



上市公司年报点评

批发和零售贸易

买入 维持

鄂武商 A (000501)

2009 年 4 月 14 日

08 年扣除非经常损益的净利润增长超过 30%，未来增长潜力较大

批发和零售贸易行业首席分析师：路颖

luying@htsec.com

021-23219403

批发和零售贸易行业分析师：汪盛

wangs@htsec.com

021-23219390

消费组助理分析师：潘鹤

panh@htsec.com

021-23219423

2009 年 4 月 13 日收盘于 8.28 元 6 个月目标价：11.50 元

年报概述：今日（2009 年 4 月 14 日）公司发布 2008 年年报，2008 年公司 实现营业收入 66.30 亿元（略高于我们 66.10 亿元的预期），同比增长 25.16%；实现利润总额 3.75 亿元，同比增长 14.20%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.80 亿元，同比增长 15.56%，扣除非经常性损益的净利润 1.90 亿元，同比增长 33.57%。

2008 年公司全面摊薄每股收益为 0.36 元（基本符合我们之前的预测 0.37 元，但高于市场一致预期）。2008 年公司净资产收益率为 14.15%，较去年同期的 14.25% 下降近 0.1 个百分点；公司 08 年归属于上市公司股东的每股净资产为 2.51 元，而去年同期为 2.16 元。此外，公司每股经营性现金流在报告期为 1.64 元，较去年同期增长了 11.56%，是 EPS 的 4 倍多。

业绩预测和投资建议：我们维持对公司 2009 年 EPS 的预测为 0.46 元，当前股价对应的 2008-09 年的 PE 分别为 23 倍和 18 倍，但对应的 2008 年的市销率 PS 只有 0.63 倍，无论从 2009 年 PE 还是从 2008 年 PS 看，相对估值都存在低估。此外，武汉国资（武商联）一直有整合本地商业类上市资源的计划，整合预期也可能会给公司估值带来新的想象空间。我们维持“买入”投资评级，给予公司 11.50 元的目标价（按 2009 年 25 倍 PE 估值）。

我们还想强调的是，鄂武商年报业绩高出市场一致预期，实际上并不是公司经营上出现了超出预期的改进，而是与前期市场对商业、尤其是百货企业的生存空间和盈利能力给予了过于悲观的预期，纷纷调低业绩预测有关。而我们一直认为作为抗周期能力较强的非周期性行业，商业企业，特别是一些区域龙头商业企业的盈利波动并不像想象中那么悲观，如果从较积极的预测结果看，接下来可能一些公司面临着市场给予调高 EPS 预测的可能。

年报点评及分析：

1. 2008 年百货业务收入同比增长 17.63%，超市业务门店继续扩张收入同比增长 35.33%；两者综合毛利率均有不同程度提升；超市门店开设较多而费用增加较多因此营业利润率有所下降，公司 08 年整体营业利润率提升主要依靠百货。

表 1 是公司 2008 年两项主营业务的基本经营指标和同比比较。2008 年百货业务贡献了 35.6 亿的收入，同比增长 17.63%，综合毛利率达到 22.98%，同比提升了 1.02 个百分点，提升幅度较高，并直接推动了营业利润率 0.87 个百分点的提高，达到了 9.41%。这反映了公司百货业务在武汉当地的优势地位。

公司量贩业务（连锁综合超市卖场）2008 年实现收入也超过了 30 亿，同比增长超过 35%，这与公司有序的扩张战略以及内生增长分不开：量贩公司 2008 全年新开门店 14 家，改选门店 5 家，门店总数达到 53 家，其中省内二级城市网

点数达到 24 家，此外量贩公司 1 万平方米的高桥物流中心项目正式投入使用。量贩业务的综合毛利率达到 18.83%，较 2007 年也提升了 0.26 个百分点，但由于开店较多拉高了当年费用，量贩业务的营业利润率下降了 0.49 个百分点，为 3.07%，但从长远看，公司量贩业务的收入和利润率仍旧有提升空间。2008 年，量贩公司（目前已经实现 100%控股）实现净利润 6682 万元，同比增长了 26.78%。

表 1 鄂武商 2008 年百货和量贩两大主业经营情况

	2008				2007		
	营业收入 (亿元)	同比增长 (%)	综合毛利率 (%)	营业利润率 (%)	营业收入 (亿元)	综合毛利率 (%)	营业利润率 (%)
百货	35.60	17.63	22.98	9.41	30.26	21.96	8.54
量贩	30.47	35.33	18.83	3.07	22.51	18.57	3.56
零售业合并	66.07	25.18	21.07	6.49	52.78	20.51	6.41

