

鄂武商 A (000501)

武广店自营并表致业绩大幅增长

强烈推荐 (维持)

现价: 12.05 元

主要数据

行业	平安商贸零售
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/24.01%
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)	61.12
流通 A 股市值(亿元)	61.12
每股净资产(元)	5.71
资产负债率(%)	75.3

行情走势图



相关研究报告

20130828-半年报点评-中报符合预期,高增长有望延续

20140421-年报点评-业绩略超预期,业态优势明显

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:鄂武商公布 2014 年一季报,1Q 实现收入 46.9 亿元,同比增长 3.2%;归属母公司净利润 2.16 亿或 EPS=0.43 元,同比增长 34.2%,净利率 4.6%;扣非后净利润为 2.3 亿(非经常损益主要为拆除 5 家量贩门店计提资产减值损失 2800 万、政府补助 558 万),同比增长 47.5%。

■ 武汉广场收回自营并表致业绩大幅增长

剔除武广少数股东权益并表因素影响,测算公司 1Q 实现净利润 1.73 亿或 EPS=0.34 元, YoY=7.4%;扣非后净利润 1.87 亿, YoY=19.8%, **超预期**。

主力店武汉广场已于去年底存续期满,公司已提交《强制清算申请书》,并由武汉中院受理。全权掌握武广子公司实际经营权,是鄂武商在清算过程中拥有的核心优势,仅从结果分析武广诉讼案有两种可能:

1、判决武广子公司执行清算,则武广少数股东权益将顺利并表。

假设今年并表且不考虑清算过程产生费用及对外资股东赔偿,14/15 将分别增厚 EPS 为 0.3/0.32 元,增厚幅度约 28.8%/25.9%,该方案可能性较大。

2、判决武广子公司存续期延至物业租赁期满(2016 年 9 月),武广仍以合资子公司形式存续,公司继续拥有 51%股权,并于 2016 年启动清算,则 14/15 年盈利预测不须调整。

■ 单季收入增速下滑,与去年同期黄金品类高基数有关

1Q 收入增速下滑 10.3 个百分点,我们认为主要原因 1) 经济下行、需求萎缩以及网购分流因素影响;2) 去年黄金品类热销产生高基数;3) 1Q 公司关闭并拆除 5 家量贩门店。尽管如此,公司扣非后净利润增速高达 20%,在行业中处于领先水平。公司较早进行业态战略转型,购物中心以租金为主要收入来源,能够长期保持较高的经营杠杆(1Q 实际经营杠杆 2.3)。由于行业景气度长期处于低位,我们判断公司未来业态优势将愈发明显。

■ 毛利率继续上行,费用端改善明显

	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入(百万元)	14,902	16,842	19,182	22,041
YoY(%)	17.0	13.0	13.9	14.9
净利润(百万元)	402	465	528	622
YoY(%)	12.9	15.6	13.4	17.9
毛利率(%)	20.4	20.4	20.4	20.5
净利率(%)	2.7	2.8	2.8	2.8
ROE(%)	16.6	16.1	15.4	15.4
EPS(摊薄/元)	0.79	0.92	1.04	1.23
P/E(倍)	15.2	13.1	11.6	9.8
P/B(倍)	2.5	2.1	1.8	1.5

与大多零售企业不同，公司增长并不依赖打折促销，1Q 毛利率同比提升 0.35 个百分点至 20.2%。公司持续通过业态升级、品类提档改善盈利能力，并对经营不佳的量贩门店进行改造或关闭。另外，低毛利的黄金品类销售占比下降也是季度毛利率上升的重要原因。

公司费用端调控继续取得不错成效，1Q 销售+管理费用率约 12.6%、同比下降 0.47 个百分点。从现金流量表来看，人工费用同比增长 5.7%，我们猜测费用节省更多来自广宣、黑箱等弹性项目；由于兑付短融券（1Q13 为 5.99 亿元），财务费用同比下降 0.17 个百分点至 0.21%。公司目前计息负债率仅 7.4%，账面净现金 9.3 亿，每年经营净现金流近 20 亿元，短期资金压力不大。

■ 黄石、青山购物中心项目大概率今年开业

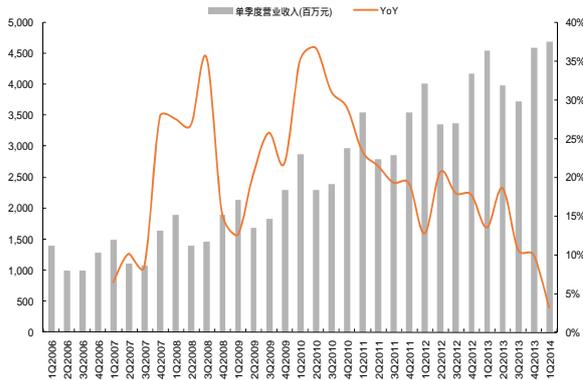
黄石+青山项目总投资额约 26.6 亿元、总面积 43 万平米，预计均将于 2014 年底建成开业（黄石项目已实现主体封顶），首年分别预亏 1500/1700 万元。近年公司每年至少新开一家大型购物中心，对后续增长有较好支撑。

