

**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 8.30

目标价格: 14.83

分析师: 彭毅

执业证书编号: S0740515100001

电话:

Email: pengyi@r.qlzq.com

联系人: 宁浮洁

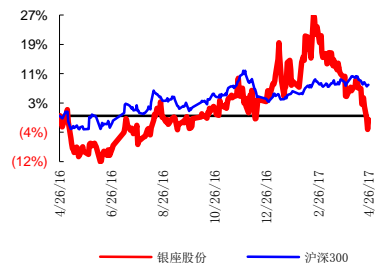
电话:

Email: ningfj@r.qlzq.com

### 基本状况

总股本(百万股)	520
流通股本(百万股)	518
市价(元)	8.3
市值(百万元)	4,317
流通市值(百万元)	4,296

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

1 业绩下降非主要矛盾, 价值重估托底, 国改落地增弹性

### 公司盈利预测及估值

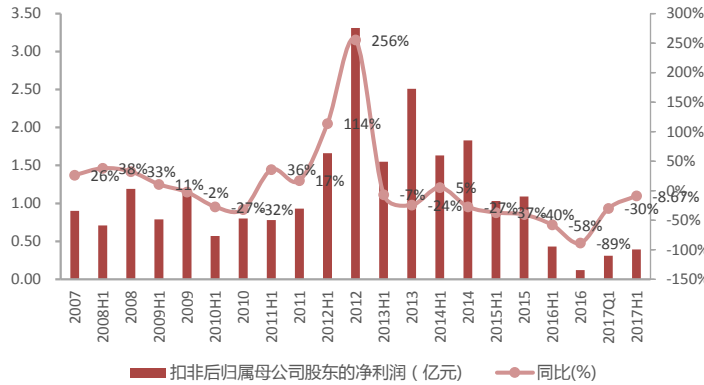
指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	14,591.37	12,845.30	12,762.11	12,855.73	12,980.74
增长率 yoy%	5.60%	-11.97%	-0.65%	0.73%	0.97%
净利润	103.72	22.08	59.69	79.21	101.54
增长率 yoy%	-42.60%	-78.72%	170.39%	32.70%	28.20%
每股收益(元)	0.20	0.04	0.11	0.15	0.20
每股现金流量	0.40	0.25	0.98	1.21	1.41
净资产收益率	3.47%	0.74%	1.96%	2.54%	3.15%
P/E	55.46	220.51	85.65	64.54	50.35
PEG	—	—	0.50	1.97	1.79
P/B	5.75	5.73	5.84	5.99	6.19

备注:

### 投资要点

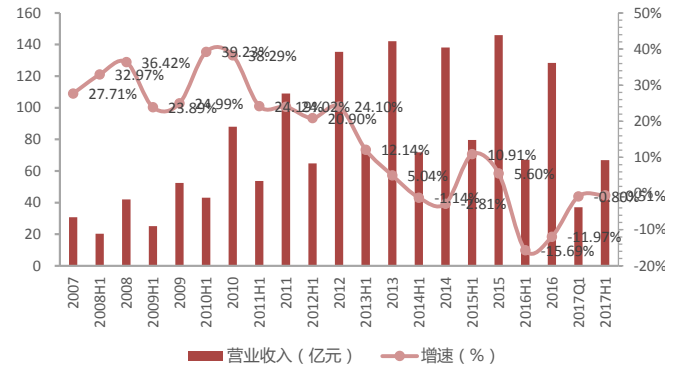
- 事件:** 银座股份发布上半年报告, 2017H1 公司实现营业收入为 66.83 亿元, 同比-0.5%, 其中 Q2 单季度实现营业收入 29.81 亿元, 同比+3.33%; 实现归属于母公司净利润为 0.50 亿元, 同比-9.42%, 其中 Q2 单季度实现归母净利润为 0.13 亿元, 同比+149.04%; 归属于母公司扣非净利润为 0.40 亿元, 同比-9.58%。
- 2017Q2 营收相较于 Q1 大幅改善。** 公司新开济南盛福店、临沂人民广场店、济南堤口路店 3 家门店。目前公司旗下拥有的门店数达到 124 家(潍坊临朐华兴商场 24 家门店), 覆盖山东省 13 地市和河北省。同时, 公司受托管理大股东山东省商业集团有限公司控股子公司山东银座商城旗下所有非上市门店 47 家。从营收角度来看, 公司 Q2 经营相较于 Q1 单季度大幅改善, Q2 收入端增长约为 3.33%。
- 财务分析: 毛利率环比上升, 管理费用以及销售费用率降低。** 2017H1 公司管理费用率相较于同期下降-0.39%, 管理费用率下降主要是会计核算方法发生变化, 管理费用比上年同期下降较大, 在管理费用核算的税金自 2016 年 5 月 1 日起调整到“税金及附加”项目进行核算, 造成管理费用比上年同期有所减少。销售费用率方面, 公司销售费用率为 11.82%, 相较去年同期略有改善(2016H1: 11.87%); 薪酬费用率方面, 2017H1 公司薪酬费用率水平为 4.50%, 相较去年同期提升约为 0.22%; 租金费用率方面, 2017H1 公司租金费用率为 2.17%, 相较去年同期下降约-0.09%。财务费用比上年同期减少的主要原因是公司及公司之子公司山东银座购物中心有限公司、山东银座置业有限公司、泰安银座商城有限公司的银行借款减少影响利息支出减少。2017H1 公司毛利率为 18.12%, 公司环比提升约为 1%, 相较去年下降约-0.59%。2017H1 公司经营活动现金流净额为 4.73 亿元, 相较于去年同期提升约为 2245.78%, 经营活动产生的现金流量净额较上年同期增长较大的原因是本期收到的往来款、代收款等款项比上年同期多, 而公司购买商品接收劳务支付的现金比上年同期少, 综合影响经营活动产生的现金流量净额比上年同期变动较大, 2017H1 公司存货相较于去年同期减少为 1.88 亿元。
- 自有物业估值折价高, 国企改革预期推升估值。** 公司控股股东商业集团为大型国企, 旗下九大产业化发展, “银座”作为驰名商标是集团重要身份标识。现代零售是集团核心业务之一, 银座股份作为集团旗下唯一上市零售企业, 是集团整合零售资源的唯一主体。茂业系两度举牌, 推动商业集团两度增持, 大股东之间的股权博弈, 或引发企业物业价值重估。集团资本注入、员工持股计划遭茂业系一票否决, 但在中央、地方政府持续推进国企改革的大背景下, 商业集团继续寻求最优方式推进零售业整体上市及员工激励计划, 改革预期仍存。NAV 净资产估值法约为 109.9 亿元, 市值相对 NAV 估值折价率超过 50%。自有物业面积约为 122 万平方米, 物业重估价值约为 140 亿元(根据搜房网数据), 而负债总计为 82 亿元, 重估价值 NAV=140+51.90-82=109.9 亿元, 目前市值仅为 43.17 亿元, 折价率超过 50%。
- 目标价 14.83 元, 维持“买入”评级。** 股权博弈或推进公司价值重估, 国企改革预期仍存, 公司依托商业集团转型全渠道大有可为。预计 2017-2019 年营业收入 127.62、128.56、129.81 亿元, 同比-0.6%/0.7%/1.0%; 归母净利润为 0.60、0.79、1.02 亿元, 同比 170.39%/32.70%/28.20%; 参考银座股份自有物业估值, 给予 2018 年 PS=0.6X, 目标市值为 77.13 亿元, 目标价 14.83 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 线上冲击持续提高; 国改进展不及预期;**

图表 1: 2017H1 公司归属于公司股东净利润大幅改善



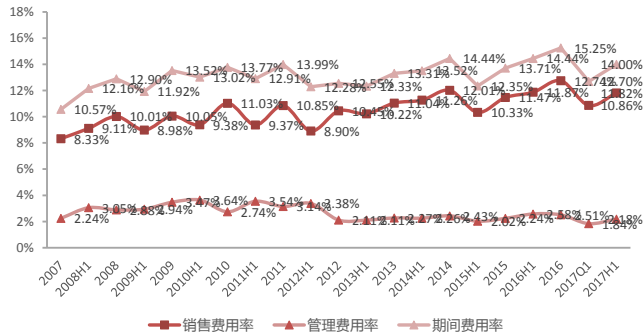
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 2: 2017H1 营收增速缓慢改善



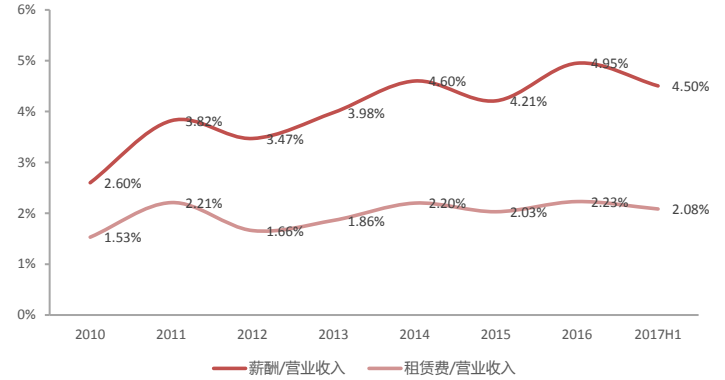
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 3: 公司销售费用率以及管理费用率环比改善



