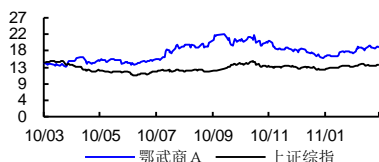


证券研究报告—动态报告
商业贸易
零售
鄂武商 A (000501)
推荐
年报点评

(维持评级)

2011年3月28日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本(百万股)	507.2/507.2
总市值(百万元)	9,485.5/9,484.6
沪深300/深圳成指	2,977.81/12,942.07
12个月最高/最低(元)	22.23/13.45

相关研究报告:
证券分析师: 孙菲菲

电话: 0755-82130722

E-mail: sunff@guosen.com.cn

 证券投资咨询执业资格证书编码:
 S0980510120031

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

公司年报点评

扩张稳健, 摩尔城是主要看点

● 收入增长 33%, 净利润增长 23%, EPS 为 0.58 元, 符合预期

公司 2010 年实现营业收入 105.37 亿元, 同比增长 32.75%; 利润总额 5.26 亿元, 同比增长 22.90%, 归属于母公司所有者的净利润 2.94 亿元, 同比增长 22.95%, 扣除非经营性的净利润 2.81 亿元, 调整后同比增长 45.76%; EPS 为 0.58 元, 每股经营性现金流 3.2 元, 是净利润的 5.5 倍。

● 量贩扩张稳健, 品牌调整到位, 单店绩效提升符合预期

2010 年, 武汉国际广场、武汉广场、世贸广场和建二商场, 基本完成品类结构调整, 同店增速明显。十堰人高于 2010 并入报表, 对 2010 年收入提升 21.96%。量贩方面, 2010 年公司新开量贩 8 家, 经营面积达到 68 万平方米, 实现收入 46.8 亿元, 同比增长 18.05%。预计 2011-2013 年公司将保持每年 8-10 家量贩门店的开店速度, 二三线城市门店比重将继续加大。

● 摩尔城项目是公司未来业绩最大看点

报告期内, 公司完成配股募集资金 10.65 亿元, 全部用于摩尔城扩建项目。摩尔城项目计划投资 25.51 亿元, 规划总面积 27 万平方米, 集餐饮、娱乐、休闲、购物为一体, 预计开业时间 2011 年 9 月 28 日。摩尔城项目将与武广、世贸、国广连成一片, 弥补原解放路商圈休闲娱乐功能的缺失, 增强解放路商圈的协同效应, 提高商圈的集客能力。

● 风险提示

公司的主要风险在于摩尔城项目, 如果项目培育期延长, 将导致公司前期成本居高不下, 影响到 2012、2013 年盈利预期。

● 盈利预测、估值及投资评级

公司作为湖北省领先的零售企业, 量贩型超市业务和百货业务并重, 量贩扩张步伐稳健; 百货方面, 2010 年完成主要店面的品牌升级调整, 同店坪效进一步提高, 未来摩尔城项目的完成将会给公司带来持续的增长, 综合, 我们给予公司 2011/12/13 年 0.69/0.85/1.05 的盈利预测, 维持“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	7,937.60	10,537.04	12,727	15,341	18,182
(+/-%)	19.73%	32.75%	20.8%	20.5%	18.5%
净利润(百万元)	238.73	293.51	348	431	531
(+/-%)	32.34%	22.95%	18.4%	24.1%	23.1%
每股收益(元)	0.47	0.58	0.69	0.85	1.05
EBIT Margin			5.0%	5.1%	5.3%
净资产收益率 (ROE)	16.84%	17.16%	19.5%	23.0%	26.6%
市盈率 (PE)	39.73	32.32	27.3	22.0	17.9
EV/EBITDA			19.1	16.4	14.5
市净率 (PB)	6.69	5.55	5.31	5.05	4.76

百货收入增长 42%，EPS 为 0.58 元/股，符合预期

2010 年，公司实现营业收入、营业利润分别为 105.37 亿元、5.26 亿元，分别同比增长 32.75%、22.90%。实现归属于母公司的净利润 2.94 亿元，同比增长 22.95%。

