

分析师: 邵稳重 (8627)65799539 shaowz@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490200010031

联系人: 代薇 (8627)65799539 daiwei@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490210070002

销售和业绩均实现快速增长

事件描述

鄂武商8月26日公布2010年中期业绩快报: 主营业务收入实现51.73亿元, 同比增长35.8%, 净利润实现1.73亿元, 同比增长27.07%, 扣除非经常性损益后的净利润为1.65亿元, 同比增长66.58%。基本每股收益为0.34元, 经营性EPS为0.32元(2009年同期为0.20元)。

事件评论

第一, 2010年中期公司营业收入增长 35.8% 经营性净利润增长 66.58%

鄂武商8月26日公布2010年中期业绩快报: 主营业务收入实现51.73亿元, 同比增长35.8%, 净利润实现1.73亿元, 同比增长27.07%, 扣除非经常性损益后的净利润为1.65亿元, 同比增长66.58%。基本每股收益为0.34元, 经营性EPS为0.32元(2009年同期为0.20元)。

公司2010年上半年新开3家量贩店。截至报告期末, 量贩公司经营网点达70家, 其中: 湖北省二线城市33家, 武汉市内门店37家。

公司上半年收入增速为35.8%, 销售增长13.65亿元, 我们认为主要源于: 1) 约27%的增长来自公司原有业务的增长, 以及2) 大约9%的增长来自合并十堰人商(2009年第四季度收购十堰人民商场)的影响。而鄂武商上半年内生和外生增长主要来自: 1) 2009年新开的量贩门店和2010年上半年新开的3家量贩店; 2) 2007年9月开业的国际广场和襄樊购物中心的高速增长(特别是国际广场2009年6月份许多新品牌入驻); 3) 以及其他成熟百货店和量贩店的内生增长。

公司2010年上半年经营性净利润高速增长66.58%, 我们认为主要原因在于: 1) 合并十堰人商的影响; 2) 襄樊购物中心和国际广场收入大幅增长但成本费用相对固定由此带来利润的大幅增长; 3) 规模扩大和经营管理的加强带来毛利率的上升和费用率水平的下降。

公司上半年综合毛利率较上年提升0.38个百分点至19.59%, 其中, 超市毛利率提升0.72个百分点, 我们认为主要原因在于行业的转暖以及自身规模提升带来议价能力的提高, 而百货毛利率较上年小幅下降0.29个百分点, 我们估计原因可能在于合并十堰人商拉低毛利率以及老门店提档升级带来毛利率的小幅下降。

从费用率上看, 公司上半年销售费用率小幅下降0.04个百分点, 而管理费用率则下降0.9个百分点。

表 1: 鄂武商单季度及中期财务数据比较

百万元	单季度数据比较					中期数据比较		
	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2009H	2010H
营业总收入	2131	1678	1827	2301	2879	2293	3809	5172.52
同比增长率	12.57%	20.41%	25.71%	21.79%	35.09%	36.69%	15.89%	35.80%

营业成本	1716	1361	1471	1790	2327	1832	3077	4159.02
毛利率	19.49%	18.87%	19.50%	22.24%	19.18%	20.12%	19.22%	19.59%
营业税金及附加	20.59	10.49	16.43	22.64	23.94	17	31.08	41.04
销售费用	198	207	220	284	280	267	405	547.63
销售费用率	9.27%	12.36%	12.02%	12.34%	9.73%	11.66%	10.63%	10.59%
管理费用	45	44	39	33	36	40	90	75.47
管理费用率	2.13%	2.64%	2.16%	1.42%	1.25%	1.72%	2.36%	1.46%
财务费用	22	20	20	21	21	16	42	37.09
资产减值损失	4	(28)	11	21	21	4	(24)	24.19
投资净收益	0.35	42.12	43.51	44.61	0.40	1	42.12	1.14
营业利润	126.40	103.64	50.99	131.18	170.83	118	230.05	289.22
营业利润率	5.93%	6.18%	2.79%	5.70%	5.93%	5.16%	6.04%	5.59%
同比增长率	-1.43%	54.52%	42.78%	-8.86%	35.15%	14.23%	17.78%	25.72%
营业外收入	7.56	2.50	11.10	3.01	7.71	7	10.05	14.56
营业外支出	2.44	2.56	3.49	0.29	0.45	4	5.00	4.45
利润总额	131.52	103.58	58.60	133.90	178.09	121	235.10	299.33
税前利润率	6.17%	6.17%	3.21%	5.82%	6.19%	5.29%	6.17%	5.79%
同比增长率	0.92%	56.30%	61.67%	-5.90%	35.41%	17.06%	19.59%	27.32%
所得税	33.81	21.11	16.95	38.10	48.76	31	54.92	79.75
有效税率	25.71%	20.38%	28.93%	28.45%	27.38%	25.56%	23.36%	26.64%
少数股东损益	22.45	21.91	11.75	22.76	27.49	20	44.36	47.00
净利润	75.26	60.56	29.90	73.04	101.84	70.74	135.82	172.58
净利润率	3.53%	3.61%	1.64%	3.17%	3.54%	3.09%	3.57%	3.34%
同比增长率	36.10%	226.63%	-20.44%	5.88%	35.32%	16.82%	83.95%	27.07%
总股本	507.25	507.25	507.25	507.25	507.25	507.25	507.25	507.25
每股收益	0.15	0.12	0.06	0.14	0.20	0.14	0.27	0.34

