

## 鄂武商 A (000501)

买入/维持评级

股价: RMB14.56

### 分析师

耿邦昊  
 SAC 执业证书编号:s1000510120052  
 (0755)8208 0081  
 gengbh@mail.htlhsc.com.cn

### 联系人

赖宇鸥  
 (0755)8212 5076  
 laiyo@mail.htlhsc.com.cn

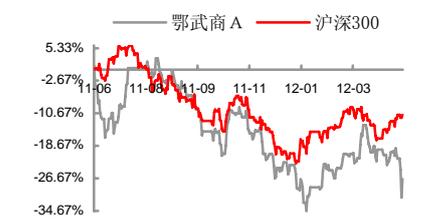
### 相关研究

- 《摩尔城开业, 基本面强劲》  
2011/10/25
- 《经营渐入佳境, 股权扑朔迷离》  
2011/08/29
- 《武商抛出方案, 银泰面临选择》  
2011/08/03
- 《鹬蚌相争, 谁得益》  
2011/06/10
- 《未来看点不断》  
2011/05/03
- 《重启扩张, 发展加速》  
2011/03/30
- 《高基数, 高增长》  
2010/08/25
- 《优异的答卷》  
2010/04/29
- 《欲展身手报宏图》  
2010/02/04

### 基础数据

总股本(百万股)	507
流通 A 股(百万股)	507
流通 B 股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通 A 股市值(百万元)	7,386

### 最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

# 短期阵痛, 长期看好

- 公司公布 2011 年年报: 收入增长 20.85%至 127 亿元, 扣非后 EPS=0.65 元, 增 16%; 2012Q1 收入增 12.7%, EPS=0.28 元, 增 7.7%, 低于预期。
- 2011 年百货收入增长高达 23.9%至 72.亿元, 内涵增长约 20%, 武汉广场收入增长高达 24%。估计随着公司近年的经营调整、品牌提升和摩尔城的开业, 公司武商商圈的三家店形成协调效应, 促使销售快速增长。因为高端品牌收入占比提升, 使百货毛利率下降 0.46 个点。
- 公司超市业务经营低于预期, 虽然 10-11 年的门店数增速为 12%、20%, 但 2011 年收入仅增长 17%。下半年开店 12 家, 主要在四季度, 给 2011Q4 和 2012Q1 造成较大的费用压力, 导致超市业务 2011 年在毛利率提升 1.37 个点的情况下, 净利润下降 15%至 5863 万元。
- 费用上, 2011 年销售+管理费用增长 25%, 收入占比提升 0.47 个点。由于补缴社保、摩尔城开业、新开量贩等原因, 人工费用增长 38%, 收入占比提升至 5.6%。但由于同店增长较高, 租金、水电、折旧摊销、广宣费用的收入占比略有下降, 其他费用的收入占比略增平稳 0.1 个点。2012Q1 收入增速下滑, 但销售+管理费用保持增长 28% (新开店、预提和年终奖因素导致支付人工费用的现金流增 56.5%), 收入占比大幅提升 1.59 个点。
- 摩尔城项目和十堰人商新大楼分别于 9 月底和 12 月底开业, 这两个项目未来两年将进入成长期, 公司店龄结构将显著改善。而且 13 年底武汉广场合资公司合同到期, 少数股东权益 (约 EPS=0.24 元) 有望收回或减少。
- 公司战略领先, 扩张提速。公司有计划的加快了湖北三线城市的大型购物中心项目的发展, 年报和一季报公布了公司已经取得了仙桃和黄石的土地, 表明三四线购物中心顺利推进。鄂武商利用其品牌优势、供应商资源、购物中心的经营经验, 有望将大型购物中心在湖北三线成功复制。
- 鉴于公司短期的费用压力, 我们调整未来三年盈利预测 EPS=0.78/1/1.25 元 (暂不考虑收回武广经营权), 未来成长可期, PEG=0.75, 维持买入评级。
- 风险提示: 股权之争仍未结束; 摩尔城和十堰人商新大楼业绩低于预期。

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	12,734	15,231	18,070	21,358
(+/-%)	20.8	19.6	18.6	18.2
归属母公司净利润(百万元)	331	398	509	634
(+/-%)	12.9	20.0	28.1	24.5
EPS(元)	0.65	0.78	1.00	1.25
P/E(倍)	21.7	18.1	14.1	11.4

