

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@china-invs.cn

银座股份

600858

强烈推荐

要约收购的背后: 提高控制力、坚定看好公司未来

公司大股东山东省商业集团有限公司(鲁商集团)拟向公司除收购人及其关联方以外的全体流通股股东发出部分要约收购, 收购价格 9.8 元/股, 收购数量 2600 万股, 占总股本的 5%。

投资要点:

- **要约收购的目的:** 1) 提高国有股持股比例, 增强对公司的控制力: 本次收购实施前, 控股股东鲁商集团及其一致行动人合计持有银座股份股权比例为 29.82%, 仅为相对控股, 不足以应对行业此起彼伏的兼并收购; 2) 公司自 2008 年加速扩张以来的大量门店度过盈亏平衡点, 进入业绩快速释放期; 继振兴街项目后, 青岛乾豪、李沧、顺和街地产项目将陆续进入收获期, 鲁商集团坚定看好公司的未来。
- **要约收购价较《上市公司收购管理办法》规定的最低价格有溢价, 但幅度较小:** 本次要约收购价 9.8 元/股, 较收购报告书摘要公告前 30 个交易日每日加权平均价格的算术平均值 9.62 元溢价 1.9%。同行业中, 南京中商 2009 年的要约收购溢价为 0; 2012 年的要约收购溢价 13.7%; 鄂武商 A2012 年的要约收购溢价 17.6%。
- **要约收购期限:** 期限为 30 天, 具体日期尚需等待证监会审核批准要约收购报告书全文后确定。本次收购为部分要约收购: 1) 要约期满后, 若预受要约股份的数量少于或等于收购人预定收购数量 26,003,330 股, 则收购人按照收购要约约定的条件购买被股东预受的股份; 2) 若预受要约股份的数量超过收购数量, 则收购人从每个预受要约股东处购买的股份数量 = 该股东预受要约的股份 × (本次要约的预定收购数量 ÷ 要约期间所有股东预受要约的股份总数)。
- **收购价 9.8 元/股较停牌前收盘价 8.64 元高出 13.4%, 预计本次要约收购可全额完成:** 2011 年下半年以来, 受宏观经济的疲软、电商冲击、商业地产分流、消费刺激政策退出、行业本身同质化严重等问题的困扰, 零售行业持续跑输大盘。尽管公司作为山东零售业龙头企业、业绩处于拐点期、存在资产注入的预期而享有估值溢价, 但在 13.4% 的确定性收益前, 预期大部分股东会选择预受要约。
- **维持“强烈推荐”评级:** 预计 2013-2015 年, 公司商业主营业收入增速分别为 15.5%、16%和 16.5%; 商业主业净利率分别为 2.14%、2.4%和 2.65%, 贡献 EPS0.6、0.78 和 1.00 元; 地产业务分别结算 3.5、6.0 和 6.0 亿元, 贡献 EPS 分别为 0.09、0.15 和 0.15 元; 合计 EPS 分别为 0.69、0.93 和 1.15 元, 给予 2013 年商业 18 倍 PE、地产 5 倍 PE, 目标价 11.23 元, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 1、财务费用继续大幅上升; 2、营业收入受经济冲击增速放缓;

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	13536	14875	17449	20230
收入同比(%)	24%	10%	17%	16%
归属母公司净利润	347	359	484	597
净利润同比(%)	200%	4%	35%	23%
毛利率(%)	18.9%	18.6%	18.7%	18.7%
ROE(%)	13.4%	12.2%	14.3%	15.1%
每股收益(元)	0.67	0.69	0.93	1.15
P/E	13.63	13.15	9.76	7.91
P/B	1.83	1.60	1.39	1.20
EV/EBITDA	6	6	6	5

资料来源: 中投证券研究所

6-12 个月目标价: 11.23 元

当前股价: 8.64 元

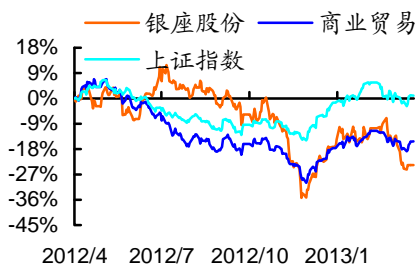
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2234.40
总股本(百万)	520
流通股本(百万)	518
流通市值(亿)	45
EPS	0.67
每股净资产(元)	4.97
资产负债率	75.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
银座股份	-17.95%	-6.90%	-21.38%
商业贸易	-4.83%	-0.61%	-2.30%
上证指数	-5.30%	-1.53%	7.11%



