

百货零售



向涛 王晞

商业零售行业研究员

021-3856 5942

xiangtao@xyzq.com.cn

鄂武商 A (000501)

主业成长稳健，财务压力增大

推荐 (维持)

市场数据

报告日期	2009-8-15
收盘价(元)	11.08
52周最高/最低(元)	12.18/4.64
总股本(百万股)	507.25
流通股本(百万股)	507.20
总市值(百万元)	5620.31
流通市值(百万元)	5619.77
每股净资产(元)	2.78

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2009H
营业收入(百万元)	6630	7672	8961	10561	3809
同比增长(%)	25.2%	15.7%	16.8%	17.9%	15.9%
净利润(百万元)	180	225	250	304	136
同比增长(%)	15.6%	24.6%	11.1%	21.7%	48.8%
毛利率(%)	21.1%	20.0%	20.4%	20.3%	19.2%
净利率(%)	2.7%	2.9%	2.8%	2.9%	3.6%
每股收益(元)	0.36	0.44	0.49	0.60	0.27
每股经营现金流(元)	1.64	2.58	1.56	1.84	0.41

股价走势

投资要点

事件:

鄂武商公布 2009 年中报，公司报告期内实现营业收入 380904 万元，同比增长 15.89%；营业利润 23005 万元，同比增长 26.53%；净利润 13582 万元，同比增长 48.76%；每股收益 0.27 元；公司中期分红方案为：以现有总股本为基数每 10 股派现金 2.00 元（含税）。

相关报告

点评:

公司业绩超出我们此前预期，我们持续看好公司未来前景。

- **一次性收益增厚上半年 EPS 约 0.1 元。**上半年公司转让武汉长江娱乐发展有限公司 32.72% 股权获得投资收益 4225 万元，子公司武汉广场收回港方股东国际管理公司借款 6209 万元，从而冲回坏账准备 2264 万元；两项业务合计增厚公司 EPS 在 0.1 元左右。
- **百货业务收入增长符合预期。**上半年公司百货业态实现营业收入 18.63 亿元，同比增长 9.87%；根据我们的测算，其中武汉广场实现收入在 8.6 亿元左右，同比增长 6%，其他门店实现收入在 10 亿元左右，同比增长 13%，符合我们此前预期（图表 1）；百货业态毛利率为 19.32%，同比下降 0.68 个百分点。

