

商业贸易/零售  
(450101)

## 银座股份 (600858)

买入

第二只靴子终于落地，成长空间和估值空间充分打开！

上调评级

2006年4月14日

公司研究/深度研究

市场数据：

收盘价(元)	7.07
一年内最高/最低(元)	8.48/4.3
上证指数/深证成指	1269/3300
市净率	4.54
息率%(分红/股价)	

流通市值(万元) 48043.20

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2005年12月31日

每股净资产(元)	1.5565
资产负债率%	60.91
总股本/流通A股(万股)	12135/6795
流通B股/H股(万股)	0/0

相关研究：

《银座股份调研报告 - 潜在集团商业资产注入带来一份期权价值》

2005年11月

金泽斐

(8621) 63295888 x 431

[jinzefei@sw108.com](mailto:jinzefei@sw108.com)

联系人

胡浩平

(8621) 63295888 x 450

[hahaoping@sw108.com](mailto:hahaoping@sw108.com)

地址：上海市南京东路99号

电话：(8621) 63295888

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.sw108.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	主营业务收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主营业务利润率	净资产收益率	市盈率
2004A	649	560.33	22	530.40	0.18	15.5	16.17	39
2005A	1583	143.93	46	107.81	0.38	15.9	24.45	19
2006E	1884	19.01	59	26.93	0.49	15.1	22	15
2007E	2177	15.55	75	27.26	0.62	14.9	22	11

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

●之前影响我们对公司谨慎判断的第二只靴子终于落地，银座股份的成长空间和估值空间充分打开！股改对价10送1.5及未来两年业绩承诺增强投资者信心，集团零售资产注入允诺消除之前不明确因素。

●幅员辽阔的山东省为银座股份的快速扩张提供了较大的增长空间。山东经济的高速发展、省“十一五规划”加大对商业流通业的政策支持，以及各经济圈城市化进程的加快，均构成了银座在山东当地独一无二的竞争优势。而经验丰富的管理团队、稳健有效的扩张战略和强商品组合能力及采购优势是公司业绩持续增长的内在驱动力。

●银座股份未来三年的CAGR将达到26.66%，以停牌前的7.07元计算，06年动态PE仅为15倍，考虑到1.5的股改对价效应，实际PE仅为13倍，05-08年的PEG仅为0.55，属于零售公司中为数不多成长性良好，估值仍极具吸引力的投资品种。

●估值和投资评级：以06年0.49元EPS和18倍PE测算，公司股票的合理价值应在8.82元，股价相较目前除权后的6.15元（停牌除权前7.07元）仍有40%以上的上升空间，上调评级至买入，风险较低。

一年内股价和大盘对比走势：



## 1 我们之前对银座股份偏谨慎的理由

我们曾于 2005 年 11 月调研了山东济南的银座股份( 600858 ),并出具了《潜在的集团资产注入提供了一份期权价值 - 银座股份调研报告》。我们当初对公司价值判断的基本结论是：

**尽管我们认为目前二级市场股价部分反映了公司的内在价值,但结合未来资产注入带来的期权价值,我们建议投资者在 7 元以下增持。同时需关注公司的股改进程和集团资产注入的方式及价格,这将是影响公司股价表现的最大风险因素或催化剂。(详见 2005 年 11 月 10 日《银座股份调研报告》)**

05 年 11 月以来,公司股价走势基本符合我们的判断,而当初限制我们对公司股票投资建议做出更乐观判断的因素主要有：

1、公司从 s t 渤海重组而来,大股东对上市公司的重组成本较高,加上较低的控股比例,因此之前市场普遍预期公司股改对价不高(平均 10 送 1)；

2、市场预期公司未来业绩的亮点主要来自集团 13 家优质零售门店的持续注入,但大股东始终没有明确表态这些资产注入的时间、方式及价格,特别是考虑到大股东重组 st 渤海所付出的代价,投资者普遍对资产注入不甚乐观;

3、公司自身百货零售门店的扩张计划及盈利前景不够明晰,导致盈利的可测性较低,也因此我们前次报告对公司盈利情况做了情景分析。

但随着银座股份股改的逐步推进,大股东山东省商业集团态度的渐趋明朗,以上这些制约因素正在渐渐消除。

## 2 当第二只靴子终于铿锵落地的时候。。

银座股份推出的股改方案为：

1、流通股股东每 10 股获得 1.5 股；

2、业绩承诺：06、07 年公司经营性净利润均比上年增长 25%以上,如果达不到业绩目标则追送 0.5 股；

3、其他限售承诺。

股改方案中大股东实际送出率达到 20%,业绩承诺增加了对价的含金量,并且提高了投资者对公司未来业绩的可预期性。(公司业绩承诺中并不包含集团资产注入带来业绩增量,主要取决于公司自身的门店扩张。)

当初大股东重组 st 渤海所花代价不菲,比如东营银座当初的收购成本为 5000 万,年贡献净利润就达 2100 万,而目前净资产已达 8500 万左右,泰安银座

收购价格 3900 万，年净利润 1800 万，目前净资产 6000 万。（具体数据详见表 6）考虑到低价注入的优质商业资产及大股东目前的送股能力，我们认为公司股改对价水平基本合理。并且这一方案基本消除了之前市场对公司所有不确定性的预期，有利于增强投资者对公司未来发展前景的信心。

**表 1；集团门店资产简要收益数据**

银座集团	济南	滕州	滨州	淄博	日照 2	平易	枣庄	淄川	北园广场	北园家居	济南八一	安丘
开业时间	1996.6	2005	2004	2003.5	2004/2005	2004	2005	2006	2002.9	2003	2001	2005
面积	50000	10000	20000	45000	25000	10000	10000	10000	30000	50000	15000	10000
正常盈利	7000	300	500	2000	1000	300	300	300	800	1000	500	300
每股收益	0.577	0.025	0.041	0.165	0.082	0.025	0.025	0.025	0.066	0.082	0.041	0.025

资料来源：公司调研(日照有两家门店，为合计数)

在与机构投资者沟通时，大股东另外承诺，从避免同业竞争和扶持上市公司角度考虑，集团公司拥有的 13 家优质商业门店将逐步注入上市公司，注入原则为成熟优质门店先行进入，新开培育门店后续注入，方式主要以向大股东定向增发和向流通股增发为主，具体进程及方案将视未来证券市场融资政策的趋向而定，并且会充分尊重流通股股东的意愿。同时大股东在沟通时还承诺，未来门店资产的注入不会完全以评估作价为基准，也会考虑以账面净资产加适当费用等结合定价方式注入上市公司，这将适当降低资产的收购成本，增强上市公司业绩增长的可持续性，也为公司连锁百货迅速形成规模效应和地区优势奠定坚实的基础。

**表 2；集团零售资产收购估值测算**

集团零售资产	净利润	每股收益	净资产	购入价格	实现净利润	收购 PE
万元、元	14300	1.179	80000	128000	9500	13.47

资料来源：申万研究所测算

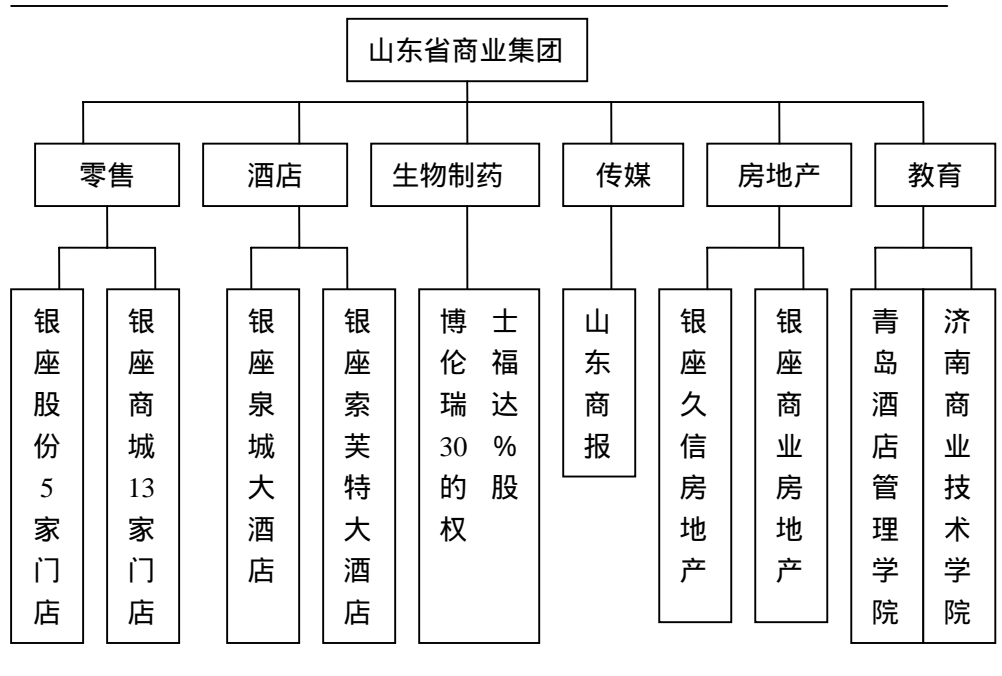
目前集团拥有的百货零售门店盈利完全正常化后将可给上市公司带来约 1.43 亿元净利润，折合每股收益 1.18 元，这些门店目前净资产为 8 亿元。假设在目前净资产基础上溢价 60% 进行收购（未来由于门店盈利增加会提升净资产，所以这个溢价并不过多），收购成本将达到 12.8 亿元，考虑到每年会新增 4800 万的股权投资差额，收购实现的净利润为 9500 万元，收购的定价估值为 13.47 倍 PE，远远低于市场对零售公司的定价水平。

