

2010-04-29

批发和零售贸易/日用百货零售业

公司研究 / 点评报告

鄂武商 A (000501)

优异的答卷

增持/ 维持评级

股价: RMB14.91

分析师

吴红光

SAC 执业证书编号:S1000207030103

+755-82492069 wuhg@lhqz.com

联系人

耿邦昊

+755-82080081 gengbh@lhqz.com

李珊珊

+755-82364411 liss@lhqz.com

相关研究

《欲展身手报宏图》

2010/02/04

《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

《武商整合渐行渐近》

2009/06/16

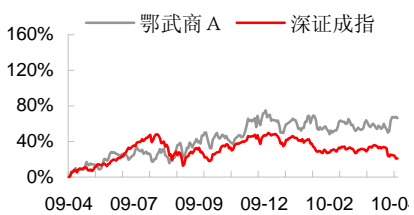
《鄂武商: 守得云开见月明》

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)	7563

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



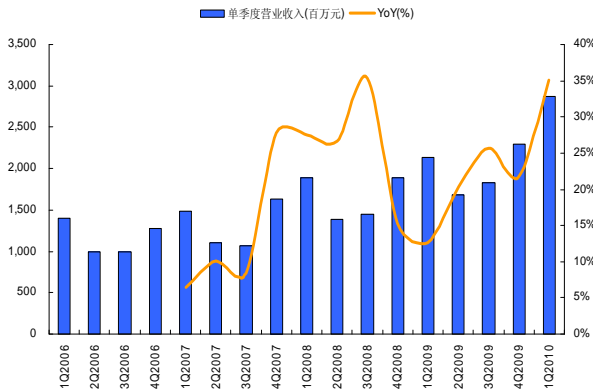
资料来源: 华泰联合证券

- 公司今日公布 2010 年一季报, 一季度公司实现销售收入 28.79 亿元, 同比增长 35.09%, 实现归属母公司净利润 1.02 亿元或 EPS=0.20 元, 同比增长 33.33%, 业绩符合我们预期。考虑到此前我们对鄂武商 2010 年的盈利预测位于市场上沿, 因此此篇季报不失为一份优异的答卷。
- 我们此前一直对公司较为看好, 并且给予公司较高盈利预测的理由在于, 经过 2009 年的调整, 武汉国际广场、襄樊店相继实现正常化经营和扭亏、量贩业务重启快速扩张, 公司的资金状况和经营压力已经大幅改善; 09 年公司通过计提等方式平滑了业绩、在 2010 年公司存在融资需求的考量下, 业绩释放的动力较为充足。从目前来看, 一季报的优异业绩似乎部分印证了我们的判断。
- 武汉国际广场 09 年 9 月份品牌调整全部结束后, 10 年平销大幅提升; 量贩业务规模的快速扩张 (09 年一季度约 52 家, 10 年一季度至少达到 67 家), 共同导致公司一季度收入增长 35.1%, 但考虑到武汉国际广场和新增量贩门店多数处于培育期, 因而公司的净利润并没有出现同向杠杆式增长, 也是很正常的。
- 鉴于一季报的优异表现符合我们预期, 我们维持此前盈利预测, 在不考虑配股情况下, 预计公司 10-11 年 EPS 分别为 0.60 和 0.74, 两年复合增长率为 25.66%。其中 2010 年对应的归属母公司净利润约为 3.03 亿元, 配股前公司的财务费用约为 5700 万元。
- 公司的摩尔城资本开支约在 20-25 亿元左右, 公司计划 2010 年通过配股方式融资约 10.65 亿元, 以缓解资金压力。根据公告的 10 配 3 股方案, 不考虑超募情况下配股价约在 7 元左右。我们据此模拟了公司配股后的业绩: 如假设公司配股后节约财务费用约 3000 万元, 则按现价 14.91 元计算, 配股摊薄后的股价约为 13.08 元, 10-11 年摊薄后 EPS 分别为 0.505 和 0.607 元, 对应的 10-11 年 PE 倍数分别为 25.9 和 21.54 倍, 增持!
- 考虑到配股方案未定, 我们首页及尾页的盈利预测并未考虑配股摊薄的影响。

经营预测与估值	2009A	2010Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	7937.6	2879.4	9,673.1	12,147.2	14,576.6
(+/-%)	19.7	35.1	21.9	25.6	20.0
归属母公司净利润(百万元)	238.8	101.8	303.5	377.0	460.5
(+/-%)	32.4	35.3	27.1	24.2	22.1
EPS(元)	0.47	0.20	0.60	0.74	0.91
P/E(倍)	31.7	74.3	24.9	20.1	16.4