■ 维持 14/15 年盈利预测不变，“强烈推荐”评级

公司是武汉地区零售龙头企业，自有物业占比超过 80%、净现金比率达 15.1%；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。考虑到武广诉讼案仍须审议且后续可能须对外资股东支付资产对价等，暂维持 14/15 年 EPS 预测 1.04/1.23 元不变，现价对应 14 年动态 PE=12X，维持“强烈推荐”评级。

■ **风险提示：**行业需求不振；武广子公司诉讼不确定性；股权之争影响公司经营等。

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



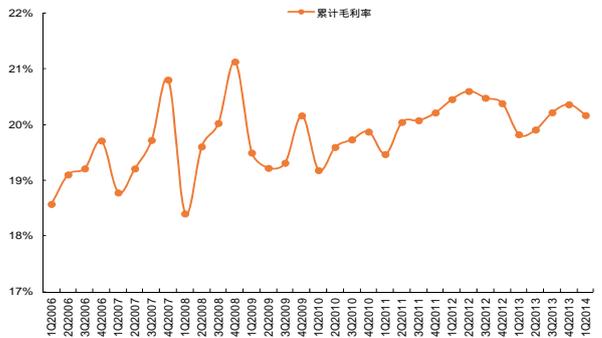
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 3 公司季度毛利率



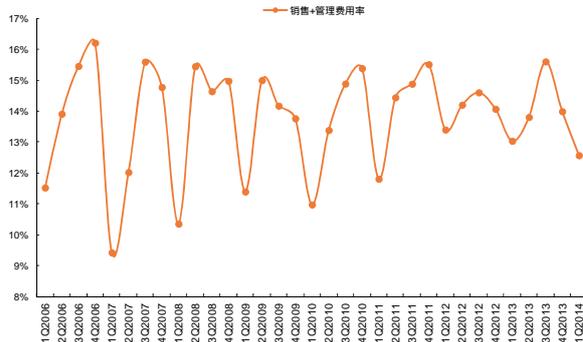
资料来源：wind，平安证券研究所

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



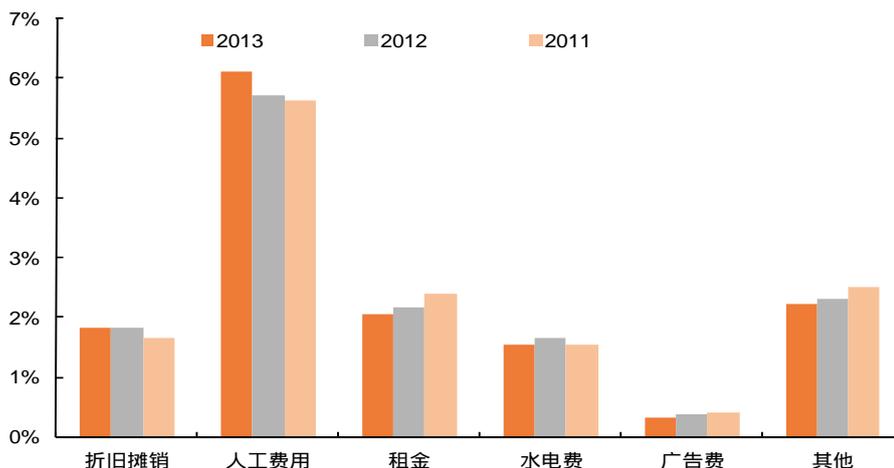
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 6 公司季度财务费用率情况



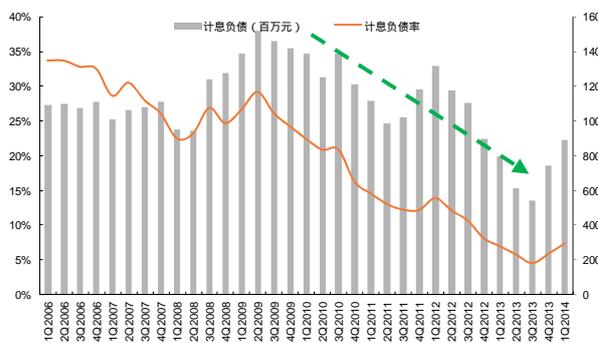
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 7 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 8 鄂武商计息负债率走势



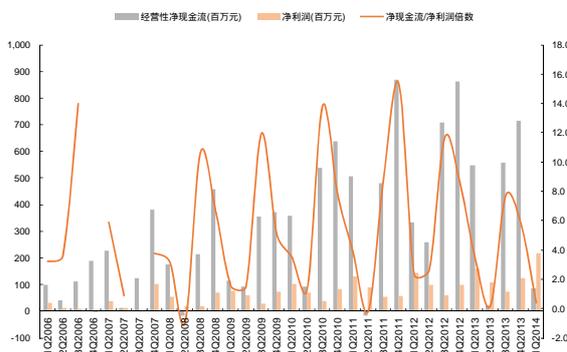
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 9 鄂武商自由现金比率走势



