



批零贸易业/可选消费品

银座股份 (600858)

茂业持续增持有望催化公司资产价值回归

茂业全资子公司中兆投资举牌银座股份公告点评

	童兰 (分析师)	誉猛 (分析师)	林浩然 (分析师)
	021-38676430	021-38676442	021-38674763
	tonglan@gtjas.com	zimeng@gtjas.com	linhaoran@gtjas.com
证书编号	S0880514030009	S0880513120002	S0880514070005

本报告导读:

公司为山东地区商业龙头,其门店及商业网络价值凸显,目前市值被二级市场有所低估,而茂业系持续增持有望催化公司价值回归。

投资要点:

- **投资建议:** 我们预计公司地产结算不达预期,下调公司 2014-2016 年 EPS 为 0.62 (-0.09) / 0.70 (-0.21) / 0.79 (-0.33), 我们认为,作为山东地区商业龙头,公司具备丰富的门店资源、良好的招商能力及强大的品牌影响力,而公司目前 PS0.33X,其价值被二级市场低估较严重,而随着茂业系的持续增持,公司资产价值将逐渐修复到合理水平;此外公司大股东鲁商集团也或存在国企改革预期,未来集团旗下商业、金融等资产不排除注入上市公司,基于此,给予公司 2015PE18X (较可比公司估值溢价仅约 12%), 上调目标价至 12.5 元并维持“增持”。
- **资产价值突出,茂业系持续增持有望催化公司价值回归。** 2014/11/26 至 2015/1/9, 短时间内茂业国际通过旗下全资子公司中兆投资累计增持银座股份 10% 股权,成为公司第二大股东,且未来 12 个月不排除继续增持。而至 2014Q3, 银座股份旗下已有门店 144 家 (包括 44 家托管门店), 门店及网络价值凸显,且公司年销售规模约 150 亿元,目前公司市值仅约为 50 亿元,对应 PS 约 0.33, 低于行业平均水平。我们认为公司资产价值突出,茂业系的持续增持也体现出实业资本对其价值的强烈认同,公司价值有望随之回归合理水平。
- **国企改革大势所趋,庞大商业集团助力成就大市值商业公司。** 公司大股东为鲁商集团,旗下商业资源丰富,且为解决同业竞争,集团旗下银座商城未来仍有望注入上市公司体内,大市值商业公司可期。
- **风险提示:** 茂业国际停止增持,国企改革推进低于预期。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	13,536	14,218	14,360	14,791	15,530
(+/-)%	24%	5%	1%	3%	5%
经营利润 (EBIT)	669	619	568	599	637
(+/-)%	114%	-8%	-8%	6%	6%
净利润	347	266	321	366	410
(+/-)%	200%	-23%	20%	14%	12%
每股净收益 (元)	0.67	0.51	0.62	0.70	0.79
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	4.9%	4.4%	4.0%	4.1%	4.1%
净资产收益率 (%)	13.4%	9.5%	10.6%	11.1%	11.4%
投入资本回报率 (%)	10.9%	7.7%	10.2%	10.1%	12.2%
EV/EBITDA	7.5	7.9	8.7	8.5	7.3
市盈率	14.8	19.2	15.9	14.0	12.5
股息率 (%)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **12.50**

上次预测: 9.00

当前价格: 9.83

2015.01.11

交易数据

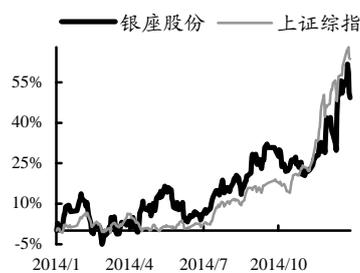
52 周内股价区间 (元)	6.25-10.67
总市值 (百万元)	5,112
总股本/流通 A 股 (百万股)	520/518
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	10.88
日均成交值 (百万元)	97.83

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,977
每股净资产	5.72
市净率	1.7
净负债率	98.76%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.22	0.27
Q2	0.11	0.04
Q3	0.05	0.07
Q4	0.14	0.24
全年	0.51	0.62

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	16%	15%	46%
相对指数	1%	-23%	-18%

相关报告

《盈利能力持续改善,商业主业增速稳定》
2014.08.27

《盈利能力改善拉动当期业绩高增长》
2014.04.24

《新店培育及财费压力缓和,业绩改善可期》
2014.03.18

模型更新时间: 2015.01.11

股票研究

可选消费品
批零贸易业

银座股份 (600858)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 12.50

上次预测: 9.00

当前价格: 9.83

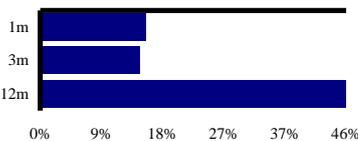
公司网址

www.yinzuostock.com

公司简介

公司作为区域性商业零售龙头企业,在山东省内的二三线城市稳步实施“百货+大卖场”的扩张战略,扩展各地门店,公司目前在山东济南、菏泽、潍坊和东营等地已拥有多家百货门店。公司“百货+卖场”的商业模式迎合了山东本地居民“大而全”的消费习惯,在省内各地成功复制,已树立了强大的品牌优势,具备较强的竞争优势。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

