

鄂武商 A (000501)

收入增速转正，长期业绩可期

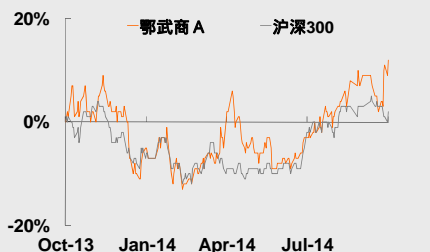
强烈推荐 (维持)

现价：14.22 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)	72.13
流通 A 股市值(亿元)	72.12
每股净资产(元)	6.44
资产负债率(%)	70.6

行情走势图



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

**王晴** 一般从业资格编号  
S1060114080032  
0755-22628888-101020  
Wangqing944@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** 鄂武商今天公布 2014 年三季报,实现收入 124.10 亿元,同比增长 1.23%; 归属母公司净利润 4.85 亿或 EPS=0.96 元,同比增长 41.96%; 扣非后净利润为 4.90 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 43.36%。业绩符合预期。

平安观点:

■ 收入增速“转正”回升，毛利仍有提升空间

公司 3 季度单季实现收入 38.32 亿元,同比增长 2.76%,相比于第二季度增速 -2.49%“转正”提升 5.25 个百分点。公司主力门店购物中心业态居多,对抵抗电商冲击有一定的优势。年初以来毛利率 20.25%,整体处于上升区间,但仍略低于行业平均水平 20.54%,仍存在提升空间。

■ 年末利润率承压

3Q2014 销售+管理费用占比收入 14.95%,低于去年同期水平 0.66 个百分点,主要受销售费用占比减少 1.13 个百分点影响。公司主力门店均为自有物业,随着购物中心运营经验逐渐成熟,销售+管理费用仍有压缩可能。财务费用占收入比重 0.22%,处于 06 年以来的历史低位,公司现金流充足,满足自建自有物业与对外扩张的需求。三季度归母净利润同比大涨 59.43%,主要源于对武商广场少数股东权益的回收。公司单季实现归母净利润 1.16 亿元,净利率为 3.02%。鉴于黄石购物中心于 9 月 29 日开业,青山购物中心也计划在年底之前投入使用,我们预计会对第四季度利润率提升造成一定的压力。

■ 激励保驾护航，长期经营业绩可期

9 月 5 日,公司接到关于武商广场权益回收的仲裁通知,预计后期仍可能面临与外资方的诉讼,但胜诉的可能性较大,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%;另一方面公司积极推进覆盖面广的股权激励,包含高管、子公司店长经理在内的不超过 241 人,行权条件较高,对管理层的激励作用明显;另外,公司公告有意进军互联网支付,在继续拓展湖北省内三、四线城市的同时完善产业链,提升毛利空间,预计未来能够促成新的业绩增长点。

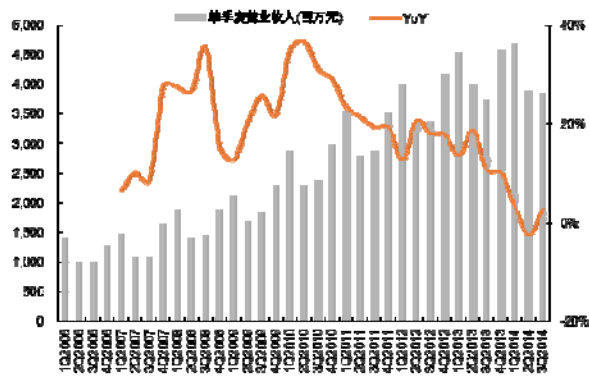
■ 维持盈利预测，维持“强烈推荐”评级不变

考虑武商广场权益回收后预计 14/15 年 EPS 分别为 1.34/1.55,本着谨慎性原则我们维持公司 EPS 预测 1.04/1.23 不变。作为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,长期业绩可期,维持“强烈推荐”评级不变。

