

# 主业增长平平 再融资预期增强

谨慎推荐 (维持)

鄂武商 A (000501) 2009 年报点评

2010 年 3 月 5 日

## 投资要点:

- ◇ **2009年净利润同比增长32.35%**。09年公司实现营业总收入79.4亿元,比上年同期增长19.73%;实现归属于母公司所有者净利润2.39亿元,比上年同期增长32.35%,每股收益0.47元,符合我们的预期。公司净利润增速高于营业利润增速,主要原因有:一是,上半年转让武汉长江娱乐发展有限公司股权,导致投资收益增加4225万元。二是,少数股东损益比例较上年同期下降近10个百分点,至24.83%。
- ◇ **百货业务优化调整初见成效**。目前公司拥有百货门店6家(其中武汉市5家,襄樊市1家),百货业务经营面积约35万平方米。2009年公司百货业务实现营业收入40.98亿元,同比增长15.13%,业务发展速度低于量贩业务。我们认为,随着百货业务的优化调整,2010年公司百货业务将维持平稳增长。
- ◇ **公司资金压力较大,再融资预期增强**。2010年公司摩尔扩建工程将继续投入;武商量贩计划新开门店10家;十堰、宜昌、恩施拟发展购物中心网点;江南片摩尔项目建设将择机启动,我们认为2010年公司资金压力将依然存在。根据公司的年报披露,公司拟于2010年择机启动再融资事宜。
- ◇ **维持“谨慎推荐”投资评级**。09年公司主营业务表现平平,不过受股权转让收益,以及少数股东权益比例减少因素影响,仍然实现较高的业绩增长。考虑到百货业务优化调整效果较好,量贩业务仍处扩张态势,我们认为2010年公司零售主业将稳定增长。我们预计,公司10年和11年实现归属于母公司所有者的净利润分别为2.74亿元和3.43亿元;对应的每股收益分别为0.54元和0.68元;市盈率依次为26.55倍和21.15倍,维持“谨慎推荐”投资评级。

**丁文进**

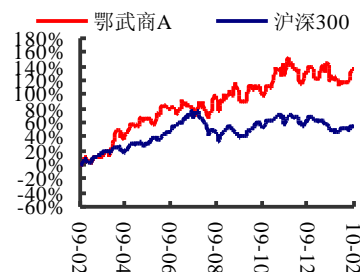
电话: 0769-22119455

邮箱: dwj@dgzq.com.cn

### 主要数据 2010年3月4日

收盘价(元)	14.32
总股本(万股)	50,725
流通 A 股股本(万股)	50,720
12 月最高价(元)	15.96
12 月最低价(元)	6.33

### 股价走势



资料来源: 东莞证券研发中心, Wind 资讯

### 公司主要财务指标预测表

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	6629.72	7937.60	9366.36	11239.63
同比%	25.16%	19.73%	18.00%	20.00%
归属母公司净利润(百万元)	180.39	238.75	273.57	343.47
同比%	15.56%	32.35%	14.58%	25.55%
毛利率%	21.13%	20.16%	20.50%	20.50%
ROE%	14.15%	16.91%	—	—
每股收益(元)	0.36	0.47	0.54	0.68
每股净资产(元)	2.51	2.78	—	—
市盈率(倍)	40.27	30.42	26.55	21.15
市净率(倍)	5.70	5.14	—	—

### 相关报告

## 1. 2009 年净利润同比增长 32.35%

2009年公司实现营业总收入79.4亿元，比上年同期增长19.73%；实现营业利润4.12亿元，较上年增长9.94%；实现归属于母公司所有者净利润2.39亿元，比上年同期增长32.35%。按照最新总股本计，2009年公司每股收益0.47元，符合我们之前的预期。公司考虑到2009年半年度已实施利润分配，且公司现阶段正处于快速发展期，为保证发展项目的资金需求，公司决定2009年度不进行利润分配，也不进行资本公积金转增股本。

