

鄂武商 A (000501)

武广收回增厚业绩，加速三四线城市渠道下沉

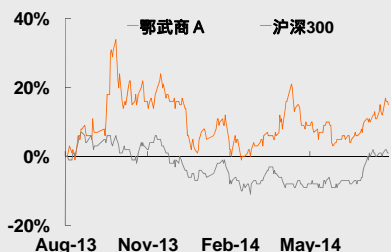
强烈推荐 (维持)

现价：12.82 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)	65.03
流通 A 股市值(亿元)	65.02
每股净资产(元)	6.44
资产负债率(%)	70.6

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

耿邦昊 投资咨询资格编号
S1060512070001
0755-22625433
GENGBANGHAO458@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 年中报，1H 实现收入 85.78 亿元，同比增长 0.55%；归属母公司净利润 3.69 亿或 EPS=0.73 元，同比增长 37.25%；扣非后净利润为 3.79 亿（非经常损益主要是一季度体现的拆除 5 家量贩门店计提资产减值损失 2800 万等），同比增长 37.74%。业绩符合预期。

平安观点：

在股权之争基本分出高下后，公司得以按其原定规划稳步发展，1H 虽然面临了行业的压力，但收入和利润表现均好于行业水平，这主要受益于公司前几年全面转型购物中心的战略。公司未来将继续拓展湖北三四线城市购物中心，9 月底和年底，黄石、青山购物中心相继开业，此外公司也披露了未来两年共计 16.7 亿投资规划的老河口购物中心和荆门购物中心。

需提示的是，公司今年 1 月 1 日根据合同收回了武广少数股东权益并且并表，并导致 1H 的业绩大增。在最乐观情况下，我们测算收回对 14/15 年业绩将分别增厚 EPS 为 0.3/0.32 元，增厚幅度约 28.8%/25.9%。但考虑到目前双方还在诉讼过程中，我们认为公司胜算虽大，但可能会产生部分费用，因此我们的盈利预测中并未考虑这部分的增厚。

收入增速受到压制，毛利率略有改善，表现好于行业水平

1H 公司收入增长 0.55%，其中 1Q/2Q 分别增长 3.22%/-2.49%，公司上次季度收入下滑还要回到 2006 年。分业态来看，百货/超市分别增长 0.27%/0.31%。公司去年 9 月新开仙桃购物中心、今年 1H 新开 1 家超市但关闭 6 家，考虑到外延扩张的影响，我们推测 1H 公司百货同店为负增长，超市同店则略有正增长。1H 公司毛利率较去年同期略提升 0.40 个百分点。整体表现略好于行业水平。

扩张可能导致费率上行，但仍有提升管理以压缩费用的空间

1H 公司销售+管理费用率由去年同期的 13.40%小幅增至 13.54%，人工费用率增长了 0.21 个百分点是主要因素，不过相比行业平均水平，公司的净利率为 4.32%（包含武广少数权益利润对应的净利率），考虑到公司核心门店基本都为自有物业，因此这一净利率仍有提升空间。不过随着公司黄石、青山以及后续的老河口和荆门项目开工及开业，我们判断公司的费用率将有一定上行压力。

	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	16,842	17,445	18,230	19,142
YoY(%)	13.0	3.6	4.5	5.0
净利润(百万元)	465	526	622	707
YoY(%)	15.6	13.1	18.2	13.8
毛利率(%)	20.4	20.4	20.5	20.8
净利率(%)	2.8	3.0	3.4	3.7
ROE(%)	16.1	15.4	15.4	14.9
EPS(摊薄/元)	0.92	1.04	1.23	1.39
P/E(倍)	14.0	12.4	10.5	9.2
P/B(倍)	2.25	1.90	1.61	1.37