■ 风险提示：行业需求不振；宏观经济下行；股权之争影响公司经营等。

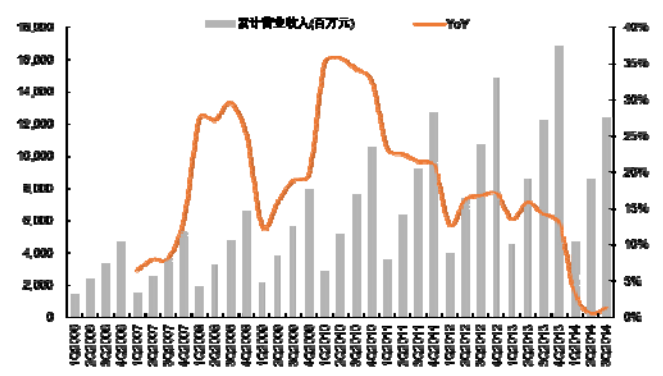
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	14,902	16,842	17445	18230	19,142
YoY(%)	17.0	13.0	3.6	4.5	5.0
净利润(百万元)	402	465	526	622	707
YoY(%)	21.5	15.6	13.1	18.2	13.8
毛利率(%)	20.4	20.4	20.4	20.5	20.8
净利率(%)	2.7	2.8	3	3.4	3.7
ROE(%)	16.6	16.1	15.4	15.4	14.9
EPS(摊薄/元)	0.79	0.92	1.04	1.23	1.39
P/E(倍)	17.9	15.5	13.7	11.6	10.2
P/B(倍)	3.0	2.5	2.1	1.8	1.52

图表 1 公司季度收入增速



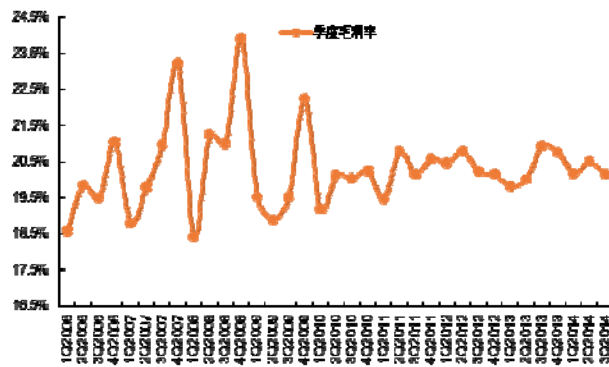
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 2 公司季度累计收入增速



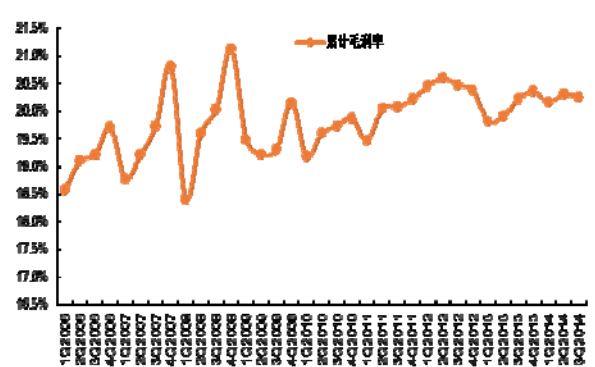
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 3 公司季度毛利率



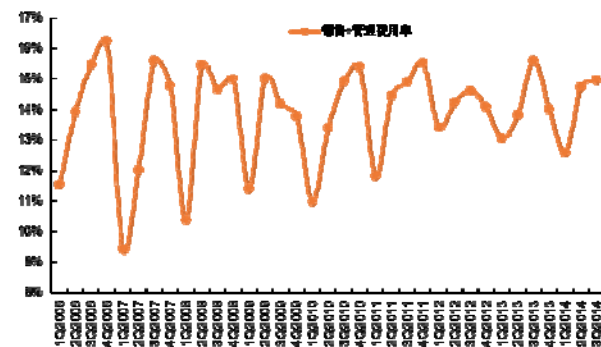
资料来源：wind，平安证券研究所

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



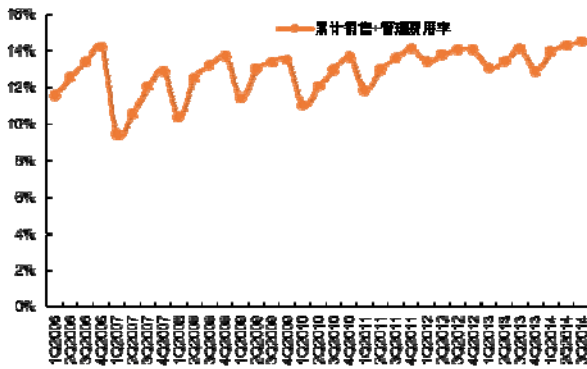
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 6 公司季度财务费用率情况



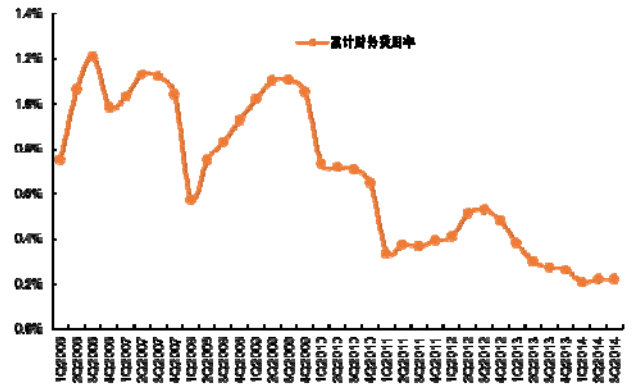
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 7 公司累计销售+管理费用率情况