2010 年公司年实现 EPS0.58 元/股，基本符合我们的预期 (0.6 元/股)，原因是 (1) 主要百货门店进行品牌升级调整，造成毛利率下滑；(2) 2010 年新并入报表的十堰人商进行升迁改造，对净利润略有影响。

图 1: 06-10 年营业总收入 单位: 百万

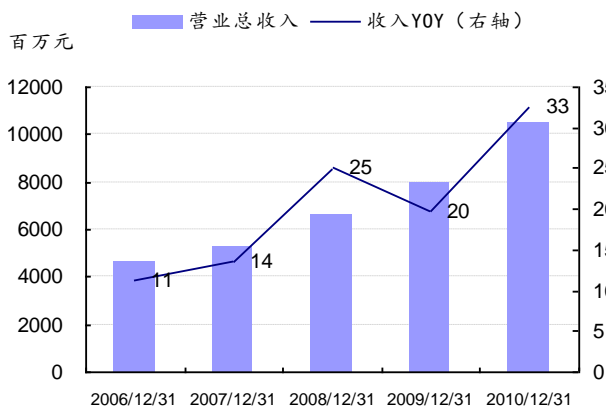
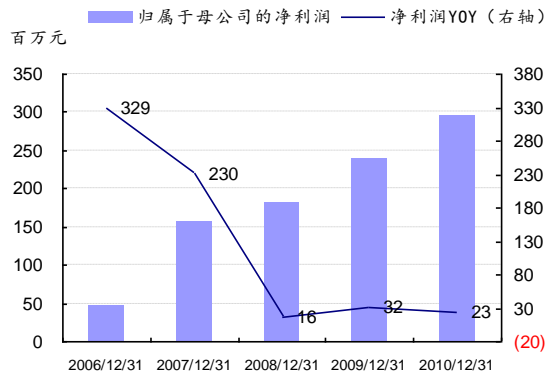


图 2: 06-10 年归属于母公司所有者的净利润



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

2010 年百货业务收入增加 42.1%，增速比 09 年快了 27 个百分点，主要原因是十堰人商在报告期内并入报表所致，根据我们估算，十堰人商 2010 年收入 7.2 亿元，对本年度百货部分收入增速贡献率为 52.1%；量贩业务增加 22.9%。

图 3: 06-10 年公司分业务收入情况 单位: 百万

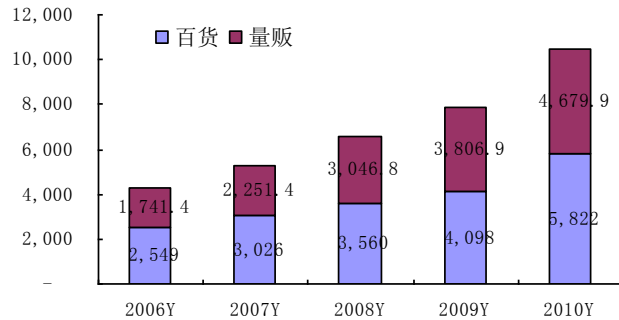
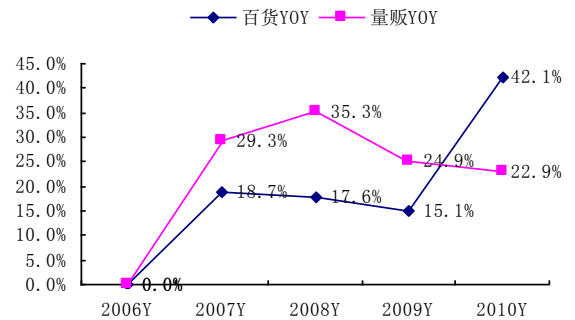