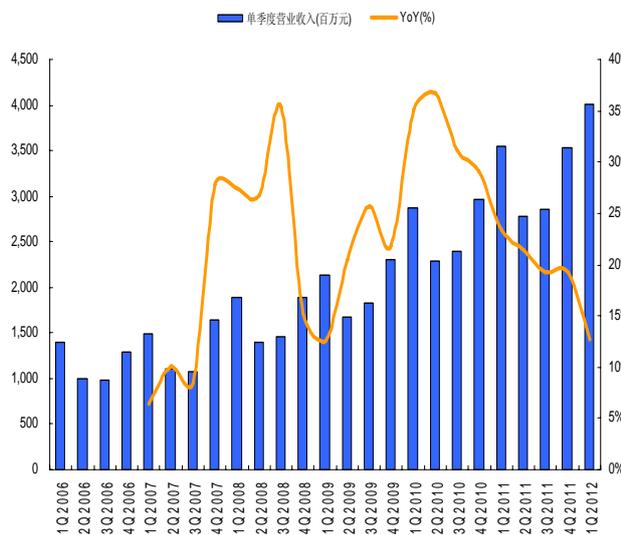
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

公司公布 2011 年年报：收入同比增长 20.85%至 127.34 亿元，净利润同比增长 12.87%至 3.31 亿元，扣非后 EPS=0.65 元，增 16%；2012Q1 收入增 12.7%，EPS=0.28 元，增 7.7%，低于预期。

2011 年百货收入增长高达 23.9%至 72.亿元，内涵增长约 20%，武汉广场收入增长高达 24%。估计随着公司近年的经营调整、品牌提升和摩尔城的开业，公司武商商圈的三家店形成协调效应，促使销售快速增长。因为高端品牌收入占比提升，使百货毛利率下降 0.46 个点。

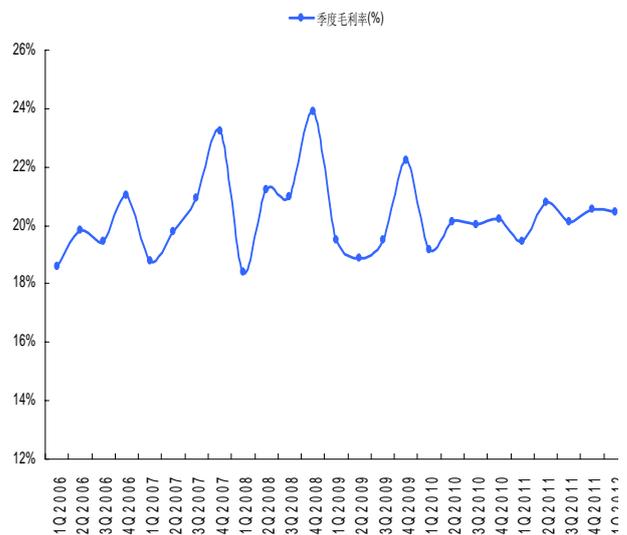
公司超市业务经营低于预期，虽然 10-11 年的门店数增速为 12%、20%，但 2011 年收入仅增长 17%。下半年开店 12 家，主要在四季度，给 2011Q4 和 2012Q1 造成较大的费用压力，导致超市业务 2011 年在毛利率提升 1.37 个点的情况下，净利润下降 15%至 5863 万元。

图 1： 季度收入变化



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 2： 季度毛利率变化



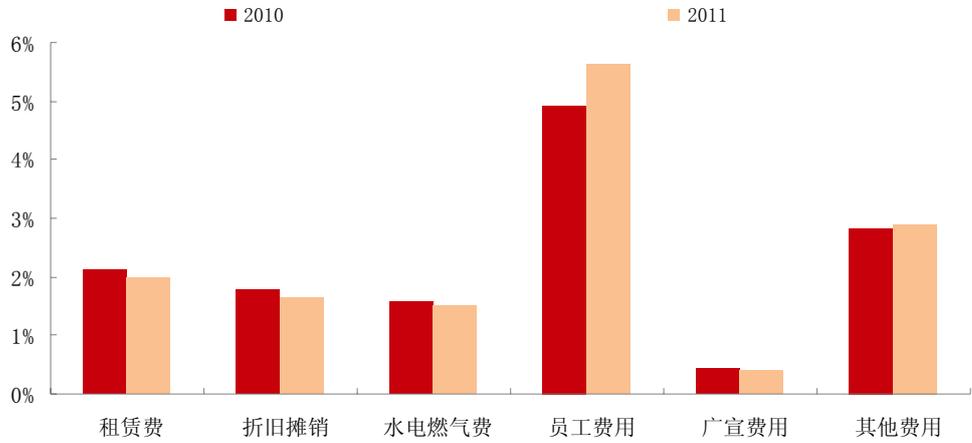
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