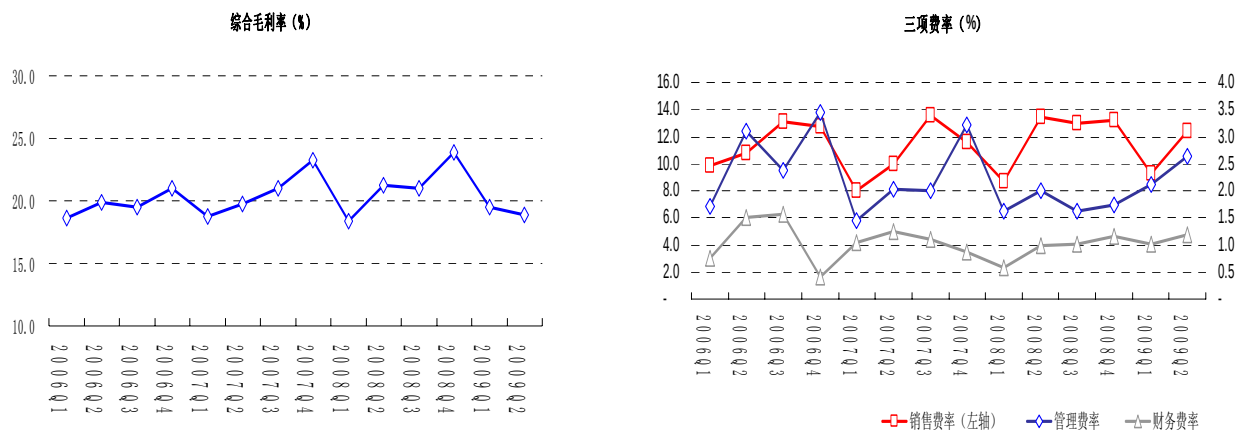
- **武商量贩扩张步伐放缓。**公司武商量贩业务拓展低于我们预期，上半年仅开出 1 家门店，截至上半年公司拥有武商量贩 54 家，其中武汉市区 30 家，湖北二级城市 24 家。上半年武商量贩实现营业收入 18.07 亿元，同比增长 21.92%，综合毛利率为 13.23%，同比下降 0.39 个百分点。公司将量贩历年累积的 1.6 亿元可分配利润作为资本金注入量贩公司，使得量贩公司注册资本达到 2.6 亿元。公司目前已经签署合同的门店有 17 家，我们预计下半年公司有望开出 13-14 家量贩店。
- **百货业态毛利率下滑超出我们预期。**上半年公司综合毛利率为 19.22%，同比下降 0.38 个百分点，分季度来看，二季度综合毛利率为 18.87%，同比下滑 2.37 个百分点，环比下滑 0.62 个百分点。这是公司自 06 年以来二季度单季度毛利率首次环比下滑（图表 2）。其中上半年百货业态毛利率为 19.32%，下滑 0.68 个百分点，公司目前的几个百货门店大都为成熟门店，且去年四季度和今年一季度金融危机冲击较大时仍然保持了 20% 左右甚至更高的毛利水平，因此该业态毛利率下滑让我们意外，我们认为正常情况下下半年百货业态的毛利率将回复至正常水平。武商量贩方面，我们判断其毛利率的回落与 CPI 同比回落相关，这也符合目前国内超市公司的普遍情况。
- **财务压力渐增。**上半年公司三项费率合计 14.09%，同比提升 0.54 个百分点，其中管理费率 and 财务费率分别提升 0.31 和 0.35 个百分点，销售费率虽然同比下降 0.12 个百分点，考虑到上半年武商量贩几乎没有新的门店开出，因此其下降未必可持续。公司目前亟待解决的是缓解资金压力，降低财务成本。公司上半年的资产负债率高达 70.1%，高出同类上市公司近 10 个百分点，上半年公司金融借款（短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款）高达 15.2 亿元，较年初增长 18.9%，较一季度增长 9.4%。公司的摩尔城项目已经展开地下工程施工，未来将面临持续的资金投入，下半年还有武商量贩店需要开出，这都会增加公司的资金压力。基于此，我们判断公司或将择机启动资本市场融资。
- **盈利预测与评级。**我们预测公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.44 元、0.49 元和 0.60 元，对应动态 PE 分别为 25 倍、21 倍和 19 倍，基于公司在湖北地区的百货龙头地位，未来武商联集团的整合预期，我们维持对公司“推荐”的投资评级。
- **风险提示。**公司武商量贩店下半年开店不达我们的预期。

图 表 1、09 年上半年鄂武商百货业务收入分拆 (单位: 万元)

百货业务	营业收入	营业成本	毛利额	毛利率	营业收入同比增长	毛利率同比增长
并表收入	186,338	150,329	36,009	19.32%	9.87%	-0.68%
母公司百货	99,842	82,527	17,315	17.34%	13.27%	-0.43%
武汉广场	86,496	67,802	18,694	21.61%	6.19%	-0.80%

资料来源: 公司中报, 兴业证券研发中心

图 表 2、分季度综合毛利率和三项费率比较



资料来源: 公司中报, 兴业证券研发中心

图 表 3、鄂武商分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

主要数据	08-2Q	08-3Q	08-4Q	09-1Q	09-2Q	QOQ	2008-06	2009-06	YOY	说明
营业收入	1393	1453	1890	2131	1677.6	20.4%	3287	3809	15.9%	08 年新开量贩店收入增长
营业成本	1097	1149	1438	1716	1361.0	24.0%	2642	3077	16.5%	
毛利	296	305	452	415	316.6	7.0%	644	732	13.6%	
销售费用	188	189	250	198	207.3	10.6%	353	405	14.7%	
管理费用	32	23	33	45	44.4	37.3%	67	90	33.2%	借款大幅增加 收回国际管理公司借款
财务费用	14	15	22	22	20.2	46.2%	25	42	70.0%	
资产减值	-8	15	0	4	-27.7	-	-5	-24	-	
公允价值	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-	转让长江娱乐公司股权
投资收益	1	1	20	0	41.8	2755.0%	5	42	726.2%	
营业利润	60	49	144	126	103.6	71.8%	182	230	26.5%	
利润总额	60	50	142	132	103.6	74.0%	183	235	28.4%	
净利润	27	20	69	75	60.6	122.1%	91	136	48.8%	
EPS	0.054	0.040	0.136	0.148	0.1	122.1%	0.180	0.268	48.8%	
销售费用率	13.5%	13.0%	13.2%	9.3%	12.4%	-1.1%	10.8%	10.6%	-0.1%	
管理费用率	2.3%	1.6%	1.8%	2.1%	2.6%	0.3%	2.1%	2.4%	0.3%	
财务费用率	1.0%	1.0%	1.2%	1.0%	1.2%	0.2%	0.8%	1.1%	0.4%	
所得税率	26.9%	31.2%	26.8%	25.7%	20.4%	-6.5%	25.6%	23.4%	-2.2%	
毛利率	21.2%	21.0%	23.9%	19.5%	18.9%	-2.4%	19.6%	19.2%	-0.4%	
净利润率	2.0%	1.4%	3.7%	3.5%	3.6%	1.7%	2.8%	3.6%	0.8%	

