

鄂武商 A (000501)

业绩略超预期，武广少数股东权益有望收回

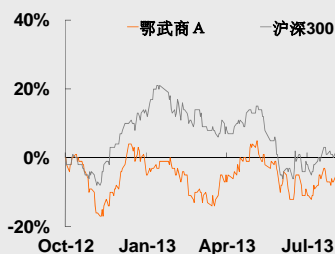
强烈推荐 (上调)

现价: 13.75 元

主要数据

行业	平安商贸
公司网址	www.wushang.com.cn
大股东/持股	武汉商联(集团)股份有限公司/22.02%
实际控制人/持股	武汉市国有资产监督管理委员会/26.65%
总股本(百万股)	507
流通 A 股(百万股)	507
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	69.75
流通 A 股市值(亿元)	69.74
每股净资产(元)	5.32
资产负债率(%)	73.0

行情走势图



相关研究报告

20130424-年报及一季报点评-业绩超预期，基本面明显改善

20130828-半年报点评-中报符合预期，高增长有望延续

证券分析师

耿邦昊 投资咨询资格编号S1060512070001
0755-22625433
gengbanghao458@pingan.com.cn

研究助理

林浩然 一般从业资格编号S1060112080041
0755-22627559
linhaoran074@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

投资要点

事项: 公司今日公布 2013 三季报，1-3Q 收入 122.6 亿元，YoY=14.2%；实现归属上市公司净利润 3.41 亿元或 EPS=0.67，YOY=13.1%，净利率=2.8%；扣非后净利润为 3.42 亿或 EPS=0.67，YoY=16.4%，略超预期。此外公司同时公布董事会决议，武汉广场合资公司于今年 12 月 29 日到期后拟停业清算，市场预期已久的少数股东权益有望收回并大幅增厚业绩。

■ 单季扣非后业绩环比微升，略超预期

虽然受终端需求不振影响，3Q 单季公司收入增速下滑至 10.7% (3Q11/12 分别为 19.3%/17.9%)，但单季净利润增速达 19.2%、扣非后增速达 22.2%，较 1Q、2Q 均有明显提升。应该说公司已经基本完成了向购物中心业态的转型，资产负债表日益夯实，以租金为主的收入稳定性较好，经营杠杆较高。

■ 毛利率继续上行，费用率同比略升

3Q 毛利率 (20.93%) 同/环比分别提升 0.72/0.92 个百分点，一方面是低毛利率黄金品类增长收敛，另一方面跟公司进行品类提档、超市业务升级改造 (1H 关闭 4 家亏损门店) 有关。仙桃店的开业加上季度收入增速收敛，使得单季销售费用率大幅上升 0.98 个百分点至 13.89%；期内再次偿还短贷 7000 万 (计息负债同比减少 5.6 亿)，使得财务费用率下降 0.35 个百分点至 0.21%。公司账面净现金达 14.4 亿，4.5% 的计息负债率为历史最佳水平。

■ 储备项目充分，后续成长无忧

9 月 29 日体量 10 万平米的仙桃购物中心开业，十堰人商二期 (预计约 3 万平米) 预计明年 3 月开业；另外，总投资额约 26.6 亿的黄石购物中心 (建面 18 万平米) 和青山商业城 (建面 25 万平米) 预计均将于 2014 年年底建成开业，首年预计分别亏损 850 万和 1000 万元。

■ 武广 49% 少数股东权益有望年底收回

武汉广场有限公司为 93 年 12 月 29 日公司与香港国际管理有限公司合资组建，上市公司持有武广物业。该子公司合资期限 20 年，上市公司占 51% 权益、国际管理公司占 49%。2008 年 9 月，上市公司曾与香港国际管理就该店经营权有过分歧，最终双方约定：该子公司 2006 年 10 月 1 日至 2008 年 9 月 30 日租金按 1.5 亿元/年缴纳，2008 年 10 月 1 日后在上一年基础上每年按 257.5 万元等额递增 (2012 年向上市公司支付物业租金约 1.6 亿)。2012 年该店实现收入 27.6 亿、净利润 2.4 亿；2013 年 1-9 月该店收入 20.98 亿 (占总收入 17.1%)、净