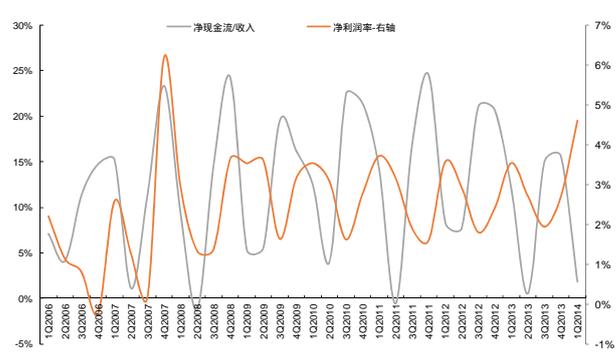
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 10 鄂武商经营性现金流情况



资料来源: 公司年报, 平安证券研究所

图表 11 鄂武商净现金流/收入比率



资料来源: 公司年报, 平安证券研究所

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
流动资产	4,476	5,016	5,492	6,658
现金	2,174	2,127	2,110	2,645
应收账款	8	9	38	44
其它应收款	214	165	345	397
预付账款	1,218	1,693	1,526	1,839
存货	858	973	1,404	1,664
其他	5	49	68	70
非流动资产	6,562	7,618	8,479	9,436
长期投资	415	414	414	414
固定资产	3,733	4,735	4,876	5,312
无形资产	1,602	1,710	2,008	2,504
其他	813	759	1,181	1,206
资产总计	11,039	12,634	13,971	16,095
流动负债	3,812	4,592	4,898	5,010
短期借款	614	614	827	575
应付账款	2,040	2,310	2,671	3,135
其他	1,158	1,668	1,400	1,300
非流动负债	480	128	51	441
长期借款	180	128	28	418
其他	300	0	24	24
负债合计	4,292	4,720	4,949	5,451
少数股东权益	209	231	367	513
股本	507	507	507	507
资本公积	534	534	534	534
留存收益	1,389	1,854	2,382	3,004
归属母公司股东权益合计	2,639	3,127	3,791	4,559
负债和股东权益	11,039	12,634	13,971	16,095

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
经营活动现金流	2,165	1,845	1,103	1,831
净利润	402	465	528	622
折旧摊销	265	266	342	443
财务费用	72	44	32	37
投资损失	-1	-12	-2	-2
营运资金变动	1,058	1,059	44	585
其它	369	23	160	146
投资活动现金流	-2,081	-1,595	-1,201	-1,398
资本支出	-2,081	-1,595	-1,203	-1,400
长期投资减少	0	0	0	0
其他	0	0	2	2
筹资活动现金流	-187	-342	81	101
短期借款增加	-136	0	213	-251
长期借款增加	-101	-53	-100	390
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	50	-289	-32	-37
现金净增加额	651	-47	-17	535

利润表

单位：百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	14,902	16,842	19,182	22,041
营业成本	11,865	13,413	15,263	17,512
营业税金及附加	135	148	173	198
营业费用	1,838	2,105	2,423	2,799
管理费用	255	262	351	445
财务费用	72	44	32	37
资产减值损失	11	8	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	12	2	2
营业利润	726	874	943	1,050
营业外收入	17	18	15	15
营业外支出	12	31	13	13
利润总额	731	861	945	1,052
所得税	210	255	281	284
净利润	521	606	664	768
少数股东损益	118	141	137	146
归属于母公司净利润	402	465	528	622
EBITDA	1,139	1,350	1,465	1,802
EPS (元)	0.79	0.92	1.04	1.23

主要财务比率

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
成长能力				
营业收入(%)	17.0	13.0	13.9	14.9
营业利润(%)	19.1	20.4	7.9	11.4
净利润(%)	12.9	15.6	13.4	17.9
获利能力				
毛利率(%)	20.4	20.4	20.4	20.5
净利率(%)	2.7	2.8	2.8	2.8
ROE(%)	16.6	16.1	15.4	15.4
ROIC				
偿债能力				
资产负债率(%)	38.9	37.4	35.4	33.9
净负债比率				
流动比率	0.57	0.53	0.54	0.60
速动比率	0.95	0.88	0.83	1.00
营运能力				
总资产周转率	0.37	0.36	0.36	0.37
应收账款周转率	373	496	203	134
应付账款周转率	1.50	1.54	1.53	1.51
每股指标(元)				
每股收益	0.79	0.92	1.04	1.23
每股经营现金流	4.27	3.64	2.17	3.61
每股净资产	4.79	5.71	6.75	7.98
估值比率				
P/E	15.2	13.1	11.6	9.8
P/B	2.5	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	11.0	10.2	9.9	8.6

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 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	