

银泰百货积极发展湖北业务，用三线城市快速布局来合围武汉：

- ◆ 2008 年 4 月 25 日，银泰百货武汉世纪店、鄂州店、襄樊店和咸宁店同时开业；
- ◆ 2009 年 12 月 9 日，银泰百货收购湖北仙桃本地第一零售商仙商 65.8% 股权；
- ◆ 2010 年 11 月 15 日，银泰百货收购湖北新世纪股份购物中心有限公司（随州零售老大，2 个购物中心，若干超市）84.5% 的股本权益。

图 1 银泰湖北门店分布（08-10 年在湖北 6 地开设、收购门店）



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

表格 1： 2011-2014 摩尔城盈利预测

单位: 万元	假设条件	2011	2012	2013	2014
自营平效	参照国际广场平销, 并考虑 Mall 城品牌定位等	8000	10000	15000	20000
自营收入		15,000	75,000	112,500	150,000
毛利率		18.0%	18.5%	19.0%	19.5%
自营毛利		2565	13181.25	20306.25	27787.5
每平米租金	保守假设, 武广商圈租金 5-8 元/每天	2.5	2.5	3.5	5.0
出租率		75%	85%	95%	98%
租金收入		868.0	3934.7	6156.7	9073.1
停车收入		50	200	200	200
毛利率		90.0%	90.0%	90.0%	90.0%
租金+停车毛利		826.2	3721.3	5721.0	8345.8
收入合计		15918.0	79134.7	118856.7	159273.1
毛利合计		3391.2	16902.5	26027.3	36133.3
人工费用	新增员工 500 人, 另从国际广场分流一定人员	480	1920.0	2112	2323.2
折旧摊销	包括土地摊销、土建折旧、设备及装修的折旧摊销等	2537.0	10147.9	10147.9	10147.9
水电	其中部分由供应商承担	470.8	1883.2	1883.2	1883.2
广告+其他费用		500.0	1000.0	1000.0	1000.0
费用合计	2011 另加开办费 500 万	4487.8	14951.1	15143.1	15354.3
所得税率		25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润		-1096.6	1463.6	8163.2	15584.2

资料来源: 华泰联合证券研究所

表格 2： 2011 年摩尔净利润敏感性分析

		每平米租金					
		1.5	2	2.5	3	3.5	4.5
自营平效	6000	-2050.3	-1894.1	-1737.9	-1581.6	-1425.4	-1372.0
	7000	-1729.7	-1573.5	-1417.2	-1261.0	-1104.8	-944.5
	8000	-1409.1	-1252.8	-1096.6	-940.4	-784.1	-517.0
	9000	-1088.5	-932.2	-776.0	-619.8	-463.5	-89.5
	10000	-767.8	-611.6	-455.4	-299.1	-142.9	338.0

资料来源: 华泰联合证券研究所

表格 3：2012 年摩尔净利润敏感性分析

		每平方米租金					
		1.5	2	2.5	3	3.5	4.5
自营	8000	-1576.0	-1044.8	-513.6	17.6	548.8	1611.1
平效	9000	-587.4	-56.2	475.0	1006.2	1537.4	2599.7
	10000	401.2	932.4	1463.6	1994.8	2525.9	3588.3
	11000	1389.8	1921.0	2452.2	2983.4	3514.5	4576.9
	12000	2378.4	2909.6	3440.8	3971.9	4503.1	5565.5

资料来源：华泰联合证券研究所

风险提示

CPI 高企和经济增速下滑影响消费，摩尔城业绩低于预期。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2904	2502	3145	4322	营业收入	10537	13210	16159	19308
现金	1984	1321	1831	2719	营业成本	8443	10601	12930	15435
应收账款	17	28	33	40	营业税金及附加	91	119	145	174
其他应收款	141	231	263	311	营业费用	1253	1569	1988	2306
预付账款	118	498	617	774	管理费用	184	231	293	339
存货	642	424	401	478	财务费用	68	47	32	10
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	-11	8	8	8
非流动资产	4554	5359	5677	6104	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	41	41	41	41	投资净收益	1	1	1	1
固定资产	1829	2493	2614	2641	营业利润	509	637	763	1036
无形资产	1320	1879	2210	2653	营业外收入	0	9	8	5
其他非流动资产	0	946	812	769	营业外支出	9	3	3	3
资产总计	7457	7861	8822	10426	利润总额	526	643	768	1038
流动负债	5256	5371	5915	6901	所得税	148	181	200	270
短期借款	685	1068	658	653	净利润	378	462	568	768
应付账款	1498	1873	2287	2730	少数股东损益	84	90	114	161
其他流动负债	0	2431	2971	3518	归属母公司净利	294	372	454	607
非流动负债	352	178	27	-124	EBITDA	577	859	1004	1276
长期借款	329	178	27	-124	EPS (元)	0.58	0.73	0.90	1.20
其他非流动负	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	5608	5549	5942	6778	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	139	229	343	504	成长能力				
股本	507	507	507	507	营业收入	32.7%	25.4%	22.3%	19.5%
资本公积	548	548	548	548	营业利润	23.4%	25.2%	19.9%	35.8%
留存收益	655	1028	1482	2089	归属母公司净利	22.9%	26.8%	22.0%	33.6%
归属母公司股	1710	2083	2537	3144	获利能力				
负债和股东权	7457	7861	8822	10426	毛利率(%)	0.0%	19.8%	20.0%	20.1%
现金流量表					净利率(%)	2.8%	2.8%	2.8%	3.1%
单位: 百万元					ROE(%)	17.2%	17.9%	17.9%	19.3%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	15.8%	18.2%	26.2%	38.5%
经营活动现金	1623	261	1590	1667	偿债能力				
净利润	378	462	568	768	资产负债率(%)	75.2%	70.6%	67.4%	65.0%
折旧摊销	0	176	209	229	净负债比率(%)	111.82	22.45	11.53	7.81%
财务费用	76	47	32	10	流动比率	0.55	0.47	0.53	0.63
投资损失	-1	-1	-1	-1	速动比率	0.43	0.39	0.46	0.56
营运资金变动	0	-562	772	650	营运能力				
其他经营现金	1548	139	9	10	总资产周转率	1.58	1.72	1.94	2.01
投资活动现金	-645	-908	-487	-612	应收账款周转率	548	537	463	477
资本支出	653	427	82	86	应付账款周转率	6.46	6.29	6.22	6.15
长期投资	0	-143	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	-624	-405	-526	每股收益(最新)	0.58	0.73	0.90	1.20
筹资活动现金	-327	-16	-593	-166	每股经营现金流	3.20	0.52	3.13	3.29
短期借款	123	383	-410	-5	每股净资产(最	3.65	4.11	5.00	6.20
长期借款	-151	-151	-151	-151	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	34.39	24.71	20.25	15.17
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	5.46	4.42	3.63	2.93
其他筹资现金	-299	-248	-32	-10	EV/EBITDA	19	10	8	7
现金净增加额	0	-663	510	888					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn