

2013年04月26日

鄂武商 A (000501.SZ)

四季度业绩大幅增长

■事件：公布 2012 年年报，实现收入 149.02 亿元，同比上升 17.02%；净利 4.02 亿元，同比增长 21.47%；EPS 为 0.79 元。其中，2012 年第四季度，收入增长 17.72%，净利增长 77.24%。业绩超预期。同时公布 2013 年一季报，收入增长 13.53%；净利增长 12.62%；EPS 0.32 元。

■点评：

- **摩尔城华丽升级促收入稳定增长。**2011 年底开业的国际广场二期树立了在湖北乃至中部片区奢侈品百货第一的地位，在百货门店内生增速 5% 左右的水平下，国际广场 2012 年整体收入增速约在 50%。在国际广场的带动下，2012 年百货业态收入增长 18.52%。另外，2012 年新开业门店 10 家，总门店数达到 100 家，收入同比增长 14.42%。
- **毛利率持续提升。**2012 年，公司毛利率为 20.38%，较上年提高了 0.17 个百分点。其中，百货毛利率为 18%，较上年下滑 0.36%，主要由于国际广场二期 2011 年开业加大了国际奢侈品牌的引进。2013 年一季度毛利率较上年同期下降 0.63%，主要是由于一季度春节期间加大了促销折扣力度，且低毛利的黄金销售比重提高。
- **期间费用管控有力。**2012 年公司期间费用率为 14.53%，较上年略有提高 0.03%。其中第四季度管理费用绝对额较上年同期减少 0.37 亿元，使得管理费用率下降了 1.1%，另外，销售费用率同比下滑了 0.34%，总体上第四季度期间费用率同比下滑了 1.54%，对费用的管控使得第四季度净利同比增长 77%，超于市场预期。
- **经营展望：**将重点打造“摩尔城”的“三个第一”，并加快向湖北省二线城市以自建购物中心形式进行渠道下沉。在量贩业态方面，计划保持每年新开 10 家门店的扩张速度。

■投资建议：预计 2013-2015 年净利增长分别为 21.1%、22.0%和 22.2%，EPS 为 0.96、1.17 和 1.43 元。我们看好公司“摩尔城”在湖北省的零售龙头地位中长期不可动摇，另外加快在湖北省地级市购物中心项目的拓展步伐，公司在湖北省的零售市场份额将逐步提高。给予 2013 年 15 倍估值，目标价 14.41 元，上调评级至买入-A。

■风险提示：资本开支较大导致财务费用上升；银泰系二级市场减持

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	12,733.8	14,901.5	16,797.3	18,857.0	20,755.0
净利润	331.3	402.4	487.4	594.6	726.4
每股收益(元)	0.65	0.79	0.96	1.17	1.43
每股净资产(元)	4.02	4.79	5.75	6.92	8.36

盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	17.1	14.1	11.6	9.5	7.8
市净率(倍)	2.8	2.3	1.9	1.6	1.3
净利润率	2.6%	2.7%	2.9%	3.2%	3.5%
净资产收益率	19.9%	19.7%	19.5%	19.3%	18.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	118.8%	128.2%	107.6%	232.8%	247.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告

百货

投资评级

买入-A

调高评级

12 个月目标价

14.41 元

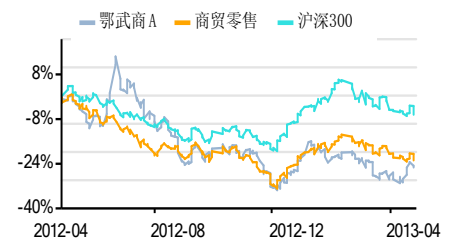
股价 (2013-04-25)

10.91 元

交易数据

总市值 (百万元)	5,660.89
流通市值 (百万元)	5,660.34
总股本 (百万股)	507.25
流通股本 (百万股)	507.20
12 个月价格区间	9.67/16.60 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	10.57	3.92	-14.04
绝对收益	5.88	0.54	-18.24

张静

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511100001
zhangjing5@essence.com.cn
021-68763865

报告联系人

王园园

021-68765661

wangyy7@essence.com.cn

相关报告

鄂武商 A：摩尔城铸就业绩高速增长	2013-02-06
鄂武商 A：鄂武商：主业高速增长凸现各项潜能	2010-09-02
鄂武商：主营业务增长将超往年：鄂武商 1 季报点评	2010-04-30

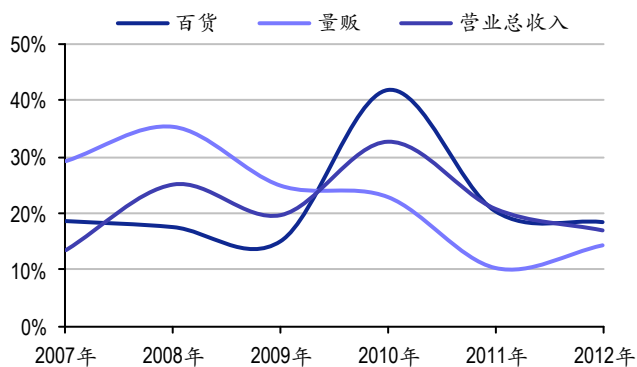
鄂武商 A 公布 2012 年年报，实现收入 149.02 亿元，同比上升 17.02%；净利 4.02 亿元，同比增长 21.47%；EPS 为 0.79 元。其中，2012 年第四季度，收入增长 17.72%，净利增长 77.24%。业绩超预期。同时公布 2013 年一季报，实现收入 45.46 亿元，同比增长 13.53%；净利 1.61 亿元，同比上升 12.62%；EPS 为 0.32 元。

1. 业绩分析

1.1. 摩尔城华丽升级促收入稳定增长

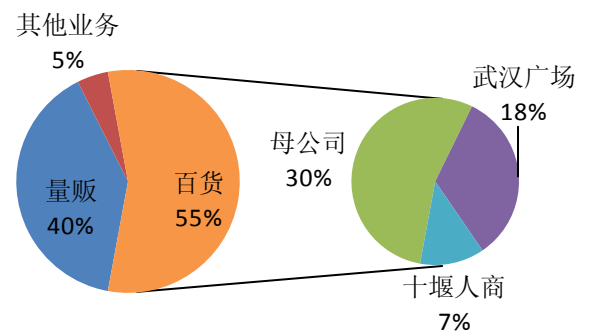
2012 年公司实现营业总收入 149.02 亿元，同比上升 17.02%。其中，2011 年底开业的国际广场二期树立了在湖北乃至中部片区奢侈品百货第一的地位，在百货门店内生增速 5%左右的水平下，国际广场 2012 年整体收入增速约在 50%。在国际广场的带动下，2012 年百货业态实现收入 83.13 亿元，同比增长 18.52%。另外，2012 年新开量贩门店 10 家，总门店数达到 100 家，实现收入 59.13 亿元，同比增长 14.42%。2013 年一季度，公司收入增速在 13.53%，较上年同期略有提高。

图 1：鄂武商 A 百货、超市及营业总收入增速



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 2：鄂武商 A 收入构成

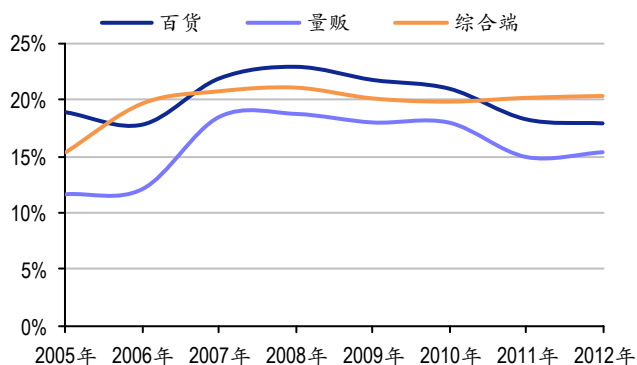


数据来源：公司公告、安信证券研究中心

1.2. 毛利率持续提升

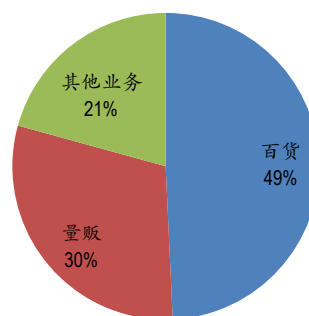
2012 年，公司毛利率为 20.38%，较上年提高了 0.17 个百分点。其中，百货毛利率为 18%，较上年下滑 0.36%，2011 年和 2012 年百货毛利率从原来的 22% 左右水平下降到 18% 左右，主要由于国际广场二期 2011 年开业加大了国际奢侈品牌的引进。2012 年，量贩毛利率为 15.41%，同比提高 0.42%；综合端毛利率为 20.38%，同比提高 0.17%，主要是高毛利率的其他业务占收入比重的提高。2013 年一季度毛利率为 19.82%，较上年同期下降 0.63%，主要是由于一季度春节期间加大了促销折扣力度，且低毛利的黄金销售比重提高。

