

分析师： 代薇 (8627)65799539 daiwei@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120004

联系人： 童兰 (8627)65799539 tonglan@cjsc.com.cn

国广二期及十堰人商有望年内开业，业绩长期看好

事件描述

鄂武商今日发布 2010 年年报。公司 2010 年实现营业收入 105.37 亿元，同比增长 32.75%；营业利润 5.26 亿元，同比增长 22.90%；归属于上市公司股东的净利润 2.94 亿元，同比增长 22.95%，扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润为 2.82 亿元，EPS 为 0.58 元，扣除非经常性损益后的 EPS 为 0.56 元。

事件评论

第一，鄂武商 2010 年收入同比增长 32.75%，净利润同比增长 22.95%，EPS 为 0.58 元，基本符合预期

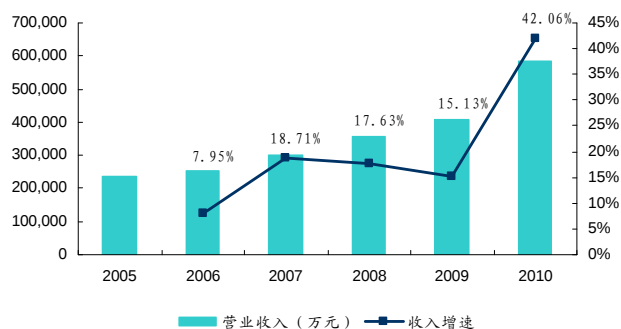
公司 2010 年实现营业收入 105.37 亿元，同比增长 32.75%；营业利润 5.26 亿元，同比增长 22.90%；归属于上市公司股东的净利润 2.94 亿元，同比增长 22.95%，每股收益为 0.58 元，经营业绩基本符合预期。

品类调整升级，百货业务收入持续增长。2010 年，公司百货业务收入为 58.22 亿元，同比增长 42.06%，其中武汉广场 2010 年收入为 20.72 亿元，同比增长 12.93%，且武汉广场在公司百货业务收入占比约为 35.6%，其收入的快速增长对公司百货业务收入的整体增长有重要贡献。同时，武汉国际广场自 2007 年开业以来，公司一直对其进行品类调整，致力于打造其一线品牌优势同时不断提升市场影响力，2009 年 5 月武汉国广的国际一线品牌的引进和调整已经全部到位，我们认为其百货收入在 2010-2011 年将继续保持高速增长，2010 年公司百货业务出现较高增速，也间接印证当时我们的判断。

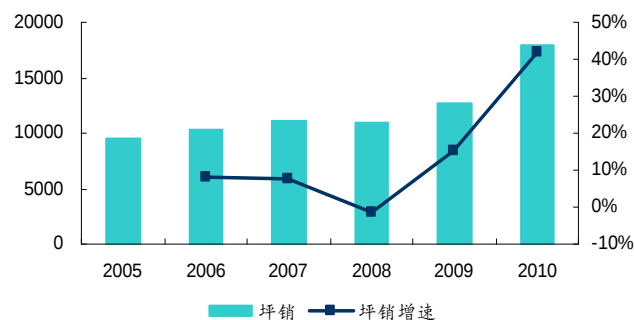
截至 2010 年底，公司目前共有 6 间百货公司，总营业面积合计约为 35 万平方米，从公司的百货经营情况来看，百货收入一直保持较为稳定的增长，且坪销也随着收入的增长而逐年改善，我们认为 2011 年，国际广场二期以及改造扩建后的十堰人商均有望开始营业，届时公司的百货收入也有望随着经营体量的增加而继续保持较高的增速。