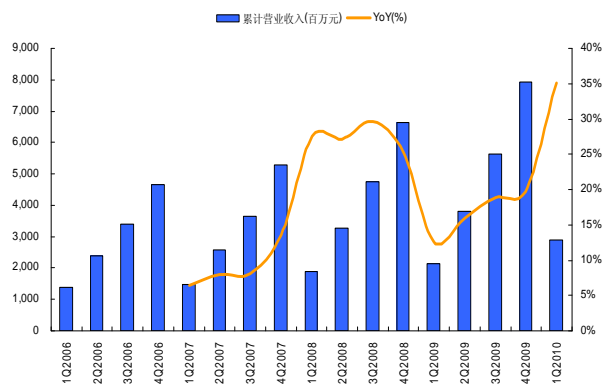
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

图 1：鄂武商季度收入增长情况



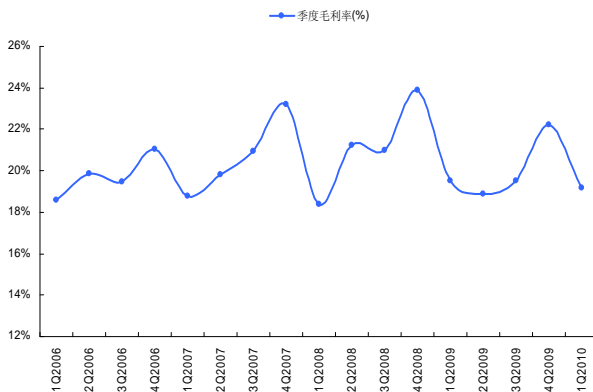
资料来源：华泰联合证券研究所

图 2：鄂武商季度收入累计增长情况



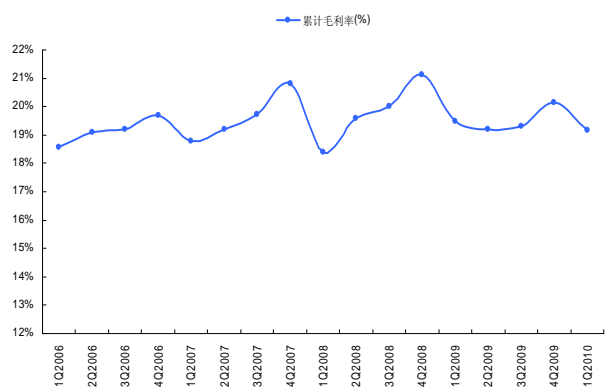
资料来源：华泰联合证券研究所

图 3：鄂武商季度毛利率情况



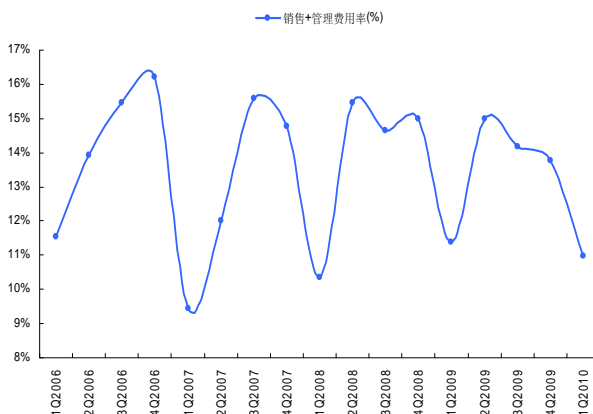
资料来源：华泰联合证券研究所

图 4：鄂武商季度累计毛利率情况



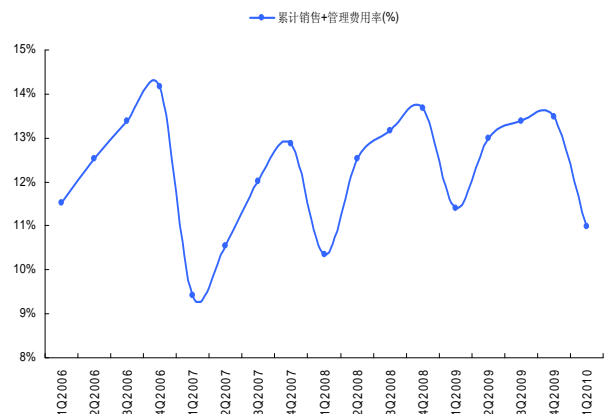
资料来源：华泰联合证券研究所

图 5：鄂武商季度销售+管理费用率情况



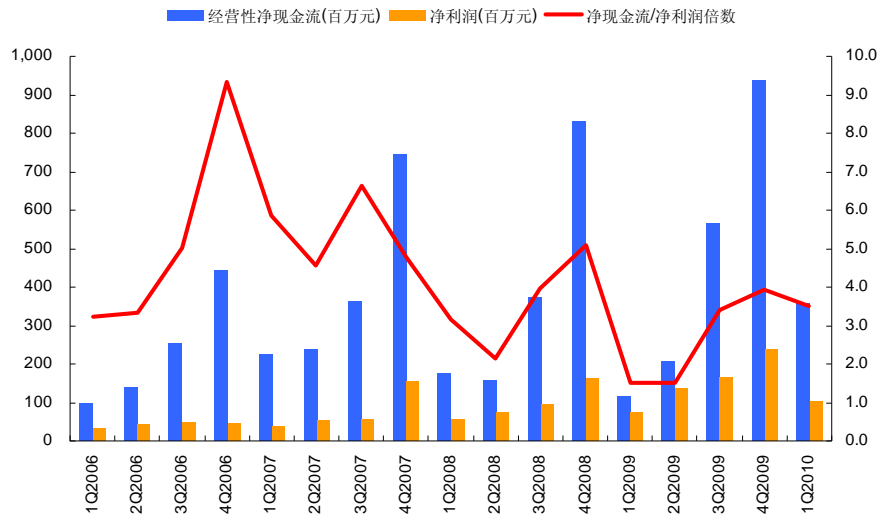
资料来源：华泰联合证券研究所

图 6：鄂武商季度累计销售+管理费用率情况



资料来源：华泰联合证券研究所

图 7：鄂武商经营性净现金流 vs 净利润



资料来源：华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2,110	2,805	3,025	4,127
现金	1,378	1,935	1,942	2,792
应收账款	22	19	24	29
其它应收款	180	170	204	280
预付账款	102	115	145	174
存货	428	565	709	852
其他	1	0	0	0
非流动资产	3,739	4,008	4,358	4,380
长期投资	39	39	39	39
固定资产	1,822	1,963	2,269	2,476
无形资产	1,201	1,177	1,153	1,129
其他	676	829	898	736
资产总计	5,849	6,813	7,383	8,507
流动负债	3,812	4,342	4,533	5,281
短期借款	562	478	0	0
应付账款	1,116	1,077	1,351	1,622
其他	2,134	2,787	3,182	3,659
非流动负债	481	531	431	231
长期借款	480	530	430	230
其他	1	1	1	1
负债合计	4,293	4,873	4,964	5,512
少数股东权益	143	224	326	442
股本	507	507	507	507
资本公积	548	548	548	548
留存收益	357	660	1,037	1,498
归属母公司股东权益	1,556	1,940	2,419	2,995
负债和股东权益	5,849	6,813	7,383	8,507

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	936	1,061	1,192	1,217
净利润	0	303	377	460
折旧摊销	0	303	377	460
财务费用	0	57	30	10
