

鄂武商 A (000501)

欲展身手报宏图

—鄂武商 09 年年报点评

增持/ 维持评级

股价: RMB14.08

分析师

吴红光

+0755-82492069

wuhg@lhqz.com

耿邦昊

+0755-82080081

gengbh@lhqz.com

李珊珊

+0755-82364411

liss@lhqz.com

相关研究

《业绩符合预期, 量贩快速扩张》

2009/10/29

《百货超市齐头并进》

2009/09/02

《中报惊喜, 期待后续》

2009/08/17

《武商联合渐行渐近》

2009/06/16

《鄂武商: 守得云开见月明》

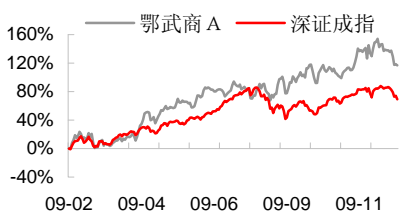
2009/06/08

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)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	7142

- 我们目前对公司的判断是, 尽管 10 年仍将承担较大的摩尔城项目开支, 但凭借 07-09 年间优秀的经营水平和强大的内生融资能力, 公司的资金状况和经营压力已经大幅改善, 2010 年施展拳脚的空间更大。
- 2009 年公司全年实现销售收入 79.38 亿元, 同比增长 19.73%, 归属母公司净利润 2.39 亿元或 EPS0.47 元, 基本符合预期, 扣除非经常性损益后的净利润为 1.93 亿元或 EPS0.38, 低于我们 0.40 的预期。
- 分季度来看, 公司 094Q 收入增长 22.24%, 但经营性净利润却下滑了 9.9%, 主要是公司单季度计提了近 2100 万元资产减值损失。考虑到公司 09 年非经常性损益逾 4500 万元或 EPS0.09 元, 我们认为四季度业绩失真进而导致全年业绩低于预期, 推测此异常或是公司出于平滑 10 年业绩波动的需要。
- 09 年是公司百货经营调整力度最大的一年, 11 月底斥资 1.3 亿元收购十堰人民商场虽短期不能贡献业绩, 但却可见公司重启外埠门店扩张的雄心; 公司 09 年量贩净增 14 店, 加强物流中心、直采基地建设努力开始产生回报, 全年量贩业务综合毛利率达到 18.07%, 量贩经营更上一层楼。
- 公司 10 年工作目标包括摩尔城项目和异地购物中心扩张试水, 恩施项目可能成为首个试点项目, 为了加快公司的发展速度和二三线城市布点进程, 继 08 年年报后公司再次提出融资需求, 但不同的是此次并未提出具体融资方式。我们认为如若公司融资成功, 则 8000 多万的财务费用有望大大减少。
- 我们根据公司目前的发展规划, 在不考虑融资影响下, 预计公司 10-11 年业绩分别为 0.60 和 0.74, 复合增长率为 25.66%, 公司目前 PE 为 23.47 倍, 相对行业其他个股处于低位, 维持增持评级。
- 风险提示: 公司多年来费用率一直高企, 治理结构缺陷和激励机制薄弱的老问题一直困扰公司; 融资成功与否也在很大程度上影响公司最终业绩表现; 公司摩尔城体量较大, 未来经营状况需要我们密切跟踪和关注。

与上证指数对比走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6629.7	7937.6	9,673.1	12,147.2	14,576.6
(+/-%)	25.2	19.7	21.9	25.6	20.0
归属母公司净利润(百万元)	180.4	238.8	303.5	377.0	460.5
(+/-%)	15.6	32.4	27.1	24.2	22.1
EPS(元)	0.36	0.47	0.60	0.74	0.91
P/E(倍)	39.6	29.9	23.5	18.9	15.5