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	12,734	14,902	17,298	20,050	23,573
YoY(%)	20.8	17.0	16.1	15.9	17.6
净利润(百万元)	331	402	457	526	624
YoY(%)	12.9	21.5	13.7	14.9	18.7
毛利率(%)	20.2	20.4	20.3	20.4	20.6
净利率(%)	2.6	2.7	2.6	2.6	2.6
ROE(%)	16.2	16.6	15.8	15.4	15.5
EPS(摊薄/元)	0.65	0.79	0.90	1.04	1.23
P/E(倍)	21.1	17.3	15.2	13.3	11.2
P/B(倍)	3.4	2.9	2.4	2.0	1.7

利润 2.1 亿元。

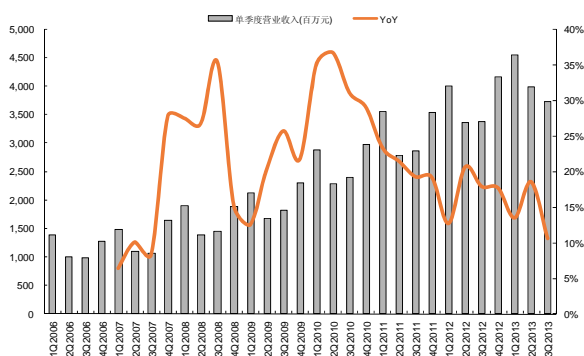
公司今日董事会决议公告武汉广场有限公司在合资期限到期后不再存续经营，公司将新设子公司经营该门店。该门店一直由上市公司派驻员工经营管理，因此后续清算过程对门店实际经营影响较轻。**若武汉广场 14 年起由公司全资控股，我们测算增加公司 14 年净利润达 1.39 亿或 EPS=0.27 元、增厚业绩 25.6%**。考虑到议案尚需股东大会批准，且清算过程中对少数股东将有一定补偿（我们预计会对资产负债表产生影响），我们将根据后续进展再对盈利预测进行调整。

■ **维持 13/14 年盈利预测不变，评级上调至“强烈推荐”**

公司是武汉地区零售龙头企业，是典型的重资产（自有物业面积占比超过 80%）、净现金占比高（3Q2013 为 16.6%）类公司；较早推动业态升级，经营规模、品牌资源均有良好累积。目前正处于前期投入产生回报阶段，后续大型储备购物中心项目的按期开业将保证未来成长性。我们看好公司的“摩尔”式扩张模式，考虑到武广收回议案尚需提交股东大会批准且清算过程中尚存一定不确定性，暂维持 13-14 年 EPS 预测 0.90、1.04 元不变，现价对应 PE 约 15.2X，评级由“推荐”上调至“强烈推荐”！

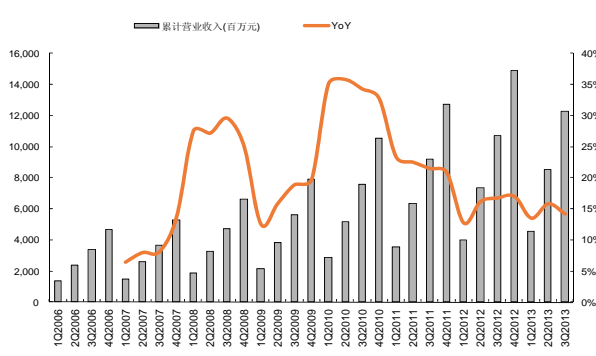
■ **风险提示：**摩尔城销售低于预期；行业需求不振；股权之争不确定性等。

图表 1 公司季度收入增速



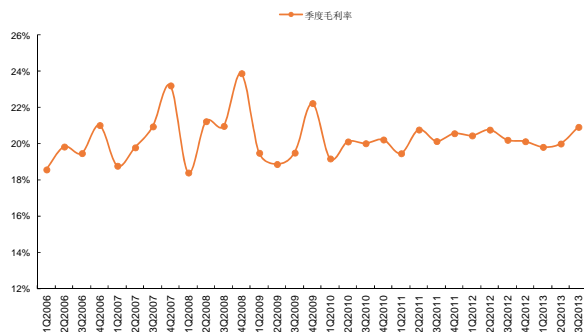
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 2 公司季度累计收入增速



