

银座股份 (600858)

行业低迷致业绩承压，产业资本举牌助推价值重估

投资要点：

➤ 营收下降15.69%，归母净利下降42.72%

公司发布半年报，16H1实现营收67.17亿，同比下降15.69%（16Q1、Q2增速分别为-8.03%、-23.65%）；归母净利5517.84万，同比下降42.72%（16Q1、Q2增速分别为-54.51%、138.63%）；扣非后归母净利4343.35万，同比下降57.83%；EPS为0.11元。报告期内公司新开大型综合超市门店4家，百货商场2家，无关闭门店，9月份拟新增3家超市门店。收入下滑主要系一方面实体零售形势依旧严峻（报告期内全国50强零售额同比累计下降3.1%），竞争日趋激烈；另一方面青岛银座投资和山东银座天桥置业分公司投资建设的项目中附带的商品房大多已在上年交房，致本期房地产收入下降。受收入水平下降影响，叠加新开店尚处于培育期未实现盈利等因素，报告期内公司盈利能力下降。

➤ 茂业举牌+国改预期推动市值长期成长

第一，门店资源丰富，强化区域竞争优势。公司采取一个总店加若干分店的模式不断推进零售主业立体化发展，截至6月末，公司共有门店117家（其中自有物业约123万方，物业重估价值较高），其中报告期内新开6家；同时托管银座商城旗下所有非上市零售门店45家。整个银座体系覆盖山东省和河北省13个地市，地域性商业龙头地位突出。第二，产业资本茂业举牌助推价值重估。“茂业系”先后多次增持公司股份，截至目前合计持股14.38%，产业资本举牌或将引发公司价值重估，印证资本市场对公司未来发展充足信心。第三，关注国企改革预期。16年国企改革进入政策落实年，公司作为山东省国资旗下优质商业资产，或将成为山东国改领头企业。此前大股东资产注入进程终止，同业竞争问题仍有待解决，后续动向仍值得关注。

➤ 风险提示

实体零售景气度持续下滑，国企改革未达预期

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	13,818.03	14,591.37	14,024.20	14,314.54	15,049.49
增长率（%）	-2.81%	5.60%	-3.89%	2.07%	5.13%
EBITDA（百万元）	817.29	836.56	677.31	797.19	902.56
净利润（百万元）	180.69	103.72	120.27	180.26	235.34
增长率（%）	-32.20%	-42.60%	15.95%	49.88%	30.56%
EPS（元/股）	0.35	0.20	0.23	0.35	0.45
市盈率（P/E）	25.50	44.43	38.31	25.56	19.58
市净率（P/B）	1.57	1.54	1.50	1.44	1.37
EV/EBITDA	7.75	8.55	7.92	6.40	5.08

数据来源：公司公告，天风证券研究所

行业名称	商业贸易
投资建议	买入
当前价格：	8.86 元
目标价格：	10.63 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	520/518
流通 A 股市值（百万元）	4,585
每股净资产（元）	5.84
资产负债率（%）	72.23
一年内最高/最低（元）	12.49/7.39