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 09 回顾，非经常性损益补充业绩

09 年 EPS=0.47，基本符合预期，扣非后 EPS=0.38，略低于预期

公司今日公布 2009 年年报，全年实现销售收入 79.38 亿元，同比增长 19.73%，归属母公司净利润为 2.39 亿元(EPS=0.47)，同比增长 32.35%，扣除非经常性损益后的净利润为 1.93 亿元(EPS=0.38)，同比增长 2.70%，基本符合我们的预期，但扣除非经常性损益后的经营性业绩略低于我们预期。

四季度计提 2100 万资产减值准备，导致业绩失真

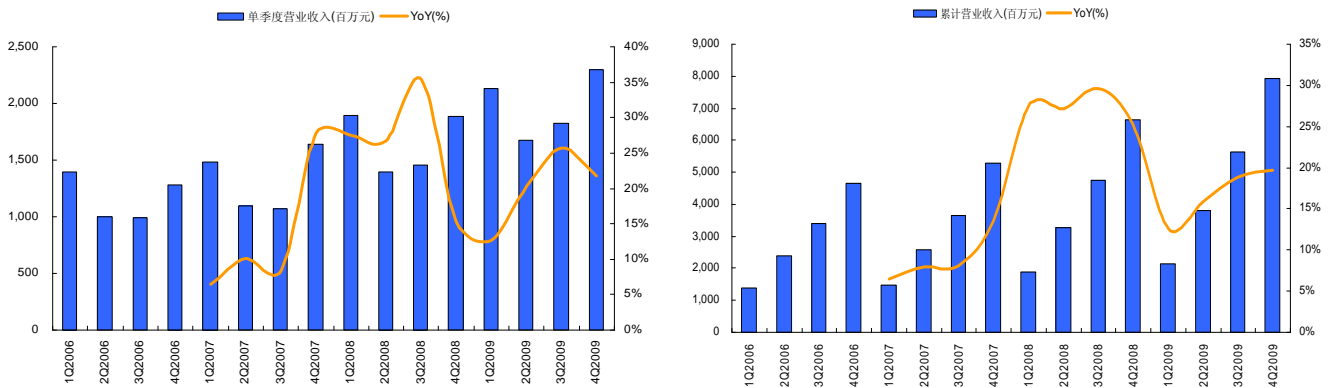
根据我们对公司季度数据的分析，四季度公司收入增长 22.24%，高于去年同季 15.26%的收入增速，单季毛利率为 22.24%，较去年同期下滑 1.65 个百分点，四季度公司计提了近 2100 万的资产减值准备，导致经营性净利润却下降了 9.9%。考虑到公司 09 年存在超过 4500 万(或 EPS=0.09)的非经常性损益，我们认为业绩异常并非公司经营状况真实反映，计提只是减少 10 年业绩波动的需要。

表 1：鄂武商单季 EPS 测算

	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	2009
EPS	0.130	0.050	0.040	0.140	0.360	0.148	0.119	0.059	0.144	0.471
EPS(扣非后)	0.126	0.046	0.046	0.152	0.370	0.140	0.055	0.048	0.137	0.380
YoY(%)						14.1%	138.8%	47.3%	2.8%	32.4%
扣非后YoY(%)						11.1%	19.6%	4.3%	-9.9%	2.7%

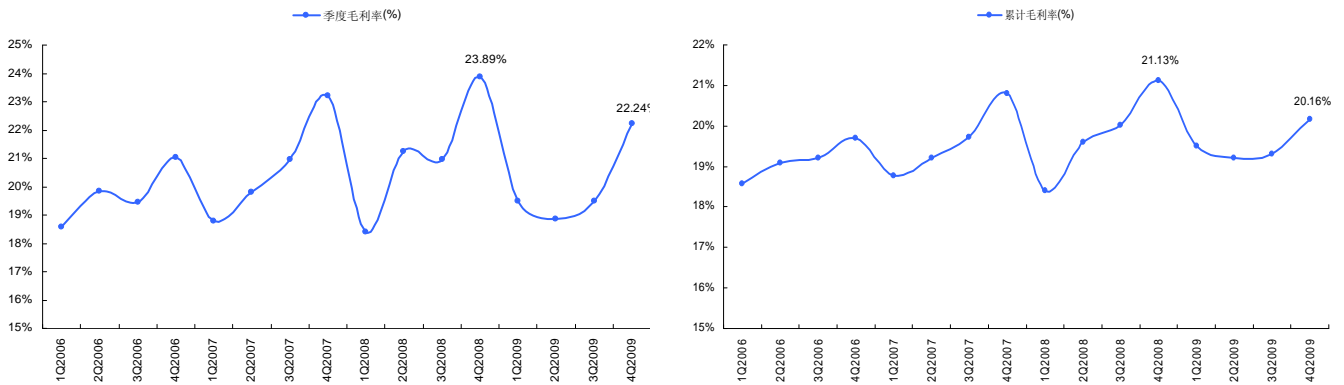
资料来源：华泰联合研究部

图 1：鄂武商季度收入状况



资料来源：华泰联合研究部

图 2：鄂武商季度毛利状况



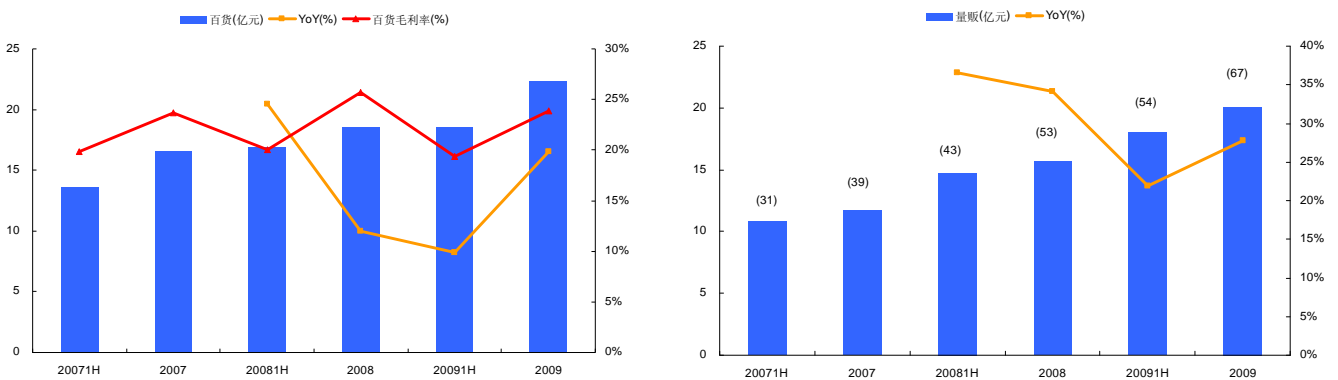
资料来源：华泰联合研究部

**2009 年是公司近些年对百货经营调整力度最大的一年**

分业态来看，2009 年是公司多年来对百货经营调整力度最大的一年：

- 1、武汉广场进行了开业以来最大力度的调整升级，扩大化妆品类和女装的规模经营，实现优势品类规模化；
- 2、国际广场引进的 40 余家国际奢侈品品牌已经陆续入驻，从四季度开始起国际广场经营已经进入正常化；
- 3、08 年底开业的外埠襄樊店 09 年大幅减亏约 1800 万元，基本实现盈亏平衡；
- 4、公司 11 月底出资 1.3 亿元收购十堰人民商场 2500 万股股权，虽然该店要拆除重建，短期不能贡献业绩，但是公司多年未见的外埠扩张步伐已经重新启动。

图 3：2009 年鄂武商百货、超市经营状况



资料来源：华泰联合研究部。注：右图括号内数字为鄂武商在当期期末的量贩门店数

**量贩门店扩张提速，综合毛利率达到 18%，经营能力又上新台阶**

量贩业务更是公司近几年的发展重点，公司 09 年上半年新开 1 家超市，下半年新开 16 家超市、关闭 2 家超市，截止 09 年底超市门店数达到 67 家，这一扩张速度（尤其是下半年的高速扩张）应该说是高于市场预期的。由于后台返利的季节性因素，因此进行毛利率季度分拆并无多大意义，而根据公司年报披露，09 年量贩业务的综合毛利率达到 18.07%，较我们 09 年中期调研时了解到的约 16.5% 的综合毛利率又上升了 1.5 个百分点，表明公司在加强物流中心、直采基地的建设并导致收入规模上升后超市经营能力又上了一个新台阶。

**10 展望，欲展身手报宏图**

2007 年的增发失败对公司产生了较大影响，虽然公司的经营能力较强（09 年经营性现金流占收入达到 11.8%），但依靠自有资金完成耗资巨大的摩尔城项目仍然非常吃力，资金状况紧张、业绩释放动力不足一直是资本市场对公司的担心之一。

不过根据我们 09 年对公司的调研及跟踪，以及仔细阅读公司 09 年年报后，我们认为公司目前状况已经较 08 年有了大幅改善，10 年公司施展拳脚的空间将更大。下面是我们之所以做出如此判断的一些依据，希望能与投资者分享：

- 1、公司经营性净现金流非常充沛，07-09 年分别为 7.44、8.31 和 9.36 亿元，因此即使公司以 11 亿元的天价拍下了摩尔城用地，但是公司 08、09 年贷款增加额仅分别为 1.685 亿和 1.39 亿元，预计通过 10 年的经营，公司的资金压力将进一步减小，基本能通过内生性融资完成摩尔城的资金需求。

**10 年整体经营能力、资金状况进一步好转，施展拳脚空间更大**

- 2、公司除摩尔城项目以外的经营动作多寡可以很好的判断公司目前经营状况。由于量贩扩张需要的精力相对较小，因此公司从 09 年上半年开始率先加快了量贩业态的发展，包括加快展店速度和加强物流中心、直采基地的建设，这是公司经营状况好转的信号之一。
- 3、公司 09 年 11 月直接斥资 1.3 亿元购买十堰商场，则是公司多年来未见的异地扩张，这进一步印证了公司开始从摩尔城项目的压力中摆脱出来，经营状况开始有明显好转。

### 10 年公司目标: 摩尔城项目和异地购物中心扩张

根据公司 09 年年报披露的 10 年经营目标和具体工作措施，公司未来几年的大项目包括摩尔城建设、异地购物中心扩张和量贩扩张等，而此外公司也再次提出了融资需求，我们就此与公司沟通如下：

- 1、公司在 09 年年报附注中披露了摩尔城的项目预算，其中土地 11 亿、工程支出 14 亿，总预算达到 25 亿，高于我们之前预期的 20 亿元总预算。我们从公司处了解到这一预算是包含了涨价预期等较多因素在内的预算，最终的工程支出有低于 25 亿元的可能。
- 2、购物中心业态的前景较好，公司会在考虑自身实力下量力发展，目前公司正在选址和洽谈，10 年有可能通过租赁的方式在恩施定制一家物业，而在宜昌自建项目则有可能要到 11 年及以后。
- 3、公司虽然能够依靠自有资金完成摩尔城项目和十堰人民商场等的收购，但通过融资不仅能够帮助加速公司在二三线城市的布点，同时也能大大减少公司的财务费用（09 年财务费用 8361 万元或 EPS=0.165 元）。

### 继 08 年年报后公司再次提出融资需求，但不同的是此次并未提出具体融资方式

预计公司 10-11 年 EPS 为 0.60 和 0.74，复合增长率为 25.66%

我们基于以下假设，在不考虑融资影响公司股本的前提下，预计公司 10-11 年 EPS 分别为 0.60 和 0.74，两年间复合增长率为 25.66%，对应 10 年 PE 为 23.47 倍，维持增持评级：