由此之前影响市场对公司估值折价的因素，比如银座股份未来的业绩增长、集团资产注入等不明确因素基本消除，“**第二只靴子终于铿锵落地，公司成长空间和估值空间充分打开，投资价值豁然凸现！**”

另外值得一提的是公司大股东山东省商业集团实力雄厚，集团隶属于山东省直属的 12 家大型企业集团之一，政府的资源支持和实业资产众多是其最大的亮

点。旗下拥有零售、房地产、传媒、生物制药和酒店等优质资产，如果零售资产整合顺利，不排除将来集团实现整体上市的可能。

图 1：山东商业集团优质资产众多



资料来源：申万研究所

### 3 根植山东的商业龙头成长前景看好

幅员辽阔的山东省为银座股份的快速扩张提供了较大的增长空间。

山东省共划分为济南、青岛、淄博、枣庄、东营、烟台、潍坊、济宁、泰安、威海、日照、莱芜、临沂、德州、聊城 15 个省辖市，滨州、菏泽 2 个地区；139 个县级行政单位，其中 45 个市辖区、33 个市、61 个县。截止 2005 年底，人口数量 0.9248 亿。根据《山东省国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要草案及说明》显示，在未来五年内，山东将对半岛城市群和济南都市圈进行重新部署，在全省构造“一群一圈一带”的格局，目标是在 2010 年使城市化水平达到 50%。

“一群”是指东部的“半岛城市群”，范围包括青岛、威海、烟台、潍坊、日照、淄博、东营等 8 个地级市。根据规划，半岛城市群的定位是形成国际化都市群，将以加快打造现代化城市群和制造业基地品牌为目标，突出“开放、融合、发达”的区域特色，成为全国“开放程度最高、发展活力最强、最具核心竞争力的地区之一”。

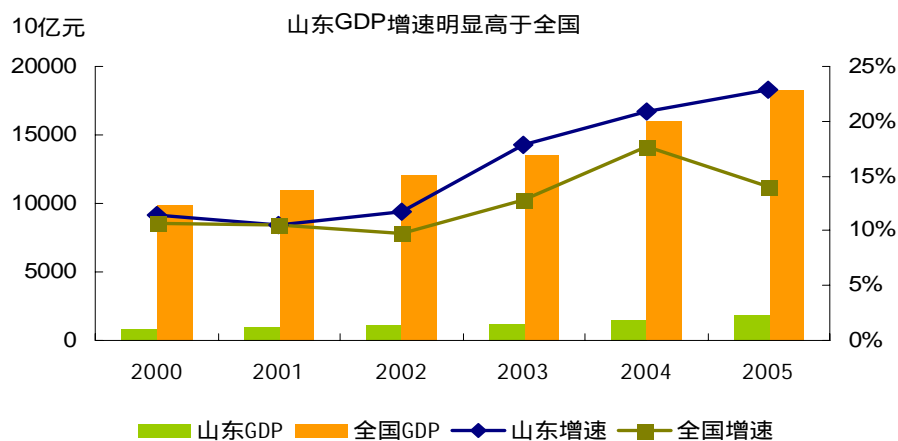
“十一五”期间将上马青、烟、威城际间轨道交通工程，使三市形成一小时交通圈。同时，全长 380 公里的济青客运专线计划今年将开工，2008 年奥运会前