图 4: 06-10 年公司分业务收入增速情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

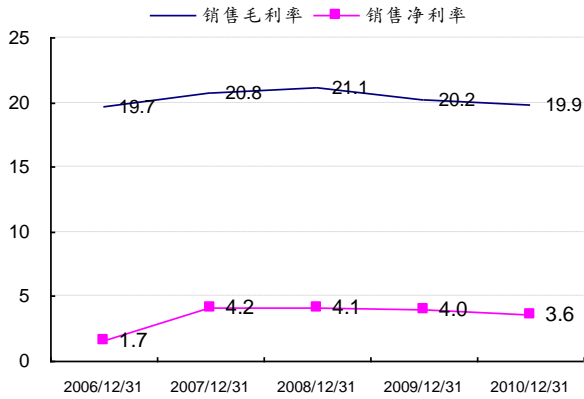
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

业态调整、毛利率与净利润率微降

2010 年，公司的销售毛利率与净利润率分别下降了 0.3、0.4 个百分点至 19.9%和

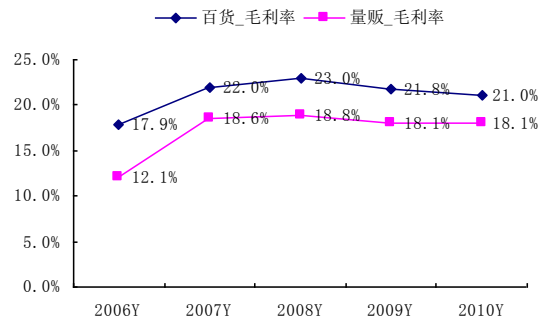
3.6%，仍属于行业中等水平。主要原因是公司的百货业务毛利率略有下降，主要是由于公司主要门店进行品牌升级调整，引进高端品牌，拉低了整体毛利率。

图 5: 06-10 年公司的综合毛利率与净利率比较



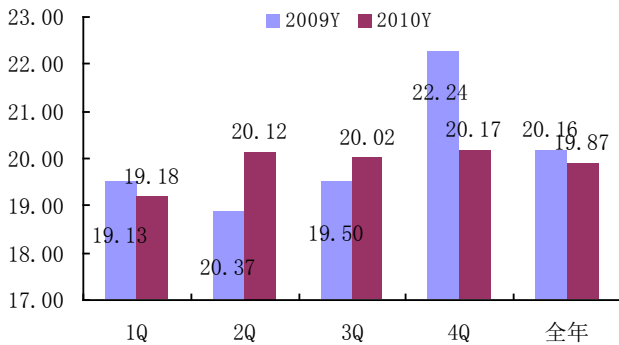
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 6: 06-10 年公司分业务毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 7: 09-10 年毛利率对比情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 8: 09-10 年净利率对比情况

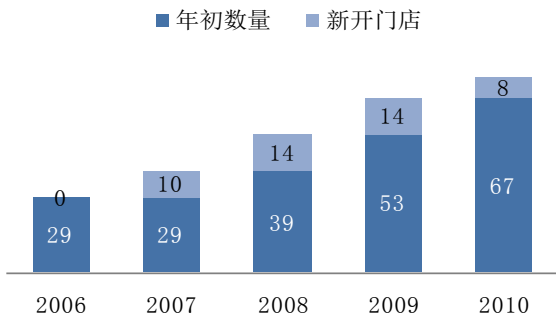


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

品牌调整到位, 量贩扩张稳健

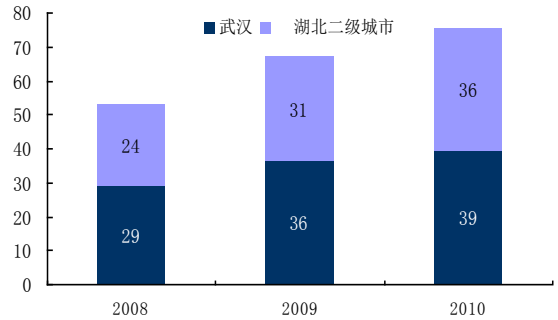
2010 年公司新开量贩 8 家, 经营面积达到 68 万平方米, 目前量贩在武汉及二线城市的店数 39 家及 36 家, 实现收入 46.8 亿元, 同比增长 18.05%。预计 2011-13 年公司量贩门店将保持在 8-10 家/年的开店速度, 湖北省二三线城市门店的比重会继续加大。

