

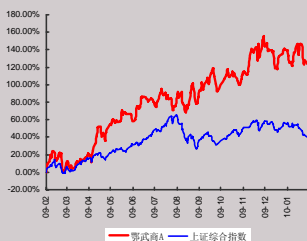

**鄂武商**  
 (000501.SZ)

**谨慎推荐 (维持)**
**所属行业: 零售行业**  
**行业评级: 谨慎推荐**
**股价数据**

|           |           |
|-----------|-----------|
| 12个月区间(元) | 4.53—15.2 |
| 目前市价      | 14.2元     |

**股本结构**

|          |       |
|----------|-------|
| 总市值(亿元)  | 70    |
| 流通市值(亿元) | 70    |
| 总股本(亿股)  | 5.072 |
| 流通A股(亿股) | 5.07  |
| 流通B股(亿股) | 0     |

**股价表现图**

 齐鲁证券有限公司  
 研究所  
 行业公司部

 分析师  
 刘宜娟

 Tel: (8621) 58303470  
 Fax: (8621) 58318543  
 Email: liuyj@qlzq.com.cn

**公司主业稳健增长**
**——鄂武商 2009 年年报点评**
**投资要点:**

- ◇ 鄂武商(000501)发布2009年年报,2009年实现销售总额135亿元,同比增长17.6%,营业总收入79.38亿元,较上年同期增长19.73%;营业利润4.12亿元,同比增长9.94%;实现利润总额4.28亿元,较上年同期增长13.99%,归属于母公司的净利润2.39亿元,同比增长32.25%。每股收益为0.47元。
- ◇ 公司主业稳健发展。公司在报告期内实现较为稳健的增速,主要是因为公司两大核心业务:百货和量贩超市业务都呈现良好的增长势头。(一)公司的百货业务在2009年实现营业收入40.98亿元,同比增长15.13%,毛利率为21.82%,毛利率同比下降了1.05个百分点,我们认为其主要原因是在经济危机的影响下,公司加大了打折力度,但是公司目前正在对百货业务进行全面升级,持续引进一些国际一线品牌,再加上摩尔城项目扩建的逐步完成,公司的百货业务将会面临新的突破。(二)公司量贩超市业务2009年实现营业收入38.06亿元,同比增长24.95%。量贩业务2009年在规模和效益上都有较为快速的提升。2009年公司新开超市网点16家,改造门店4家,网点总数达到67家。2010年公司量贩将新开10-15家门店。
- ◇ 综合毛利率有所下滑。公司2009年的毛利率为20.16%,同比下降了1个百分点。同行业内其他公司一样,在经济危机的影响下,加大了打折力度,但是分季度来看,公司在四季度的毛利率22.74%,环比相比上升了3个百分点,一方面主要是因为冬装的毛利率较高,另一方面受益于经济的好转。
- ◇ 期间费用率下降。2009年公司的期间费用率为14.54%,下降了0.22个百分点。其费用率的下降主要是由于营业费用率的下降,由2008年的11.95%下降到11.45%,相对应的管理费用率和财务费用率都有所上升。总体来看公司的费用控制能力较强。
- ◇ 公司的非经常性损益包括非流动性资产处置损益4477万和政府补助1042万,以及转让武汉长江娱乐发展有限公司32.73%股权所获得的投资收益。扣除非经常性损益后,归属于上市公司股东的净利润同比增长只有2%。表明公司的毛利率下降幅度所带来的影响要大于费用控制所带来的影响。
- ◇ 估值和投资建议:我们预计公司2010年和2011EPS为0.62元和0.82元,公司10年PE为22.41倍,考虑到公司属于区域龙头而且摩尔城项目将给公司带来长期效益,维持公司的投资评级至“谨慎推荐”。