建成通车，济南到青岛的第二条高速公路也已经开工建设。到 2010 年，半岛城市群 8 市计划生产总值达到 21000 亿元左右，人均 GDP6000 美元，城市化水平 55% 左右。

“一圈”即**济南都市圈**，这是山东省将要打造的全省区域经济发展新的增长点。对济南的定位是，加快发展高层次服务业、高新技术产业和技术资金密集制造业，建成区域性金融中心、高新技术研发扩散中心和全国重要的物流中心，成为中部崛起的强大辐射带动源，带动辐射**淄博、泰安、莱芜、德州、聊城、滨州**。下一步，都市圈内将建设和完善一体化交通网络。

“一带”指的是**鲁南城市带**，主要由原先的**济宁、枣庄、菏泽**又延伸至沿海城市**临沂、日照**，鲁南城市带 5 城市的总面积扩大到了 33967 平方公里，人口数量 3310 万人，分别占山东全省的 17.5%和 36%。

图 2：山东 GDP 增速明显高于全国



资料来源：CEIC

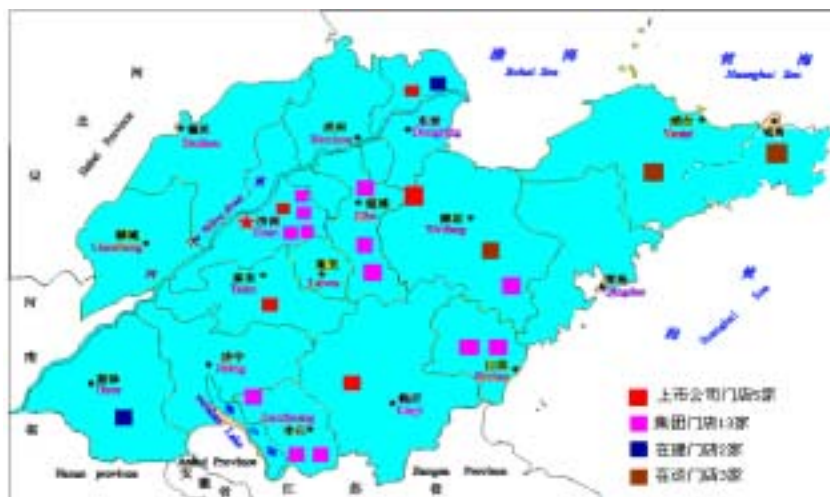
银座股份上市公司目前拥有 5 家开业门店，济南泉城店、东营店、泰安店、临沂店和青州店，在建两门店分别为东营购物广场和菏泽银座。菏泽银座 06 年年中可能开业，东营购物广场可能会延至 06 年年末开业。另外公司还有烟台、潍坊和威海等地级市的在谈项目，我们判断公司每年将保持 2 家以上的门店扩张速度。

集团对零售业发展的战略目标是：06 年基本完成对山东 17 个地市级的网络覆盖，未来争取每个地区开业 2-3 家百货门店，达到对当地市场的有效控制。同时会逐步加大对县级市场的渗透，完成对山东二线城市的门店布局。

征对山东当地居民喜欢“大而全”的消费习惯，公司“百货+超市”的经营模式，既有效满足了消费者需求，又充分覆盖了当地不同的消费层次，增加了公

司对当地零售市场的控制力。利用银座百货在当地的美誉度和品牌影响力，公司打造的综合一揽子购物解决方案使得银座成为当地零售市场最成功的企业之一。

图 3：集团及公司门店分布



资料来源：申万研究所

这种成功不仅来自公司连锁战略方向的清晰，更有对自身客户的深入了解。公司每家门店都拥有将近 3 万平米舒适的购物环境，占土地面积一半的宽敞的停车位、2-3 万种商品选择和完善的相关服务配套设施，这些都极大激发了山东当地较高收入阶层的购买欲望。中高端百货的目标定位有效保证了公司门店收入及利润的持续增长。

公司管理团队拥有 10 年以上的零售管理经验，对山东当地的消费文化相当熟悉，并能不断根据需求变化及经济发展差异研究和调整各个城市门店的商品组合，达到门店的商品配置与市场需求高度一致，并使商品品种达到最佳的深度和丰富度，这是公司相对于其他对手（包括已进入和打算进入山东的零售商）最大的竞争优势所在。06 年集团还将在济南西郊新建物流配送中心，并可开展第三方物流。