2009年公司营业收入增长较快，主要是因为报告期内量贩公司经营网点扩大，导致外延增长较快所致。公司净利润增速高于营业利润增速，主要原因有：一是，2009年上半年公司转让武汉长江娱乐发展有限公司32.72%股权，导致投资收益增加4225万元。扣除非经常性损益后的归属母公司股东净利润较上年同期增长仅为1.92%。二是，2009年公司少数股东损益比例较上年同期下降近10个百分点，至24.83%。

## 2. 毛利率水平下降

2009年公司综合毛利率为20.16%，较上年同期下降0.97个百分点。分业务来看，2009年量贩业务毛利率达18.07%，较上年同期下降0.76个百分点；百货业务毛利率为21.82%，较上年同期下降1.16个百分点。我们认为，公司综合毛利水平下降的主要原因有两个：一是，2009年公司毛利率相对较低的量贩业务收入占总收入的比重上升2个百分点，达到48%；二是，2009年公司百货业务打折促销活动增多，致使毛利率下降。

## 3. 百货业务优化调整初见成效

目前公司拥有百货门店6家（其中武汉市5家，襄樊市1家），百货业务经营面积约35万平方米。具体来说，包括位于武汉解放大道黄金商圈的国际广场购物中心（6万平米）、武汉广场（8万平米）、世贸广场购物中心（8万平米）（此三家门店组成武商集团的旗舰商业组群——武商摩尔城）；位于武汉青山区的建二商场（2万平米）；位于武昌区的亚贸广场（5万平米）；位于襄樊市樊城区的武商襄樊购物中心（6万平米）。

2009年公司百货业务全面提档升级。以GUCCI 为首的40余家一二线国际名品陆续进驻国际广场，标志着武商集团迈出了行走国际的第一步；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；世贸广场调整转型，营销管理创新，华中地区首席黄金珠宝大卖场已具雏形。武商摩尔城实现了1+1+1>3。亚贸广场完成外立面改造，经营调整顺利达到“三年三步走”的既定目标，发展较为快速；建二商场对品类进行结构优化和提档升级，完善功能性服务；襄樊购物中心实施品牌战略，调整初见成效，销售再创新高。

2009年公司百货业务实现营业收入40.98亿元，同比增长15.13%，业务发展速度低于量贩业务。我们认为，随着百货业务的优化调整，2010年公司百货业务将维持平稳增长。

## 4. 量贩网点扩展符合预期

按照既定目标，2009年公司将新开量贩门店15—20个。2009年全年公司实际新开网点16家；改造门店4家；因城市规划和城中村改造原因，拆除2家；净增经营面积14.7万平方米；网点总数达到67家，达到预期目标。其中，武汉市内网点数达到36家，湖北省内二线城市网点31家。

由于09年上半年仅新开1家门店，其他门店均为下半年新开门店，处在培育期的门店数量较多，致使2009年经营业绩受到影响。2009年量贩公司实现营业收入38.27亿元，主营业务收入较上年同期增长24.95%；实现净利润6891.20万元，同比下降3.24%。

## 5. 收购十堰人民商场股权

2009年11月，公司决定以1.3亿元现金全额收购湖北省十堰市人民商场股份有限公司100%股权（即2500万股），目前该收购款已全部付清。湖北省十堰市是著名的东风汽车城，当地人民生活水平较高。十堰人商拥有百货、家电、超市三种业态经营，城区设有3个综合商场、2个专营店，县级市场设有1个综合商场（其中自有产权门店3个，租赁门店3个），总营业面积4.5万平方米；2008年实现销售收入5.68亿元，净利润1185万元。按照2008年市盈率计算，此笔收购的市盈率为11倍，收购成本较低。

