



湖北商业龙头，百货超市协同发展 ——鄂武商 A (000501) 2012 年中报点评

分析师

姚雯琦 0755-83515144
执业证书编号 S1070510120007

联系人

陈鹏 0755-83667314
从业证书编号 S1070112070055

投资评级：推荐（维持）

市场数据

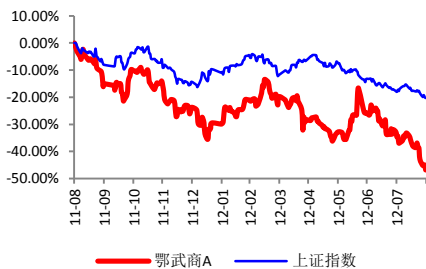
目前股价（元）	11.20
总市值（亿元）	56.81
流通市值（亿元）	56.80
总股本（万股）	50,725
流通股本（万股）	50,720
12个月最高/最低	20.19/10.94

公司盈利预测

	2012E	2013E	2014E
营业收入	14,516.59	16,403.75	18,208.16
(+/-%)	14.00	13.00	11.00
净利润	371.88	425.55	486.86
(+/-%)	10.25	14.43	14.41
EPS	0.73	0.84	0.96
PE	15.28	13.35	11.67

注：营业收入、净利润单位为百万元，EPS 为元

股价表现图



数据来源：Wind 资讯

投资建议：

预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.73 元、0.84 元、0.96 元，对应目前股价 PE 分别为 15X、13X、12X。公司是湖北省商业龙头，区域市场消费潜力巨大，大股东地位稳固，百货超市双剑合璧，购物中心稳步扩张，业绩增长可期，老门店经营稳健，次新门店前景乐观，给予推荐评级。

要点：

- 收入稳步增长。**分季度来看，一季度收入 40.04 亿元，同比增长 12.74%；二季度收入 33.61 亿元，同比增长 20.65%，增速有所回暖；分业态来看，百货收入 39.90 亿元，同比增长 17.48%；超市收入 30.57 亿元，同比增长 13.70%。公司在消费市场低迷的情况下，灵活展开营销攻势吸引消费者回流，带动业绩增长。上半年国际广场名品经营业绩稳步提升，实现销售同比增长 81%，名品经济正在加速形成；武汉广场化妆品经营继续保持快速增长，上半年化妆品同比增长 15.8%；世贸广场借力国际金价反复震荡作用，把握黄金热销契机，激活黄金消费客群，提升市场认可度的同时带来业绩增长，黄金珠宝销售同比增长 32.6%。
- 毛利稳定，新开店导致费用上升。**上半年销售毛利率 20.60%，同比上升 0.56 个百分点，主要是超市毛利率上升 0.92 个百分点；其中百货毛利率 18.55%，超市毛利率 15.68%。公司上半年期间费用率 14.28%，同比上升 0.93 个百分点，其中销售费用率 12.16%，管理费用率 1.61%，管理费用同比增长 50.95%，主要是去年 9 月摩尔项目完工投入使用而增加累计折旧、房产税以及今年员工工资费用增长。财务费用同比增长 59.21%，一方面是借款和短融比同期增加，另一方面去年下半年央行调高利率致使利息支出增加。
- 购物中心项目成为发展亮点。**目前公司经营 10 年以上的武汉广场、世贸广场、亚贸广场、建二广场稳健增长；国际广场一期与襄樊购物中心已经度过培育期，业绩逐渐释放；2011 年新开的国广二期与新十堰人商均为自有物业，成本较低，且位于成熟商圈，培育期较短，预计 2012 年可以实现盈亏平衡。公司把发展购物中心项目作为集团新五年发展规划的重要战略部署，上半年正式确立了仙桃、黄石、襄阳等项目建设思路，并举全集团之力推进。仙桃、黄石两大项目启动，仙桃购物中心项目 3 月 1 日破土动工，目前项目工程进展顺利；黄石购物中心项目整体推进，房屋拆迁和土地征收工作进度加快，完成目标任务的 94%；襄阳项目正在

推进之中。公司积极向湖北省内二三线城市拓展为未来的成长奠定了基础。

- **量贩超市错位竞争。**公司超市业务在十堰、襄樊和宜昌已经确立了龙头地位，公司将以优势地域为中心，向周边辐射。目前公司拥有 1 万平米的高桥物流中心和 2.4 万平米的庙山物流配送中心，襄阳、沙市、宜昌、十堰区域配送中心架构已基本形成，为公司进一步扩张奠定了基础。量贩超市上半年新开门店 2 家，改扩建 2 家门店，签订合同 4 家，在发展中提升经营效益，以创收减亏为主线，继续巩固规模优势。目前公司共有量贩超市 90 家左右，平均单店面积在八千平以上。在定位上，武商量贩始终致力于面积较大的本土化超市经营，在武汉及省内二线城市与中百集团、中商平价及其他外资卖场差别竞争，并采取稳步扩张的战略，武商量贩未来扩张计划为每年新开门店 10-15 家，2012 年门店数有望超过 100 家。
- **大股东地位稳固。**持续多时的股权之争告一段落，最终武商联联合一致行动人斥资 5.38 亿元，以 21.21 元每股的价格发起要约收购，收购完成后武商联及其一致行动人持有鄂武商 34.32% 的股权，而银泰系持股比例下降至 22.58%，大股东地位得到巩固。对鄂武商控股权的争夺，体现了两大股东对鄂武商资产质量和发展前景的肯定。
- **风险提示：**经济持续不景气；区域竞争激烈；购物中心项目低于预期。