图 3：鄂武商 A 百货、量贩及综合端毛利率



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 4：鄂武商 A 毛利构成

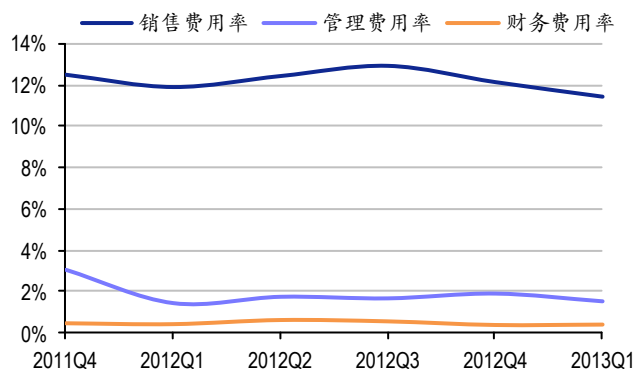


数据来源：公司公告、安信证券研究中心

1.3. 期间费用管控有力

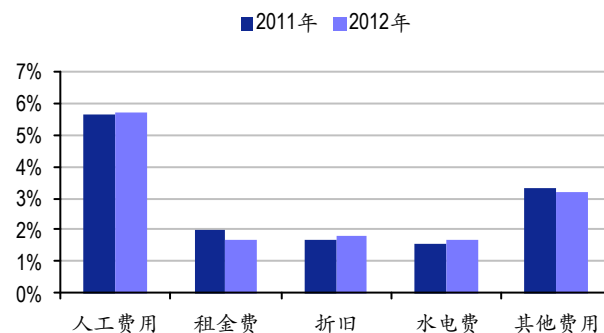
2012 年公司期间费用率为 14.53%，较上年略有提高 0.03%。其中第四季度管理费用绝对额较上年同期减少 0.37 亿元，使得管理费用率下降了 1.1%，另外，销售费用率同比下滑了 0.34%，总体上第四季度期间费用率同比下滑了 1.54%，对费用的管控使得第四季度净利润同比增长 77%，超于市场预期。从费用细项看，虽然对人工进行了精简，但由于受平均工资的上涨，人工费用占收入比重同比上升 0.09%；由于 2011 年底国际广场二期及十堰人商建成投入使用折旧及摊销费用以及水电费占收入比重都有所提高。

图 5：鄂武商 A 各项费用率变动情况



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 6：鄂武商 A 期间费用细项占收入比重对比



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

2. 经营展望

截止 2012 年底，公司共有百货门店 9 家，报告期内无新开门店。2012 年，公司重点打造国际广场成为“奢侈品第一”，武汉广场“化妆品第一”，以及世贸广场“黄金珠宝零售第一”，目前国际广场国际奢侈品牌的入驻率堪称华中区首位，接下来重点在于培育；武汉广场在 2012 年以齐聚 75 个顶尖化妆品牌问鼎全国化妆品经营第一；世贸广场黄金经营初见成效。公司接下来的战略计划是向湖北省二级城市以自建购物中心形式进行渠道下沉，计划 2013 年底开出仙桃购物中心，黄石和青山项目封顶，另外在 2013 年开始十堰人商二期工程。在量贩业态方面，公司仍计划保持每年新开 10 家门店的扩张速度。