根据武商集团五年发展规划要求，公司拟通过兼并、收购，发展武商百货连锁项目，在省内二级城市的销售占当地社会商品零售总额10%以上，成为当地流通企业排头兵。武商集团在十堰已开了4家量贩门店。收购十堰人商股权，既符合武商集团五年发展规划的总体要求，同时也体现了武商集团在鄂西北的发展战略。

## 6. 公司资金压力较大，再融资预期增强

近三年来公司的资产负债率逐年上升，2007至2009年年末，依次为69.51%、70.32%、73.4%；财务费用率依次为1.04%、0.93%、1.05%。2010年公司摩尔扩建工程将继续投入（且2010、2011年对利润影响有限）；武商量贩计划新开门店10家；十堰、宜昌、恩施拟发展购物中心网点；江南片摩尔项目建设将择机启动，我们认为2010年公司资金压力将依然存在。根据公司的年报披露，“为推进公司五年发展规划顺利实施，为未来五年发展奠定资金基础，2010年，公司拟进行再融资，再融资方式和启动时机将根据项目进度及市场情况而定。”

## 7. 维持“谨慎推荐”投资评级

总体来看，2009年公司主营业务表现平平，不过受长江乐园股权转让收益，以及少数股东权益比例减少因素影响，公司仍然实现较高的业绩增长。考虑到2009年公司百货业务优化调整效果较好，量贩业务扩张势头良好，我们认为2010年公司零售主业将稳定增长。我们预计，公司2010年和2011年实现归属于母公司所有者的净利润分别为2.74亿元和3.43亿元；对应的每股收益分别为0.54元和0.68元；对应的市盈率依次为26.55倍和21.15倍，维持“谨慎推荐”投资评级。

**风险提示：**（1）新开网点导致期间费用增加，短期内对业绩增长不利。（2）摩尔扩建项目的进展对公司未来年度业绩预测有较大影响。（3）2010年公司资金压力依然较大，再融资能否顺利实施对公司生产经营状况造成直接影响。（4）新开门店的选址风险。

表 1：公司利润预测表

科目(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	6,629.72	7,937.60	9,366.36	11,239.63
营业总成本	6,281.41	7,569.98	8,880.01	10,629.02
营业成本	5,229.05	6,337.40	7,446.26	8,935.51
营业税金及附加	63.76	70.15	84.30	101.16

销售费用	792.57	908.63	1,077.13	1,292.56
管理费用	123.88	161.90	187.33	224.79
财务费用	61.46	83.61	85.00	75.00
资产减值损失	10.69	8.29	0.00	0.00
其他经营收益				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	26.65	44.61	0.00	0.00
其中 对联营和合营投资	-1.97	0.71	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>374.96</b>	<b>412.22</b>	<b>486.35</b>	<b>610.62</b>
加 营业外收入	13.14	24.16	0.00	0.00
减 营业外支出	12.98	8.79	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>375.12</b>	<b>427.59</b>	<b>486.35</b>	<b>610.62</b>
减 所得税	100.55	109.97	121.59	152.65
实际所得税率	26.80%	25.72%	25.00%	25.00%
净利润	274.57	317.62	364.76	457.96
减 少数股东损益	94.18	78.87	91.19	114.49
<b>归母公司所有者的净利润</b>	<b>180.39</b>	<b>238.75</b>	<b>273.57</b>	<b>343.47</b>
最新总股本(万股)	50,725	50,725	50,725	50,725
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>0.36</b>	<b>0.47</b>	<b>0.54</b>	<b>0.68</b>
市盈率(倍)	40.27	30.42	26.55	21.15

资料来源：东莞证券研发中心，Wind 资讯

## 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,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,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内,本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系,本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因,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:

本报告仅供东莞证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠,但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证,不保证该信息未经任何更新,也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下,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,并不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有,未经本公司事先书面许可,任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发,需注明出处为东莞证券研究发展中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东莞证券投资评级体系:

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

### 东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 32 楼

邮政编码: 523000

电话: (0769) 22119450

传真: (0769) 22119453

网址: www.dgzq.com.cn