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 2008 年公司整体综合毛利率提升了 0.56 个百分点，达到 21.07%；销售+管理费用占比达到 13.82%，增加了 0.94 个百分点，销售费用占比增加主要是新开网店较多等所致；公司财务费用达到 6146 万元，增加了 600 多万，主要是贷款增加所致，截至 2008 年底公司长期贷款为 5.34 亿，而 2007 年底只有 3.71 亿。

3. 2009 年公司百货业务将启动“摩尔”扩建，量贩公司计划新开 15-10 家门店，扩张速度仍旧较快。

公司在 2008 年 12 月，通过招标以 10.7 亿获得“摩尔”扩建 51.4 亩土地使用权，公司计划在 2009 年启动扩建工程并于年内完成地下土建工程，百货业务还将在 2009 年完成武广世茂的双回路连廊工程。“摩尔”扩建会对公司百货业务长远发展有支撑意义，但短期较大的资本开支并不能带来短期收益，而且还可能增加短期的费用。

量贩公司 2009 年计划新开 15-10 家门店，也就是到 2009 年底公司量贩公司的门店将达到 80 家左右，量贩公司的收入和利润仍旧有较大提升空间。

4. 从季度分拆数据看（参见表 2），2008 年四季度公司营业收入同比增幅只有 15.26%，低于另外三个季度，但这在食品 CPI 持续走低、公司超市业务贡献收入接近一半的情况下已经是比较理想的增长了；而且四季度公司综合毛利率同比提升了 0.67 个百分点，反映了公司在不利宏观经济环境下的区域竞争优势；四季度销售费用和财务费用的增加（原因我们之前已经解释过）一定程度上抵消了收入和毛利率的提升，导致公司利润总额增幅并不明显。

表 2 鄂武商单季度合并损益表分析 (2007-08 年)

	1Q2007	2Q2007	3Q2007	4Q2007	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008
营业总收入(万元)	148506	109940	107322	163945	189345	139321	145341	188965
同比增长 (%)					27.50	26.72	35.43	15.26
营业总成本(万元)	137397	103738	106170	151525	176884	132760	141886	176611
营业成本(万元)	120622	88182	84837	125881	154507	109732	114853	143813
营业成本/营业收入 (%)	81.22	80.21	79.05	76.78	81.60	78.76	79.02	76.11
营业税金及附加(万元)	975	730	1376	1671	1358	930	1854	2235
营业税金及附加/营业收入 (%)	0.66	0.66	1.28	1.02	0.72	0.67	1.28	1.18
销售费用(万元)	11862	10983	14606	18957	16559	18751	18943	25003
销售费用/营业收入 (%)	7.99	9.99	13.61	11.56	8.75	13.46	13.03	13.23
管理费用(万元)	2140	2240	3512	3903	3053	2777	3255	3304
管理费用/营业收入 (%)	1.44	2.04	3.27	2.38	1.61	1.99	2.24	1.75
财务费用(万元)	1534	1383	1189	1422	1086	1380	1466	2214
资产减值损失(万元)	264	220	649	-308	322	-810	1515	43
非经营性净收益(万元)	2	12	10	-216	364	146	116	2040
营业利润(万元)	11111	6213	1162	12204	12824	6707	3571	14393
同比增长 (%)					15.42	7.96	207.30	17.94
营业外收入(万元)	107	312	185	2396	398	164	419	334
营业外支出(万元)	203	90	75	474	190	244	366	499
利润总额(万元)	11014	6435	1272	14126	13032	6627	3625	14229
同比增长 (%)					18.32	2.97	184.86	0.73
所得税费用(万元)	4024	2752	-960	4995	3253	1769	1216	3817
有效所得税率 (%)	36.53	42.76	-75.41	35.36	24.96	26.69	33.54	26.82
净利润(万元)	6991	3683	2232	9130	9779	4858	2409	10412
同比增长 (%)					39.88	31.89	7.93	14.04
净利润率 (%)	4.71	3.35	2.08	5.57	5.16	3.49	1.66	5.51
归属于母公司所有者的净利润(万元)	3847	1387	4049	6327	5530	1854	3758	6898
同比增长 (%)					43.72	33.66	-7.19	9.03
少数股东损益(万元)	3143	2296	-1817	2804	4249	3004	-1349	3514
摊薄每股收益(元)	0.08	0.03	0.08	0.12	0.11	0.04	0.07	0.14

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

相关报告:

鄂武商A调研报告: 武汉区域商业龙头风范方显 (买入, 首次) 20080330

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路颖：批发和零售贸易行业首席分析师

汪盛：批发和零售贸易行业分析师

潘鹤：消费组助理分析师

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、广百股份、东百集团、鄂武商、武汉中百、农产品、步步高、新华都、美邦服饰、新华百货、开业控股。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。