

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)

费用大幅增加拉低净利润增速

投资要点

●公司前三季度实现营业收入 107.35 亿元，较上年同期增长 16.75%；实现营业利润 5.26 亿元，较上年同期增长 9.48%；实现归属于上市公司所有者净利润 3.02 亿元，较上年同期增长 9.96%；每股收益为 0.60 元。

●费用大幅增长拉低利润增速：收入增速符合预期，利润增速低于收入增幅主要源于：销售费用 13.31 亿元，同比增长 18.10%；管理费用同比增加 45.96%，主要是去年 9 月摩尔项目完工投入使用而增加累计折旧、房产税以及今年员工增资费用增长所致；财务费用同比增加 69.14%，主要原因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今年上半年利息支出增加。

●处于扩张期，资本支出较大：从现金流量表看，前三季度经营活动产生的现金流量净额为 13.02 亿元，同比增长 33.71%，主要是扩大销售规模所致；投资活动产生的现金流量净额为-13.55 亿元，相比上年同期净流出额增加 5.21 亿元，是公司预付黄石、仙桃、青山项目土地款所致；筹资活动产生的现金流量净额为 1.24 亿元，相比此前的净流出 2.41 亿，增加了 3.65 亿元，是报告期公司发行短期融资券所致。公司的现金流量表充分体现了公司目前正处于扩张期的特征。

●第一、二大股东股权比例拉大：要约收购完成后，季报显示银泰系所持股份共 105,078,434 股，相比中报减少了 9,658,431 股，而第一大股东及其一致行动所持股份为 158,773,571 股，相比中报增加了 25,362,448 股，双方的股权比例差距拉大，实际控制人地位相对稳定。

商业贸易

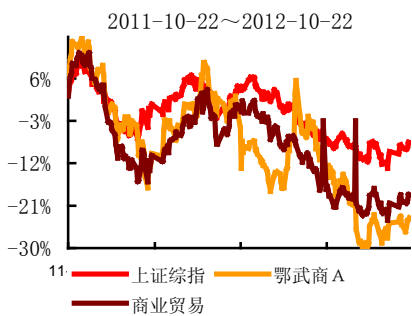
投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	维持
目标价格：	13.7

市场数据

市价(元)	12.00
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)	10.76-18.47
上证指数/深证成指	2128.30/8796.42
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
- 《鄂武商 A2012 年中报点评：费用增长快，利润增速下滑》
2012-08-30

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	18.00	18.00
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	17.99	17.57
毛利率(%)	20.21	20.18	20.40	20.45
净资产收益率(%)	16.24	15.27	15.26	15.21
EPS(元)	0.65	0.73	0.86	1.01
P/E(倍)	18.37	16	14	12
P/B(倍)	2.99	2	2	2

来源：公司年报、民族证券

- **投资汉口银行：**公司发布公告，公司拟认购汉口银行定向增发的 1 亿股股份，认购价格为 3.8-4 元人民币/股。公司此前共持有汉口银行股本数为 295,200 股。认购汉口银行股份的投资资金，公司将通过内部调剂、自筹解决，短期内或进一步加大公司的财务压力。
- **盈利预测、评级与风险提示：**公司发展购物中心战略明确，未来仙桃、黄石、青山等储备项目资本支出较大，短期内仍将呈现收入增速快于利润增速的局面，我们维持此前预测 2012 年、2013 年公司每股收益分别为 0.73 元、0.86 元，维持“增持”评级。
风险提示：新开门店培育期低于预期。

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	3003.17	4376.43
现金	2277.55	387.11	1089.23	2118.71
应收账款	15.61	20.58	24.29	28.66
其它应收款	163.65	205.83	242.89	286.60
预付账款	490.27	576.34	680.08	802.49
存货	913.61	821.49	966.68	1139.97
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	5834.32	6152.98	6453.85	6726.66
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	70.92	83.69
资产总计	9695.00	8164.34	9457.01	11103.09
流动负债	7160.96	4897.24	5511.63	6374.59
短期借款	750.00	750.00	750.00	750.00
应付账款	1909.30	1478.68	1740.03	2051.94
其他	4501.66	2668.56	3021.60	3572.65
非流动负债	300.00	527.28	624.52	724.50
长期借款	281.48	218.37	261.51	297.66
其他	18.52	308.91	363.01	426.84
负债合计	7460.96	5424.52	6136.15	7099.09
少数股东权益	193.95	320.39	465.66	636.44
归属母公司股东权益	2040.09	2419.42	2855.21	3367.56
负债和股东权益	9695.00	8164.34	9457.01	11103.09

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	1130.43	1336.90
净利润	2072.32	379.33	435.79	512.35
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	409.95	491.17
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	-114.14	-26.08
短期借款	-34.74	-18.39	-39.41	67.34
长期借款	281.477254	218.37	261.51	297.66
现金净增加额	1984.02	2277.55	387.11	1089.23

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%	18.00%	18.00%
营业利润	19.09%	11.19%	16.59%	16.00%
归属母公司净利	12.87%	11.48%	17.99%	17.57%
获利能力				
毛利率	20.21%	20.18%	20.40%	20.45%
净利率	3.50%	3.30%	3.28%	3.27%
ROE	16.24%	15.27%	15.26%	15.21%

偿债能力

资产负债率	76.96%	66.44%	64.88%	63.94%
流动比率	53.91%	41.07%	54.49%	68.65%
速动比率	41.15%	24.30%	36.95%	50.77%

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	2.23	2.64
每股净资产	4.40	5.40	6.55	7.89

估值比率

P/E	18	16	14	12
P/B	3	2	2	2

分析师简介

2006年毕业于中国人民大学，经济学硕士。2007年进入天相投资顾问公司，负责酒店旅游行业研究，2008年12月进入民族证券，供职于研究发展中心，主要负责商业贸易行业研究。

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。