■ **购物中心将加速三四线城市下沉**

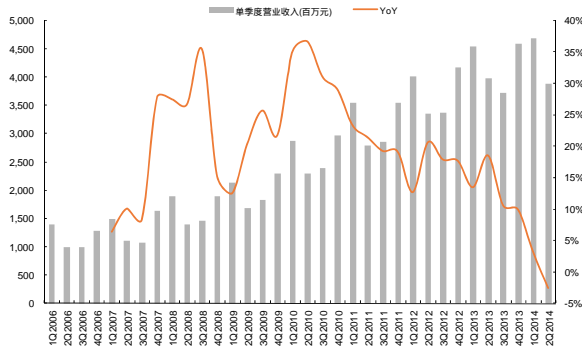
公司去年 9 月底新开 10 万平仙桃购物中心，当年亏损约 1200 万元，预计今年实现盈亏平衡，今年 9 月底和 12 月底将新开建筑面积共计 43 万平体量的黄石和青山购物中心。此外公司计划 2014 年底开始建设 4.69 万平的老河口市购物中心，计划投资 2.57 亿元，于 2015 年底开业；计划 2015 年底开始建设 22.6 万平的荆门购物中心，计划投资 14.15 亿元，于 2017 年开业。我们对于公司确定购物中心业态及三四线城市下沉的战略表示认同。

■ **维持盈利预测和“强烈推荐”评级不变，待武广诉讼完结后上调公司盈利预测**

我们略调降公司收入，但维持公司 14/15 年 EPS 预测 1.04/1.23 不变，不过按照乐观情况下公司收回武广后的 EPS 最多可达 1.34/1.55 元。公司是业内较早转型购物中心的企业，品牌资源良好，项目储备丰富，维持“强烈推荐”评级不变。

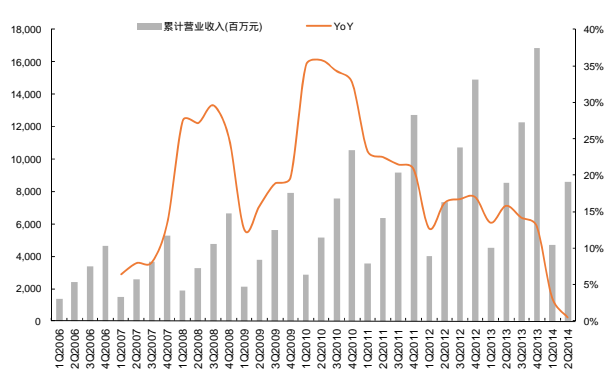
■ **风险提示：**行业需求不振；武广少数权益收回不确定性；股权之争影响公司经营等。

图表 1 公司季度收入增速



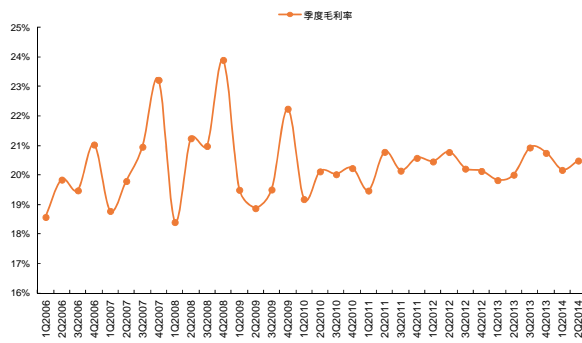
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 2 公司季度累计收入增速



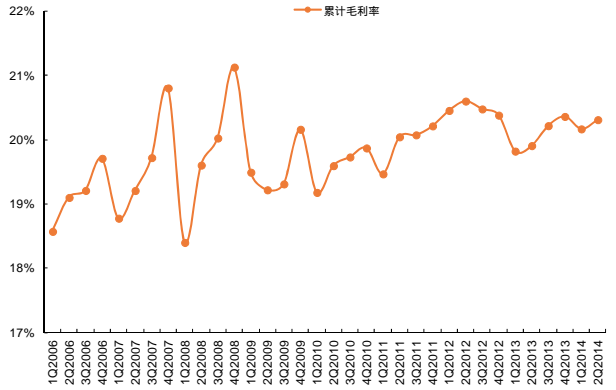
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 3 公司季度毛利率