表 3：公司各门店收入及利润构成

	04 年收入	04 年利润	05 年收入	坪效	05 年利润	05 年毛利率
济南泉城店	23577	727	71516	2.26	3807	17.09%
东营银座	11134	1300	39330	1.47	2126	15.79%
泰安银座	30174	1566	34749	2.32	1833	15.59%
临沂银座			11676	0.48	(1976)	15.95%
青州银座			1000	0.07	(642)	14.46%
合计	64885	3306	158271		5148	16.34%

资料来源：公司年报（此处坪效按建筑面积简单测算）

我们坚定看好银座股份在山东省拓展零售业的长期发展前景，相较于目前很多连锁百货在核心城市门店租赁和并购的扩张模式，我们对银座在山东二三线城市的稳健扩张更放心。竞争风险小、经验风险低，4:6 的自建和租赁的扩张模式最低程度降低了商业并购风险，各门店商业文化的统一、采购优势的共享和扩张经营模式的更易复制性是我们看好银座的根本理由。

总体而言，山东经济的高速发展、省“十一五规划”加大对商业流通业的政策支持（降低第三产业水电费收费标准、商务部长期信贷资金的扶持等等），以及各经济圈城市化进程的加快，均构成了银座在山东当地独一无二的竞争优势。而经验丰富的管理团队、稳健有效的扩张战略和强商品组合能力及采购优势是公司业绩持续增长的内在驱动力。

## 4 兼具价值及成长的连锁百货龙头

重组前 st 渤海亏损严重，公司未分配利润一直以红字呈现，由此导致公司股东权益（净资产）相比其他零售公司大幅偏低，因此银座在正常盈利水平下创造较高的 ROE 就显得较正常了。

**表 4：公司盈利能力较强、现金流充沛**

单位：万元	2003	2004	2005
净利润	352.49	2222.06	4617.71
未分配利润	-11795.52	-9911.14	40.23
股东权益	8782.54	13744.13	18887.58
ROE	4.01%	16.17%	24.45%
现金	5752.40	15288.08	15515.43
银行贷款	2125.00	7500.00	6500.00
净负债	-3627.40	-7788.08	-9015.43

资料来源：申万研究所

公司目前拥有 5 家门店，3 家门店拥有自有物业及土地使用权。所置入的土地面积中，一半用来盖商业门店，另一半则成为停车场及休闲空地。根据我们对山东当地商业物业及土地作价的保守测算，公司门店资产价值达到 8 亿元，重估净资产值为 7.39 元，RNAV 为公司价值提供了较好的支撑。

**表 5：公司自有门店物业重估**

万元	开业时间	收购成本	账面净资产	建筑面积：平米	建筑均价	土地面积：亩	土地均价	价值合计
东营银座	2003.4	5000	8500	32765	0.8	40	100	28212
泰安银座	2000.12	3900	6000	30646	0.8	15	100	25267
菏泽银座	2006.7	7700		42000	0.6	40	100	27200

资料来源：公司调研(土地价值重估按一半面积测算)

表 6：公司重估净资产值并不低

单位	资产价值	净负债	总股本	RNAV
万元、万股、元	80679.02	-9015.43	12134.67	7.39

资料来源：申万研究所

未来三年，公司盈利增长主要来自临沂及青州店的扭亏及新开门店带来的业绩增长。公司临沂门店地处交通枢纽，当地批发市场的繁荣带动了居民收入的高涨，因此市场购买力十分强劲，但当地消费习惯仍带有一定的传统色彩，由此导致 05 年公司偏高档的经营定位并不能最有效契合当地的消费需求。由于较早就意识到了这个问题，因此公司一直在根据市场需求调整商品结构，经过半年的摸索和磨合，临沂门店目前已走上了单月盈利的道路，06 年盈亏平衡可期。

表 7：公司未来三年盈利预测

万元	2006E		2007E		2008E	
	收入	净利润	收入	净利润	收入	净利润
济南泉城店	75077	4052	77401	4117	79842	4236
东营银座	43200	2571	47490	2891	49850	3186
泰安银座	36486	1809	38311	2029	40226	2149
临沂银座	19622	-69	24528	650	36791	1343
青州银座	9000	59	15000	398	22500	611
<b>荷泽及新门店</b>	<b>5000</b>	<b>-2100</b>	<b>15000</b>	<b>-2000</b>	<b>25000</b>	<b>-1500</b>
合计	188385	6321	217730	8084	254209	10026