2011 年销售+管理费用增长 25%，收入占比提升 0.47 个点至 14.1%。由于补缴社保、摩尔城开业、新开量贩等原因，人工费用增长 38%，收入占比提升至 5.6%。但由于同店增长较高，租金、水电、折旧摊销、广宣费用的收入占比略有下降，其他费用的收入占比略增平稳 0.1 个点。

2012Q1 销售+管理费用增长 28%，收入占比大幅提升 1.59 个点。由于一季度收入增速下降，而且摩尔城和十堰人商新大楼开业、新开量贩，公司预提部分人工费用等原因造成一季度费用，特别是人工费用压力大（支付给职工薪酬的现金同比增长至 56.5%，虽然其中包含年终奖，仍然可见新开门店、预提人工费用和工资基数增长带来的人工费用压力）

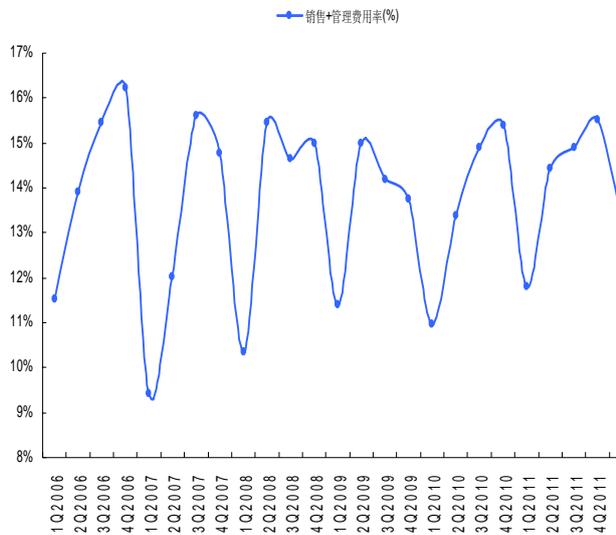
2011Q4 收入保持了 19.2%，内生增长依然强劲。毛利率提升 0.35 个点，两费率提升 0.12 个点，剔除资产减值和投资收益影响，利润增长达到 30%。

图 3： 鄂武商明细费用



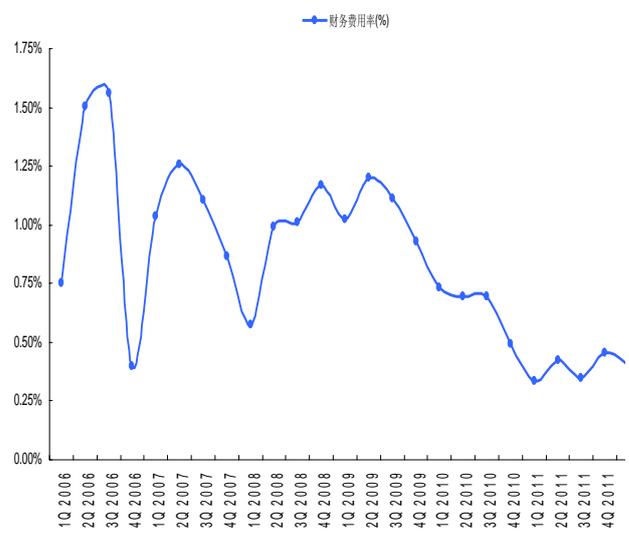
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 4： 季度管理+销售费用率变化



