

湘财证券研究所
消费品研究小组

王中曜

Tel: 021-68634510-8227

E-Mail: wzy2891@xcsc.com

朱毅

Tel: 021-68634510-8683

E-Mail: zy2831@xcsc.com

基本资料

股价	14
总股本（百万股）	507.25
流通 A 股(百万股)	507.20
限售 A 股(百万股)	0.05
流通市值（亿元）	71.01
总市值（亿元）	71.01

财务指标

基本每股收益	0.33
每股净资产	2.64
净资产收益率	12.38%
总资产收益率	2.96%
资产负债率	73.89%
权益乘数	3.83
流动比率	55.40%
速动比率	46.10%
存货周转率	13.47
应收账款周转率	183.09

事件

- 鄂武商 A（000501）11 月 24 日发布公告，公司与湖北省十堰市人民商场股份有限公司于 2009 年 11 月 21 日签署股权收购《合同书》，以 2009 年 8 月 31 日为基准日，湖北众联资产评估有限公司评估并作价 13,077.18 万元，公司全额收购十堰人商 100% 股权，即 2500 万股。

分析
□ 交易标的基本情况

十堰市人民商场地处湖北十堰市。十堰市是原东风汽车生产基地，是东风汽车配套产业及零部件生产基地，具有较好的城市工业基础。十堰市人民生活水平在湖北二线城市也处于较高的水平。另外，十堰市处于一个比较特殊的地理位置，与周边大城市交通距离较远，因此十堰对周边人民生活水平提升具有一定的幅射能力。

十堰人商分百货、家电、超市三种业态经营，城区设有 3 个综合商场、2 个专营店，县级市场设有 1 个综合商场（其中自有产权门店 3 个，租赁门店 3 个），总营业面积 4.5 万平米。其中本部营业大楼处于城区核心商圈。公司是十堰市最大、经营情况最好的零售企业，其百货、家电业态具有绝对优势和市场影响力，超市业态在当地名列第三位。

从近两年的财务数据来看，十堰人商 2008 年和 2009 年 1-8 月营业收入分别实现了 5.68 亿元和 4.35 亿元，营业利润分别实现了 1.68 亿元和 2.10 亿元，具有较好的成长性。我们预测公司 2009 年的营业收入将超过 7 亿元，增长率将超过 23%。不分业态计算，公司 2008 年和 2009 年的平效分别为 1.56 万/平米和 1.26 万/平米。但如果我们分业态来看，公司百货的平效有望超过 2 万/平米。

表 1 十堰人商主要财务数据

	2009 年 1-8 月	2008 年
应收款项总额	4077.00	3343.08
资产总额	39725.25	31435.11
负债总额	26812.81	20972.43
净资产	12912.44	10462.68
营业收入	43497.97	56830.62
营业利润	2104.82	1681.68
净利润	1622.88	1185.00
经营活动产生的现金流量净额	2569.42	10105.07

资料来源：湘财证券研究所

□ 收购价格较低

十堰人商在 2008 年的净利润为 1185 万元，同时我们预测十堰人商在今年传统旺季四季度的销售会有一个更快的增长，我们假设十堰人商 2009 年的净利润可以达到 2656 万元。而收购合同书上的收购价格为 13,077.18 万元，按收购价格计算的 08 年和 09 年(预测)的收购市盈率分别为 11.04 倍和 4.92 倍，而目前市场上商业零售行业的 09 年预测整体市盈率已经达到 33 倍。

同时，湖北众联资产评估有限公司评估十堰人商的价值为 1.4 亿元。我们认为鄂武商 A 此次收购的价格较低。

□ 收购十堰人商，加强省内二线城市扩张

公司目前拥有 6 家百货门店，5 家位于武汉市，1 家位于襄樊市。公司拥有 62 家量贩门店，其中 4 家在十堰。此次收购，是公司百货业态扩张进入的第二个二线城市；同时公司量贩门店在十堰有 4 家，而十堰人商在当地超市业态排名第三，收购后有望占有更高的市场占有率。

□ 收购增厚公司 EPS0.05 元

我们假设十堰人商在 09 年、10 年的营业收入增长率分别为 23%和 10%，净利润率分别为 0.38%和 0.38%。收购将增厚公司在 09 年和 10 年的 EPS 分别为 0.05 元和 0.06 元。考虑到公司收购因素，我们调高公司 09-10 年的 EPS 分别达到 0.50（原 0.45）元和 0.62（原 0.56）元，对应目前价格的市盈率水平分别为 28 倍和 23 倍，我们维持“增持”评级。