资料来源：申万研究所

济南泉城店基本保持稳定增长，东营店仍有内生增长的空间，泰安店由于市场渐趋成熟，盈利基本保持稳定，另外公司目前还正在筹建泰安二店。

我们预测 06 年开业的荷泽和东营门店亏损 2100 万左右，其中东营购物广场如果年底开出将一次性计入开办费 400 万左右，而这两家门店将在 07、08 年构成公司业绩的最大增量。同时根据年两家门店的扩张计划，公司每年另外还会新增约 1800 - 2000 万元的正常亏损。

表 8：荷泽及新开门店盈利预测

万元	2006E	2007E	2008E
06 荷泽	-1600	-100	500
06 东营	-500	-100	100
07 新开门店		-1800	-100
08 新开门店			-2000
<b>合计</b>	<b>-2100</b>	<b>-2000</b>	<b>-1500</b>

资料来源：申万研究所预测

2005-2009 年公司将保持 25%左右的业绩增速，成为零售板块中增长趋势最为明确的公司之一。我们预计，未来三年公司每股收益将达到 0.49、0.62 和 0.77 元。

表 9: 公司未来四年盈利预测

万元、元	2005	2006E	2007E	2008E	2009E
收入	158270	188385	217730	254209	293525
成本	132415	159267	184465	215369	248231
主营利润税金及附加	643	727	806	908	1012
主营利润	25212	28392	32459	37932	44282
其它业务利润	3382	2450	2450	2450	2450
期间费用	19400	20369	22373	25383	28208
营业利润	6117	8737	10221	11694	14099
利润总额	9194	10473	12536	15000	18523
所得税	4178	4153	4451	4924	6310
少数股东权益	381	437	597	729	850
净利润	4636	5884	7488	9347	11363
增长		26.93%	27.26%	24.82%	21.57%
股本：万股	12130	12130	12130	12130	12130
每股收益	0.38	0.485	0.617	0.771	0.937

资料来源：申万研究所

## 5 估值最具吸引力的零售投资品种

银座股份未来三年的 CAGR 将达到 26.66%，以停牌前的 7.07 元计算，06 年动态 PE 仅为 15 倍，考虑到 1.5 的股改对价效应，实际 PE 仅为 13 倍，05-08 年的 PEG 仅为 0.55，属于零售公司中为数不多成长性良好，但估值仍极具吸引力的投资品种。

从相对估值角度看，我们更倾向于将银座股份与大商股份、百联股份、南京中商和王府井等连锁百货类公司做对比。可以明显发现，百联股份、大商股份、王府井等连锁百货类公司 06 年的平均 PE 已达到 25 倍左右，而香港上市的百盛商业更是高达 40 倍 PE。

表 10：银座股份 PEG 处于同类公司最低水平

百货类	公司	股价	05EPS	06EPS	07EPS	08EPS	05P/E	06P/E	07P/E	08P/E	PEG	评级
600858	银座股份	7.07	0.38	0.49	0.62	0.77	19	15	11	9	0.55	买入
600694	大商股份	25.12	0.83	1.09	1.36	1.57	30	23	18	16	0.98	增持
600631	百联股份	5.92	0.18	0.23	0.26	0.30	34	26	22	20	1.33	观望
600280	南京中商	10.34	0.33	0.43	0.51	0.60	31	24	20	17	1.42	无评级
600628	G 新世界	7.50	0.29	0.39	0.47	0.52	26	19	16	14	0.91	增持
	A 股平均						28	21	18	15	1.04	