**附表 三大财务报表**

| 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>    | 2110 | 2257  | 2496  | 3191  | <b>营业收入</b>     | 7938        | 9635         | 11559        | 13866        |
| 现金             | 1378 | 1378  | 1601  | 2324  | 营业成本            | 6337        | 7660         | 9131         | 10927        |
| 应收账款           | 22   | 24    | 29    | 35    | 营业税金及附加         | 70          | 88           | 104          | 125          |
| 其他应收款          | 180  | 160   | 165   | 164   | 营业费用            | 909         | 1108         | 1329         | 1595         |
| 预付账款           | 102  | 295   | 291   | 261   | 管理费用            | 162         | 202          | 243          | 291          |
| 存货             | 428  | 400   | 409   | 406   | 财务费用            | 84          | 64           | 63           | 46           |
| 其他流动资产         | 1    | 0     | 0     | 0     | 资产减值损失          | 8           | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>   | 3739 | 3737  | 3746  | 3753  | 公允价值变动收益        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 39   | 42    | 41    | 41    | 投资净收益           | 45          | 15           | 15           | 15           |
| 固定资产           | 1822 | 1859  | 1879  | 1889  | <b>营业利润</b>     | 412         | 528          | 704          | 898          |
| 无形资产           | 1201 | 1201  | 1201  | 1201  | 营业外收入           | 24          | 21           | 21           | 22           |
| 其他非流动资产        | 676  | 634   | 625   | 622   | 营业外支出           | 9           | 10           | 10           | 10           |
| <b>资产总计</b>    | 5849 | 5993  | 6243  | 6944  | <b>利润总额</b>     | 428         | 539          | 714          | 909          |
| <b>流动负债</b>    | 3787 | 3505  | 3194  | 3214  | 所得税             | 110         | 135          | 179          | 227          |
| 短期借款           | 562  | 953   | 586   | 591   | <b>净利润</b>      | 318         | 405          | 536          | 682          |
| 应付账款           | 1116 | 1000  | 1025  | 1032  | 少数股东损益          | 79          | 108          | 143          | 182          |
| 其他流动负债         | 2109 | 1552  | 1583  | 1591  | <b>归属母公司净利润</b> | 239         | 319          | 417          | 500          |
| <b>非流动负债</b>   | 506  | 506   | 506   | 506   | <b>EBITDA</b>   | 678         | 706          | 886          | 1069         |
| 长期借款           | 480  | 480   | 480   | 480   | <b>EPS (元)</b>  | 0.47        | 0.63         | 0.82         | 0.99         |
| 其他非流动负债        | 26   | 26    | 26    | 26    |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 4293 | 4011  | 3700  | 3720  | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 143  | 251   | 394   | 576   | <b>会计年度</b>     | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 股本             | 507  | 507   | 507   | 507   | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积           | 548  | 548   | 548   | 548   | 营业收入            | 19.7%       | 21.4%        | 20.0%        | 20.0%        |
| 留存收益           | 357  | 675   | 1093  | 1593  | 营业利润            | 9.9%        | 28.1%        | 33.2%        | 27.6%        |
| 归属母公司股东权益      | 1412 | 1731  | 2148  | 2648  | 归属于母公司净利润       | 32.4%       | 33.5%        | 30.9%        | 19.9%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 5849 | 5993  | 6243  | 6944  | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 毛利率(%)          | 20.2%       | 20.5%        | 21.0%        | 21.2%        |
|                |      |       |       |       | 净利率(%)          | 3.0%        | 3.3%         | 3.6%         | 3.6%         |
|                |      |       |       |       | ROE(%)          | 16.9%       | 18.4%        | 19.4%        | 18.9%        |
|                |      |       |       |       | ROIC(%)         | 20.7%       | 18.9%        | 25.4%        | 31.8%        |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 资产负债率(%)        | 73.4%       | 66.9%        | 59.3%        | 53.6%        |
|                |      |       |       |       | 净负债比率(%)        | 32.99%      | 38.22%       | 30.18%       | 30.13%       |
|                |      |       |       |       | 流动比率            | 0.56        | 0.64         | 0.78         | 0.99         |
|                |      |       |       |       | 速动比率            | 0.44        | 0.53         | 0.65         | 0.87         |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 总资产周转率          | 1.44        | 1.63         | 1.89         | 2.10         |
|                |      |       |       |       | 应收账款周转率         | 336         | 341          | 348          | 343          |
|                |      |       |       |       | 应付账款周转率         | 6.23        | 7.24         | 9.02         | 10.63        |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标(元)</b>  |             |              |              |              |

| 现金流量表          |      |       |       |       |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 单位: 百万元        |      |       |       |       |
| 会计年度           | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| <b>经营活动现金流</b> | 936  | 66    | 816   | 880   |
| 净利润            | 318  | 405   | 536   | 682   |
| 折旧摊销           | 182  | 114   | 120   | 126   |
| 财务费用           | 84   | 64    | 63    | 46    |
| 投资损失           | -45  | -15   | -15   | -15   |
| 营运资金变动         | 418  | -538  | 84    | 44    |
| 其他经营现金流        | -21  | 36    | 29    | -3    |
| <b>投资活动现金流</b> | -794 | -119  | -114  | -115  |
| 资本支出           | 757  | 110   | 110   | 110   |
| 长期投资           | -57  | 4     | -1    | 0     |
| 其他投资现金流        | -94  | -5    | -5    | -5    |



