

2011年02月21日

張露
zhanglu@e-capital.com.cn
目標價(元) 22

公司基本資訊

產業別	商業貿易		
A 股價 (11/02/18)	17.58		
深圳成分指數(11/02/18)	12613.11		
股價 12 個月高/低	22.23/13.45		
總發行股數 (百萬)	507.25		
A 股數 (百萬)	507.20		
A 市值 (億元)	89.17		
主要股東	武漢商聯(集團)股份有限公司 (18.42%)		
每股淨值 (元)	3.20		
股價/帳面淨值	5.49		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌 (%)	6.03	-8.20	28.70

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

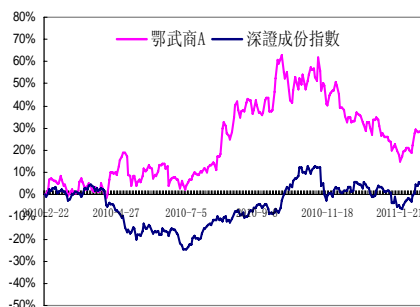
產品組合

零售	50.8%
量販超市	49%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	9.03%
----	-------

股價相對大盤走勢



鄂武商(000501.SZ)

Buy 買入

摩爾城擴建項目將營業，鞏固公司武漢地區地位

結論與建議：

公司前三季度營業收入 75.68 億元，YOY 增長 34.27%。實現淨利潤 2.11 億元，YOY 增長 27.6%，扣除非經常性損益項目的影響公司前三季度淨利潤增長超過 40%。公司近幾年的重點發展項目摩爾國際擴建項目預計將在今年的 9 月底開業，目前正在招商階段，預計 2012 年基本能過達到盈虧平衡。給予公司 2011 年 30 倍 PE，未來 6 個月的目標價為每股 22 元，給予公司“買入”評級。

- 公司前三季度營業收入 75.68 億元，YOY 增長 34.27%。實現淨利潤 2.11 億元，YOY 增長 27.6%，扣除非經常性損益項目的影響公司前三季度淨利潤增長超過 40%。
- 公司最主要的 3 家門店武漢廣場、世貿廣場和國際廣場，通過調整經營，擴大高級商品的銷售量，盈利能力顯著提升。2009 年 11 月收購的十堰人民商場目前正在進行改造擴建，商場部分搬遷至遠洋國際，重建完成整體搬遷後，估計營業面積 10 萬平方米左右新建的預計 2011 年底開業。
- 武漢武商量販連鎖有限公司是鄂武商的全資子公司，主要經營營業面積在 50000 平米以上的綜合和大型超市，2010 年，量販超市新開網店 7 家，截至 2010 年底，公司共有量販超市 74 家，預計量販超市 2011 年還將新開設 15-20 家新門店。
- 公司近幾年的重點發展項目摩爾國際擴建項目預計將在今年的 9 月底開業，目前正在招商階段，由於擴建項目處在武漢市主要的商業區，並且和公司的其他三個門店相連，估計門店的培育期相對較短，預計 2012 年基本能過達到盈虧平衡。
- 預計 2010 年和 2011 年原鄂武商的淨利潤分別為 3.09 億元和 3.71 億元，YOY 增長 29.62%和 19.78%。2010 年和 2011 年 EPS 為 0.61 元和 0.73 元，對應的為 PE 為 28.8 倍和 24 倍。給予公司 2011 年 30 倍的 PE，對應的目標價為 22 元。

..... 接續下頁

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009F	2010F	2011F
純利 (Net profit)	RMB百萬元	156	180	239	309	371
同比增減	%	230.28%	15.57%	32.36%	29.62%	19.78%
每股盈餘 (EPS)	RMB元	0.31	0.36	0.47	0.61	0.73
同比增減	%	230.28%	15.57%	32.36%	29.62%	19.78%
A 股市盈率(P/E)	X	57.13	49.43	37.35	28.81	24.06
股利 (DPS)	RMB元	0.00	0.00	0.20	0.00	0.00
股息率 (Yield)	%	0.00%	0.00%	1.14%	0.00%	0.00%

經營狀況

鄂武商是湖北省省會武漢市最主要的商業企業之一，旗下有百貨商店和量販超市兩種業態。公司現在共有百貨門店 7 家，湖北共有 5 家，分別為武漢廣場、世貿廣場、國際廣場、亞貿廣場、建二商場；襄樊 1 家為襄樊購物中心；十堰 1 家為十堰人商；此外還有目前正在建的武漢摩爾國際專案。截至 2010 年底，公司共有量販超市 74 家，預計公司 2011 年將新開設 15-20 家新門店。

