鄂武商 A (000501)

快速增长，符合预期

买入/ 维持评级
股价：RMB20.17

分析师
吴红光
SAC 执业证书编号:S1000207030103
+755-82492069 wuhg@lhzq.com

耿邦昊
SAC 执业证书编号:S1000210070018
+755-82080081 gengbh@lhzq.com

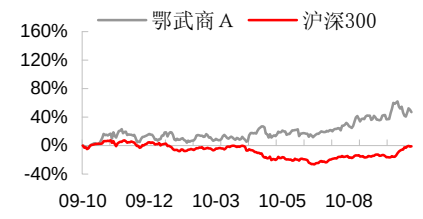
相关研究
《高基数，高增长》
2010/08/25
《优异的答卷》
2010/04/29
《欲展身手报宏图》
2010/02/04
《业绩符合预期，量贩快速扩张》
2009/10/29
《百货超市齐头并进》
2009/09/02
《中报惊喜，期待后续》
2009/08/17
《武商联整合渐行渐近》
2009/06/16
《鄂武商：守得云开见月明》
2009/06/08

基础数据

总股本（百万股）	507.25
流通 A 股（百万股）	507.25
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）	10231.2

- 公司今日公布 2010 年三季报，1-3Q 实现销售收入 75.67 亿元，同比增长 34.27%，实现归属母公司净利润 2.11 亿元或 EPS=0.42 元，同比增长 27.27%，扣非后净利润 2.1 亿元，同比大增 70%。公司延续了今年以来每个季度的良好业绩。
- 公司国际广场进入成熟期、以及收购十堰百货导致收入大增，前三季度毛利率由去年的 19.31%小幅升至 19.73%，经营性净现金流达到 9.866 亿元，同比增长 74.93%，公司财务压力继续好转，1-3 季度财务费用同比减少 854 万元，财务费用率由去年的 1.1%降至今年同期的 0.71%。各项指标均表明公司经营情况良好。
- 公司今年以来的良好业绩与公司存在融资需求，业绩释放动力充足有关。公司募集资金计划投向的摩尔城项目进展及盈利情况是未来两年的重要看点。我们预计其开业第一年约亏损 5000-6000 万元，但此项目一旦盈利，将成为极大的利润贡献点。总体来说我们对此项目持谨慎乐观态度。
- 我们认为对于鄂武商来说，公司管理层经历了竞争激励的湖北武汉地区多年商战考验下，其经营管理能力无需多虑。维持公司今年 EPS=0.64 元预测不变，考虑到明年摩尔城开业当年产生亏损，预计 11-12 年 EPS 分别为 0.78、0.95，对应目前股价下三年 PE 分别为 31.5，25.9 和 21.2。
- 我们模拟了配股后公司股本摊薄情况下的业绩预测。假设公司不超募情况下的配股价约 7 元，节省财务费用约 3000 万元，则配股后公司 10-11 年摊薄后 EPS 为 0.54、0.65，对应新股本下股价 PE 为 32.0、26.6、22.8 倍。买入评级！
- 风险提示：公司冗员压力严重、国有体制下治理结构缺陷、激励机制薄弱，有可能持续影响公司的稳健发展。

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

经营预测与估值	2009A	20101-3Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	7937.6	7567.6	10260.6	12874.2	15449.0
(+/-%)	19.7	34.3	29.3	25.5	20.0
归属母公司净利润(百万元)	238.8	211.4	325.1	397.4	484.3
(+/-%)	32.4	27.6	36.2	22.2	21.9
EPS(元)	0.47	0.42	0.64	0.78	0.95
P/E(倍)	42.9	48.4	31.5	25.9	21.2

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

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	2,975	3,307	4,480
现金	1,378	2,052	2,160	3,065
应收账款	22	21	26	31
其它应收款	180	181	217	297
预付账款	102	122	153	184
存货	428	599	751	903
其他	1	0	0	0
非流动资产	3,739	4,014	4,363	4,385
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	834	903	740
资产总计	5,849	6,988	7,670	8,864
流动负债	3,812	4,487	4,757	5,546
短期借款	562	439	0	0
应付账款	1,116	1,141	1,430	1,719
其他	2,134	2,907	3,327	3,826
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	5,018	5,189	5,777
少数股东权益	143	233	347	468
股本	507	507	507	507
资本公积	548	548	548	548
留存收益	357	682	1,079	1,564
归属母公司股东权	1,556	1,971	2,482	3,087
负债和股东权益	5,849	6,988	7,670	8,864

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	1,223	1,252	1,272
净利润	0	325	397	484
折旧摊销	0	325	397	484
财务费用	0	56	29	9
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	606	543	478
其它	936	-88	-115	-184
投资活动现金流	-794	-418	-508	-158
资本支出	0	-418	-508	-158
长期投资减少	0	0	0	0
其他	-794	-835	-1,016	-316
筹资活动现金流	-227	-132	-636	-209
短期借款增加	0	-123	-439	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	-59	-97	-9
现金净增加额	-85	674	108	905

利润表 单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,938	10,261	12,874	15,449
营业成本	6,337	8,151	10,217	12,282
营业税金及附加	70	92	116	139
营业费用	909	1,185	1,513	1,800
管理费用	162	221	309	371
财务费用	84	56	29	9
资产减值损失	8	4	10	42
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	551	681	806
营业外收入	24	5	3	3
营业外支出	9	3	2	2
利润总额	428	553	682	807
所得税	110	138	170	202
净利润	318	415	511	605
少数股东损益	79	90	114	121
归属于母公司净利润	239	325	397	484
EBITDA	609	743	847	953
EPS（元）	0.47	0.64	0.78	0.95

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	19.7%	29.3%	25.5%	20.0%
营业利润	9.9%	33.7%	23.6%	18.4%
净利润	32.4%	36.2%	22.2%	21.9%
获利能力				
毛利率	20.2%	20.6%	20.6%	20.5%
净利率	3.0%	3.2%	3.1%	3.1%
ROE	16.9%	18.7%	18.6%	18.5%
ROIC				
偿债能力				
资产负债率	73.4%	71.8%	67.6%	65.2%
净负债比率				
流动比率	0.55	0.66	0.70	0.81
速动比率	0.44	0.53	0.54	0.64
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.40	0.44	0.47
应收账款周转率	105	122	139	136
应付账款周转率	1.56	1.81	1.99	1.95
每股指标（元）				
每股收益	0.47	0.64	0.78	0.95
每股经营现金流	1.85	2.41	2.47	2.51
每股净资产	2.78	3.43	4.21	5.16
估值比率				
P/E	42.9	31.5	25.7	21.1
P/B	7.2	5.9	4.8	3.9
EV/EBITDA	21.8	18.1	16.1	14.1

数据来源：华泰联合证券研究所.

华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

华泰联合证券评级标准:

时间段　　报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数　沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买　入　　股价超越基准 20%以上

增　持　　股价超越基准 10%-20%

中　性　　股价相对基准波动在 ± 10% 之间

减　持　　股价弱于基准 10%-20%

卖　出　　股价弱于基准 20%以上

行业评级

增　持　　行业股票指数超越基准

中　性　　行业股票指数基本与基准持平

减　持　　行业股票指数明显弱于基准

免责申明

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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码：518048

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 45 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