|         |      |      |      |     |               |       |       |       |       |
|---------|------|------|------|-----|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 筹资活动现金流 | -227 | 53   | -479 | -42 | 每股收益(最新摊薄)    | 0.47  | 0.63  | 0.82  | 0.99  |
| 短期借款    | -110 | 391  | -366 | 4   | 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.85  | 0.13  | 1.61  | 1.74  |
| 长期借款    | -54  | 0    | 0    | 0   | 每股净资产(最新摊薄)   | 2.78  | 3.41  | 4.23  | 5.22  |
| 普通股增加   | 0    | 0    | 0    | 0   | 估值比率          |       |       |       |       |
| 资本公积增加  | 0    | 0    | 0    | 0   | P/E           | 29.91 | 22.41 | 17.12 | 14.28 |
| 其他筹资现金流 | -64  | -338 | -113 | -46 | P/B           | 5.06  | 4.13  | 3.32  | 2.70  |
| 现金净增加额  | -85  | -0   | 223  | 723 | EV/EBITDA     | 11    | 10    | 8     | 7     |

图 1 营业收入和成本

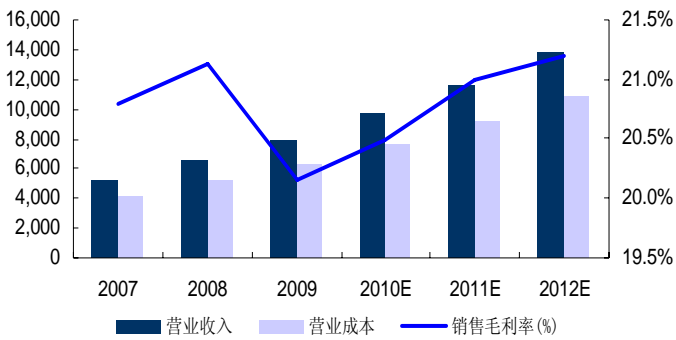
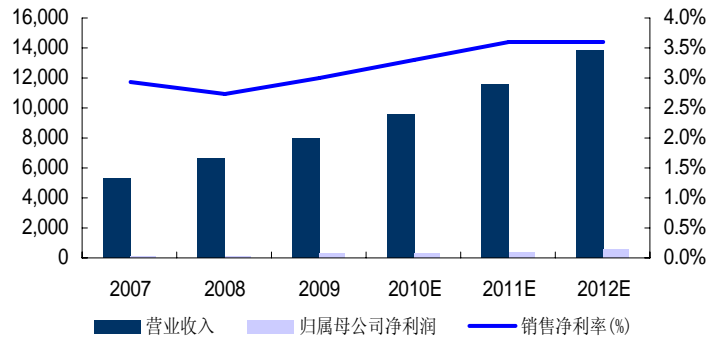


图 2 净利润情况



资料来源: 公司公告 齐鲁证券研究所

图 3 营业收入及增长

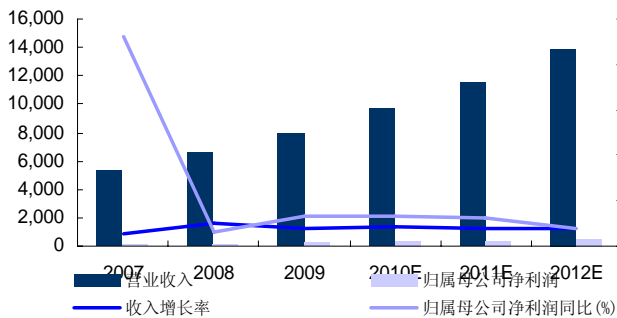
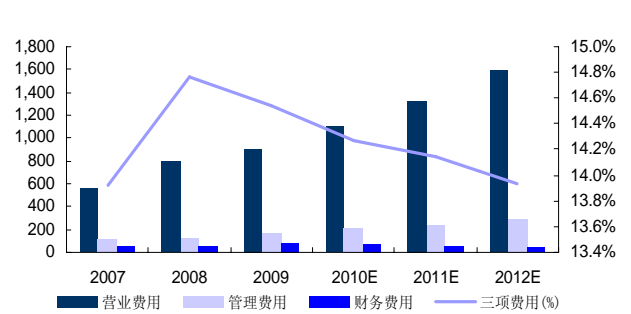


图 4 费用构成



资料来源: 公司公告 齐鲁证券研究所


**投资评级说明**

| 类别 | 级别   | 定义                             |
|----|------|--------------------------------|
| 公司 | 推荐   | 预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上         |
|    | 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间     |
|    | 中性   | 预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间   |
|    | 回避   | 预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上         |
| 行业 | 推荐   | 行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数 |
|    | 中性   | 行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数 |
|    | 回避   | 行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数 |

**重要声明**

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

**齐鲁证券有限公司研究所（上海）**

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F（济南）

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791