公司前三季度營業收入 75.68 億元，YOY 增長 34.27%。實現淨利潤 2.11 億元，YOY 增長 27.6%。公司淨利潤增長的幅度小於營業收入的增長幅度的原因主要是公司在 2009 年 2 季度轉讓武漢長江娛樂發展有限公司的 32.72% 股權，取得的轉讓獲得投資損益 4225 萬元，如果去掉這部分的影響，公司前三季度淨利潤增長超過 40%。

現有百貨門店經營情況

武漢被長江和漢水自然分割為漢口、漢陽和武昌三個部分，漢口是商業中心，漢陽是工業中心，武昌是科教文化和政治中心。武漢主要的商圈有 7 個，其中，漢口兩個：中山大道商圈、武廣商圈；武昌四個：徐東商圈，中南商圈，街道口商圈，魯巷商圈；漢陽一個：鐘家村商圈。

其中武廣商圈是武漢市最具人氣的商圈之一，也是最老牌的商圈，周邊集聚了武漢最高檔的酒店、寫字樓、商業、住宅，商圈內的主要店鋪包括 SOGO 購物中心、新世界百貨、中百超市，以及鄂武商最主要的 3 家門店**武漢廣場**、**世貿廣場**和**國際廣場**。其中國際廣場以國際名品為銷售龍頭；武漢廣場擴大化妝品經營優勢，打造獨有貴賓服務；世貿廣場通過深化調整，強化黃金珠寶和國際名表賣場的特色定位。這三家商場是公司最主要的收入來源，其中又以**武漢廣場**的盈利情況最好，公司持有該門店 51% 的股權，門店的 2009 年營業收入 18.35 億元，坪效為 2.497 萬元/平米，淨利潤 1.637 億元。通過門店的升級改造，擴大化妝品的經營優勢，預計武漢廣場 2010 年全年的營業收入將超過 20 億元，淨利潤 2 億元左右。

目前公司在湖北省其他三線城市的擴展主要就是 2009 年 11 月收購的**十堰人民商場**。十堰人民商場原先設 3 個綜合商場、2 個專營店、縣級市場設一個綜合商場，共計營業面積 4.5 萬平米，2009 年實現營業收入 8.25 億元，坪效為 1.8 萬元/平米。十堰人民商場原六堰營業大樓已於 2010 年 7 月拆除開始重建，同時人商百貨於 2010 年 6 月 11 日遷址遠洋國際進行過渡經營，目前的經營面積只有約 15000 平米，預計 2010 年的營業收入約為 5 億元，實現淨利潤 2000 萬元。重建完成整體搬遷後，估計十堰人民商場的營業面積計畫在 10 萬平米左右，預計開業時間在 2011 年底-2012 年，預計 2012 年基本實現盈虧平衡，門店完全成熟後每年的營業收入在 15 億元左右，實現淨利潤 5000 萬元。

圖 1、鄂武商主要門店情況

	開業時間	營業面積	所處位置
武漢廣場	1996	80000	武漢市漢口區
世貿廣場	1999	80000	武漢市漢口區
武漢國際廣場	2007.9	60000	武漢市漢口區
摩爾城（擴建）	2011.9	200000	武漢市漢口區
亞貿廣場	1996.12	50000	武漢市武昌區
建二商場	2001	20000	武漢市青山區
襄樊購物中心	2007.9	60000	襄樊市樊城區
十堰人民商場（改擴建）	1984	45000	十堰市

資料來源：公司公告、群益證券整理

量販超市經營情況

武漢武商量販連鎖有限公司是鄂武商的全資子公司，主要經營營業面積在 50000 平方米以上的綜合和大型超市，2009 年量販網店總數為 67 家，實現營業收入 38.27 億元，淨利潤 6891.2 萬元。2010 年，量販超市新開網店 7 家。截至 2010 年底，公司共有量販超市 74 家，預計量販超市 2011 年還將新開設 15-20 家新門店。預計 2010 年營業收入約為 50 億元，實現淨利潤 9000 萬元。

摩爾城擴建項目

鄂武商旗下地處武廣商圈的三家門店：武漢廣場、國際廣場和世貿廣場三座大廈連為一體，構成了武商集團“MALL”（摩爾）商業城，是湖北省、武漢市第一黃金商圈。摩爾城擴建項目是公司近兩年建設的最主要的項目，項目擬建成集商場、娛樂、餐飲、休閒為一體的超大型綜合性商業服務專案，銷售的商品以中高級商品為主，進一步鞏固公司在武廣商圈的統治地位。