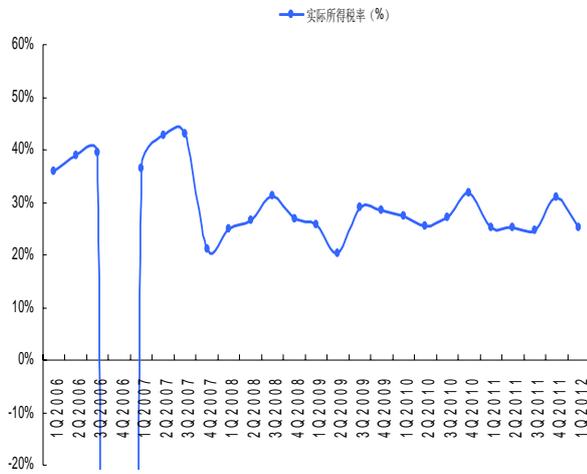
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 5： 季度财务费用率变化



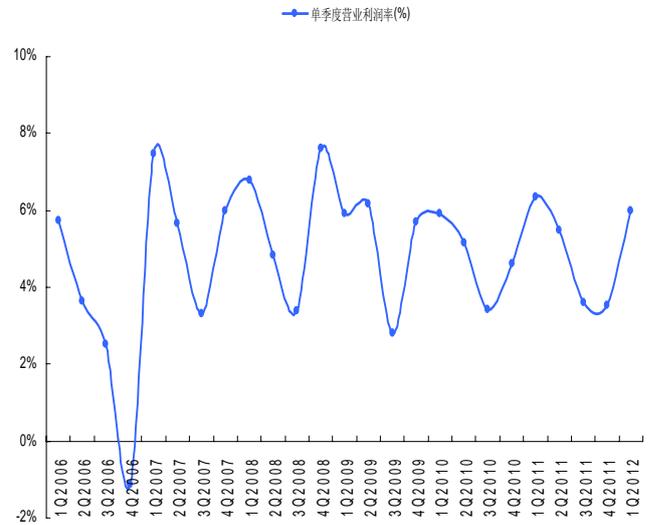
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 6: 季度实际所得税率变化



资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

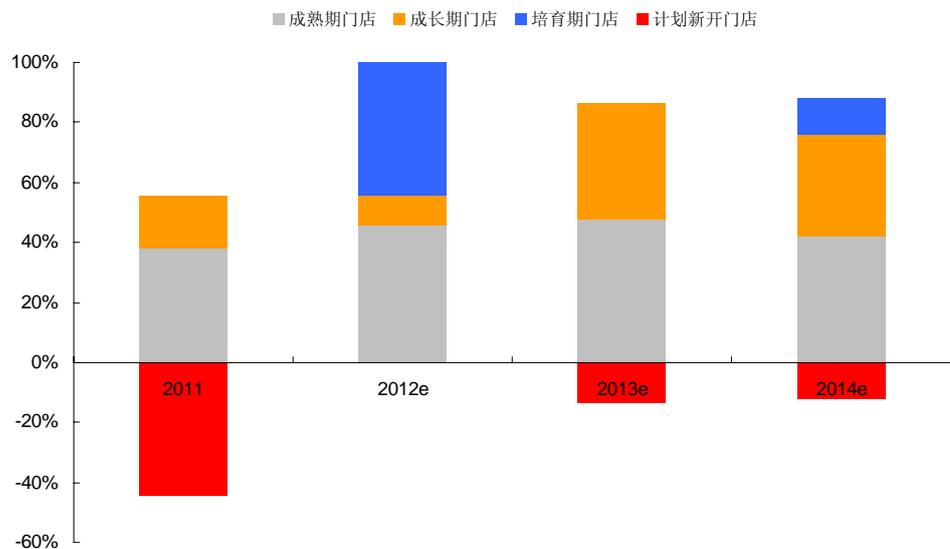
图 7: 季度营业利润率变化



资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

公司未来看点较多。摩尔城项目和十堰人商新大楼进展顺利，分别于 9 月底和 12 月底开业。虽然这两个项目偏大，短期业绩有一定压力，但是两个项目都是在人流旺盛的地址，培育期预计仅 1 年多，未来两年将进入成长期，公司店龄结构将显著改善。而且 13 年底武汉广场合资公司合同到期，少数股东权益（约 EPS=0.24 元）有望收回或减少。

图 8: 鄂武商店龄结构变化 (按面积计算)