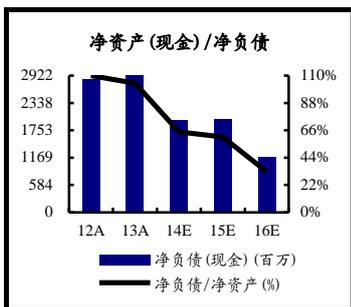
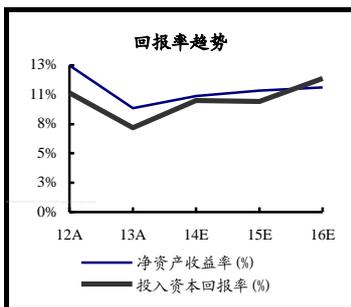
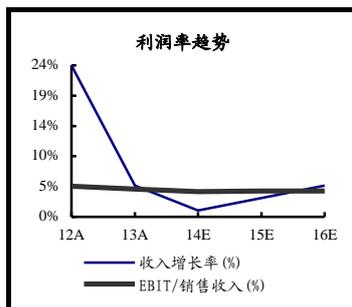
6.25-10.67

市值 (百万)

5,112

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	13,536	14,218	14,360	14,791	15,530
营业成本	10,977	11,558	11,589	11,929	12,518
税金及附加	191	148	149	153	161
销售费用	1,414	1,570	1,716	1,760	1,848
管理费用	285	323	339	349	367
EBIT	669	619	568	599	637
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	214	198	161	130	109
营业利润	448	417	406	469	528
所得税	121	167	111	127	143
少数股东损益	-5	-11	-11	-13	-15
净利润	347	266	321	366	410
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,408	1,748	1,102	60,253	928
其他流动资产	1	1	0	0	0
长期投资	1,240	1,237	1,237	1,237	1,237
固定资产合计	4,096	4,310	4,282	4,262	4,252
无形及其他资产	2,259	2,244	2,213	2,182	2,151
资产合计	11,743	12,461	11,388	11,151	11,388
流动负债	7,103	7,477	6,949	6,663	6,809
非流动负债	1,718	1,839	1,089	889	689
股东权益	2,585	2,815	3,031	3,294	3,599
投入资本(IC)	4,526	4,830	4,080	4,365	3,826
现金流量表					
NOPLAT	494	374	417	441	468
折旧与摊销	386	394	245	236	227
流动资金增量	439	-118	417	-336	497
资本支出	-675	-786	-171	-174	-175
自由现金流	644	-136	908	167	1,017
经营现金流	668	955	1,341	393	1,235
投资现金流	-675	-804	-171	-174	-175
融资现金流	579	84	-1,817	-719	-734
现金流净增加额	572	235	-647	-499	326
财务指标					
成长性					
收入增长率	24.1%	5.0%	1.0%	3.0%	5.0%
EBIT 增长率	113.9%	-7.5%	-8.2%	5.6%	6.3%
净利润增长率	199.6%	-23.1%	20.3%	14.2%	12.0%
利润率					
毛利率	18.9%	18.7%	19.3%	19.4%	19.4%
EBIT 率	4.9%	4.4%	4.0%	4.1%	4.1%
净利润率	2.6%	1.9%	2.2%	2.5%	2.6%
收益率					
净资产收益率(ROE)	13.4%	9.5%	10.6%	11.1%	11.4%
总资产收益率(ROA)	3.0%	2.1%	2.8%	3.3%	3.6%
投入资本回报率(ROIC)	10.9%	7.7%	10.2%	10.1%	12.2%
运营能力					
存货周转天数	90	76	76	76	76
应收账款周转天数	0	0	0	0	0
总资产周转天数	305	311	303	278	265
净利润现金含量	1.93	3.58	4.18	1.08	3.01
资本支出/收入	5%	6%	1%	1%	1%
偿债能力					
资产负债率	75.1%	74.8%	70.6%	67.7%	65.8%
净负债率	110.1%	103.8%	64.9%	60.8%	32.6%
估值比率					
PE	14.8	19.2	15.9	14.0	12.5
PB	2.0	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	7.5	7.9	8.7	8.5	7.3
P/S	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
股息率	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		