2006 年公司首次提出增發方案，計畫通過配股獲得資金擴建“摩爾”城，擴建項目規劃分二期實施，專案一期工程主要包括專案全部用地的拆遷、購置，建設 5 萬平方米地下工程及 10.16 萬平方米購物中心，預計總投資額為人民幣 16.02 億元；項目二期為五星級商務酒店（50 層）6.9 萬平方米，休閒遊樂中心（8 層）2.14 萬平方米。但專案由於第二大股東銀泰百貨的棄權而未獲股東大會通過。

後公司取消原二期規劃的酒店和休閒遊樂中心項目，一、二期專案合併實施，全部改為商業用途，建設大型多功能的“摩爾”商業城，總建築面積 27.04 萬平方米：地上總建築面積 17.05 萬平方米，其中商業建築面積 14.62 萬平方米，停車樓建築面積 2.43 萬平方米；地下總建築面積 9.31 萬平方米，其中商業建築（超級生活館）面積 2.50 萬平方米，車庫及設備用房 6.81 萬平方米；架空面積 0.68 萬平方米。專案預計總投資 25.51 億元，擬將以 10 股配送 3 股的方式融資不超過 10.65 億元用於摩爾城的擴建項目，另外的資金由公司自籌。該計畫最終於 2010 年 5 月召開的 2009 年股東大會最終審議通過，目前配股方案正在報證監會審議。公司目前已經獲得短期融資券註冊金額為 6 億元，用於補足公司在項目建設期間的各項資金支出，這部分債務將增加公司未來的財務費用。

根據經濟效益分析，在 15 年內（含 3 年建設期，12 年經營期），本專案內部收益率為 15.43%，預計項目成熟後每年將給公司帶來淨利潤 2.5 億元。摩爾國際專案的樓體已經基本建成，將在 6 月完全竣工，預計將在今年的 9 月底開業，目前正在招商階段，由於擴建項目處在武漢市主要的商業區，並且和公司的其他三個門店相連，估計門店的培育期相對較短，預計 2012 年基本能過達到盈虧平衡。

盈利預測

給予買入的投資建議

預計 2010 年和 2011 年原鄂武商的淨利潤分別為 3.09 億元和 3.71 億元，YOY 增長 29.62%和 19.78%。2010 年和 2011 年 EPS 為 0.61 元和 0.73 元，對應的為 PE 為 28.8 倍和 24 倍。給予公司 2011 年 30 倍的 PE，對應的目標價為 22 元。

預期報酬(Expected Return: ER)為準，說明如下：

強力買入 StrongBuy (ER ≥ 30%)；買入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2007	2008	2009F	2010F	2011F
營業額	5297	6630	7938	10679	13258
經營成本	4195	5229	6337	8504	10548
營業稅金及附加	48	64	70	90	119
銷售費用	564	793	909	1227	1537
管理費用	118	124	162	195	261
財務費用	55	61	84	94	133
資產減值損失	8	11	8	28	0
投資收益	-2	27	45	1	0
營業利潤	307	375	412	543	659
營業外收入	30	13	24	22	16
營業外支出	8	13	9	10	16
稅前利潤	328	375	428	555	659
所得稅	108	101	110	144	165
少數股東權益	64	94	79	102	124
淨利潤	156	180	239	309	371

附二：合并資產負債表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
貨幣資金	1295	1418	1378	1476	1771
存貨淨額	244	384	428	423	367
應收帳款淨額	311	823	304	329	354
流動資產合計	1851	2625	2110	2227	2492
長期投資淨額	307	260	195	410	411
固定資產合計	1736	1853	1873	2523	3573
在建工程	0	53	51	251	501
非流動資產合計	2405	2553	3739	4804	6105
資產總計	4256	5178	5849	7031	8597
流動負債合計	2586	3078	3787	4358	4429
長期負債合計	372	563	506	706	906
負債合計	2958	3641	4293	5064	5335
少數股東權益	202	262	143	245	369
股東權益合計	1095	1275	1412	1722	2892
負債和股東權益總計	4256	5178	5849	7031	8597

附三：合并現金流量表

百萬元	2007	2008	2009F	2010F	2011F
經營活動產生的現金流量淨額	744	831	936	998	1095
投資活動產生的現金流量淨額	-463	-799	-794	-1000	-1000
籌資活動產生的現金流量淨額	-86	90	-227	100	200
現金及現金等價物淨增加額	195	123	-85	98	295

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。