



茂业系举牌 10%，股权之争开启

中信证券研究部

2015 年 1 月 12 日

赵雪芹

电话：021-20262131

邮件：zxq@citics.com

执业证书编号：S1010510120001

周羽

电话：021-20262125

邮件：yu_zhou@citics.com

执业证书编号：S1010513070005

投资评级

增持（维持）

当前价：9.8 元

目标价：12.0 元

事项：

银座股份 1 月 11 日发布简式权益变动书，中兆投资管理有限公司于 2014 年 12 月 29 日至 2015 年 1 月 9 日通过上海证券交易所共买入银座股份股票 25,997,595 股，占总股本 5.0%。本次增持后，中兆投资持有银座股份 10.0%。中兆投资管理有限公司是茂业国际（0848.HK）的全资子公司，黄茂如是茂业国际实际控制人。对此，我们点评如下：

评论：

茂业系二次举牌至 10%，大股东山东国资持股 36%，股权之争开启。

茂业系 2014 年 12 月 23 日首次举牌 5% 股份，成本测算在 8.8 元/股附近；2014 年 12 月 29 日至 2015 年 1 月 9 日再增持 5%，成本在 10.0 元/股附近，茂业系目前合计持股 10%，同时披露未来 12 个月茂业系不排除继续增持可能。茂业系首次举牌后第二天，银座大股东山东省商业集团即以涨停板价格大宗交易增持 1.15%，控股比例提升至 36.0%，捍卫控股权态度明确。本次茂业系二次举牌，公司股权之争开启。

银座股份是山东省商业龙头，拥有及托管的零售门店 144 家，其中自有门店 100 家，托管商城门店 44 家。测算银座自有物业门店 90 万平方米，当前市值相比物业重估价值折价 4%~36%（中性重估假设折价 4%，乐观重估假设折价 36%），2014 年 1-9 月净利率 1.8% 提升空间较大。

“举牌→推动改善→市值套利”及“举牌→获取控制权→经营协同或物业价值套利”是产业资本举牌核心诉求。

从国际来讲，产业资本通过股权举牌可实现巨额套利。例如 ESL 基金曾收购美国商业企业凯马特及西尔斯，低成本并购获得巨额收益。1. 凯马特（Kmart）在 20 世纪 60 年代曾为美国第一大连锁零售商，但来自沃尔玛等的竞争加剧导致现金流持续恶化，2002 年 3 月公司申请破产保护，市值缩水至 40 亿美元左右。但其旗下 133 处自有物业净资产价值高达 140 亿美元；高安全边际下美国对冲基金 ESL 以约 20 亿美元收购公司 51% 股权并任命新管理团队。新管理层大力加强供应链建设、关闭低效门店，并陆续出售 70 处自有物业（共计变现约 10 亿美元），优化运营带动资本市场对凯马特价值重估：市值持续向 NAV 修复至 130 亿美元，公司经营亦重现生机。2004 年 11 月 ESL 主导凯马特收购美国第三大百货西尔斯亦是基于同一逻辑：西尔斯市值较 NAV 折价 50%，凯马特低成本收购后出售地产业务，重整经营推动估值修复。

图 1：凯马特股价（ESL 举牌前）
（美元，2001 年 1 月-2002 年 7 月）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 2：凯马特股价（ESL 举牌后）
（美元，2003 年 5 月-2005 年 3 月）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

维持银座“增持”评级，重申关注价值低估、控股权分散百货的投资机会

维持银座股份 2014-16 年商业主业 EPS 预测 0.45/0.50/0.59 元（2013 年商业为 0.46 元），以 2013 年为基期三年主业复合增速 9.0%。产业资本举牌/股权之争开启有望带动估值修复，维持“增持”评级，根据每股物业重估价值上调目标价至 12.0 元（原目标价 10.0 元）。

表 1：银座股份估值及盈利预测

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	13536	14218	15079	15958	16362
增长率 YoY%	24.1	5.0	6.1	5.8	2.5
净利润(百万元)	347	266	348	378	333
增长率 YoY%	199.6	-23.1	30.4	8.9	-12.1
每股收益 EPS(元)*含地产	0.67	0.51	0.67	0.73	0.64
毛利率%	18.9	18.7	20.3	20.9	20.5
净资产收益率 ROE%	13.4	9.5	11.1	10.9	8.8
每股净资产（元）	5	5	6	7	7
PE	15	19	15	14	15
PB	2.0	1.8	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	13	13	12	12	12

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：股价为 2015 年 1 月 9 日收盘，其中盈利预测包含地产业绩