相关报告

《银座股份-店龄结构改善带来主业利润高速增长-2012 年 3 季报点评》

2012-10-31

《银座股份-店龄结构优化, 资本开支下行, 盈利进入快速增长期》2012-9-2

表 1 零售板块近年要约收购总结分析

上市公司	要约收购期限	要约收购报告书公告日	公告前 30 交易日均价 (元/股)	要约收购价 (元/股)	溢价率 (要约收购价/停牌前 30 交易日均价 -1)	要约收购到期日股价 (元)	收购期限内涨跌幅		收购期限后 30 交易日涨跌幅		要约收购股份数 (股)	占总股本比例	收购结果
							要约个股	中投百货	要约个股	中投百货			
南京中商	2009.9.17-2009.10.20	2009.9.17	11.05	11.05	0	20.08	13.2%	3.06%	26%	21.89%	75,453,956	52.57%	预受要约股份数量 0, 即没有股东接受收购要约
南京中商	2012.5.3-2012.6.1	2012.4.26	23.74	27.00	13.7%	28.00	1.4%	-4.56%	-6.30%	-4.96%	13,920,000	9.70%	预受要约股份数量 13,932,210, 为要约收购股份数的 1.0009 倍
鄂武商 A	2012.6.21-2012.7.20	2012.6.20	18.03	21.21	17.6%	13.37	-17.30%	-7.51%	-17.40%	-4.49%	25,362,448	5%	预受要约股份数量 301,291,959, 为要约收购股份数的 11.88 倍
银座股份	-			9.8	1.87%	-					26,003,330	5%	

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	3947	8616	10058	6969
现金	1408	3490	4046	0
应收账款	0	0	0	0
其它应收款	117	190	222	258
预付账款	81	97	114	132
存货	2340	4840	5676	6580
其他	1	0	0	0
非流动资产	7796	6219	6297	6258
长期投资	2	0	0	0
固定资产	3603	3633	3699	3725
无形资产	1613	1623	1633	1643
其他	2578	963	964	890
资产总计	11743	14835	16355	13227
流动负债	7103	9950	11535	8059
短期借款	2340	3717	4673	1817
应付账款	2260	3026	3548	4113
其他	2503	3208	3314	2129
非流动负债	1718	1618	1118	918
长期借款	1718	1618	1118	918
其他	0	0	0	0
负债合计	8821	11569	12654	8978
少数股东权益	337	322	309	309
股本	520	520	520	520
资本公积	965	965	965	965
留存收益	1099	1458	1906	2455
归属母公司股东权益	2585	2944	3392	3940
负债和股东权益	11743	14835	16355	13227

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	668	-139	955	-258
净利润	341	345	471	597
折旧摊销	386	366	382	399
财务费用	214	234	209	274
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-218	-1114	-113	-1533
其它	-56	30	6	6
投资活动现金流	-675	1132	-510	-410
资本支出	677	-50	350	250
长期投资	0	-1241	0	0
其他	2	-159	-160	-160
筹资活动现金流	579	1089	111	-3378
短期借款	482	1377	956	-2856
长期借款	398	-100	-500	-200
普通股增加	231	0	0	0
资本公积增加	-231	0	0	0
其他	-301	-188	-345	-322
现金净增加额	572	2082	556	-4046

利润表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	13536	14875	17449	20230
营业成本	10977	12103	14193	16453
营业税金及附加	191	179	209	202
营业费用	1414	1456	1696	1942
管理费用	285	446	517	566
财务费用	214	234	209	274
资产减值损失	7	4	5	6
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	448	454	620	786
营业外收入	27	40	45	50
营业外支出	13	15	20	30
利润总额	462	479	645	806
所得税	121	134	174	210
净利润	341	345	471	597
少数股东损益	-5	-14	-13	0
归属母公司净利润	347	359	484	597
EBITDA	1048	1054	1211	1459
EPS (元)	0.67	0.69	0.93	1.15

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	24.1%	9.9%	17.3%	15.9%
营业利润	217.6	1.4%	36.6%	26.9%
归属于母公司净利润	199.6	3.6%	34.7%	23.4%
获利能力				
毛利率	18.9%	18.6%	18.7%	18.7%
净利率	2.6%	2.4%	2.8%	3.0%
ROE	13.4%	12.2%	14.3%	15.1%
ROIC	10.4%	9.0%	10.7%	10.9%
偿债能力				
资产负债率	75.1%	78.0%	77.4%	67.9%
净负债比率	48.21	47.85%	46.56	31.58%
流动比率	0.56	0.87	0.87	0.86
速动比率	0.23	0.38	0.38	0.05
营运能力				
总资产周转率	1.20	1.12	1.12	1.37
应收账款周转率	29605	73296	-	-
应付账款周转率	4.93	4.58	4.32	4.29
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.69	0.93	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	1.28	-0.27	1.84	-0.50
每股净资产(最新摊薄)	4.97	5.66	6.52	7.58
估值比率				
P/E	13.63	13.15	9.76	7.91
P/B	1.83	1.60	1.39	1.20
EV/EBITDA	6	6	6	5

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

徐晓芳,中投证券百货零售、奢侈品分析师,中山大学岭南学院经济学硕士。重点覆盖公司:欧亚集团、步步高、大商股份、友好集团、银座股份、重庆百货、友阿股份、天虹商场、广州友谊、新华百货、南京中商、通程控股以及潮宏基、东方金钰、飞亚达 A、千足珍珠等。

樊俊豪,连锁零售行业分析师,中山大学金融学硕士。重点覆盖公司:海宁皮城、永辉超市、吉峰农机、苏宁电器、农产品等。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434