图 9: 06-10 年公司量贩扩张情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 10: 06-10 年公司量贩分地区统计



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

2010 年, 武汉国际广场、武汉广场、世贸广场和建二商场基本完成商品品类结构调整, 品牌与同店发展提速。

表 1: 2010 年公司主要百货门店情况

门店	城市	营业时间	建筑面积	物业性质	控股比例
武汉广场购物中心	武汉	1995	7.35	自有	51%
国际广场	武汉	2007	5.5	自有	分公司
世贸广场	武汉	1999	8	自有	分公司
亚贸广场	武汉	2002	6	租赁	分公司
建二广场	武汉	2003	2	租赁	分公司
襄樊购物中心	襄樊	2007	5	租赁	分公司
2009 年收购, 2010 年并					
十堰人商	十堰	表	6	自有	子公司

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

摩尔城项目是公司未来主要看点

摩尔城项目从 2006 年开始实施, 初期计划投资 16.02 亿元, 后增加 9.49 亿元到 25.51 亿元, 规划用地面积 3.45 万平方米, 总建筑面积 27.04 万平方米, 项目计划建成集商场、娱乐、餐饮、休闲为一体的超大型综合性商业服务项目, 预计开业时间 2011 年 9 月 28 日, 建成后将成为华中乃至全国最大的购物中心。

摩尔城项目将与武广、世贸、国广连成一片, 弥补原解放路商圈休闲娱乐功能的缺失, 增强解放路商圈的协同效应, 引入如 ZARA、H&M 等尚未进入武汉的快速 SPA 品牌, 以及其他尚未进入武汉的餐饮品牌等, 提高商圈的集客能力。

图 11: 摩尔城项目提升解放路商圈的集客能力



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

盈利预测、估值及投资评级

公司作为湖北省领先的零售企业, 量贩型超市业务和百货业务并重, 量贩扩张步伐稳健; 百货方面, 2010 年完成主要店面的品牌升级调整, 同店坪效进一步提高, 未来摩尔城项目的完成将会给公司带来持续的增长。综合以上, 我们给予公司 2011/12/13 年分别为 0.62/0.85/1.04 元的盈利预测, 维持“推荐”评级。

表 2: 公司分业务盈利预测

	2009Y	2010Y	2011E	2012E	2013E	2014E
百货	4,098.41	5,822.13	7,261.9	8,768.1	10,192.5	11,522.4
YOY	15.1%	42.1%	24.7%	20.7%	16.2%	13.0%
量贩	3,806.91	4,679.94	5,422.9	6,522.3	7,929.6	9,468.7
YOY	24.9%	22.9%	15.9%	20.3%	21.6%	19.4%
合计	7,905.33	10,502.07	12,684.8	15,290.4	18,122.1	20,991.1
YOY	19.7%	32.8%	20.8%	20.5%	18.5%	15.8%
百货	894.32	1,225.54	1,514.40	1,851.10	2,174.52	2,447.58
百货_毛利率	21.8%	21.0%	20.9%	21.1%	21.3%	21.2%
量贩	687.88	845.63	963.56	1,165.65	1,427.29	1,705.40
量贩_毛利率	18.1%	18.1%	17.8%	17.9%	18.0%	18.0%
合计	1,582.20	2,071.17	2,478.0	3,016.8	3,601.8	4,153.0
毛利率	20.0%	19.7%	19.53%	19.73%	19.88%	19.78%

