证券研究报告

商贸零售行业

强烈推荐（首次）

证券分析师

窦泽云

投资咨询资格编号
S1060210090001
0755-22625902
douzeyun001@pingan.com.cn

研究助理

王松杰

一般证券从业资格编号
S1060112010048
0755-22622085
wangsongjie635@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

鄂武商(000501)

大手笔，大收购

■ 惊人溢价，大笔收购

公司今日公告，大股东武商量及两家一致行动人武汉经发投和武汉国资经营公司拟以 21.21 元/股价格，向全体股东部分要约收购 5%股权。此要约收购价格距公司停牌前股价 14.7 元/股溢价 44.286%，收购溢价惊人。

市场普遍对于公司执意高溢价收购表示不解，我们的理解是公司一方面要确保股权收购完成，另一方面也旨在维护公司形象（毕竟之前与银泰股权之争中存在不少争议），另外可能因一年要约收购有效期临近，改价流程操作不便等因素。

■ 理论测算下，无风险套利价格 15.17，无风险套利空间 3.16%

在不考虑交易成本的前提下，极限情况为所有其余股东都预受要约，则中签率约为 14（1/7.07%），无风险套利价格 X 计算方法为 21.21-X=（14-1）*（X-14.7），无风险套利均衡价格为 15.17，对应套利空间为 3.16%。

若银泰系不预受，则中签率约为 9，相应均衡价格为 17.35，对应套利空间 18.04%。当然，从理性角度考虑，我们认为银泰也应参与预受并通过二级市场回购套利。

■ 要约收购完成后，双方股权差距悬殊，股权之争应彻底结束

无论销售规模、品牌资源还是业态延伸，鄂武商一直是区域龙头里的佼佼者，唯多年与银泰系股权之争对公司负面影响很大，07 年 10 亿元非公开发行及 11 年 10.65 亿元配股均未能实施。此次收购完成后，武商量系持股比例升至 34.32%，而银泰系持股比例为 24.48%，差距明显拉开，双方关于控股权之争应彻底结束。

■ 2013 年起公司外延内生增长均有提速

我们在此前报告里曾提出，凭借一流的经营能力和内部造血能力，公司从 2010 年起资金状况和经营压力已经大幅改善，除了摩尔城项目按期推进外，公司开始了超市扩张和百货跨区收购，2011 年摩尔城开业和十堰商场开业，基本保证了未来几年的业绩成长性。而 2013 年底公司中外合资子公司武汉广场管理有限公司经营到期，也可能会对公司业绩产生较大的正面影响。

■ 未来两年 EPS 增速 26%、28%，配合溢价收购等催化剂，首次给予“强烈推荐”评级

预计 12-13 年公司 EPS 分别为 0.82 和 1.05，两年增速分别为 26%和 28%，对应现价 PE=17.8X，考虑到公司未来催化剂较多且大股东大幅溢价收购，首次给予“强烈推荐”评级。

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	3,861	2,735	3,411	5,026
现金	2,278	1,443	1,824	3,114
应收账款	12	29	35	42
其它应收款	164	238	298	369
预付账款	490	174	213	254
存货	914	851	1,042	1,246
其他	4	0	0	0
非流动资产	5,834	7,353	7,994	8,675
长期投资	36	36	36	36
固定资产	3,813	5,066	5,708	5,660
无形资产	1,292	1,288	1,745	2,320
其他	694	963	506	659
资产总计	9,695	10,088	11,406	13,700
流动负债	7,179	7,164	8,038	9,508
短期借款	750	502	0	0
应付账款	1,883	2,050	2,509	3,001
其他	4,547	4,613	5,529	6,507
非流动负债	282	182	-18	-18
长期借款	281	181	-19	-19
其他	0	0	0	0
负债合计	7,461	7,346	8,019	9,489
少数股东权益	194	284	398	571
股本	507	507	507	507
资本公积	546	546	546	546
留存收益	987	1,404	1,935	2,587
归属母公司股东权益	2,234	2,742	3,386	4,211
负债和股东权益	9,695	10,088	11,406	13,700

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1,843	1,218	1,924	2,164
净利润	445	418	531	652
折旧摊销	445	418	531	652
财务费用	227	31	-1	-26
投资损失	2	-1	-1	-1
营运资金变动	979	322	1,057	1,114
其它	-255	29	-192	-226
投资活动现金流	-1,387	-1,673	-842	-900
资本支出	0	-1,674	-843	-901
长期投资减少	0	0	0	0
其他	-1,387	1	1	1
筹资活动现金流	-162	-379	-701	26
短期借款增加	0	-248	-502	0
长期借款增加	0	-100	-200	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-162	-31	1	26
现金净增加额	294	-835	381	1,290

利润表 单位:百万元

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	12,734	14,430	17,713	21,208
营业成本	10,160	11,580	14,173	16,952
营业税金及附加	116	130	159	191
营业费用	116	143	181	216
管理费用	1,569	1,869	2,340	2,755
财务费用	227	31	-1	-26
资产减值损失	50	8	8	8
公允价值变动收益	4	0	0	0
投资净收益	-2	1	1	1
营业利润	494	671	854	1,113
营业外收入	21	9	8	5
营业外支出	23	3	3	3
利润总额	526	677	859	1,115
所得税	158	169	215	290
净利润	334	508	645	825
少数股东损益	114	90	114	173
归属于母公司净利润	331	418	531	652
EBITDA	925	922	1,073	1,306
EPS（元）	0.65	0.82	1.05	1.28

主要财务比率

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	20.8%	13.3%	22.7%	19.7%
营业利润	-142.2%	35.8%	27.4%	30.2%
净利润	12.9%	26.2%	26.9%	22.8%
获利能力				
毛利率	20.2%	19.8%	20.0%	20.1%
净利率	2.6%	2.9%	3.0%	3.1%
ROE	16.2%	17.0%	17.8%	17.9%
ROIC				
偿债能力				
资产负债率	77.0%	72.8%	70.3%	69.3%
净负债比率				
流动比率	0.54	0.38	0.42	0.53
速动比率	0.41	0.26	0.29	0.40
营运能力				
总资产周转率	0.37	0.36	0.41	0.42
应收账款周转率	220	177	138	136
应付账款周转率	1.50	1.47	1.55	1.54
每股指标（元）				
每股收益	0.65	0.82	1.05	1.28
每股经营现金流	3.63	2.40	3.79	4.27
每股净资产	4.02	4.85	5.89	7.18
估值比率				
P/E	22.5	17.8	14.1	11.4
P/B	3.7	3.0	2.5	2.0
EV/EBITDA	13.9	14.8	13.1	11.0

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 ± 10%之间）
回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推　　荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 ± 5%之间）
回　　避 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257