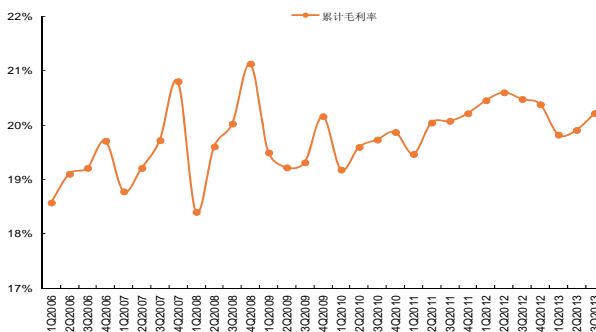
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 3 公司季度毛利率



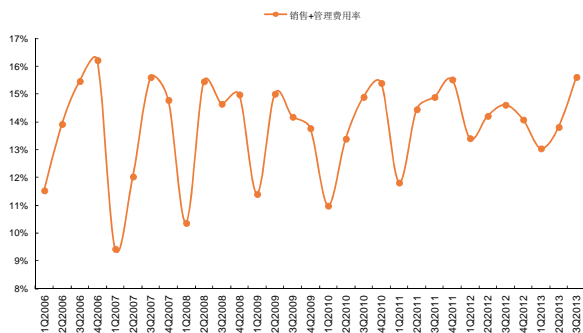
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 4 公司季度累计毛利率



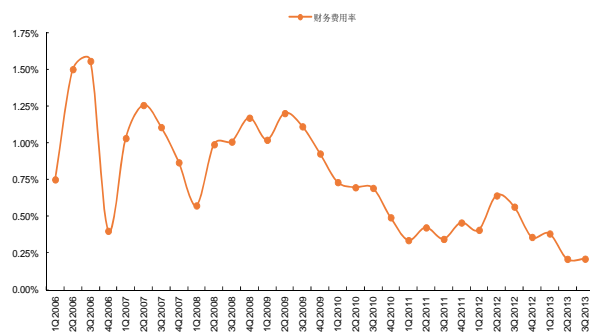
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 5 公司季度销售+管理费用率情况



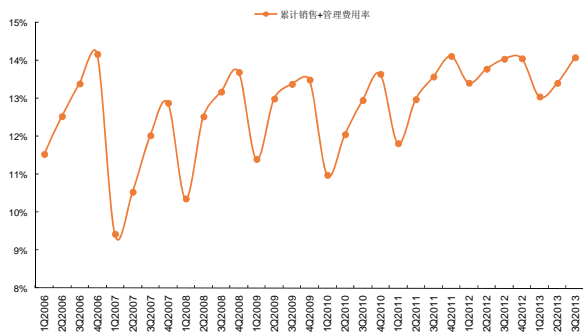
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 6 公司季度财务费用率情况



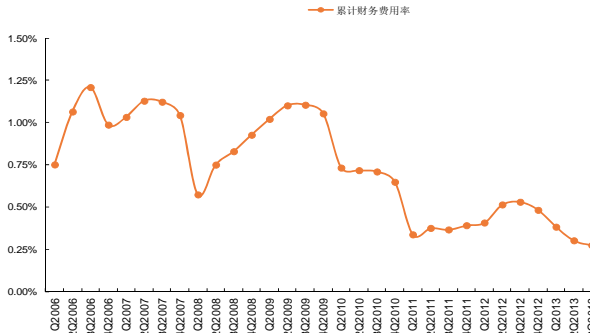
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 7 公司季度累计销售+管理费用率情况



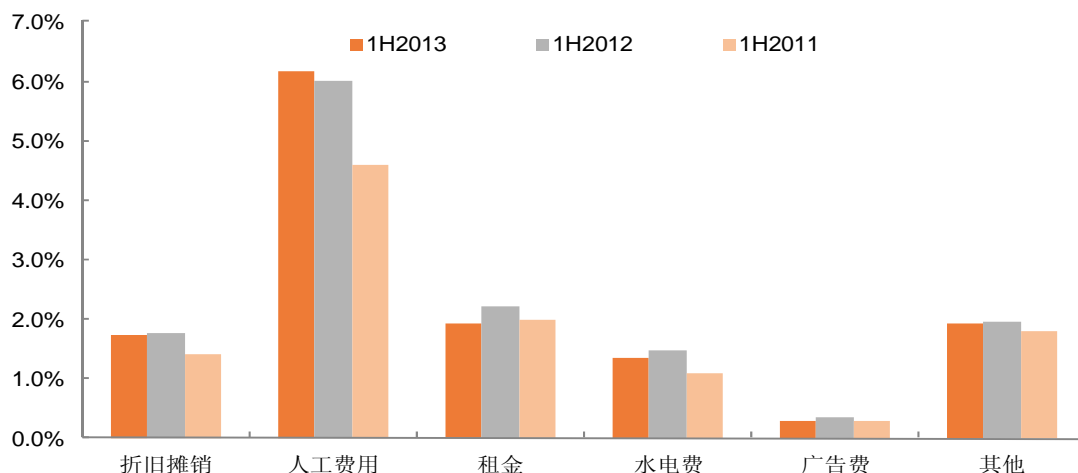
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 8 公司季度累计财务费用率情况