表 1: 鄂武商 A 百货门店基本概况

序号	门店	开业时间	建筑面积 (平米)	物业	位置	备注
1	武汉广场	1996 年	73,500	自有	武汉解放大道	
2	世贸广场	1999 年 9 月	100,000	自有	武汉解放大道	
3	建二商场	2001 年	30,000	租赁	武汉青山区	
4	亚贸购物中心	2002 年	60,116	租赁	武汉武昌区	
5	国际广场一期	2007 年 9 月	55,000	自有	武汉解放大道	原武汉商场
	国际广场二期	2011 年 9 月	270,000			
6	襄樊购物中心	2007 年 9 月	52,600	租赁	襄阳	
7	十堰人民商场	2011 年 12 月		自有	十堰	
8	十堰人商北京路店	2010 年 6 月	133,500	租赁	十堰	2009 年收购
9	郧阳购物中心	2012 年		自有	十堰郧县	

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

表 2: 鄂武商 A 百货储备门店概况

门店名称	开业时间	建筑面积 (平米)	物业	商圈	位置
仙桃购物中心	2013 年底 E	100,000	自建	A (南接市政广场)	黄桃市
黄石购物中心	2014 年 E	180,000	自建	A (武汉路与湖滨大道)	黄石市
青山国际商城	2015 年 E	250,000	自建	B (青山商圈)	武汉市武昌青山区
十堰人商二期			自建	A (六堰商圈)	十堰市

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

3. 盈利预测及投资建议

预计 2013-2015 年净利增长分别为 21.1%、22.0%和 22.2%，EPS 为 0.96、1.17 和 1.43 元。对应 2013-2015 年 PE 为 11.6、9.5 和 7.8 倍。我们看好公司“摩尔城”在湖北省的零售领头地位中长期不可动摇，另外加快在湖北省地级市购物中心项目的拓展步伐，公司在湖北省的零售市场份额将逐步提高。给予 2013 年 15 倍估值，目标价 14.41 元，上调评级至买入-A。

4. 风险提示

- 1) 资本开支较大导致财务费用大幅上升。公司新的五年将大力拓展湖北地级市的购物中心项目，这些项目公司都计划从拿地开始，通过自建的形式获得经验物业。这将导致公司近几年的资本开支仍然较大，财务费用存在大幅上升的风险。
- 2) 银泰系可能在二级市场减持公司股票，造成短期股价下跌风险。