图 1：2010 年公司百货收入增长明显

图 2：百货经营历年的坪销情况



资料来源：长江证券研究部



资料来源：长江证券研究部

表 1: 历年来各百货门店的调整情况

武汉广场

2008 以效益优先，整固优势的原则，对化妆区进行了开业以来最大力度的一次调整，使武广化妆品业绩继续保持快速增长

2009 进行了开业以来最大力度的调整升级，扩大化妆品类和女装的规模经营，实现优势品类规模化

2010 继续扩大化妆品经营规模，打造独有贵宾服务，跻身国内化妆品销售前列

世贸广场

2008 通过经营布局、动线调整和完善品类结构，国际名表、黄金珠宝的规模化经营特色逐渐形成，经济效益得到快速提升

2009 调整转型，营销管理创新，华中地区首席黄金珠宝大卖场已具雏形

2010 通过深化调整，强化华中地区第一黄金珠宝和国际名表卖场定位

亚贸广场

2008 完成中庭改造，新增营业面积 2116 平方米，企业在经营档次提升的同时，创效能力也大为增强

2009 完成外立面改造，经营调整“三年三步走”完美收官，发展势头迅猛

2010 对品类进行结构优化和提档升级，完善功能性服务

建二商场

2008

2009 对品类进行结构优化和提档升级，完善功能性服务

2010 对品类进行结构优化和提档升级

国际广场

2008 国际广场以 GUCCI 正式签约为拐点，相继签订了 42 家国际一线名品和二线名品的合作协议，赢得了选择国际顶级奢侈品的话语权

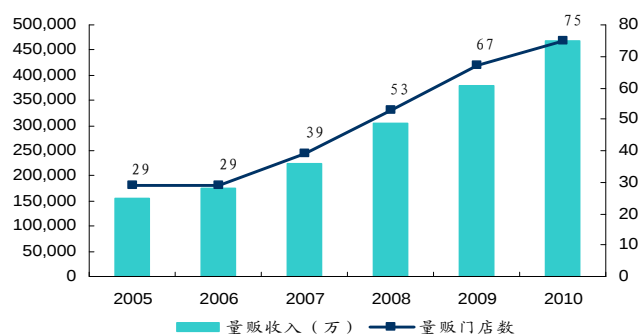
2009 以 GUCCI 为首的 40 余家一二线国际名品陆续进驻国际广场，标志着武商集团迈出了行走国际的第一步，不仅提升了 MALL 商圈的空间，更是提升和拓展了武汉市零售业的空间

资料来源：长江证券研究部

渠道下沉，公司量贩店保持较高开店速度。2010 年，公司全年新开门店 8 家，升级改造门店 6 家，截至 2010 年底，量贩门店总数 75 家，经营面积达到 68 万平方米，其中武汉市内 32 家，省内二线城市网点 36 家。得益于公司高速的扩张速度，公司超市业务的收入也随着公司经营规模的扩大而逐年增长，除此之外，2010 年，公司占地 2.4 万平方米的庙山物流中心也正式投入运营，包括常温以及低温的配送，商品日吞吐量达到 1.76 万件，该物流中心的建成有效提升了公司的配送水平，降低了营运成本，同时，襄阳、沙市、宜昌、十堰区域配送中心架构基本形成。

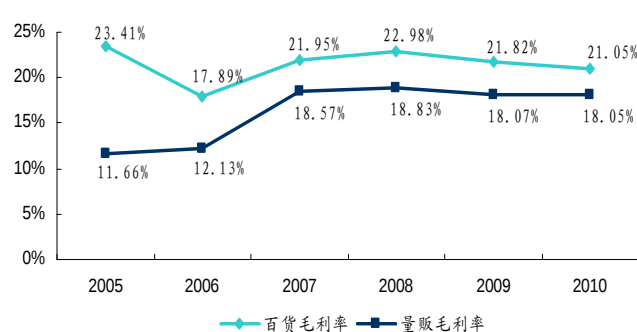
我们认为，公司配送中心体系的完善将为公司超市业务继续进行渠道下沉提供了物流基础，保障了公司不断扩大的超市业务的配送需求，同时公司也通过物流配送效率的提升稳定了公司经营的毛利水平。

图 3: 量贩收入随着门店扩张而稳定增长



资料来源: 长江证券研究部

图 4: 量贩业务毛利率近年来趋于稳定



资料来源: 长江证券研究部

渠道下沉以及新店占比提高导致毛利水平略有下降，但总体保持平稳。2010 年鄂武商的综合毛利率为 19.71%，同比下降 0.45 个百分点。分经营业态来看，百货业务 2010 年毛利率下降 0.77 个百分点，超市业务毛利率下降 0.02 个百分点，我们认为，百货业务的毛利水平略有下降主要因为相比经营较为成熟的百货门店，国际广场以及襄樊购物中心的毛利水平目前尚处在较低水平，随着国际广场的品牌引入以及调整逐步到位及襄樊购物中心经营的日益改善，其营业收入在百货业务中占比逐渐提高，从而使得百货业务的整体毛利水平略有下降，但是随着国际广场及襄樊购物中心经营的逐步成熟及市场影响力逐步提高，未来毛利有望得到回升，公司综合毛利水平也有望随之得到改善。

