

百货零售



向涛

商业零售行业研究员

021-3856 5942

xiangtao@xyzq.com.cn

鄂武商 A (000501)

收购十堰人商，做强优势区域

推荐 (维持)

2009 年 11 月 23 日

投资要点

事件：

公司今日发布公告，拟以货币方式全额收购湖北省十堰市人民商场股份有限公司 100% 股权，即 2500 万股。收购价为 13,077.18 万元。

点评：

- **收购使公司成为“汽车城”零售领导者。**十堰市人民商场是当地规模最大的零售企业，涉足百货、家电、超市三种业态经营。商场目前共拥有 6 家门店，其中 3 家综合商场、2 个专营店、1 个综合市场，6 家门店中自有产权门店 3 个，租赁门店 3 个，营业面积约 4.5 万平米。此次收购后鄂武商拥有百货门店（含购物中心）数量将由 6 家增至 9 家（武汉市 5 家，襄樊 1 家，十堰 3 家），营业面积增加到 37 万平米。鄂武商此前在十堰已经开设了 4 家武商量贩超市，收购将使得其一举树立在“汽车城”的零售领袖地位。
- **收购价格较低。**十堰人民商场资产评估价值在 1.4 亿元，扣除可能重新拆迁改造的经营场所房产净值 1838.24 万元，公司此次实际支付收购成本 13077.18 万元，对应 08 年静态市盈率 11X，市净率 1.25X，对应 09 年动态市盈率 6x~8X，收购成本较低。
- **未来或将对十堰主力商场进行重新规划改造。**根据相关公告披露，十堰人民商场在 08 年 12 月以 1.1 亿元的价格拍得的紧邻目前营业大楼的广电 5260 平米土地使用权，未来商场很可能拆除现有的经营办公场所，对两块土地进行统一规划，根据两块土地使用权面积（12941.6 平米）和设计容积率（8），未来新的经营场所建筑面积将在 10 万平方米左右。
- **收购财务影响分析。**公司此次收购商场资产负债率在 66.6%，低于此前公司自身近 74% 的资产负债率，但是 1.3 亿元的资本支出显然将进一步加重公司的财务负担。假设十堰商场收购后未来 1 年内不做规划，扣除资本支出产生的财务成本后收购对 2010 年 EPS 的增厚在 0.03~0.04 元；假设收购后 2010 年即对现有商场进行重新规划，则对公司短期业绩不会产生增厚作用，同时公司在资本市场融资可能性将进一步加大。
- **盈利预测和估值。**综上，此次收购中长期来看无疑将增强公司在湖北地区的竞争优势，但是短期影响尚不确定，公司未来融资可能性正在增加。暂不考虑此次收购影响，我们预测公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.44 元、0.54 元和 0.65 元，对应动态 PE 分别为 34X、28X、23X，维持“推荐”的投资评级。

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	3782	3919
短期借款	672	672	890	664
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	4336	4469
股本	507	507	507	507
资本公积	548	548	548	548
未分配利润	142	243	424	637
少数股东权益	262	362	462	582
股东权益合计	1537	1760	2069	2435
负债及权益合计	5178	5595	6405	6904

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	180	225	276	329
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	62	54
投资损失	-27	-42	0	0
少数股东损益	94	99	101	120
营运资金的变动	200	-881	-217	-289
经营活动产生现金流量	239	1308	800	933
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	-170	89	-363
现金净变动	242	148	641	320
现金的期初余额	1295	1418	1151	1792
现金的期末余额	1537	1566	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	1004	1183
管理费用	124	162	179	211
财务费用	61	64	62	54
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	503	598
营业外收入	13	10	0	0
营业外支出	13	5	0	0
利润总额	375	432	503	598
所得税	101	108	126	150
净利润	275	324	377	449
少数股东损益	94	99	101	120
归属母公司净利润	180	225	276	329
EPS (元)	0.36	0.44	0.54	0.65

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%	17.6%	19.1%
净利润增长率	15.6%	24.6%	22.9%	19.1%
盈利能力(%)				
毛利率	21.1%	20.0%	20.4%	20.3%
净利率	2.7%	2.9%	3.1%	3.1%
ROE	14.2%	16.1%	17.2%	17.8%
偿债能力(%)				
资产负债率	70.3%	68.5%	67.7%	64.7%
流动比率	0.85	0.52	0.64	0.73
速动比率	0.73	0.39	0.51	0.58
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	41880.3	38990.4	42282.3	41129.1
每股资料(元)				
每股收益	0.36	0.44	0.54	0.65
每股经营现金	1.64	2.58	1.58	1.84
每股净资产	2.51	2.76	3.17	3.65
估值比率(倍)				
PE	41.9	33.6	27.4	23.0
PB	5.9	5.4	4.7	4.1

- 3 -