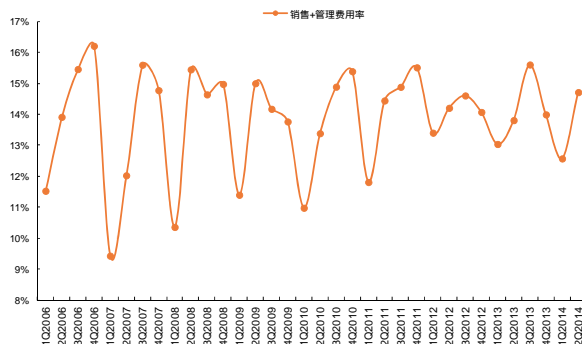
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 4 公司季度累计毛利率



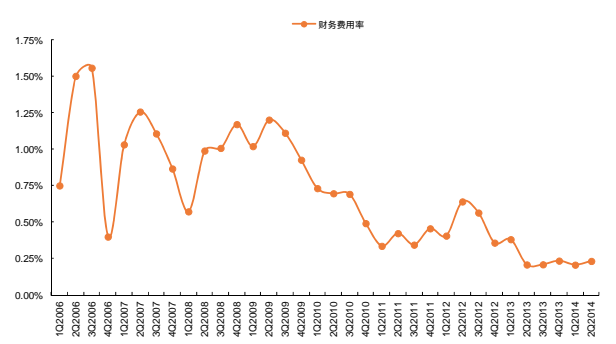
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 5 公司季度销售+管理费用率情况



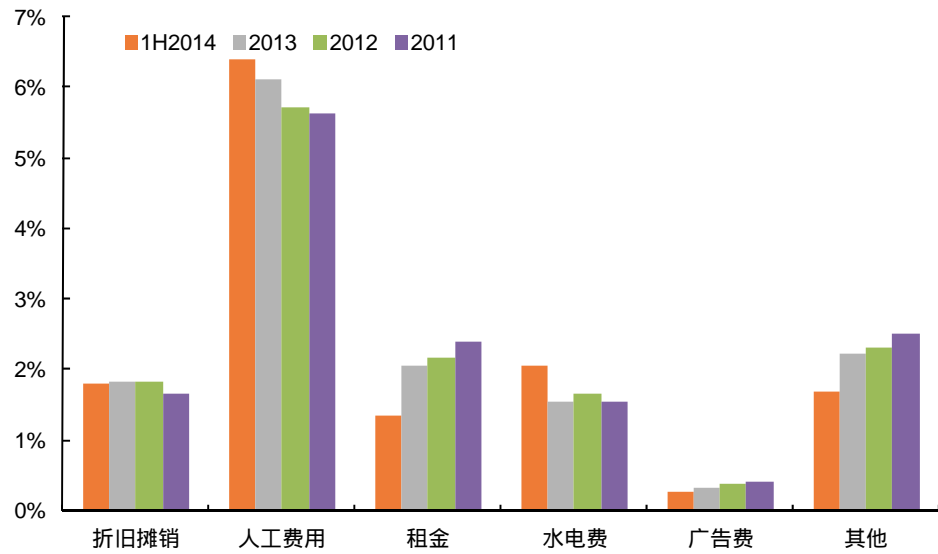
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 6 公司季度财务费用率情况



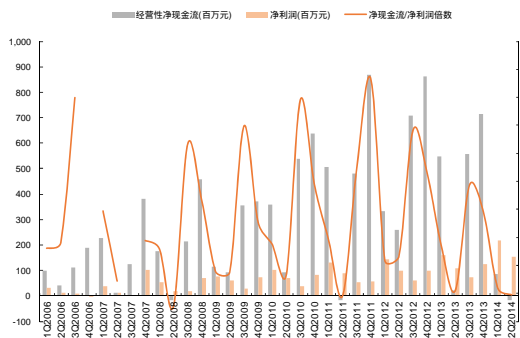
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 7 鄂武商费用拆分情况



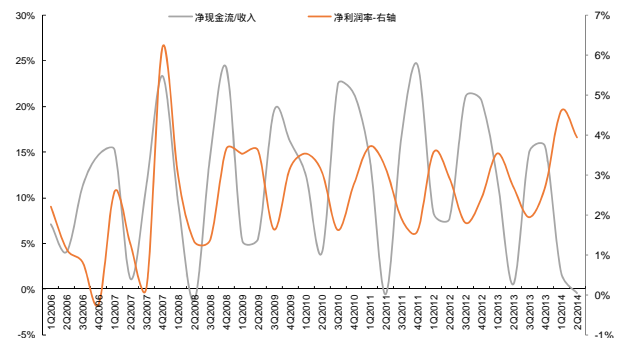
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 8 鄂武商经营性净现金流vs净利润走势