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 4: 2017H1 公司薪酬以及租金费用率大幅改善



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 5: 银座股份财务预测三张表

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销货净收入	13,818	14,591	12,845	12,762	12,856	12,981
增长率	-2.81%	5.6%	-12.0%	-0.6%	0.7%	1.0%
销货成本	-10,781	-11,447	-9,968	-10,035	-10,074	-10,138
%收入	78.0%	78.5%	77.6%	78.6%	78.4%	78.1%
毛利	3,038	3,144	2,877	2,727	2,782	2,842
%收入	22.0%	21.5%	22.4%	21.4%	21.6%	21.9%
销售及行政费用	-2,127	-2,212	-2,098	-2,021	-2,024	-2,028
%收入	15.4%	15.2%	16.3%	15.8%	15.7%	15.6%
EBITDA	911	932	779	707	758	815
%收入	6.6%	6.4%	6.1%	5.5%	5.9%	6.3%
折旧与摊销	-388	-413	-426	-393	-427	-463
%收入	2.8%	2.8%	3.3%	3.1%	3.3%	3.6%
EBIT	523	519	353	314	331	352
%收入	3.8%	3.6%	2.7%	2.5%	2.6%	2.7%
利息费用	-173	-243	-268	0	0	0
投资收益	-1	-5	-7	-5	-6	-6
税前经营收益	349	271	78	309	325	346
%收入	2.5%	1.9%	0.6%	2.4%	2.5%	2.7%
其他非经营收益	-20	-20	0	-10	-9	-8
税前利润	329	252	78	298	317	338
%收入	2.4%	1.7%	0.6%	2.3%	2.5%	2.6%
所得税	-158	-153	-102	-149	-143	-135
所得税率	48.1%	60.9%	130.4%	50.0%	45.0%	40.0%
少数股东损益	-10	-5	-46	90	95	102
归属于普通股股东净利润	181	104	22	60	79	102
净利率	1.3%	0.7%	0.2%	0.5%	0.6%	0.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	171	98	-24	149	174	203
少数股东损益	0	0	0	90	95	102
非现金支出	389	413	425	393	427	463
非经营收益	162	243	252	15	14	14
营运资金变动	781	-546	-521	-50	12	56
经营活动现金净流	1,503	207	133	597	723	837
资本开支	805	727	189	53	-33	9
投资	-3	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	-5	-6	-6
投资活动现金净流	-808	-727	-189	-58	27	-15
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-455	80	796	-1,736	-488	-530
其他	-228	-298	-266	-15	0	0
筹资活动现金净流	-683	-218	530	-1,752	-488	-530
现金净流量	12	-737	473	-1,212	262	291

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,704	966	1,491	188	356	545
应收款项	138	181	114	140	142	143
存货	2,513	1,658	1,626	1,823	1,779	1,795
其他流动资产	118	81	127	112	113	116
流动资产合计	4,473	2,886	3,358	2,264	2,389	2,599
%总资产	34.3%	25.0%	28.0%	21.4%	23.4%	26.1%
长期投资	1,216	1,783	1,709	1,709	1,709	1,709
固定资产	4,834	4,563	4,701	4,423	4,074	3,713
无形资产	2,300	2,095	2,006	1,934	1,815	1,714
非流动资产合计	8,559	8,661	8,645	8,295	7,826	7,365
%总资产	65.7%	75.0%	72.0%	78.6%	76.6%	73.9%
资产总计	13,032	11,547	12,003	10,559	10,215	9,964
短期借款	3,224	3,564	4,109	2,373	1,885	1,355
应付款项	5,435	3,817	3,918	4,088	4,056	4,130
其他流动负债	93	66	83	55	58	60
流动负债	8,751	7,447	8,110	6,517	5,999	5,545
长期贷款	991	771	622	622	622	622
其他长期负债	30	35	33	33	33	33
负债	9,773	8,253	8,764	7,171	6,653	6,199
普通股股东权益	2,941	2,988	2,979	3,038	3,118	3,219
少数股东权益	318	306	280	350	445	546
负债股东权益合计	13,032	11,547	12,003	10,559	10,215	9,964

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.347	0.199	0.042	0.115	0.152	0.195
每股净资产(元)	5.656	5.745	5.727	5.842	5.995	6.190
每股经营现金净流(元)	2.890	0.399	0.255	0.976	1.207	1.414
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.14%	3.47%	0.74%	1.96%	2.54%	3.15%
总资产收益率	1.39%	0.90%	0.18%	0.57%	0.78%	1.02%
投入资本收益率	5.97%	4.16%	-2.25%	3.50%	4.55%	6.05%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.81%	5.60%	-11.97%	-0.65%	0.73%	0.97%
EBIT增长率	-15.14%	-0.74%	-32.07%	-11.04%	5.53%	6.30%
净利润增长率	-32.36%	-42.60%	-78.72%	170.39%	32.70%	28.20%
总资产增长率	4.80%	-11.39%	3.95%	-12.03%	-3.25%	-2.46%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.0	0.6	1.1	0.8	0.9	0.9
存货周转天数	81.6	64.2	57.7	63.8	61.8	61.8
应付账款周转天数	74.4	67.3	57.8	63.7	62.4	62.1
固定资产周转天数	92.0	92.5	121.5	135.2	139.2	142.7
偿债能力						
净负债/股东权益	77.05%	102.28%	100.05%	82.83%	60.38%	38.00%
EBIT利息保障倍数	5.3	3.8	2.9	—	—	—

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。