表 2 收购对公司的影响

主要财务指标	2008	2009E	2010E
十堰人商营业收入	56830.62	69901.66	76891.83
营业收入增速		23%	10%
十堰人商净利润	1185.00	2656.26	2921.89
净利润率	2.09%	0.38%	0.38%
增厚鄂武商 EPS	0.02	0.05	0.06

资料来源：湘财证券研究所

附表：鄂武商 A 未来三年预测报表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2625	3490	4120	4994	营业收入	6630	8093	10116	11634
现金	1418	2438	2652	3278	营业成本	5229	6486	8093	9284
应收账款	16	27	23	28	营业税金及附加	64	72	93	106
其他应收款	148	380	464	538	营业费用	793	919	1113	1280
预付账款	658	259	483	565	管理费用	124	178	211	247
存货	384	386	498	585	财务费用	61	82	102	125
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	11	-13	0	0
非流动资产	2553	2500	2515	2550	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	94	38	38	38	投资净收益	27	44	0	0
固定资产	1800	1735	1656	1570	营业利润	375	411	504	592
无形资产	167	218	258	303	营业外收入	13	21	0	0
其他非流动资产	493	509	562	639	营业外支出	13	9	0	0
资产总计	5178	5990	6635	7544	利润总额	375	424	504	592
流动负债	3078	3583	3731	4068	所得税	101	106	126	148
短期借款	672	674	673	673	净利润	275	318	378	444
应付账款	917	1165	1442	1658	少数股东损益	94	82	96	112
其他流动负债	1489	1744	1616	1737	归属母公司净利润	180	236	283	331
非流动负债	563	591	709	837	EBITDA	556	603	720	835
长期借款	534	572	687	816	EPS (元)	0.36	0.46	0.56	0.65
其他非流动负债	29	19	22	21	主要财务比率				
负债合计	3641	4174	4440	4905	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	262	344	440	553	成长能力				
股本	507	507	507	507	营业收入	25.2%	22.1%	25.0%	15.0%
资本公积	548	548	548	548	营业利润	22.2%	9.6%	22.8%	17.3%
留存收益	219	354	636	967	归属于母公司净利润	15.6%	30.6%	19.9%	17.3%
归属母公司股东权益	1275	1409	1691	2022	获利能力				
负债和股东权益	5178	5927	6571	7480	毛利率 (%)	21.1%	19.9%	20.0%	20.2%
现金流量表					净利率 (%)	2.7%	2.9%	2.8%	2.8%
单位: 百万元					ROE (%)	14.2%	16.7%	16.7%	16.4%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC (%)	23.4%	33.5%	41.6%	47.8%
经营活动现金流	831	740	618	690	偿债能力				
净利润	275	318	378	444	资产负债率 (%)	70.3%	70.4%	67.6%	65.6%
折旧摊销	120	109	114	118	净负债比率 (%)	35.08%	38.35%	30.63%	30.36%
财务费用	61	82	102	125	流动比率	0.85	0.97	1.10	1.23
投资损失	-27	-44	0	0	速动比率	0.73	0.87	0.97	1.08
营运资金变动	373	457	25	4	营运能力				
其他经营现金流	29	-183	-1	-1	总资产周转率	1.41	1.45	1.60	1.64
投资活动现金流	-799	77	-62	-69	应收账款周转率	419	342	408	457
资本支出	863	0	0	0	应付账款周转率	6.13	6.23	6.21	5.99
长期投资	32	-103	-0	-1	每股指标 (元)				
其他投资现金流	96	-26	-62	-70	每股收益 (最新摊薄)	0.36	0.46	0.56	0.65
筹资活动现金流	90	203	-343	4	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.64	1.46	1.22	1.36
短期借款	-6	2	-1	0	每股净资产 (最新摊薄)	2.51	2.78	3.33	3.99
长期借款	163	38	115	129	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	35.09	26.87	22.41	19.11
资本公积增加	-1	0	0	0	P/B	4.97	4.49	3.74	3.13
其他筹资现金流	-66	164	-457	-125	EV/EBITDA	11	10	9	7
现金净增加额	123	1020	214	626					

资料来源：湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。