一年内股价相对走势



刘章明 分析师
 执业证书编号: s1110516060001

电话：
 邮箱: liuzm@sh.tfzq.com

孙海洋 联系人
 电话：
 邮箱: sunhy@sh.tfzq.com

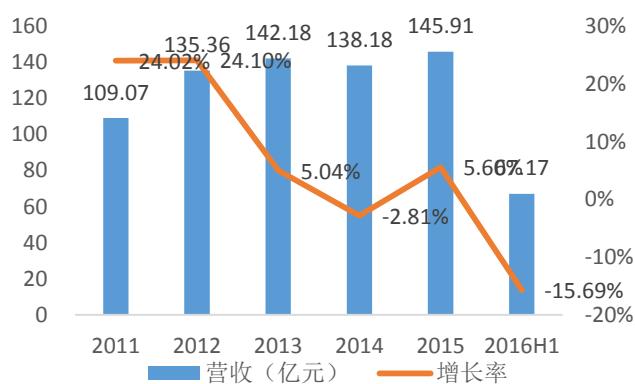
相关报告



报告信息

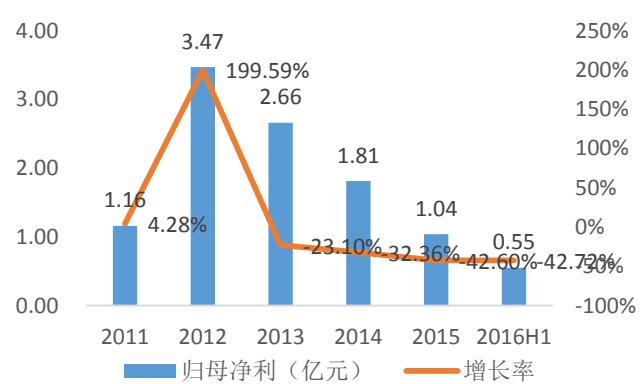
营收下降 15.69%，归母净利下降 42.72%。公司发布半年报，16H1 实现营收 67.17 亿，同比下降 15.69% (16Q1、Q2 增速分别为-8.03%、-23.65%); 归母净利 5517.84 万，同比下降 42.72% (16Q1、Q2 增速分别为-54.51%、138.63%); 扣非后归母净利 4343.35 万，同比下降 57.83%; EPS 为 0.11 元。报告期内公司新开大型综合超市门店 4 家，百货商场 2 家，无关闭门店，9 月份拟新增 3 家超市门店。收入下滑主要系一方面实体零售形势依旧严峻 (报告期内全国 50 强零售额同比累计下降 3.1%)，竞争日趋激烈；另一方面青岛银座投资和山东银座天桥置业分公司投资建设的项目中附带的商品房大多已在上年交房，致本期房地产收入下降。受收入水平下降影响，叠加新开店尚处于培育期未实现盈利等因素，报告期内公司盈利能力下降。

图表 1：2011-2016H1 公司营收及增长率



来源：wind，天风证券研究所

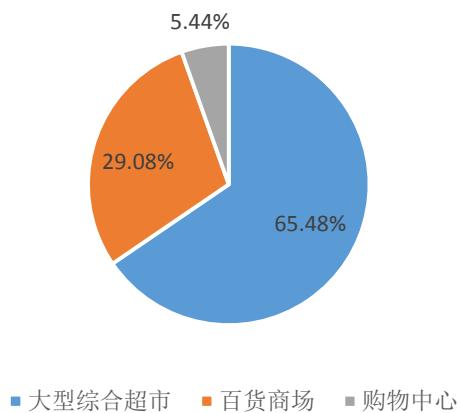
图表 2：2011-2016H1 公司归母净利及增长率



来源：wind，天风证券研究所

实体零售形势严峻，各业态收入承压。报告期内公司实现营收 67.17 亿，同比下降 15.69%，主要系商业和地产收入承压所致。分行业来看，商业收入 62.87 亿（占比 99.36%），同比下降 7.08%，主要系实体零售景气度持续下滑，新开店尚处于培育期所致；房地产收入 4055.92 万（占比 0.64%），同比下降 94.84%，主要系大部分房产于上年交房致本期交房收入减少所致。其中，**主业商业板块分业态来看**，大型综合超市收入 41.16 亿（占比 65.48%），同比下降 8.80%；百货商场收入 18.28 亿（占比 29.08%），同比下降 3.31%；购物中心收入 3.42 亿（占比 5.44%），同比下降 5.59%。