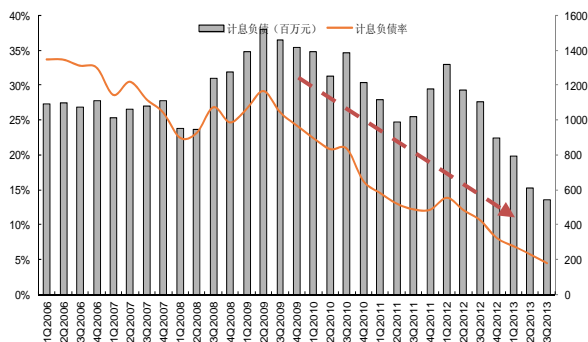
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 9 鄂武商费用拆分情况



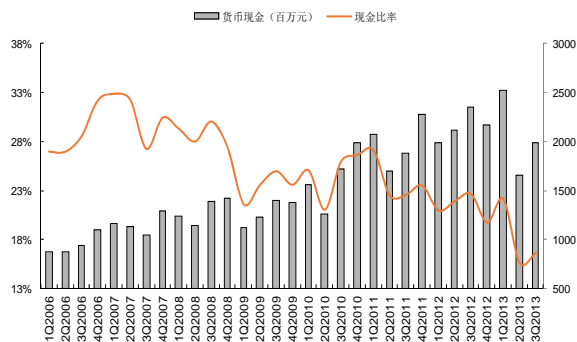
资料来源: 公司年报, 平安证券研究所

图表 10 鄂武商计息负债率走势



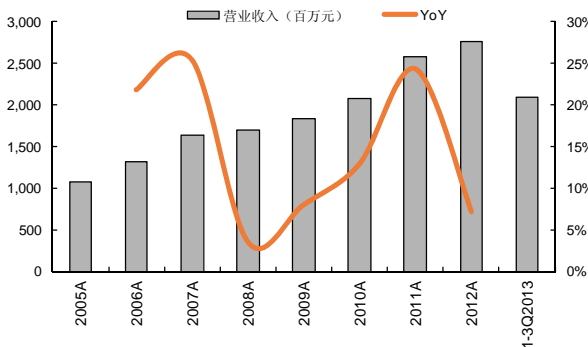
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 11 鄂武商自由现金比率走势



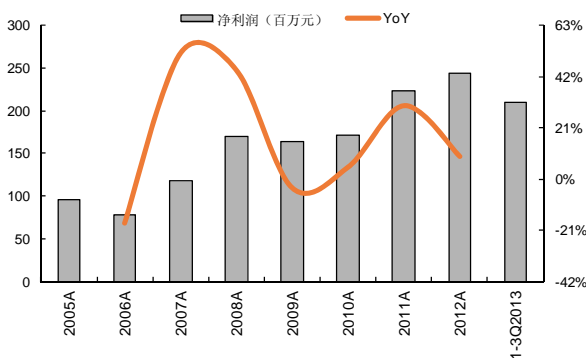
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 12 武汉广场营业收入近五年CAGR约11%