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1984	2361	2939	3674	营业收入	10537	12727	15341	18182
应收款项	160	193	233	276	营业成本	8443	10252	12354	14625
存货净额	642	776	934	1104	营业税金及附加	91	110	133	158
其他流动资产	118	143	172	204	销售费用	1253	1497	1805	2139
流动资产合计	2904	3473	4278	5258	管理费用	184	226	264	305
固定资产	2523	3022	3474	3878	财务费用	68	47	41	34
无形资产及其他	1320	1276	1232	1188	投资收益	1	1	1	1
投资性房地产	671	671	671	671	资产减值及公允价值变动	11	11	11	11
长期股权投资	41	42	44	45	其他收入	0	0	0	0
资产总计	7457	8484	9698	11040	营业利润	509	605	756	934
短期借款及交易性金融负债	883	883	883	883	营业外净收支	17	17	17	17
应付款项	1499	1814	2181	2580	利润总额	526	622	772	951
其他流动负债	2874	3471	4175	4941	所得税费用	148	175	217	267
流动负债合计	5256	6168	7239	8404	少数股东损益	84	100	124	153
长期借款及应付债券	329	329	329	329	归属于母公司净利润	294	348	431	531
其他长期负债	22	19	15	12					
长期负债合计	352	348	345	341	现金流量表 (百万元)				
负债合计	5608	6516	7584	8745	净利润	294	348	431	531
少数股东权益	139	182	235	300	资产减值准备	(19)	11	0	0
股东权益	1710	1786	1879	1994	折旧摊销	129	198	255	304
负债和股东权益总计	7457	8484	9698	11040	公允价值变动损失	(11)	(11)	(11)	(11)
					财务费用	68	47	41	34
关键财务与估值指标					营运资本变动	1266	727	842	915
每股收益	0.58	0.69	0.85	1.05	其它	55	32	53	65
每股红利	0.33	0.54	0.67	0.82	经营活动现金流	1714	1304	1571	1805
每股净资产	3.37	3.52	3.70	3.93	资本开支	(737)	(653)	(653)	(653)
ROIC	14%	17%	23%	35%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	17%	19%	23%	27%	投资活动现金流	(738)	(654)	(654)	(654)
毛利率	20%	19%	19%	20%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	5%	5%	5%	5%	负债净变化	(151)	0	0	0
EBITDA Margin	7%	7%	7%	7%	支付股利、利息	(168)	(272)	(338)	(416)
收入增长	33%	21%	21%	19%	其它融资现金流	269	0	0	0
净利润增长率	23%	18%	24%	23%	融资活动现金流	(369)	(272)	(338)	(416)
资产负债率	77%	79%	81%	82%	现金净变动	606	377	578	734
息率	1.8%	2.9%	3.6%	4.4%	货币资金的期初余额	1378	1984	2361	2939
P/E	32.3	27.3	22.0	17.9	货币资金的期末余额	1984	2361	2939	3674
P/B	5.5	5.3	5.0	4.8	企业自由现金流	1218	732	1009	1254
EV/EBITDA	21.7	19.1	16.4	14.5	权益自由现金流	1336	698	979	1230

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	闫莉	010-88005316
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340	吴土金	0755-82130833-1332
		刘子宁	021-60933145		
交通运输		银行		房地产	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432	谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397
高健	0755-82130678				
机械		汽车及零配件		钢铁	
余爱斌	0755-82133400	李君	021-60933156	郑东	010-66025270
陈玲	0755-82130646	左涛	021-60933164	秦波	010-66026317
杨森	0755-82133343				
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908
田惠蓝	0755-82133263	邱斌	0755-82130532	杜佐远	0755-82130473
		罗洋	0755-82150633		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
严蓓娜	021-60933165			陈财茂	021-60933163
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程峰	021-60933167	邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755-82130761	段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158
		黄磊	0755-82151833		
		高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张如	021-60933151	陈财茂	021-60933163	黄茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
				邱波	0755-82133390
				李遵庆	0755-82133055
新兴产业		研究支持		指数与产品设计	
陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998	焦健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098	彭甘霖	0755-82133259
		袁剑	0755-82139918	阳瑾	0755-82133538
		余辉	0755-82130741	周琦	0755-82133568
		王越明	0755-82130478	赵学昂	0755-66025232
				邓岳	0755-82150533
投资基金		量化投资		交易策略	
杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129
刘舒宇	0755-82133568	董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528
康亢	010-66026337	林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090
刘洋	0755-82150566	赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928
李腾	0755-82130833-6223	程景佳	010-88005326		
		郑云	021-60875163		
		毛甜	021-60933154		

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦骞 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪 010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐冉 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		严小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		温馨 13612901872 wenxin@guosen.com.cn