资料来源：长江证券研究部，公司公告

第二，再融资项目的启动使得公司外延扩张更具资金实力

公司 2010 年 4 月 23 日公布董事会决议，通过 2010 年配股预案，主要内容如下：按每 10 股配 3 股的比例向全体股东配售，本次配股募集资金总额拟不超过 10.65 亿元，将全部用于武商集团“摩尔”扩建项目。按配股比例和募集金额计算，配股价大概在 7 元左右。

我们看好武商“摩尔”项目的前景：

- 1) “摩尔”购物中心符合了消费者诉求，将改善商圈现有门店餐饮、娱乐功能的欠缺。
- 2) “摩尔”定位与现有门店优势互补，有助于整体商圈的进一步做强。

根据 2010 年中报披露信息：1) “摩尔”扩建项目下半年实现主体结构封顶，抓紧设备安装及内外装饰；2) 量贩新开门店全年力争 10 家以上；3) 购物中心发展力求突破；4) 武商十堰人民商场新楼改建项目加紧推进；5) 积极筹划江南摩尔项目。

我们认为，未来 1-2 年鄂武商的发展较前两年将大为提速，同时扩张相对更侧重于购物中心业态，因此对资金需求量也较大，再融资的顺利进行将使得公司外延扩张更具资金实力。这些项目短期不会带来显著的收益增厚，相反会对业绩形成一定压力，但却为未来业绩大幅提升奠定了基础。

第三，预计 2010/2011 年每股收益分别为 0.6、0.75 元，给予推荐评级

我们认为，公司 2010-2011 年可望从内生和外延两方面获得增长。

1) 首先是成熟门店不断通过结构调整实现内生增长，表现为武广等门店利润增长快于收入增长；

2) 外延增长。百货方面外延增长体现在：1) 襄樊购物中心（5 万方/2007 年 Q4 开业）目前处于培育期，预计 2010 年将实现盈利；2) 武汉国际广场（5 万方/2007 年 Q4 开业）2010 年将继续保持高增长；超市方面，2009-2010 年公司每年展店 10-15 家，高速的扩张速度将支撑收入的外延增长。

展望 2010 年下半年，由于 2009 年下半年基数较高（2009 年下半年收购十堰人民商场以及武汉国际广场众多大牌于 2009 年 5-6 月份开业），预计下半年的销售增速将会回落到 23-25%左右的正常状态。但我们预计 2010 年全年业绩能够保持 30%左右的增长。

展望 2011 年，由于拟于 2011 年国庆前开业的国际广场（总投资 25 亿元，总建筑面积 27 万平）可能需要一定的经营培育期，因而当期经营费用可能较大。因而业绩增速可能会放慢。

我们预计公司 2010-2011 年 EPS 分别为 0.6 元、0.75 元。考虑到公司在核心商圈的 20 万方自有商业物业和 50 多亩商业用地（对应每股重估物业价值大约为 14 元左右），给予推荐评级。

分析师介绍

邵稳重，长江证券零售行业首席分析师。

代薇，长江证券零售行业分析师。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。