财务报表预测和估值数据汇总(2013年04月25日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	12,733.8	14,901.5	16,797.3	18,857.0	20,755.0	成长性					
减:营业成本	10,160.1	11,864.6	13,333.0	14,877.7	16,270.1	营业收入增长率	20.8%	17.0%	12.7%	12.3%	10.1%
营业税费	115.9	135.4	150.4	170.6	187.4	营业利润增长率	19.1%	19.9%	21.1%	19.9%	21.2%
销售费用	1,569.4	1,837.6	2,053.6	2,312.0	2,557.9	净利润增长率	12.9%	21.5%	21.1%	22.0%	22.2%
管理费用	227.1	255.4	331.0	392.3	442.1	EBITDA 增长率	13.8%	23.3%	15.1%	16.7%	15.7%
财务费用	49.8	71.9	48.9	44.8	14.8	EBIT 增长率	13.6%	21.7%	16.3%	18.4%	17.6%
资产减值损失	4.3	11.4	1.6	5.8	6.3	NOPLAT 增长率	16.6%	17.5%	17.5%	21.7%	17.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	8.9%	40.0%	-43.7%	10.7%	-55.3%
投资和汇兑收益	-1.7	0.9	0.1	-0.2	0.3	净资产增长率	20.8%	18.1%	24.2%	23.8%	23.4%
营业利润	605.7	726.1	879.0	1,053.5	1,276.7	利润率					
加:营业外净收支	-2.1	4.7	6.5	3.0	4.8	毛利率	20.2%	20.4%	20.6%	21.1%	21.6%
利润总额	603.6	730.8	885.5	1,056.6	1,281.5	营业利润率	4.8%	4.9%	5.2%	5.6%	6.2%
减:所得税	158.2	210.2	247.9	274.7	333.2	净利润率	2.6%	2.7%	2.9%	3.2%	3.5%
净利润	331.3	402.4	487.4	594.6	726.4	EBITDA/营业收入	6.3%	6.6%	6.8%	7.1%	7.4%
						EBIT/营业收入	5.1%	5.4%	5.5%	5.8%	6.2%
资产负债表						运营效率					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	固定资产周转天数	80	91	82	77	73
货币资金	2,277.5	2,173.9	3,359.5	3,771.4	4,151.0	流动营业资本周转天数	-115	-119	-118	-117	-114
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	96	101	104	107	109
应收帐款	175.6	221.6	265.6	249.0	324.9	应收帐款周转天数	5	5	5	5	5
应收票据	3.6	4.6	1.8	6.6	3.0	存货周转天数	22	21	20	21	21
预付帐款	490.3	1,217.5	510.8	880.0	823.1	总资产周转天数	242	250	249	248	244
存货	913.6	858.5	1,049.0	1,160.4	1,230.9	投资资本周转天数	12	13	10	7	5
其他流动资产	-	0.1	-	-	-	投资回报率					
可供出售金融资产	0.8	1.0	1.6	1.1	1.2	ROE	19.9%	19.7%	19.5%	19.3%	18.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.6%	4.7%	5.2%	5.7%	6.6%
长期股权投资	35.5	414.9	414.9	414.9	414.9	ROIC	118.8%	128.2%	107.6%	232.8%	247.3%
投资性房地产	127.7	116.4	116.4	116.4	116.4	费用率					
固定资产	3,813.3	3,732.7	3,917.3	4,100.2	4,317.7	销售费用率	12.3%	12.3%	12.2%	12.3%	12.3%
在建工程	-	73.2	349.8	543.7	620.2	管理费用率	1.8%	1.7%	2.0%	2.1%	2.1%
无形资产	1,291.6	1,602.2	1,554.9	1,701.6	1,648.3	财务费用率	0.4%	0.5%	0.3%	0.2%	0.1%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	14.5%	14.5%	14.5%	14.6%	14.5%
资产总额	9,695.0	11,038.6	12,243.2	13,716.6	14,459.7	偿债能力					
短期债务	750.0	614.0	767.4	829.0	114.9	资产负债率	77.0%	76.1%	73.2%	70.4%	65.4%
应付帐款	3,198.6	3,198.3	3,645.9	4,257.8	4,331.3	负债权益比	334.0%	318.3%	273.6%	238.0%	188.8%
应付票据	26.6	26.1	8.2	40.0	15.6	流动比率	0.54	0.55	0.60	0.63	0.69
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.41	0.44	0.48	0.51	0.56
长期借款	281.5	180.4	334.4	25.9	-	利息保障倍数	13.16	11.10	18.99	24.50	87.10
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	7,461.0	8,399.5	8,966.0	9,658.0	9,452.7	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	194.0	208.5	358.6	545.9	767.8	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	507.2	507.2	507.2	507.2	507.2	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,532.8	1,923.3	2,411.4	3,005.4	3,731.9						
股东权益	2,234.0	2,639.1	3,277.3	4,058.6	5,007.0						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	445.4	520.6	487.4	594.6	726.4	EPS(元)	0.65	0.79	0.96	1.17	1.43
加:折旧和摊销	266.1	285.5	212.5	232.8	249.2	BVPS(元)	4.02	4.79	5.75	6.92	8.36
资产减值准备	4.3	11.4	-	-	-	PE(X)	17.1	14.1	11.6	9.5	7.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.8	2.3	1.9	1.6	1.3
财务费用	66.6	89.5	48.9	44.8	14.8	P/FCF	21.5	-93.1	5.1	19.2	29.1
投资损失	1.7	-0.9	-0.1	0.2	-0.3	P/S	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
少数股东损益	114.1	118.2	150.1	187.3	221.9	EV/EBITDA	7.6	4.1	2.7	1.9	1.0
营运资金的变动	1,105.4	1,719.3	605.7	416.8	417.5	CAGR(%)	20.6%	22.1%	19.0%	20.6%	22.1%
经营活动产生现金流量	1,843.0	2,165.1	1,504.6	1,476.5	1,629.6	PEG	0.8	0.6	0.6	0.5	0.4
投资活动产生现金流量	-1,387.4	-2,081.3	-627.0	-756.1	-489.9	ROIC/WACC	13.0	14.0	11.8	25.5	27.1
融资活动产生现金流量	-162.0	-187.4	308.0	-308.5	-760.1	REP	1.1	0.5	0.8	0.3	0.3

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张静声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	黄方祥	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
北京联系人	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