资料来源: 公司年报, 平安证券研究所

图表 13 武汉广场净利润近五年CAGR约15.6%



资料来源: 公司年报, 平安证券研究所

图表 14 鄂武商储备项目

购物中心	详细信息
新十堰人商(二期)	投资额3.3亿元, 建筑面积约3万平米, 预计2014年3月开业。
仙桃购物中心	项目总投资约5亿元, 建筑面积约10万平米。将通过移植武商摩尔城现有的经营渠道、经营品类、经营品牌、经营管理模式。2013年9月已开业。
黄石购物中心	项目总投资10.07亿元, 地上八层, 地下三层, 总面积约18万平方米。预计2012年开工建设, 2014年底对外营业。
青山购物中心	项目总投资16.5亿元, 地上六层、地下两层, 总面积为25万平米, 预计2014年底建成开业。

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

风险提示

- 1、摩尔城销售低于预期；
- 2、宏观消费需求不振；
- 3、股权之争不确定性。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	4,476	4,746	5,665	7,062
现金	2,174	2,422	3,008	3,772
应收账款	8	35	40	47
其它应收款	214	311	361	424
预付账款	1,218	690	718	936
存货	858	1,269	1,516	1,835
其他	5	20	22	47
非流动资产	6,562	7,786	9,122	10,357
长期投资	415	415	415	415
固定资产	3,733	4,261	5,451	6,498
无形资产	1,602	1,660	1,739	2,035
其他	813	1,451	1,517	1,409
资产总计	11,039	12,533	14,787	17,419
流动负债	3,812	4,367	4,713	5,156
短期借款	614	374	348	204
应付账款	2,040	2,593	3,065	3,652
其他	1,158	1,400	1,300	1,300
非流动负债	480	404	794	1,194
长期借款	180	80	470	870
其他	300	323	323	323
负债合计	4,292	4,770	5,506	6,349
少数股东权益	209	348	495	659
股本	507	507	507	507
资本公积	534	534	534	534
留存收益	1,389	1,846	2,372	2,996
归属母公司股东权益	2,639	3,236	3,909	4,697
负债和股东权益	11,039	12,533	14,787	17,419

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	2,165	2,147	1,994	2,277
净利润	402	457	526	624
折旧摊销	266	315	419	498
财务费用	72	22	21	35
投资损失	-1	-2	-2	0
营运资金变动	1,059	1,192	883	956
其它	367	163	148	164
投资活动现金流	-2,081	-1,537	-1,752	-1,734
资本支出	-2,081	-1,539	-1,754	-1,734
长期投资减少	0	0	0	0
其他	0	2	2	0
筹资活动现金流	-187	-362	343	220
短期借款增加	-136	-240	-26	-144
长期借款增加	-101	-100	390	400
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	50	-22	-21	-35
现金净增加额	-104	248	586	764

利润表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	14,902	17,298	20,050	23,573
营业成本	11,865	13,792	15,961	18,728
营业税金及附加	135	156	180	212
营业费用	1,838	2,176	2,546	3,032
管理费用	255	334	423	519
财务费用	72	22	21	35
资产减值损失	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	2	2	0
营业利润	726	821	920	1,047
营业外收入	17	15	15	10
营业外支出	12	13	13	7
利润总额	731	823	922	1,050
所得税	210	226	249	263
净利润	521	597	673	788
少数股东损益	118	139	148	164
归属于母公司净利润	402	457	526	624
EBITDA	1,216	1,339	1,746	1,775
EPS (元)	0.79	0.90	1.04	1.23

主要财务比率

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	17.0%	16.1%	15.9%	17.6%
营业利润	19.9%	13.1%	12.1%	13.8%
净利润	21.5%	13.7%	14.9%	18.7%
获利能力				
毛利率	20.4%	20.3%	20.4%	20.6%
净利率	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%
ROE	16.6%	15.8%	15.4%	15.5%
ROIC				
偿债能力				
资产负债率	38.9%	38.1%	37.2%	36.5%
净负债比率				
流动比率	0.57	0.53	0.56	0.61
速动比率	0.95	0.80	0.88	1.01
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.37	0.37	0.37
应收账款周转率	373	203	134	135
应付账款周转率	1.51	1.49	1.41	1.39
每股指标 (元)				
每股收益	0.79	0.90	1.04	1.23
每股经营现金流	4.27	4.23	3.93	4.49
每股净资产	4.79	5.69	6.73	7.96
估值比率				
P/E	17.3	15.2	13.3	11.2
P/B	2.9	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	11.0	10.6	8.8	9.3

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 $\pm 10\%$ 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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（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：

此报告旨在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。客户并不能仅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 2013 版权所有。保留一切权利。



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