开店提速带来费用率的小幅上升。2010 年公司超市量贩店新开 8 家，同时升级改造门店 6 家，其扩张速度处于近年来较高水平，同时 2010 年公司对十堰人民商场大楼进行整体改建，由此带来费用投入较快增长。

我们认为，2010 年量贩店以及百货的规模扩张，虽然短期内带来费用的集中增长，但是长远看来能够为公司未来的发展提供良好的增长后劲。

表 2: 2010 年公司各项费用同比增幅

项目	2010 年	2009 年	同比增减
销售费用 (万元)	125308.32	90863.15	37.91%
管理费用 (万元)	18385.56	16190.09	13.56%
财务费用 (万元)	6834.79	8361.02	-18.25%

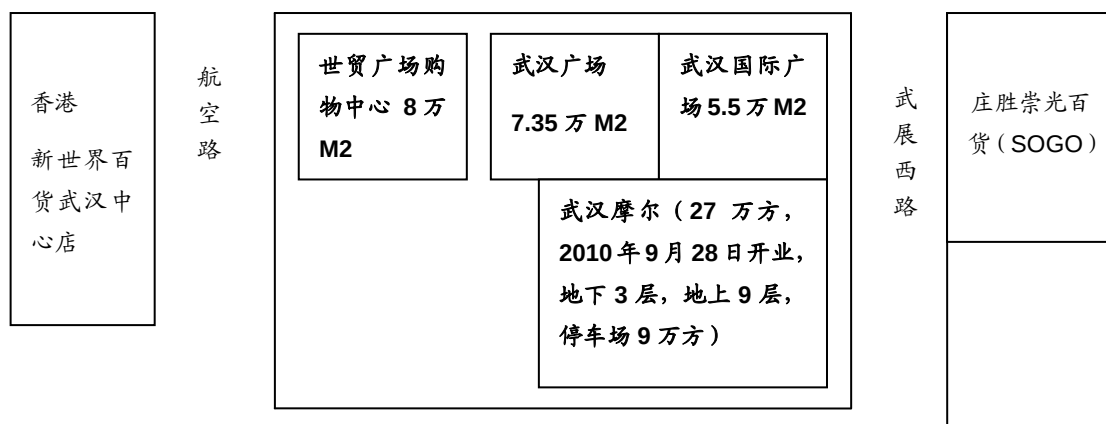
资料来源: 长江证券研究部

第二，国广二期项目及十堰人民商场改建项目进度符合预期，有望均在 2011 年开业

公司在其 2011 年经营计划中提到，力争国际广场二期项目 2011 年 9 月 29 日盛大迎宾，同时十堰人民商场大楼在 2011 年底全面竣工开业。国际广场二期项目总建筑面积 27.04 万平方米，其中商业建筑面积 14.62 万平方米，建成后将与国际广场、武汉广场和世贸广场连通，在商品定位上与公司现有门店优势互补，同时国际广场二期的建成，也将进一步巩固鄂武商旗下百货在武汉核心商圈的龙头地位，并有望形成局部的商圈垄断，这一得天独厚的物业优势是其他任何百货公司无法模仿的。

图 5: 鄂武商核心门店所在商圈位置图

汉口解放大道(规划地铁2号线出口)



汉口京汉大道(高架城铁已经开通)

资料来源: 长江证券研究部

十堰人民商场原六堰营业大楼已于 2010 年 7 月 28 日进行了爆破拆除。同时, 人商百货于 2010 年 6 月 11 日迁址北京路商圈远洋国际进行过渡经营(租赁物业)。从销售情况看, 十堰人商在迁址的不利影响下, 2010 年仍旧实现了较快的增长, 增速达 10%。根据媒体披露数据, 十堰人商 2010 年上半年实现销售近 4.8 亿元, 较去年同期增长 13.31%。从鄂武商的销售看, 也有近 9% 的收入增速源自十堰人商的合并。

