

鄂武商：主营业绩增长将超往年

鄂武商 1 季报点评

报告关键点：

- 今年有释放业绩动力，1季度略超预期
- 不考虑配股影响略调高盈利预测，维持增持-B的投资评级

报告摘要：

- 1季度业绩略超预期。**公司1季度实现 销售收入28.79亿元，同比增长35.09%；归属于上市公司股东的净利润1.02亿元，同比增长35.31%；每股收益0.2元。
- 门店情况：**1季度营业收入增长主要为十堰商场并表、原有百货店今年内生增长以及去年新开16家量贩超市增长所致；1季度新开2家量贩超市；武汉广场销售收入增长10%左右；十堰商场开始并表导致母公司报表营业收入增长71.18%。
- 配股融资公司有释放业绩的动力。**1季度经营费用率有了明显的下降，三项费用率为11.71%，低于去年同期的12.42%，以及全年的14.54%；主要为管理费用率的下降。公司配股将摊薄每股收益，公司今年有释放业绩的动力。
- 配股资金将全部用于摩尔城项目建设，目前资金压力较大。**我们按照公司上周董事会决议的配股融资方案，为10股配3股；此次配股拟募集资金不超过10.65亿元，将全部用于武商集团“摩尔城”扩建项目。因项目规划有所更改，该项目计划总投资从16.02亿增加至为25.51 亿元，因此产生了一定资金缺口。截至2010年3 月31 日公司已经投入11.57 亿元，主要用于支付土地款和工程建设费用。此外，公司还拟发行6亿元的短期融资券。公司短期有较大的资金压力， 2009年公司偿债能力指标有明显下滑。
- 摩尔城项目预计2011年9月正式营业。**摩尔扩建项目经营规模达27万平方米，拥有约15万平米的商业卖场（百货和超市主要由公司自己经营，百货定位高端，超市为武商量贩）、超过2000个停车位、百余项功能性服务项目（娱乐城、电影院、滑冰场等）和近千个服饰品牌专卖店及部分餐饮娱乐项目，将是华中乃至全国最大规模商业零售综合体。
- 盈利预测与投资评级。**暂不考虑配股影响，我们略提高对2010年和2011年每股收益的预测至0.57元和0.70元，对应PE分别为27倍、22倍；我们看好摩尔城的长期前景，但短期配股将摊薄业绩，维持对公司增持-B的投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,629.7	7,937.6	9,957.7	11,479.3	12,948.6
Growth(%)	25.2%	19.7%	25.5%	15.3%	12.8%
净利润	180.4	238.8	291.2	353.1	420.4
Growth(%)	15.6%	32.4%	22.0%	21.2%	19.1%
毛利率(%)	21.1%	20.2%	20.1%	20.2%	20.6%
净利润率(%)	2.7%	3.0%	2.9%	3.1%	3.2%
每股收益(元)	0.36	0.47	0.57	0.70	0.83
每股净资产(元)	3.03	3.07	3.81	4.68	5.69
市盈率	42.3	32.0	26.2	21.6	18.2
市净率	5.0	4.9	4.0	3.2	2.6
净资产收益率(%)	17.9%	20.4%	19.5%	18.7%	17.8%
ROIC(%)	47.0%	41.8%	43.7%	40.0%	35.1%
EV/EBITDA	14.0	12.3	9.6	8.4	7.3
股息收益率	0.0%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%

评级：

增持-B

上次评级： 增持-B

目标价格：

16.50 元

期限： 3 个月 上次预测： 13.70 元

现价： 15.41 元

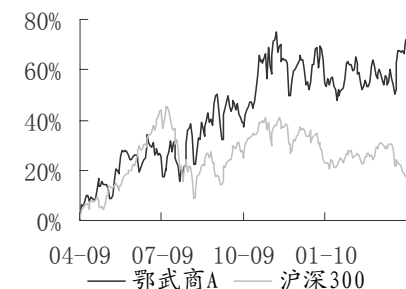
报告日期：

2010-04-29

市场数据

总市值(百万元)	7,816.70
流通市值(百万元)	7,815.94
总股本(百万股)	507.25
流通股本(百万股)	507.20
12 个月最高/最低	8.97/16.25 元
十大流通股股东(%)	57.45%
股东户数	22,311

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	17.88	14.57	54.43
绝对收益	8.99	10.07	71.88

