

2013年10月16日

鄂武商 A (000501.SZ)

公司快报

证券研究报告

百货

大股东增持为二级市场传递“正能量”

■事件：10月15日，第一大股东武商联增持公司0.793%的股份，平均价格13.93元/股，耗资5,604万元。增持后，武商联占总股本比例提升至22.82%，与关联方及一致行动人合计持有35.11%的股份。且计划12个月内继续增持不超过2%的股份。

■点评：

- 武商联再次巩固控股地位，股权之争接近落幕。武商联2012年通过要约收购5%的股权，与关联方及一致行动人合计持有公司34.32%的股权，与银泰系22.58%的持股比例相比，已超越11.74%。此次，武商联再次通过二级市场增持，继续拉开与银泰系持股比例，巩固控股地位。同时，银泰系自去年底逐渐退出公司董事会，再次印证股权之争接近落幕。
- 大股东增持为二级市场传递“正能量”。公告称，武商联此次增持目的是“基于对目前资本市场形势的认识和对公司的企业价值和前景的信心”。由于此次增持前，武商联的控股地位已基本稳固，可见此次增持更多的传递出大股东对公司价值的认可及发展前景的信心。
- 省内发展驶入“快车道”。公司将持续重点打造“摩尔城”的“三个第一”，即国际广场打造成为“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”；另外，并加快向湖北省二级市场以自建购物中心形式进行渠道下沉，目前储备了3个大体量的购物中心项目，其中仙桃购物中心已于今年9月份开业。在量贩业态方面，放慢开店速度，以调整为主。

■投资建议：维持之前的盈利预测，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“摩尔城”在湖北省的零售领头地位中长期不可动摇，且加快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2014年15倍估值，目标价17.55元，维持买入-A评级。

■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)	22.1	18.2	15.0	12.3	10.1
市净率(倍)	3.6	3.0	2.5	2.1	1.7
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

投资评级

买入-A

维持评级

12个月目标价

17.55元

股价(2013-10-15)

14.41元

交易数据

总市值(百万元)	7,309.45
流通市值(百万元)	7,308.74
总股本(百万股)	507.25
流通股本(百万股)	507.20
12个月价格区间	9.67/14.41元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	20.94	22.88	17.46
绝对收益	20.08	29.82	24.98

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

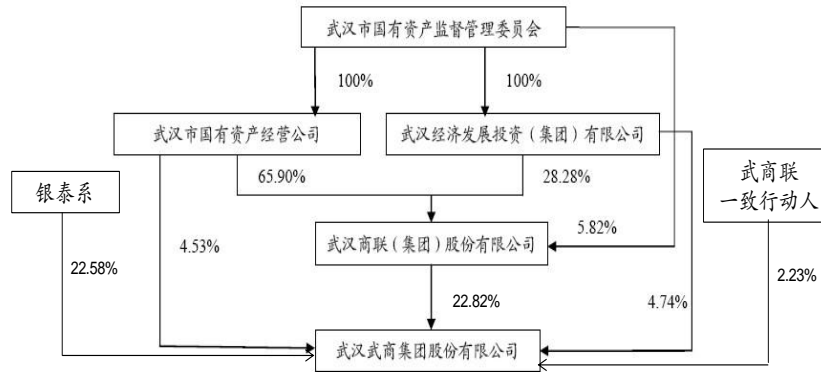
021-68765661

wangyy7@essence.com.cn

相关报告

百货业绩增长的主要引擎	2013-08-28
鄂武商 A：四季度业绩大幅增长	2013-04-26
鄂武商 A：摩尔城铸就业绩高速增长	2013-02-06

图 1: 鄂武商 A 股权结构最新情况



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

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 (平方米)	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	郟阳购物中心	2012 年		自有	十堰郟县	
10	仙桃购物中心	2013 年 9 月	100,000	自有	黄桃市	

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 (平方米)	物业	商圈	位置
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	E		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

财务报表预测和估值数据汇总(2013年10月16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	EPS(元)	0.65	0.79	0.96	1.17	1.43
净利润	445.4	520.6	487.4	594.6	726.4	BVPS(元)	4.02	4.79	5.75	6.92	8.36
加:折旧和摊销	266.1	285.5	212.5	232.8	249.2	PE(X)	22.1	18.2	15.0	12.3	10.1
资产减值准备	4.3	11.4	-	-	-	PB(X)	3.6	3.0	2.5	2.1	1.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	27.7	-120.3	6.6	24.9	37.6
财务费用	66.6	89.5	48.9	44.8	14.8	P/S	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
投资损失	1.7	-0.9	-0.1	0.2	-0.3	EV/EBITDA	7.6	4.1	4.2	3.1	2.1
少数股东损益	114.1	118.2	150.1	187.3	221.9	CAGR(%)	20.6%	22.1%	19.0%	20.6%	22.1%
营运资金的变动	1,105.4	1,719.3	605.7	416.8	417.5	PEG	1.1	0.8	0.8	0.6	0.5
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	ROIC/WACC	12.2	13.2	11.1	23.9	25.4
投资活动产生现金流量	-1,387.4	-2,081.3	-627.0	-756.1	-489.9	REP	1.1	0.5	1.2	0.5	0.7
融资活动产生现金流量	-162.0	-187.4	308.0	-308.5	-760.1						

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
	侯海霞	021-68763563	houhx@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
北京联系人	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	李倩		liqian1@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	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

