

分析师：张丽华
执业证书编号：S0050510120019
Tel：010-59355982
Email：zhanglh@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



鄂武商 A (000501.SZ)

费用增长快，利润增速下滑

商业贸易

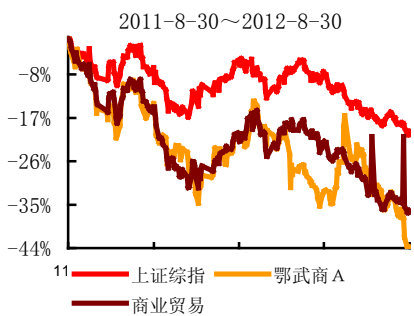
投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	调低
目标价格：	13.70

市场数据

市价(元)	11.20
上市的流通 A 股(亿股)	5.07
总股本(亿股)	5.07
52 周股价最高最低(元)	10.94-20.19
上证指数/深证成指	2053.24/8270.91
2011 年股息率	0.00%

52 周相对市场表现



相关研究

《控股股东启动要约收购 溢价达 44%》
2012-06-20

投资要点

●上半年，公司实现营业总收入73.65亿元，较上年同期增长16.22%；营业利润4.07亿元，较上年同期增长7.63%；实现归属于上市公司股东的净利润2.41亿元，较上年同期增长9.5%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益2.36亿元，较上年同期增长6.63%。每股收益为0.48元。

●收入增速低于利润增速源于费用增长：上半年公司毛利率变动较小，但费用率增长较快，其中管理费用同比增长50.94%（近4000万），主要是去年9月摩尔项目完工投入使用而增加累计折旧（1644万）、房产税（税费增加1056万）以及今年员工增资（682万）费用增长所致。财务费用较上年同期增长59.23%，主要是一方面借款和短融比同期增加，另一方面去年下半年央行调高利率致使利息支出增加。

●发展购物中心战略清晰：仙桃购物中心项目3月1日破土动工；黄石购物中心项目整体推进，房屋拆迁和土地征收工作进度加快，完成目标任务的94%；襄阳项目正在推进之中。我们认为公司通过购物中心形式完成渠道下沉适应消费潮流，战略定位准确，为后续发展奠定了基础。

●大股东巩固控股权，与二股东矛盾依然突出：7月，公司大股东完成部分要约收购，武商联及其一致行动人合计持有公司股份1.74亿股，占总股本的34.32%，进一步拉开了于第二大银泰百货的差距，巩固了控股权，但从近日公司利润分配方案遭到否决一事我们分析第一、第二大股东之间隔膜较深，矛盾难以消除，或增加公司运营中的不确定性。

●盈利预测与评级：公司主业经营稳健，老店保持相对稳定的内生增长，发展购物中心战略清晰，项目储备丰富，我们预测2012年、2013年每股收益为0.73元、0.86元，将公司评价下调至“增持”。风险提示：资本支出增加导致财务费用压力大，股东间利益不一致或引发新纠纷。

公司财务数据及预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	12733.85	15025.94	18782.43	23478.04
增长率(%)	20.84	18.00	25.00	25.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	331.29	369.33	435.95	512.69
增长率(%)	12.87	11.48	18.04	17.60
毛利率(%)	20.21	20.18	20.18	20.18
净资产收益率(%)	16.24	15.27	15.27	15.22
EPS(元)	0.65	0.73	0.86	1.01
P/E(倍)	17.15	15	13	11
P/B(倍)	2.79	2	2	1

来源：公司年报、民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	3860.68	2011.36	3310.12	5109.85
现金	2277.55	387.11	1279.81	2571.97
应收账款	15.61	20.58	25.73	32.16
其它应收款	163.65	205.83	257.29	321.62
预付账款	490.27	576.34	720.42	900.53
存货	913.61	821.49	1026.86	1283.57
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	5834.32	6152.98	6458.05	6736.88
长期投资	35.53	35.53	35.53	35.53
固定资产	5608.90	5928.94	6218.99	6479.03
无形资产	128.40	128.40	128.40	128.40
其他	61.49	60.10	75.13	93.91
资产总计	9695.00	8164.34	9768.17	11846.73
流动负债	7160.96	4897.24	5801.53	7066.45
短期借款	750.00	750.00	750.00	750.00
应付账款	1909.30	1478.68	1848.35	2310.43
其他	4501.66	2668.56	3203.18	4006.01
非流动负债	300.00	527.28	645.55	775.62
长期借款	281.48	218.37	261.51	297.66
其他	18.52	308.91	384.04	477.95
负债合计	7460.96	5424.52	6447.08	7842.06
少数股东权益	193.95	320.39	465.71	636.61
归属母公司股东权益	2040.09	2419.42	2855.38	3368.06
负债和股东权益	9695.00	8164.34	9768.17	11846.73

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	3592.57	-1725.45	1304.12	1575.41
净利润	2072.32	379.33	435.95	512.69
折旧摊销	248.08	179.95	209.95	239.95
财务费用	49.82	59.79	74.73	93.42
投资损失	1.65	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	1220.69	-2344.52	583.48	729.35
投资活动现金流	-1512.90	-500.00	-500.00	-500.00
资本支出	-1530.77	-500.00	-500.00	-500.00
筹资活动现金流	-1886.55	-78.18	-113.09	-24.58
短期借款	-34.74	-18.39	-38.35	68.84
长期借款	281.477254	218.37	261.51	297.66
现金净增加额	1984.02	2277.55	387.11	1279.81

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	12733.85	15025.94	18782.43	23478.04
营业成本	10160.05	11993.71	14992.13	18740.17
营业税金及附加	115.86	165.29	225.39	305.21
营业费用	1569.42	1855.70	2347.80	2958.23
管理费用	227.08	277.98	356.87	469.56
财务费用	49.82	59.79	74.73	93.42
资产减值损失	4.26	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	-1.65	0	0	0
营业利润	605.71	673.48	785.50	911.44
营业外收支	-2.12	0.00	0.00	0.00
利润总额	603.59	673.48	785.50	911.44
所得税	158.21	177.70	204.23	227.86
净利润	445.38	495.77	581.27	683.58
少数股东损益	114.09	126.44	145.32	170.90
归属母公司净利	331.29	369.33	435.95	512.69
EPS (元)	0.65	0.73	0.86	1.01

主要财务比率
成长能力

营业收入	20.85%	18.00%	25.00%	25.00%
营业利润	19.09%	11.19%	16.63%	16.03%
归属母公司净利	12.87%	11.48%	18.04%	17.60%
获利能力				
毛利率	20.21%	20.18%	20.18%	20.18%
净利率	3.50%	3.30%	3.09%	2.91%
ROE	16.24%	15.27%	15.27%	15.22%

偿债能力

资产负债率	76.96%	66.44%	66.00%	66.20%
流动比率	53.91%	41.07%	57.06%	72.31%
速动比率	41.15%	24.30%	39.36%	54.15%

每股指标(元)

每股收益	0.65	0.73	0.86	1.01
每股经营现金	7.08	-3.40	2.57	3.11
每股净资产	4.40	5.40	6.55	7.89

估值比率

P/E	17	15	13	11
P/B	3	2	2	1

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。