- 1、10 年公司以租赁方式预订恩施物业、11 年开业，宜昌自建项目则到 11 年之后；10-11 年公司量贩门店每年新增 10 家；
- 2、公司的经营效率维持目前状况，管理和销售费用率没有明显改善或恶化；
- 3、公司的摩尔城后续资金需求仍按我们之前预测的 20 亿考虑，25 亿为极端上限情况，因此即便不能融资，公司未来两年内财务费用仍处于可控和缓慢下降的状况。

**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	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	2,110	2,805	3,025	4,127	<b>营业收入</b>	7,938	9,673	12,147	14,577
现金	1,378	1,935	1,942	2,792	营业成本	6,337	7,691	9,647	11,588
应收账款	22	19	24	29	营业税金及附加	70	87	109	131
其它应收款	180	170	204	280	营业费用	909	1,124	1,421	1,691
预付账款	102	115	145	174	管理费用	162	208	292	350
存货	428	565	709	852	财务费用	84	57	30	10
其他	1	0	0	0	资产减值损失	8	(4)	10	40
<b>非流动资产</b>	3,739	4,008	4,358	4,380	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	39	39	39	39	投资净收益	45	0	0	0
固定资产	1,822	1,963	2,269	2,476	<b>营业利润</b>	412	510	638	766
无形资产	1,201	1,177	1,153	1,129	营业外收入	24	5	3	3
其他	676	829	898	736	营业外支出	9	3	2	2
<b>资产总计</b>	5,849	6,813	7,383	8,507	<b>利润总额</b>	428	512	639	767
<b>流动负债</b>	3,812	4,342	4,533	5,281	所得税	110	128	160	192
短期借款	562	478	0	0	<b>净利润</b>	318	384	479	576
应付账款	1,116	1,077	1,351	1,622	少数股东损益	79	81	103	115
其他	2,134	2,787	3,182	3,659	<b>归属于母公司净利润</b>	239	303	377	460
<b>非流动负债</b>	481	531	431	231	EBITDA	609	703	806	914
长期借款	480	530	430	230	EPS (元)	0.47	0.60	0.74	0.91
其他	1	1	1	1					
<b>负债合计</b>	4,293	4,873	4,964	5,512					
少数股东权益	143	224	326	442	<b>主要财务比率</b>				
股本	507	507	507	507	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
资本公积	548	548	548	548	<b>成长能力</b>				
留存收益	357	660	1,037	1,498	营业收入	19.7%	21.9%	25.6%	20.0%
归属母公司股东权	1,556	1,940	2,419	2,995	营业利润	9.9%	23.7%	25.2%	20.1%
<b>负债和股东权益</b>	5,849	6,813	7,383	8,507	净利润	32.4%	27.1%	24.2%	22.1%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率	20.2%	20.5%	20.6%	20.5%
					净利率	3.0%	3.1%	3.1%	3.2%
					ROE	16.9%	17.7%	18.0%	18.0%
					ROIC				
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	73.4%	71.5%	67.2%	64.8%
					净负债比率				
					流动比率	0.55	0.65	0.67	0.78
					速动比率	0.44	0.52	0.51	0.62
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.36	0.38	0.43	0.46
					应收账款周转率	105	118	139	136
					应付账款周转率	1.56	1.75	1.99	1.95
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.47	0.60	0.74	0.91
					每股经营现金流	1.85	2.09	2.35	2.40
					每股净资产	2.78	3.38	4.13	5.03
					<b>估值比率</b>				
					P/E	29.9	23.5	18.9	15.5
					P/B	5.1	4.2	3.4	2.8
					EV/EBITDA	16.8	14.7	13.0	11.3

数据来源: 华泰联合研究所。



#### 华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上  
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间  
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

#### 华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘  
中 性 行业股票指数基本与大盘持平  
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司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，还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。

我们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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层

邮政编码: 518001

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com