我们认为，百货行业频受产业资本举牌将带动估值修复。我们综合考虑 NAV 折价、自有物业网络价值，推荐百货低估值组合：大商股份（大股东控股 9%，NAV 折价 30%）、银座股份（大股东持股 36%，股权争夺开启）、欧亚集团（大股东控股 23%、NAV 折价 40%）；建议关注友好集团（大股东控股 26%、NAV 折价 40%）、中央商场（大股东控股 71%、NAV 折价 50%）。

表 2：百货行业资产重估梳理列表（按 NAV 折价排序）：大商、银座、欧亚、友好、中央商场

代码	简称	自有物业 万平米	市值 亿元	实际控制人持股	中性 NAV 亿元	折价率 %	PS	PB	15PE
600861.SH	北京城乡	45.6	31.0	34%	147	79%	1.5	1.4	22
600821.SH	津劝业	38.9	25.0	17%	85	71%	4.0	4.3	175
000560.SZ	昆百大 A	87.2	28.0	42%	83	66%	1.7	2.4	53
000419.SZ	通程控股	39.2	37.0	45%	103	64%	0.9	2.0	0
000679.SZ	大连友谊	27.5	28.0	30%	78	64%	0.7	1.7	22
600774.SH	汉商集团	33.2	26.0	28%	69	62%	2.9	4.8	153
600738.SH	兰州民百	22.2	26.0	36%	43	40%	2.1	2.4	24
000785.SZ	武汉中商	36.8	21.0	42%	53	60%	0.5	2.6	66
600697.SH	欧亚集团	161.7	41.0	23%	66	38%	0.4	2.8	11
600280.SH	中央商场	193.2	79.0	71%	151	48%	1.2	4.7	8
600828.SH	成商集团	43.0	39.0	68%	66	41%	1.9	3.2	17
600778.SH	友好集团	48.8	31.0	26%	53	42%	0.4	1.7	43
000564.SZ	西安民生	33.7	28.0	39%	41	32%	0.7	1.6	42
600628.SH	新世界	21.0	55.0	25%	90	39%	1.7	2.2	23
600723.SH	首商股份	22.7	54.0	58%	90	40%	0.5	1.8	19
600859.SH	王府井	31.1	103.0	49%	130	21%	0.6	1.6	14
600694.SH	大商股份	147.8	141.0	9%	196	28%	0.4	2.4	10
603123.SH	翠微股份	17.9	57.0	62%	78	27%	1.4	1.3	25
000882.SZ	华联股份	70.7	89.0	30%	107	17%	6.8	1.5	19
600858.SH	银座股份	90.2	51.0	36%	53	4%	0.4	1.8	14
000501.SZ	鄂武商 A	92.5	80.0	31%	82	2%	0.5	2.4	11
002187.SZ	广百股份	12.2	42.0	62%	52	19%	0.6	1.9	16
600814.SH	杭州解百	21.9	64.0	69%	69	7%	1.1	3.5	33
600729.SH	重庆百货	51.3	103.0	51%	92	-12%	0.4	2.2	13
002344.SZ	海宁皮城	211.0	176.0	59%	180	2%	7.0	4.0	13
002419.SZ	天虹商场	42.7	100.0	44%	86	-16%	0.7	2.5	16
002561.SZ	徐家汇	10.6	50.0	30%	43	-16%	2.6	2.8	20
000417.SZ	合肥百货	33.1	65.0	37%	50	-30%	0.7	2.0	15
600785.SH	新华百货	23.3	33.0	27%	24	-38%	0.5	2.0	17
600682.SH	南京新百	22.7	57.0	34%	37	-54%	1.8	3.9	26
600306.SH	*ST 商城	29.8	18.0	29%	9	-100%	1.1	-17.9	-8
000715.SZ	中兴商业	12.4	31.0	34%	22	-41%	1.0	2.4	33
600693.SH	东百集团	10.0	29.0	29%	21	-38%	1.9	2.5	78
601010.SH	文峰股份	34.8	74.0	46%	46	-61%	1.0	1.9	17
600824.SH	益民集团	9.7	59.0	40%	38	-55%	1.8	3.4	27
600712.SH	南宁百货	13.0	29.0	21%	17	-71%	1.2	2.7	272
600827.SH	百联股份	139.7	298.0	49%	173	-72%	0.6	2.3	24
002277.SZ	友阿股份	26.5	74.0	36%	37	-100%	1.2	2.4	16
600865.SH	百大集团	7.4	29.0	38%	11	-164%	3.1	2.2	15
000987.SZ	广州友谊	4.0	71.0	88%	28	-154%	2.2	3.5	28
000889.SZ	茂业物流	17.0	61.0	34%	21	-190%	3.4	2.9	49
600838.SH	上海九百	7.7	36.0	27%	11	-227%	32.9	4.8	78

资料来源：Wind 一致预期，中信证券研究部 注：股价为 2015 年 1 月 9 日收盘价

风险因素：

国企改革进程低于预期；百货景气加速下行。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。