资料来源：wind，平安证券研究所

图表 9 鄂武商净利率（含武广）vs净现金流比率



资料来源：wind，平安证券研究所

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	5,016	5,001	5,519	6,121
现金	2,127	1,919	2,188	2,488
应收账款	9	35	36	38
其它应收款	165	314	328	345
预付账款	1,693	1,388	1,521	1,668
存货	973	1,277	1,376	1,486
其他	49	68	70	95
非流动资产	7,618	8,479	9,436	10,344
长期投资	414	414	414	414
固定资产	4,735	4,876	5,312	5,760
无形资产	1,710	2,008	2,504	3,024
其他	759	1,181	1,206	1,146
资产总计	12,634	13,480	14,956	16,465
流动负债	4,592	4,934	4,945	5,405
短期借款	614	1,105	1,053	1,330
应付账款	2,310	2,429	2,593	2,775
其他	1,668	1,400	1,300	1,300
非流动负债	128	51	441	341
长期借款	128	28	418	318
其他	0	24	24	24
负债合计	4,720	4,985	5,387	5,747
少数股东权益	231	367	513	667
股本	507	507	507	507
资本公积	534	534	534	534
留存收益	1,854	2,380	3,002	3,709
归属母公司股东权益合计	3,127	3,789	4,557	5,418
负债和股东权益	12,634	13,480	14,956	16,465

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	1,845	641	1,388	1,595
净利润	465	526	622	707
折旧摊销	266	342	443	493
财务费用	44	39	59	72
投资损失	-12	-2	-2	0
营运资金变动	1,059	-423	120	169
其它	23	160	146	154
投资活动现金流	-1,595	-1,201	-1,398	-1,400
资本支出	-1,595	-1,203	-1,400	-1,400
长期投资减少	0	0	0	0
其他	0	2	2	0
筹资活动现金流	-342	351	279	106
短期借款增加	0	491	-52	277
长期借款增加	-53	-100	390	-100
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-289	-39	-59	-72
现金净增加额	-47	-208	269	301

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	16,842	17,445	18,230	19,142
营业成本	13,413	13,881	14,485	15,166
营业税金及附加	148	140	146	153
营业费用	2,105	2,205	2,244	2,356
管理费用	262	312	277	249
财务费用	44	39	59	72
资产减值损失	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	12	2	2	0
营业利润	874	870	1,022	1,145
营业外收入	18	15	15	10
营业外支出	31	13	13	7
利润总额	861	872	1,024	1,148
所得税	255	209	256	287
净利润	606	662	768	861
少数股东损益	141	137	146	154
归属于母公司净利润	465	526	622	707
EBITDA	1,350	1,400	1,795	1,887
EPS (元)	0.92	1.04	1.23	1.39

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入(%)	13.0	3.6	4.5	5.0
营业利润(%)	20.4	-0.5	17.5	12.1
净利润(%)	15.6	13.1	18.2	13.8
获利能力				
毛利率(%)	20.4	20.4	20.5	20.8
净利率(%)	2.8	3.0	3.4	3.7
ROE(%)	16.1	15.4	15.4	14.9
ROIC				
偿债能力				
资产负债率(%)	37.4	37.0	36.0	34.9
净负债比率				
流动比率	0.53	0.52	0.55	0.57
速动比率	0.88	0.75	0.84	0.86
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.33	0.32	0.30
应收账款周转率	496	199	128	128
应付账款周转率	1.54	1.46	1.44	1.41
每股指标 (元)				
每股收益	0.92	1.04	1.23	1.39
每股经营现金流	3.64	1.26	2.74	3.14
每股净资产	5.71	6.75	7.97	9.37
估值比率				
P/E	14.0	12.4	10.5	9.2
P/B	2.3	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	10.5	10.5	8.5	8.3

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 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	