图 6: 十堰人民商场有限公司购物中心效果图



资料来源: 公司公告, 十堰市城市管理局

我们认为, 国际广场二期以及改建后的十堰人民商场有望在 2011 年开业, 公司目前的百货经营规模将进一步扩大, 并且公司武汉区域内的百货业务地位也将进一步得到夯实, 规模效益将体现的更为明显, 除此之外, 公司目前的百货储备项目还包括黄石购物中心项目以及襄阳购物中心项目, 未来, 公司百货业务的收入将随着公司百货版图的持续扩张而保持较高增长, 我们看好国际广场二期以及改建后的十堰人民商场开业为公司带来的收入提升, 我们认为 2011-2012 年公司百货业务仍将保持高速增长。

第三, 我们预计公司 2011/2012 年每股收益分别为 0.75、0.93 元, 维持推荐评级

我们认为, 公司 2011-2012 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）2011 年将继续保持高增长；超市方面，近年公司每年展店 10-15 家，高速的扩张速度将支撑收入的外延增长。3）国际广场二期以及改建后的十堰人商开业将使得公司的百货收入继续保持较高的收入增速，同时国广二期建成后，借助于公司在该商圈已积累的超级影响力，预计经历较短的培育期即可开始贡献利润；

我们预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.75 元、0.93 元。考虑到公司在核心商圈的 45 万方自有商业物业，维持推荐评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	10537	12443	14928	17910	货币资金	1984	2221	3621	5445
营业成本	8443	9981	11976	14370	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2094	2462	2952	3540	应收账款	158	196	235	282
% 营业收入	19.9%	19.8%	19.8%	19.8%	存货	642	757	909	1090
营业税金及附加	91	108	130	155	预付账款	118	138	166	199
% 营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	1253	1481	1776	2131	流动资产合计	2904	3312	4931	7016
% 营业收入	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	可供出售金融资产	3	3	3	3
管理费用	184	212	254	304	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	长期股权投资	38	38	38	38
财务费用	68	30	8	2	投资性房地产	140	140	140	140
% 营业收入	0.6%	0.2%	0.1%	0.0%	固定资产合计	2523	2625	2641	2498
资产减值损失	-11	0	0	0	无形资产	1320	1254	1191	1131
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	递延所得税资产	44	0	0	0
营业利润	509	632	785	947	其他非流动资产	486	486	486	486
% 营业收入	4.8%	5.1%	5.3%	5.3%	资产总计	7457	7858	9430	11313
营业外收支	17	0	0	0	短期贷款	883	0	0	0
利润总额	526	632	785	947	应付款项	1499	1772	2126	2551
% 营业收入	5.0%	5.1%	5.3%	5.3%	预收账款	1696	1991	2389	2866
所得税费用	148	177	220	265	应付职工薪酬	177	296	355	426
净利润	378	455	565	682	应交税费	196	234	286	345
归属于母公司所有者的净利润	293.5	379.0	470.9	568.1	其他流动负债	805	948	1138	1365
少数股东损益	84	76	94	114	流动负债合计	5256	5241	6294	7553
EPS (元/股)	0.58	0.75	0.93	1.12	长期借款	329	329	329	329
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	1	0	0	0
经营活动现金流净额	1623	1712	2004	2361	其他非流动负债	22	22	22	22
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	5608	5592	6645	7904
收回现金					归属于母公司	1710	2051	2475	2987
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	139	215	309	423
固定资产投资	-653	-524	-549	-479	股东权益	1850	2267	2785	3409
其他	7	0	0	0	负债及股东权益	7457	7858	9430	11313
投资活动现金流净额	-645	-524	-549	-479	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.579	0.747	0.928	1.120
银行贷款增加 (减少)	-204	-883	0	0	BVPS	3.37	4.04	4.88	5.89
筹资成本	168	-68	-55	-59	PE	23.57	18.26	14.69	12.18
其他	-291	0	0	0	PEG	0.96	0.74	0.60	0.49
筹资活动现金流净额	-327	-951	-55	-59	PB	4.05	3.37	2.80	2.32
现金净流量	651	237	1400	1824	EV/EBITDA	8.71	4.37	2.61	1.11
					ROE	17.2%	18.5%	19.0%	19.0%

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。