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	482	515	456
其它	936	-85	-107	-169
投资活动现金流	-794	-412	-508	-158
资本支出	0	-412	-508	-158
长期投资减少	0	0	0	0
其他	-794	-823	-1,016	-316
筹资活动现金流	-227	-93	-677	-210
短期借款增加	0	-84	-478	0
长期借款增加	0	50	-100	-200
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-227	-60	-98	-10
现金净增加额	-85	557	8	850

利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,938	9,673	12,147	14,577
营业成本	6,337	7,691	9,647	11,588
营业税金及附加	70	87	109	131
营业费用	909	1,124	1,421	1,691
管理费用	162	208	292	350
财务费用	84	57	30	10
资产减值损失	8	(4)	10	40
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	45	0	0	0
营业利润	412	510	638	766
营业外收入	24	5	3	3
营业外支出	9	3	2	2
利润总额	428	512	639	767
所得税	110	128	160	192
净利润	318	384	479	576
少数股东损益	79	81	103	115
归属于母公司净利润	239	303	377	460
EBITDA	609	703	806	914
EPS (元)	0.47	0.60	0.74	0.91

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	19.7%	21.9%	25.6%	20.0%
营业利润	9.9%	23.7%	25.2%	20.1%
净利润	32.4%	27.1%	24.2%	22.1%
获利能力				
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				
偿债能力				
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
营运能力				
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
每股指标 (元)				
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
估值比率				
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

资料来源: 华泰联合证券研究

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 2010 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