资产注入预期，以及青岛、威海、招远、德州宁德项目的因素。

由于近年来公司开设新店较多，并且多个“商业+地产”项目启动，短期来看公司业绩在一定程度上尚受到抑制；不过长期来看，我们认为外延扩张将有利于巩固公司在山东区域市场的竞争优势。我们预计公司 2010 年至 2012 年的每股收益依次为 0.84 元、1.11 元、1.31 元，对应的市盈率为 31.17 倍、23.62 倍、19.74 倍，首次给予“推荐”投资评级，建议投资者长期予以关注。从基本面角度上来说，公司的看点有（1）2010 年 3 月收购淄博 6 家成熟门店，增厚公司业绩。（2）泰安总店扩容项目投入运营，边际效益提高。（3）济南振兴街购物中心项目长期来看发展潜力较大。（4）存在大股东鲁商集团的超市百货资产注入预期。

风险提示：（1）门店选址风险；（2）公司扩张步伐较快，新店的培育费用对短期业绩拖累较大；（3）公司新项目较多，资金压力较大；（4）胶东半岛市场的拓展可能会面临激烈的竞争压力；（5）大盘系统性风险，零售股存在补跌的可能。

表 27：银座股份母公司业绩预测（含各地分公司）

	分公司营业收入	增速	归属于母公司净利润	净利润率	毛利率	毛利额
2009	2,307,124,534.88	—	44,988,928.43	1.95%	15.34%	353,845,691.93
2010E	2,734,248,285.38	18.51%	43,747,972.57	1.60%	15.04%	411,270,870.38
2011E	3,565,607,275.00	30.41%	58,832,520.04	1.65%	15.09%	538,100,451.34
2012E	3,814,683,347.00	6.99%	72,478,983.59	1.90%	15.31%	584,022,796.40

资料来源：东莞证券研究所

表 28：银座股份各地子公司业绩预测

	营业收入	增速	归属于母公司净利润	净利润率	净利润	增速
2009	4,642,280,258.05	—	162,752,450.00	3.76%	174,675,200.00	—
2010E	5,910,224,974.67	27.31%	198,496,658.14	3.59%	212,266,658.14	21.52%
2011E	6,917,756,588.00	17.05%	260,714,201.85	3.98%	275,654,651.85	29.86%
2012E	7,505,840,631.70	8.50%	305,316,515.17	4.28%	321,324,140.17	16.57%

资料来源：东莞证券研究所

表 29：银座股份业绩预测（合并）

	合并营业收入	增速	归属于母公司净利润	增速	EPS	市盈率
2009	6,949,404,792.93	—	207,741,378.43	—	0.72	36.40
2010E	8,644,473,260.04	24.39%	242,244,630.71	16.61%	0.84	31.17
2011E	10,483,363,863.00	21.27%	319,546,721.89	31.91%	1.11	23.62
2012E	11,320,523,978.70	7.99%	377,795,498.76	18.23%	1.31	19.74

资料来源：东莞证券研究所

附表：财务报表预测与比例分析

利润表					现金流量表				
科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	5,242.64	8,644.86	10,483.63	11,321.27	净利润	114.68	257.07	336.04	401.34
营业成本	4,263.38	7,002.34	8,439.32	9,113.62	折旧与摊销	141.23	178.83	215.70	217.50
营业税金及附加	34.03	112.38	136.29	147.18	财务支出	69.99	9.58	138.51	180.49
销售费用	526.62	864.49	1,048.36	1,132.13	投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	181.64	172.90	251.61	233.22	净营运资本变动	-210.02	-420.72	-205.44	-100.50
财务费用	74.02	150.00	160.00	160.00	经营活动现金流	114.09	24.76	484.81	698.83
资产减值损失	0.41	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1,186.63	-131.65	-410.20	-1,884.20
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	其它投资	0.13	0.00	0.00	0.00
营业利润	162.56	342.76	448.05	535.13	投资活动现金流	-1,186.50	-131.65	-410.20	-1,884.20
利润总额	157.61	342.76	448.05	535.13	股权融资	1.50	-96.35	0.00	0.00
减 所得税	42.94	85.69	112.01	133.78	债券融资	2,680.60	2,271.46	551.63	251.29
净利润	114.68	257.07	336.04	401.34	股利分配及其它	-109.65	-51.08	-193.26	-246.00
减 少数股东损益	-4.21	13.00	14.00	16.00	筹资活动现金流	2,572.45	2,124.04	358.37	5.30
归母公司净利润	118.89	244.07	322.04	385.34	货币资金净变动	1,500.04	2,017.14	432.98	-1,180.07

资产负债表					主要财务比率				
科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	科目	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	826.39	2,659.71	3,092.69	1,912.62	成长能力(YOY)				
应收账款	1.32	0.00	0.00	0.00	营业收入	0.00%	106.10%	21.27%	7.99%
预付账款	92.82	140.05	168.79	182.27	营业利润	-19.66%	99.67%	30.72%	19.43%
存货	1,107.56	1,728.97	2,096.73	2,264.25	归母公司净利润	-12.90%	78.81%	31.95%	19.66%
其它	40.62	86.45	104.84	113.21	盈利能力				
流动资产合计	2,068.71	4,615.17	5,463.04	4,472.36	销售毛利率	18.68%	19.00%	19.50%	19.50%
长期股权投资	1.70	2.00	2.00	2.00	销售净利率	2.27%	2.82%	3.07%	3.40%
固定资产合计	1,790.81	2,000.00	2,300.00	2,500.00	ROE	7.51%	16.15%	17.97%	18.11%
长期待摊费用	317.58	138.76	83.25	49.95	ROIC	10.63%	17.40%	10.10%	9.75%
其它	1,315.53	11.50	11.50	1,511.50	偿债能力				
非流动资产合计	3,425.62	2,152.26	2,396.75	4,063.45	资产负债率	71.21%	77.67%	77.20%	75.07%
资产总计	5,494.33	6,767.43	7,859.79	8,535.81	流动比率	0.59	1.05	1.06	0.81
短期借款	1,747.60	2,593.46	3,145.09	3,396.38	速动比率	0.27	0.66	0.65	0.40
应付账款	689.63	700.23	843.93	911.36	营运能力				
预收款项	100.83	140.05	168.79	182.27	资产周转率	1.39	1.74	1.43	1.38
其它	965.21	962.85	999.85	1,007.82	存货周转率	7.16	6.07	4.41	4.18
流动负债合计	3,503.27	4,396.59	5,157.65	5,497.84	应收账款周转率				
长期借款	410.00	410.00	410.00	410.00	每股指标				
其它	-410.00	-368.00	450.00	500.00	每股收益	0.41	0.84	1.11	1.33
非流动负债合计	0.00	42.00	860.00	910.00	每股经营现金流	0.39	0.09	1.68	2.42
负债合计	3,913.27	5,256.59	6,067.65	6,407.84	每股净资产	4.21	4.50	5.43	6.54
实收资本	235.08	235.08	235.08	235.08	每股股利	0.07	0.14	0.19	0.23
资本公积	550.46	550.46	550.46	550.46	估值指标				
留存收益及其它	796.52	725.33	1,006.62	1,342.45	PE	63.99	31.17	23.62	19.74
所有者权益合计	1,582.07	1,510.87	1,792.16	2,128.00	PB	6.25	5.85	4.85	4.03
负债和权益总计	5,495.33	6,767.46	7,859.82	8,535.84	EV/EBITDA	20.94	11.79	9.61	8.68

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

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，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内，本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明出处为东莞证券研究发展中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119455

传真：(0769) 22119453

网址：www.dgzq.com.cn