3368	百盛商业	26.15	0.45	0.69	0.92	1.14	61	40	29	24	1.08	
<b>家电类</b>	<b>公司</b>	<b>股价</b>	<b>05EPS</b>	<b>06EPS</b>	<b>07EPS</b>	<b>08EPS</b>	<b>05P/E</b>	<b>06P/E</b>	<b>07P/E</b>	<b>08P/E</b>	<b>PEG</b>	<b>评级</b>
002024	G 苏宁电器	30.75	1.05	1.64	2.09	2.39	29	19	15	13	0.60	增持
0493	国美电器	7.90	0.22	0.31	0.37	0.42	38	26	22	20	1.07	
0503	中国永乐	3.85	0.13	0.18	0.22	0.25	30	23	18	16	0.96	
	H 股平均						34	24	20	18	1.02	
<b>超市类</b>	<b>公司</b>	<b>股价</b>	<b>05EPS</b>	<b>06EPS</b>	<b>07EPS</b>	<b>08EPS</b>	<b>05P/E</b>	<b>06P/E</b>	<b>07P/E</b>	<b>08P/E</b>	<b>PEG</b>	<b>评级</b>
600361	G 华联综超	13.06	0.40	0.51	0.61	0.67	33	26	22	19	1.33	观望
000759	G 武汉中百	8.31	0.23	0.35	0.45	0.54	36	24	19	15	0.74	无评级
600827	友谊股份	8.43	0.32	0.37	0.44	0.51	26	23	19	16	1.37	增持
	如 10 送 2.5						21	18	15	13	1.09	
	A 股平均	9.93	0.32	0.41	0.50	0.57	32	23	19	16	1.13	
0980	联华超市	9.30	0.40	0.47	0.59	0.72	24	20	16	13	0.92	
8277	物美商业	28.15	0.58	0.85	1.09	1.23	51	35	27	24	1.21	
	H 股平均						37	28	22	19	1.07	

资料来源：申万研究所(其中：G 综超已考虑增发摊薄 30%，G 中百未考虑增发)

尽管我们不完全赞同拿香港的零售估值直接套用国内 A 股市场，但稳定的现金流、良好的扩张空间和持续经营带来的业绩增长，的确使得国内很多优质零售公司有理由享受更好的估值定价。我们认为给予优质零售公司（经营风险小、业绩增长明确）06 年动态 18-20 倍 PE 是一个较保守的定价水平。

由于银座股份近年的未分配利润较低，因此我们预期公司未来两年的分红概率较小，所以目前给予银座股份一定的估值折价。以 06 年 0.49 元 EPS 和 18 倍 PE 测算，公司股票的合理价值应在 8.82 元，股价相较目前除权后的 6.15 元（停牌除权前 7.07 元）仍有 40% 以上的上升空间，上调评级至买入，风险较低。

表 11：银座股份各项运营指标居连锁百货类公司较好水平

2005	银座股份	王府井	百联股份	大商股份	南京中商
每股收益	0.381	0.108	0.120	0.831	0.330
每股收益-扣除	0.376	0.111	0.124	0.860	0.400
净资产收益率(%)	24.45	2.66	3.72	10.30	7.48
每股净资产	1.56	4.08	3.22	8.07	4.47
每股经营性现金流	0.680	0.622	0.334	2.722	0.707
每股未分配利润	0.003	0.199	0.321	1.466	0.731
毛利率(%)	16.3	19.0	20.0	15.5	16.8
净利润率(%)	2.9	1.2	2.0	2.8	1.7
资产净利率(%)	8.95	1.27	1.70	3.86	2.23
主营收入增长率(%)	143.9	28.7	216.7	35.0	23.1
主营利润增长率(%)	150.5	28.4	173.7	34.7	20.9
利润总额增长率(%)	201.8	-5.1	87.0	77.8	-10.2
净利润增长率(%)	107.8	47.9	78.5	73.0	-4.4

主营成本比例(%)	83.7	81.0	80.0	84.5	83.2
营业费用比例(%)	9.11	3.11	10.09	2.95	5.29
管理费用比例(%)	2.73	13.24	7.49	11.16	8.00
财务费用比例(%)	0.30	0.96	0.85	1.07	1.27
流动比率	0.70	1.06	0.63	0.50	0.56
速动比率	0.59	0.85	0.47	0.27	0.37
资产负债率(%)	60.9	52.0	43.9	61.4	70.4
现金流动负债比(%)	24.8	14.0	11.1	22.7	7.0
应收帐款周转率	0.0	22.1	55.0	417.4	334.4
存货周转率	41.69	7.89	11.30	9.69	9.74
总资产周转率	3.07	1.04	0.86	1.36	1.32
主营收入现金含量	1.19	1.18	1.21	1.17	1.19
净利润现金含量	1.79	5.74	2.79	3.28	2.12

资料来源：各公司 05 年报（王府井和百联股份采用了 05 三季度报）

### 投资评级的说明

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 投资建议的评级标准
  - 买入：相对强于市场表现15%以上；
  - 增持：相对强于市场表现5% ~ 15%；
  - 观望：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
  - 卖出：相对弱于市场表现5%以下；

**重要声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，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。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归上海申银万国证券研究所有限公司所有。未获得上海申银万国证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“上海申银万国证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。