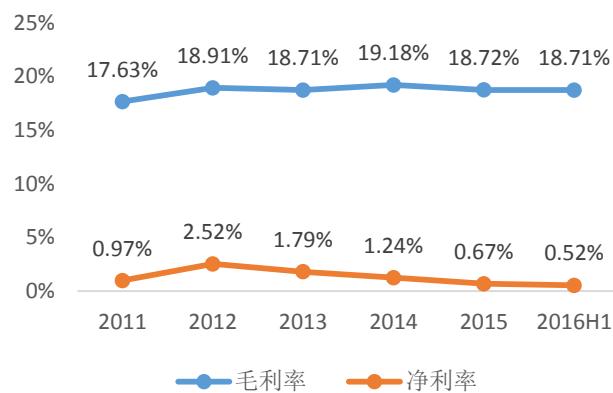
图表 3: 16H1 公司主营业务构成一分业态



来源：公司公告，天风证券研究所

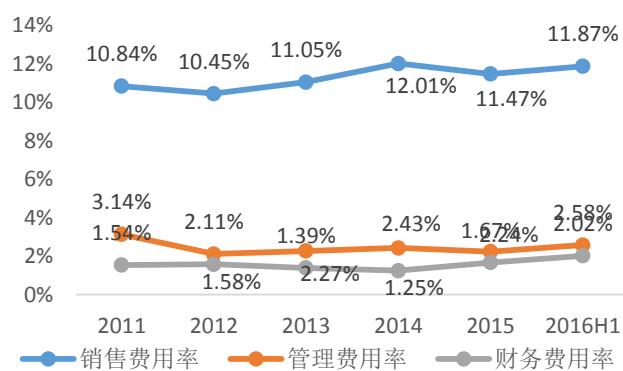
毛利率维稳，费用率微升。16H1 公司毛利率为 18.71%，同比增加 0.80 个百分点。其中，商业毛利率 13.82%，同比减少 0.26 个百分点，主要系竞争日趋激烈所致；房地产毛利率 17.14%，同比增加 9.62 个百分点，主要系交房量下滑致成本减少。报告期内费用率小幅上升，期间费用率 16.47%，同比增加 2.70 个百分点。其中，销售费用率 11.87%，同比增加 1.54 个百分点，费用绝对值下降 3.12%，主要系加强费用管控、减员增效、节能改造等措施有效减少费用支出所致；管理费用率 2.58%，同比增加 0.56 个百分点，主要系租赁办公场所增加租赁费和物管费(合计 763.94 万)，同时青岛乾豪银座商城自有物业投入使用，计提房产税致费用性税金同比增加；财务费用率 2.02%，同比增加 0.60 个百分点，主要系在建项目投入使用，借款费用停止资本化，且借款增加所致。受公司营收下降及新开店尚未盈利等因素影响，净利率同比减少 0.62 个百分点至 0.52%。

图表 4: 2011-2016H1 公司毛利率与净利率



来源：wind，天风证券研究所

图表 5: 2011-2016H1 公司期间费用率



来源：wind，天风证券研究所

茂业举牌+国改预期推动市值长期成长。第一，门店资源丰富，强化区域竞争优势。公司采取一个总店加若干分店的模式不断推进零售主业立体化发展，截至 6 月末，公司共有门店 117 家（其中自有物业约 123 万方，物业重估价值较高），其中报告期内新开 6 家；同时托管银座商城旗下所有非上市零售门店 45 家。整个银座体系覆盖山东省和河北省 13 个地市，地域性商业龙头地位突出。第二，产业资本茂业举牌助

推价值重估。“茂业系”先后多次增持公司股份，截至目前合计持股 14.38%，产业资本举牌或将引发公司价值重估，印证资本市场对公司未来发展充足信心。**第三，关注国企改革预期。**16 年国企改革进入政策落实年，公司作为山东省国资旗下优质商业资产，或将成为山东国改领头企业。此前大股东资产注入进程终止，同业竞争问题仍有待解决，后续动向仍值得关注。

首次覆盖，给予买入评级。公司是山东省商业龙头，门店资源丰富，地域优势突出；产业资本举牌与国企改革预期助推市值长期成长。我们预计 16-18 年 EPS 分别为 0.23 元、0.35 元、0.45 元，当前股价对应 PE 分别为 38 倍，26 倍，20 倍，给予买入评级。