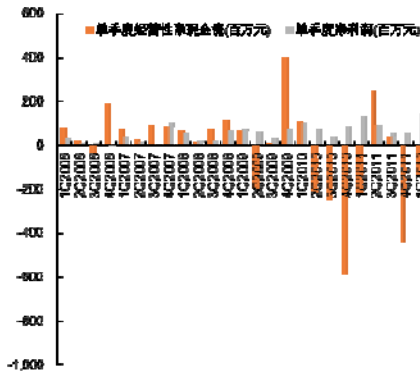
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 8 公司累计财务费用率情况



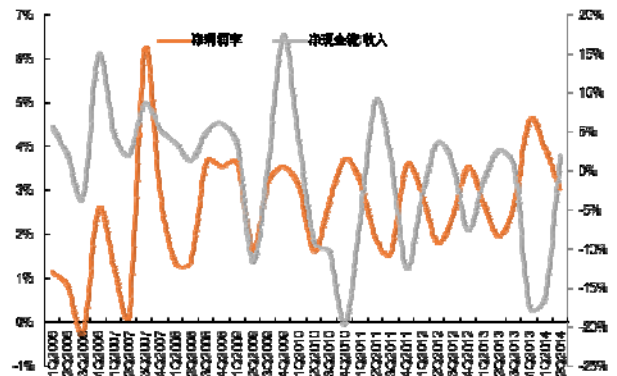
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 9 鄂武商经营性净现金流vs净利润情况



资料来源：wind，平安证券研究所

图表 10 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

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	5,016	5,001	5,519	6,121	<b>营业收入</b>	16,842	17,445	18,230	19,142
现金	2,127	1,919	2,188	2,488	营业成本	13,413	13,881	14,485	15,166
应收账款	9	35	36	38	营业税金及附加	148	140	146	153
其它应收款	165	314	328	345	营业费用	2,105	2,205	2,244	2,356
预付账款	1,693	1,388	1,521	1,668	管理费用	262	312	277	249
存货	973	1,277	1,376	1,486	财务费用	44	39	59	72
其他	49	68	70	95	资产减值损失	8	0	0	0
<b>非流动资产</b>	7,618	8,479	9,436	10,344	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	414	414	414	414	投资净收益	12	2	2	0
固定资产	4,735	4,876	5,312	5,760	<b>营业利润</b>	874	870	1,022	1,145
无形资产	1,710	2,008	2,504	3,024	营业外收入	18	15	15	10
其他	759	1,181	1,206	1,146	营业外支出	31	13	13	7
<b>资产总计</b>	12,634	13,480	14,956	16,465	<b>利润总额</b>	861	872	1,024	1,148
<b>流动负债</b>	4,592	4,934	4,945	5,405	所得税	255	209	256	287
短期借款	614	1,105	1,053	1,330	<b>净利润</b>	606	662	768	861
应付账款	2,310	2,429	2,593	2,775	少数股东损益	141	137	146	154
其他	1,668	1,400	1,300	1,300	<b>归属于母公司净利润</b>	465	526	622	707
<b>非流动负债</b>	128	51	441	341	EBITDA	1,350	1,400	1,795	1,887
长期借款	128	28	418	318	EPS (元)	0.92	1.04	1.23	1.39
其他	0	24	24	24					
<b>负债合计</b>	4,720	4,985	5,387	5,747	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	231	367	513	667	<b>会计年度</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
股本	507	507	507	507	<b>成长能力</b>				
资本公积	534	534	534	534	营业收入(%)	13.0	3.6	4.5	5.0
留存收益	1,854	2,380	3,002	3,709	营业利润(%)	20.4	-0.5	17.5	12.1
<b>归属母公司股东权益合计</b>	3,127	3,789	4,557	5,418	净利润(%)	15.6	13.1	18.2	13.8
<b>负债和股东权益</b>	12,634	13,480	14,956	16,465	<b>获利能力</b>				
					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				
					<b>偿债能力</b>				
					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
					<b>营运能力</b>				
					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
					<b>每股指标 (元)</b>				
					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
					<b>估值比率</b>				
					P/E	15.5	13.7	11.6	10.2
					P/B	2.5	2.1	1.8	1.5
					EV/EBITDA	10.5	10.5	8.5	8.3

现金流量表				
单位：百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	-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
<b>现金净增加额</b>	-47	-208	269	301

## 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	