

跟踪报告

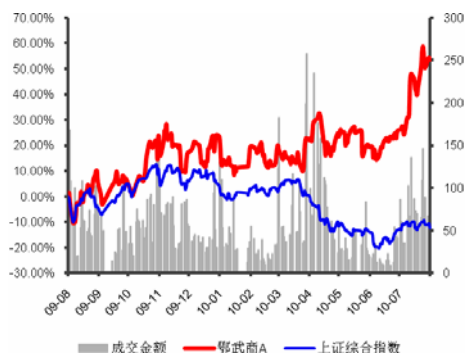
费用控制能力提升，盈利持续增长可期

商业零售

2010 年 8 月 26 日

评级：推荐

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

国联证券研究所商业零售小组

组长：张忠

执业证书编号：S0590209030093

联系人：

梁海

电话：0510-82833337

Email: liangh@glsc.com.cn

沈燕

电话：0510-82832380

Email: sheny@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

鄂武商 A (000501) 2010 年中报点评

事件：2010 年上半年公司实现营业总收入 51.73 亿元，同比增长 35.80%；营业利润 2.89 亿元，同比增长 25.72%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.73 亿元，同比增长 27.07%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 1.65 亿元，同比增长 66.58%；每股收益为 0.34 元。

点评：

- **毛利率环比、同比均有提升，期间费用率明显下降。**上半年量贩业务毛利率同比大幅提升 0.72 个百分点，拉动公司销售毛利率环比、同比分别提高 0.41 和 0.37 个百分点；销售费用率与去年同期持平，但管理费用率和财务费用率同比分别下降 0.90 和 0.38 个百分点，期间费用率下降明显。
- **扣除非经常性损益后的净利润增速远超收入增速。**若扣除 09 年同期大额坏账准备转回和出售长江娱乐公园股权的投资收益等非经常性损益影响，归属于上市公司扣除非经常性损益后的净利润增速大幅提升 66.58%，远高于收入增速。
- **百货业务内生增长强劲、外延扩张迅猛，区域龙头地位持续巩固。**一方面，公司通过品牌调整、特色定位和提档升级等多种举措不断提升原有门店的盈利能力；另一方面，公司近两年加紧布局省内二三线城市（襄樊购物中心、十堰人商）并加快业态升级步伐（由传统百货向购物中心和 shoppingmall 业态转变，摩尔城项目），持续巩固公司的区域龙头地位，10 年上半年百货业务营收增速达到 43.79%。
- **量贩业务迅速扩张，未来空间依然巨大。**公司 07 年开始进入加速扩张期，09 年底门店数量翻倍至 67 家，10 年上半年又新开 3 家门店，下半年至少还要开设 7 家门店。作为湖北省内仅次于汉中百的量贩龙头，未来渠道扩张将加速向省内二三线城市下沉，

规模优势将进一步提升。

- **给予“推荐”的评级。**我们认为公司将充分受益于中部经济崛起过程中居民消费结构升级和二三线城市消费提升，业绩保持高于行业平均的持续、稳定增长，预计公司 10-12 年每股收益分别为 0.59 元、0.74 元和 0.98 元，给予“推荐”评级。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1378	1412	1975	2888	营业收入	7938	10359	12689	16141
应收款项	202	255	313	398	营业成本	6337	8261	10113	12864
存货净额	428	536	657	837	营业税金及附加	70	93	114	145
其他流动资产	102	518	634	807	销售费用	909	1202	1485	1888
流动资产合计	2110	2721	3580	4930	管理费用	162	231	274	335
固定资产	1873	2192	2537	2844	财务费用	84	30	20	4
无形资产及其他	1201	1153	1105	1057	投资收益	45	0	0	0
投资性房地产	625	625	625	625	资产减值及公允价值变动	(8)	0	0	0
长期股权投资	39	39	39	39	其他收入	0	0	0	0
资产总计	5849	6731	7886	9495	营业利润	412	542	683	904
短期借款及交易性金融负债	936	800	800	800	营业外净收支	15	0	0	0
应付款项	1120	1452	1778	2267	利润总额	428	542	683	904
其他流动负债	1731	2194	2690	3428	所得税费用	110	142	180	238
流动负债合计	3787	4445	5269	6495	少数股东损益	79	100	126	167
长期借款及应付债券	480	480	530	540	归属于母公司净利润	239	299	377	499
其他长期负债	26	26	26	26	现金流量表 (百万元)				
长期负债合计	506	506	556	566		2009	2010E	2011E	2012E
负债合计	4293	4951	5825	7061	净利润	239	299	377	499
少数股东权益	143	199	270	363	资产减值准备	(2)	79	14	13
股东权益	1412	1580	1791	2071	折旧摊销	112	250	289	329
负债和股东权益总计	5849	6731	7886	9495	公允价值变动损失	8	0	0	0
关键财务与估值指标					财务费用	84	30	20	4
	2009	2010E	2011E	2012E	营运资本变动	801	296	543	801
每股收益	0.47	0.59	0.74	0.98	其它	(25)	(23)	56	81
每股红利	0.63	0.26	0.33	0.43	经营活动现金流	1132	901	1280	1722
每股净资产	2.78	3.11	3.53	4.08	资本开支	(99)	(600)	(600)	(600)
ROIC	13%	16%	20%	29%	其它投资现金流	(0)	0	0	0
ROE	17%	19%	21%	24%	投资活动现金流	(45)	(600)	(600)	(600)
毛利率	20%	20%	20%	20%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	6%	6%	6%	6%	负债净变化	(54)	0	50	10
EBITDA Margin	7%	8%	8%	8%	支付股利、利息	(321)	(132)	(166)	(220)
收入增长	20%	31%	23%	27%	其它融资现金流	(376)	(136)	0	0
净利润增长率	32%	25%	26%	32%	融资活动现金流	(1127)	(268)	(116)	(210)
资产负债率	76%	77%	77%	78%	现金净变动	(40)	34	564	912
息率	3.4%	1.4%	1.7%	2.3%	货币资金的期初余额	1418	1378	1412	1975
P/E	39.9	31.9	25.3	19.1	货币资金的期末余额	1378	1412	1975	2888
P/B	6.8	6.0	5.3	4.6	企业自由现金流	1154	367	750	1198
EV/EBITDA	24.2	17.6	15.5	13.4	权益自由现金流	724	209	785	1206

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。