图表 6: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,704.1	966.35	1,121.9	1,145.1	1,203.9	营业收入	13,818.0	14,591.3	14,024.2	14,314.	15,049.
应收账款	137.97	163.64	119.72	175.58	132.97	营业成本	11,168.0	11,859.8	11,402.9	11,564.	12,088.
预付账款	115.96	80.27	103.61	90.60	108.73	营业税金及附	131.05	211.67	160.65	169.13	189.51
存货	2,513.0	1,658.1	2,963.2	1,678.2	2,989.5	营业费用	1,660.10	1,673.39	1,668.88	1,688.2	1,763.9
其他	1.59	17.57	4.05	5.92	6.72	管理费用	335.57	327.12	350.61	342.13	357.77
流动资产合计	4,472.7	2,886.0	4,312.5	3,095.4	4,441.9	财务费用	172.56	243.22	199.86	168.27	139.60
长期股权投资	28.73	23.90	23.90	23.90	23.90	资产减值损失	1.93	-0.20	1.69	1.14	0.88
固定资产	3,493.8	3,904.5	4,002.8	4,008.0	3,944.2	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	1,340.0	658.46	431.07	306.64	213.99	投资净收益	-1.27	-4.83	-2.03	-2.71	-3.19
无形资产	1,670.7	1,496.7	1,445.9	1,395.0	1,344.2	其他	2.55	9.66	4.07	5.42	6.38
其他	2,025.6	2,577.6	2,481.2	2,397.8	2,313.1	营业利润	347.47	271.50	237.54	378.79	505.70
非流动资产合	8,559.0	8,661.2	8,385.0	8,131.4	7,839.5	营业外收入	18.89	8.15	16.17	14.40	12.91
资产总计	13,031.	11,547.	12,697.	11,226.	12,281.	营业外支出	37.41	28.06	27.44	30.97	28.82
短期借款	2,162.0	2,654.0	2,850.0	2,484.0	1,988.0	利润总额	328.95	251.59	226.26	362.23	489.78
应付账款	3,906.0	3,200.2	4,189.9	3,210.1	4,394.6	所得税	158.12	153.17	111.96	191.29	266.40
其他	2,683.1	1,593.2	2,256.2	2,006.2	2,214.8	净利润	170.82	98.42	114.30	170.93	223.38
流动负债合计	8,751.2	7,447.4	9,296.2	7,700.3	8,597.5	少数股东损益	-9.86	-5.30	-5.96	-9.33	-11.96
长期借款	991.29	770.97	0.00	0.00	0.00	归属于母公司	180.69	103.72	120.27	180.26	235.34
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.35	0.20	0.23	0.35	0.45
其他	30.47	35.01	23.67	29.72	29.47						
非流动负债合	1,021.7	805.98	23.67	29.72	29.47						
负债合计	9,772.9	8,253.4	9,319.9	7,730.0	8,626.9						
少数股东权益	317.56	306.04	300.37	291.20	279.51						
股本	520.07	520.07	520.07	520.07	520.07						
资本公积	965.48	965.48	964.92	965.29	965.23						
留存收益	2,421.2	2,467.7	2,557.1	2,685.6	2,854.8						
其他	-965.48	-965.4	-964.92	-965.2	-965.23						
股东权益合计	3,258.8	3,293.8	3,377.6	3,496.8	3,654.4						
负债和股东权	13,031.	11,547.	12,697.	11,226.	12,281.						
现金流量表						主要财务比					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	170.82	98.42	120.27	180.26	235.34	成长能力					
折旧摊销	387.56	412.72	239.91	250.13	257.26	营业收入	-2.81%	5.60%	-3.89%	2.07%	5.13%
财务费用	147.66	216.74	199.86	168.27	139.60	营业利润	-16.66%	-21.86%	-12.51%	59.47%	33.50%
投资损失	1.27	4.83	2.03	2.71	3.19	归属于母公司	-32.20%	-42.60%	15.95%	49.88%	30.56%
营运资金变动	790.86	-583.2	471.01	47.92	223.18	获利能力					
其它	5.02	58.01	-5.96	-9.33	-11.96	毛利率	19.18%	18.72%	18.69%	19.21%	19.67%
经营活动现金	1,503.2	207.43	1,027.1	639.96	846.62	净利率	1.31%	0.71%	0.86%	1.26%	1.56%
资本支出	880.47	-132.4	71.33	73.96	50.25	ROE	6.14%	3.47%	3.91%	5.62%	6.97%
长期投资	-2.97	-4.83	0.00	0.00	0.00	ROIC	6.28%	4.97%	5.03%	6.73%	7.95%
其他	-1,685.	-589.9	-132.80	-157.0	-103.38	偿债能力					
投资活动现金	-808.11	-727.2	-61.47	-83.09	-53.13	资产负债率	74.99%	71.48%	73.40%	68.85%	70.24%
债权融资	4,215.1	4,335.2	3,755.5	3,443.2	2,913.0	净负债率	88.89%	116.99%	87.39%	127.04	85.97%
股权融资	-161.27	-227.8	-185.08	-153.9	-124.77	流动比率	0.51%	0.39%	0.46%	0.40%	0.52%
其他	-4,736.	-4,325.	-4,380.	-3,822.	-3,522.	速动比率	0.22%	0.16%	0.15%	0.18%	0.17%
筹资活动现金	-682.86	-217.6	-810.06	-533.6	-734.69	营运能力					
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转	95.18%	96.76%	98.98%	96.95%	97.55%
现金净增加额	12.23	-737.4	155.59	23.23	58.80	存货周转率	5.53%	7.00%	6.07%	6.17%	6.45%
						总资产周转率	1.08%	1.19%	1.16%	1.20%	1.28%
						每股指标(元)					
						每股收益	0.35	0.20	0.23	0.35	0.45
						每股经营现金	2.89	0.40	1.97	1.23	1.63
						每股净资产	5.66	5.75	5.92	6.16	6.49
						估值比率					
						市盈率	25.50	44.43	38.31	25.56	19.58
						市净率	1.57	1.54	1.50	1.44	1.37
						EV/EBITDA	7.75	8.55	7.92	6.40	5.08
						EV/EBIT	12.19	13.90	12.26	9.33	7.11

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh. tfzq. com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh. tfzq. com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)