资料来源: 天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2625	1714	2439	2848
货币资金	1418	1151	1792	2112
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	16	15	19	22
其他应收款	148	53	53	53
存货	384	421	500	586
非流动资产	2553	3465	3551	3640
可供出售金融资产	3	4	4	4
长期股权投资	94	38	38	38
投资性房地产	164	168	166	167
固定资产	1800	1779	1827	1904
在建工程	53	51	126	163
油气资产	0	0	0	0
无形资产	167	1159	1153	1146
资产总计	5178	5179	5989	6488
流动负债	3078	3276	3798	3938
短期借款	672	672	906	683
应付票据	5	0	0	0
应付账款	917	1102	1270	1503
其他	1484	1502	1621	1752
非流动负债	563	559	554	549
长期借款	534	534	534	534
其他	29	25	20	15
负债合计	3641	3835	4352	4487
股本	507	507	507	507
资本公积	548	548	548	548
未分配利润	142	344	502	700
少数股东权益	262	362	472	607
股东权益合计	1537	1861	2154	2518
负债及权益合计	5178	5696	6507	7005

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	180	225	250	304
折旧和摊销	120	130	134	143
资产减值准备	9	-36	1	1
无形资产摊销	35	38	36	37
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	61	64	71	63
投资损失	-27	-42	0	0
少数股东损益	94	99	111	135
营运资金的变动	200	-881	-217	-289
经营活动产生现金流量	239	1308	792	932
投资活动产生现金流量	-103	-990	-248	-251
融资活动产生现金流量	106	-68	97	-362
现金净变动	242	250	641	320
现金的期初余额	1295	1418	1151	1792
现金的期末余额	1537	1668	1792	2112

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	6630	7672	8961	10561
营业成本	5229	6135	7130	8417
营业税金及附加	64	70	83	98
销售费用	793	879	1013	1183
管理费用	124	162	184	216
财务费用	61	64	71	63
资产减值损失	11	-25	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	27	42	0	0
营业利润	375	427	481	585
营业外收入	13	10	0	0
营业外支出	13	5	0	0
利润总额	375	432	481	585
所得税	101	108	120	146
净利润	275	324	360	439
少数股东损益	94	99	111	135
归属母公司净利润	180	225	250	304
EPS (元)	0.36	0.44	0.49	0.60

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	25.2%	15.7%	16.8%	17.9%
营业利润增长率	22.2%	14.0%	12.4%	21.7%
净利润增长率	15.6%	24.6%	11.1%	21.7%
盈利能力(%)				
毛利率	21.1%	20.0%	20.4%	20.3%
净利率	2.7%	2.9%	2.8%	2.9%
ROE	14.2%	15.0%	14.9%	15.9%

偿债能力(%)

资产负债率	70.3%	67.3%	66.9%	64.1%
流动比率	0.85	0.52	0.64	0.72
速动比率	0.73	0.39	0.51	0.57

营运能力(次)

资产周转率	140.6	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	41880.00	38990.00	42282.00	41129.00

每股资料 (元)

每股收益	0.36	0.44	0.49	0.60
每股经营现金	1.64	2.58	1.56	1.84
每股净资产	2.51	2.96	3.32	3.77

估值比率 (倍)

PE	31.2	25.0	22.5	18.5
PB	4.4	3.7	3.3	2.9

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。