研究员

储丽雯

行业分析师

021-68765335 chulw@essence.com.cn
执业证书编号 S1450210010311

前期研究成果

鄂武商：主业三季度再创佳绩，利润增长仍依赖非经常性因素

2009-10-29

鄂武商：喜忧各半，盈利短期难敌费用

2009-08-16

鄂武商：百货优势明显，增长态势良好

2009-04-28

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-4-29

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,629.7	7,937.6	9,957.7	11,479.3	12,948.6	成长性					
减: 营业成本	5,229.0	6,337.4	7,952.2	9,163.9	10,282.5	营业收入增长率	25.2%	19.7%	25.5%	15.3%	12.8%
营业税费	63.8	70.1	99.6	114.8	129.5	营业利润增长率	22.2%	9.9%	20.2%	19.4%	15.5%
销售费用	792.6	908.6	1,153.1	1,316.7	1,521.5	净利润增长率	15.6%	32.4%	22.0%	21.2%	19.1%
管理费用	123.9	161.9	210.1	218.1	248.6	EBITDA 增长率	20.7%	12.3%	28.4%	14.4%	13.4%
财务费用	61.5	83.6	82.0	82.0	83.0	EBIT 增长率	20.5%	13.6%	16.5%	16.6%	13.8%
资产减值损失	10.7	8.3	-24.0	2.0	10.0	NOPLAT 增长率	21.9%	19.4%	9.1%	15.3%	14.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-0.2	-	-	投资资本增长率	34.2%	4.4%	25.9%	29.9%	19.2%
投资和汇兑收益	26.7	44.6	11.2	10.0	10.0	净资产增长率	18.4%	1.2%	24.2%	22.9%	21.6%
营业利润	375.0	412.2	495.7	591.8	683.6	利润率					
加: 营业外净收支	0.2	15.4	6.0	-1.0	1.0	毛利率	21.1%	20.2%	20.1%	20.2%	20.6%
利润总额	375.1	427.6	501.7	590.8	684.6	营业利润率	5.7%	5.2%	5.0%	5.2%	5.3%
减: 所得税	100.5	110.0	125.4	147.7	171.1	净利润率	2.7%	3.0%	2.9%	3.1%	3.2%
净利润	180.4	238.8	291.2	353.1	420.4	EBITDA/营业收入	7.9%	7.4%	7.6%	7.5%	7.5%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	6.6%	6.2%	5.8%	5.9%	5.9%
货币资金	1,418.0	1,378.1	1,588.8	1,322.5	1,313.8	运营效率					
交易性金融资产	-	0.2	-	-	-	固定资产周转天数	96	82	66	60	60
应收帐款	164.2	201.4	248.1	341.1	387.4	流动营业资本周转天数	-66	-74	-73	-59	-53
应收票据	0.0	0.6	-	-	-	流动资产周转天数	122	107	81	74	67
预付帐款	658.3	101.6	139.0	148.2	158.4	应收帐款周转天数	1	1	1	1	0
存货	384.2	428.4	421.0	520.0	627.0	存货周转天数	17	18	15	15	16
其他流动资产	0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	256	250	213	194	190
可供出售金融资产	3.1	3.7	4.0	4.0	4.0	投资资本周转天数	45	45	41	46	50
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	93.5	39.1	38.0	40.0	40.0	ROE	17.9%	20.4%	19.5%	18.7%	17.8%
投资性房地产	163.6	151.9	-	-	-	ROA	5.3%	5.4%	6.3%	6.9%	7.1%
固定资产	1,800.4	1,822.4	1,843.9	2,010.9	2,299.7	ROIC	47.0%	41.8%	43.7%	40.0%	35.1%
在建工程	52.5	50.9	180.6	417.3	640.4	费用率					
无形资产	166.5	1,201.2	1,121.2	1,046.5	976.9	销售费用率	12.0%	11.4%	11.6%	11.5%	11.8%
其他非流动资产	273.7	469.5	348.1	586.5	794.3	管理费用率	1.9%	2.0%	2.1%	1.9%	1.9%
资产总额	5,178.1	5,849.0	5,932.7	6,437.1	7,241.9	财务费用率	0.9%	1.1%	0.8%	0.7%	0.6%
短期债务	672.0	562.0	670.0	670.0	670.0	三费/营业收入	14.8%	14.5%	14.5%	14.1%	14.3%
应付帐款	1,415.7	1,579.8	1,717.6	1,817.3	1,613.6	偿债能力					
应付票据	5.3	4.0	7.0	25.1	28.2	资产负债率	70.3%	73.4%	67.4%	63.1%	60.1%
其他流动负债	911.0	1,264.4	1,286.2	1,226.0	1,619.0	负债权益比	236.9%	276.0%	207.0%	171.0%	150.7%
长期借款	534.3	480.3	480.3	480.3	480.3	流动比率	0.85	0.56	0.69	0.66	0.65
其他非流动负债	29.1	25.9	25.1	25.1	25.1	速动比率	0.73	0.44	0.57	0.51	0.48
负债总额	3,641.2	4,293.3	4,000.4	4,061.8	4,353.2	利息保障倍数	7.10	5.93	7.04	8.22	9.24
少数股东权益	262.4	143.4	228.4	318.4	411.4	分红指标					
股本	507.2	507.2	507.2	507.2	507.2	DPS(元)	-	0.20	-	-	-
留存收益	767.3	905.1	1,196.6	1,549.7	1,970.1	分红比率	0.0%	42.5%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1,536.9	1,555.7	1,932.2	2,375.3	2,888.8	股息收益率	0.0%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	274.6	317.6	291.2	353.1	420.4	EPS(元)	0.36	0.47	0.57	0.70	0.83
加: 折旧和摊销	120.0	181.8	174.3	186.6	208.7	BVPS(元)	3.03	3.07	3.81	4.68	5.69
资产减值准备	10.7	8.3	-24.0	2.0	10.0	PE(X)	42.3	32.0	26.2	21.6	18.2
公允价值变动损失	-	-	-0.2	-	-	PB(X)	5.0	4.9	4.0	3.2	2.6
财务费用	71.0	76.8	87.0	82.0	82.0	P/FCF	73.4	22.8	-63.0	-64.6	72.1
投资收益	-26.7	-44.6	-11.2	-10.0	-10.0	P/S	1.2	1.0	0.8	0.7	0.6
少数股东损益	94.2	78.9	85.0	90.0	93.0	EV/EBITDA	14.0	12.3	9.6	8.4	7.3
营运资金的变动	402.9	385.4	286.3	98.2	420.8	CAGR(%)	17.3%	17.4%	32.8%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	830.9	936.2	983.4	1,010.9	1,226.0	PEG	2.4	1.8	0.8	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-798.8	-793.8	-198.1	-506.1	-641.1	ROIC/WACC	5.1	4.6	4.8	4.4	3.8
融资活动产生现金流量	90.5	-227.3	-234.2	-175.5	-83.0	REP	1.5	1.6	1.2	1.0	0.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

储丽雯，北京大学世界经济专业硕士，曾就职于泰达荷银基金管理公司机构理财部，2008年3月加入安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	南方	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编: 100034