---

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

长期看，公司战略领先，扩张提速。公司计划的加快了湖北三线城市的大型购物中心项目的发展，在仙桃、襄阳、黄石等地储备了项目。年报和一季报公布了公司已经取得了仙桃和黄石的土地，表明三四线购物中心顺利推进。鄂武商利用其品牌优势、供应商资源、购物中心的经营经验，有望将大型购物中心在湖北三线复制成功。

鉴于公司短期的费用压力，我们调整未来三年盈利预测 EPS=0.78/1/1.25 元（暂不考虑收回武广经营权），未来成长可期，PEG=0.75，维持买入评级。

## 风险提示

股权之争仍未结束；摩尔城和十堰人商新大楼业绩低于预期。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	3,861	2,875	3,958	4,903	<b>营业收入</b>	12,734	15,231	18,070	21,358
现金	2,278	1,523	2,349	2,990	营业成本	10,160	12,135	14,386	16,987
应收账款	12	27	32	38	营业税金及附加	116	137	163	192
其他应收款	164	251	304	372	营业费用	1,569	1,927	2,270	2,683
预付账款	490	182	216	255	管理费用	227	283	333	394
存货	914	892	1,057	1,249	财务费用	50	42	36	33
其他流动资产	4	0	0	0	资产减值损失	4	8	8	8
<b>非流动资产</b>	5,834	7,353	7,994	8,675	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	36	36	36	36	投资净收益	(2)	1	1	1
固定资产	3,813	5,066	5,708	5,660	<b>营业利润</b>	606	700	874	1,062
无形资产	1,292	1,288	1,745	2,320	营业外收入	21	0	0	0
其他非流动资产	694	963	506	659	营业外支出	23	0	0	0
<b>资产总计</b>	9,695	10,228	11,952	13,577	<b>利润总额</b>	604	700	874	1,062
<b>流动负债</b>	7,179	7,502	8,781	9,622	所得税	158	183	229	278
短期借款	750	952	1,460	1,393	净利润	445	517	645	784
应付账款	1,883	2,245	2,532	2,888	少数股东损益	114	119	136	150
其他流动负债	4,547	4,305	4,789	5,342	归属母公司净利	331	398	509	634
<b>非流动负债</b>	282	182	(18)	(18)	EBITDA	859	962	1,130	1,314
长期借款	281	181	(19)	(19)	EPS (元)	0.65	0.78	1.00	1.25
其他非流动负	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	7,461	7,684	8,763	9,604	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	194	313	449	599	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	507	507	507	507	<b>成长能力</b>				
资本公积	546	546	546	546	营业收入	20.8%	19.6%	18.6%	18.2%
留存收益	987	1,384	1,893	2,528	营业利润	19.1%	15.6%	24.8%	21.5%
归属母公司股	2,234	2,751	3,396	4,180	归属母公司净利	12.9%	20.0%	28.1%	24.5%
<b>负债和股东权</b>	9,695	10,435	12,159	13,784	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	20.2%	20.3%	20.4%	20.5%
					净利率(%)	2.6%	2.6%	2.8%	3.0%
					ROE(%)	16.2%	16.3%	17.3%	17.7%
					ROIC(%)				
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	77.0%	73.6%	72.1%	69.7%
					净负债比率(%)				
					流动比率	0.54	0.38	0.45	0.51
					速动比率	0.41	0.26	0.33	0.38
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.37	0.38	0.41	0.42
					应收账款周转率	220	196	154	154
					应付账款周转率	1.50	1.47	1.51	1.57
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新)	0.65	0.78	1.00	1.25
					每股经营现金流	0.66	1.69	2.75	3.23
					每股净资产(最	4.02	4.81	5.81	7.06
					<b>估值比率</b>				
					P/E	21.7	18.1	14.1	11.4
					P/B	3.5	3.0	2.4	2.0
					EV/EBITDA	14.6	14.2	12.4	11.0

数据来源: 华泰联合证券研究所



**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起6个月内  
基准市场指数 沪深300（以下简称基准）

**股票评级**

买入 股价超越基准20%以上  
增持 股价超越基准10%-20%  
中性 股价相对基准波动在±10%之间  
减持 股价弱于基准10%-20%  
卖出 股价弱于基准20%以上

**行业评级**

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

**深圳**

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层  
邮政编码: 518048  
电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**上海**

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层  
邮政编码: 200120  
电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**免责声明**

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供与华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。