

证券研究报告

平安商贸零售

强烈推荐 (维持)

证券分析师

徐 问

投资咨询资格编号 S1060513050003
0755-22622625
xuwen007@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。

鄂武商 A (000501)

员工持股计划获国资委通过，降低后续推进不确定性

事项：

2015年1月21日晚间，公司公告称收到湖北省国资委《关于武汉武商集团股份有限公司拟推行限制性股票激励计划的批复》，原则同意公司按照有关规定实股权激励。本次员工持股计划涵盖公司高管和核心员工，占总员工数 7.46%，认购数量占公司总股本的 9.43%，以每股 13.57 的价格发行，总金额约 8.4 亿元。

平安观点：

■ **国资委态度明确，后续方案需股东大会表决通过。** 1月15日，公司公告拟向前海开源基金管理公司、周思聪及武汉武商集团员工持股计划非公开发行股票募资不超过 20.65 亿元，其中员工持股计划认购金额 8.4 亿元，参与人数占总员工数 7.46%，股权激励范围和额度均处于零售行业领先水平。国资委的批复消除了市场对于国资委态度的担忧、降低了方案推进的不确定性，后续该计划需经证监会备案后，提交股东大会表决。我们认为股东大会通过的概率较大，首先本次定增及股权激励方案大股东不需要回避表决，银泰仅控制公司 22.57% 的股权，大股东武商联及其一致性动人持股达 30.39%；其次，对于一直牵涉股权之争的银泰来说，定增虽然会稀释其股权比例，但利好公司业绩和股价，符合二股东的利益。

■ **混改力度超预期，估值&业绩双提振。** 公司本次定增大力度引入民间资本、实施股权激励，成为湖北省国企混合所有制改革的重要举措。员工持股计划涵盖公司高管和核心员工，存续期 4 年，锁定期 3 年，前 10 名高管认购额都在 800 万元以上，显示了其对公司未来成长的充分信心。公司经营稳健、外延扩张动力充足，期间费用率高于行业平均水平、仍有压缩空间，我们认为此次股权激励从机制上保证了公司的业绩释放动力，将大大激活企业内在动力、提升管理效率，此次融资也将有力支持公司重资产购物中心扩张战略、进一步加固在武汉及湖北区域的商业垄断地位，公司业绩与估值双提振可期。

■ **预测 14-16 年 EPS=1.04/1.23/1.39 元，维持“强烈推荐”评级。** 暂不考虑定增后的股权摊薄，维持公司 14-16 年 EPS=1.04、1.23 元、1.39 元的预测（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），对应 PE=16.3X/13.8X/12.1X，估值低于行业平均。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，未来三年将维持高于行业的收入、利润增长。此次定增和员工持股为公司未来扩张提供充足弹药，拓展了业绩成长动力和空间。方案获湖北国资委批复通过降低了后续审批的不确定性，将利好股价进一步上扬，维持“强烈推荐”评级。

■ **风险提示：** 行业需求不振；武广少数权益收回不确定性；定增及员工持股计划后续审批进度不确定。

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
流动资产	5,016	5,001	5,519	6,121	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	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
资产总计	12,634	13,480	14,956	16,465	利润总额	861	872	1,024	1,148
流动负债	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	净利润	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	归属于母公司净利润	465	526	622	707
非流动负债	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					
负债合计	4,720	4,985	5,387	5,747	主要财务比率				
少数股东权益	231	367	513	667	会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
股本	507	507	507	507	成长能力				
资本公积	534	534	534	534	营业收入 (%)	13.02	3.58	4.50	5.00
留存收益	1,854	2,380	3,002	3,709	营业利润 (%)	20.38	-0.51	17.48	12.12
归属母公司股东权益合计	3,127	3,789	4,557	5,418	净利润 (%)	15.58	13.06	18.22	13.78
负债和股东权益	12,634	13,480	14,956	16,465	获利能力				
					毛利率 (%)	20.36	20.43	20.55	20.77
					净利率 (%)	2.8	2.76	3.01	3.41
					ROE (%)	16.06	15.37	15.37	14.89
					ROIC (%)				
					偿债能力				
					资产负债率	37.36	36.98	36.02	34.90
					净负债比率	7.80	11.68	14.14	14.91
					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	18.5	16.3	13.8	12.1
					P/B	3.0	2.5	2.1	1.8
					EV/EBITDA	12.0	12.0	9.6	9.4

现金流量表				
单位:百万元				
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

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 2015 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甲 9 号金 融街中心北楼 15 层
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100033
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	