附表：盈利预测表

利润表 (百万)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	10,537.04	12,733.85	14,516.59	16,403.75	18,208.16
营业成本	8,443.45	10,160.05	11,632.14	13,155.80	14,584.73
销售费用	1,253.08	1,569.42	1,785.54	2,001.26	2,221.40
管理费用	183.86	227.08	269.42	304.44	337.93
财务费用	68.35	49.82	40.58	39.95	35.41
投资净收益	0.89	-1.65	0.00	0.00	0.00
营业利润	508.62	605.71	659.57	756.21	866.60
营业外收支	16.91	-2.12	10.05	10.05	10.05
利润总额	525.53	603.59	669.62	766.26	876.65
所得税	147.62	158.21	178.61	204.39	233.83
少数股东损益	84.39	114.09	119.13	136.32	155.96
归属于母公司净利润	293.51	331.29	371.88	425.55	486.86

资产负债表	(百万)				
流动资产	2,903.72	3,860.68	3,722.29	4,335.28	5,048.39
货币资金	1,984.02	2,277.55	2,107.20	2,508.90	3,023.23
应收账款	16.93	11.98	25.44	28.75	31.91
应收票据	1.47	3.63	2.40	2.71	3.01
存货	641.77	913.61	1,046.89	1,184.02	1,312.63
非流动资产	4,553.72	5,834.32	6,305.57	7,012.35	7,660.02
固定资产	1,829.11	3,813.31	3,797.06	4,064.11	4,603.06
资产总计	7,457.44	9,695.00	10,027.86	11,347.63	12,708.41
流动负债	5,256.18	7,160.96	6,999.57	7,757.97	8,476.44
短期借款	685.00	750.00	776.00	802.00	828.00
应付款项	1,499.26	1,909.30	2,102.58	2,377.99	2,636.28
非流动负债	351.62	300.00	303.74	303.74	303.74
长期借款	329.25	281.48	281.48	281.48	281.48
负债合计	5,607.81	7,460.96	7,303.31	8,061.71	8,780.18
股东权益	1,849.63	2,234.04	2,724.55	3,285.92	3,928.23
股本	1,055.08	1,053.58	1,053.08	1,052.57	1,052.07
留存收益	655.22	986.51	1,358.39	1,783.94	2,270.79
少数股东权益	139.33	193.95	313.08	449.40	605.37
负债和权益总计	7,457.44	9,695.00	10,027.86	11,347.63	12,708.41

现金流量表	(百万)				
经营活动现金流	1,820.45	1,941.85	602.09	1,456.67	1,564.75
其中营运资本减少	1,334.32	1,224.95	-310.35	521.12	493.69
投资活动现金流	-1,034.18	-1,554.77	-757.35	-1,040.50	-1,040.50
其中资本支出	-1,064.57	-1,548.83	-750.00	-1,050.00	-1,050.00
融资活动现金流	-96.82	-34.09	-15.09	-14.46	-9.92
净现金总变化	689.45	353.00	-170.35	401.71	514.33

资料来源: wind, 长城证券研究所

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
成长性					
营业收入增长	32.75%	20.85%	14.00%	13.00%	11.00%
营业成本增长	33.23%	20.33%	14.49%	13.10%	10.86%
营业利润增长	23.39%	19.09%	8.89%	14.65%	14.60%
利润总额增长	46.30%	35.20%	-14.23%	-8.38%	-7.40%
净利润增长	18.98%	17.85%	10.25%	14.43%	14.41%
盈利能力					
毛利率	19.87%	20.21%	19.87%	19.80%	19.90%
销售净利率	3.59%	3.50%	3.38%	3.43%	3.53%
ROE	22.19%	21.81%	19.80%	18.70%	17.82%
ROIC	14.88%	15.93%	14.58%	14.33%	14.07%
营运效率					
销售费用/营业收入	11.89%	12.32%	12.30%	12.20%	12.20%
管理费用/营业收入	1.74%	1.78%	1.86%	1.86%	1.86%
财务费用/营业收入	0.65%	0.39%	0.28%	0.24%	0.19%
投资收益/营业利润	0.18%	-0.27%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税/利润总额	28.09%	26.21%	26.67%	26.67%	26.67%
应收账款周转率	548.10	880.86	775.85	605.36	600.28
存货周转率	15.78	13.06	11.87	11.79	11.68
流动资产周转率	5.77	4.51	3.81	4.17	4.20
总资产周转率	1.58	1.48	1.47	1.53	1.51
偿债能力					
资产负债率	75.20%	76.96%	72.83%	71.04%	69.09%
流动比率	0.55	0.54	0.53	0.56	0.60
速动比率	0.43	0.41	0.38	0.41	0.44
每股指标 (元)					
EPS	0.58	0.65	0.73	0.84	0.96
每股净资产	3.65	4.40	5.37	6.48	7.74
每股经营现金流	3.59	3.83	1.19	2.87	3.08
每股经营现金/EPS	6.20	5.86	1.62	3.42	3.21
估值					
PE	19.36	17.15	15.28	13.35	11.67
PEG	101.98	96.05	149.11	92.50	81.00
PB	3.07	2.54	2.09	1.73	1.45
EV/EBITDA	7.09	6.22	5.79	5.06	4.42
EV/SALES	0.55	0.45	0.40	0.35	0.32
EV/IC	2.01	1.77	1.53	1.32	1.14
ROIC/WACC	1.19	1.27	1.17	1.15	1.13
REP	1.69	1.39	1.31	1.15	1.02

研究员介绍及承诺:

姚雯琦: 管理学硕士, 拥有证券投资咨询执业资格, 商业零售行业分析师。

陈 鹏: 武汉大学硕士, 2012 年加入长城证券, 商业零售行业研究助理。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

王 涛: 0755-83516217, 13808859088, wangt@cgws.com

陈方园: 0755-83516287, 18607195599, chenfy@cgws.com

陈尚峰: 0755-83515203, 13826520778, chensf@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983

杨 洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>