



批零贸易业/可选消费品

鄂武商 A (000501)

费用增加影响上半年业绩, 预期全年 30% 增速可期

——鄂武商 (000501) 2011 年中报点评

刘冰
021-38676703
liubing6168@gtjas.com
编号 S0880511010042

本报告导读:

2011 年上半年, 公司收入增 22.52%, 其中百货业务收入增 25%; 利润增 27.6%; EPS0.43 元, 销售费用增加较多影响利润增速。预期下半年 30% 以上利润增速可期。
投资要点:

2011 年上半年, 公司实现营业总收入 63.37 亿元, 同比增长 22.52%; 实现净利润 2.20 亿元, 较上年同期增长 27.60%; 每股收益 0.43 元。2011 年上半年收入增速较好, 但是业绩增速并未达到我们之前预期的 30% 以上, 我们分析主要原因, 主要由于员工费用增加带来的销售费用增加较多。2011 年上半年, 百货业务实现收入 34.76 亿元, 同比增长 25.27%, 毛利率 20.67%, 同比下降 1.11 个百分点; 2011 年上半年, 量贩超市实现收入 28.43 亿元, 同比增长 19.44%, 毛利率 19.03%, 提升 2.33 个百分点。量贩公司上半年新开门店 3 家, 毛利率的提升主要由于公司扩大生鲜自营和自采直营力度, 有效提高了销售业绩和盈利水平。

省内二三线城市的购物中心扩张有序进行, 根据公司公告, 武商襄阳现代商业城、武商黄石现代商业城已完成项目选址和规划、方案设计; 武商集团通过了兴建仙桃现代商业城项目的议案。

国际广场二期项目已完成招商, 进入后期装修阶段, 将于 9 月 29 日开业。维持 2011 年、2012 年盈利预测 EPS0.78 元、1.09 元, 按照配股后股本计算 EPS0.60 元、0.84 元。公司是湖北地区百货龙头企业, 在区域内具备绝对优势; 原有的武汉广场、世贸广场、武汉国际广场三家主力百货门店占据了武汉最核心商圈的绝对优势地位和面积, 进入了成熟收获期; 预期摩尔城 2011 年开业 2012 年就可以贡献盈利; 襄阳、十堰等其他异地门店发展趋势较好; 湖北二三线城市发展空间较大, 公司还要继续拓展门店。我们看好公司未来三到五年的发展。按照 2012 年配股后 0.84 元的业绩预测, 参考 30 倍市盈率, 给予目标价 25.20 元, 维持“增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	7,938	10,537	12,895	16,439	19,408
(+/-)%	20%	33%	22%	27%	18%
经营利润 (EBIT)	460	565	739	1,016	1,338
(+/-)%	9%	23%	31%	37%	32%
净利润	239	294	394	555	765
(+/-)%	32%	23%	34%	41%	38%
每股净收益 (元)	0.47	0.58	0.78	1.09	1.51
每股股利 (元)	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	5.8%	5.4%	5.7%	6.2%	6.9%
净资产收益率 (%)	16.8%	17.2%	18.7%	20.9%	22.3%
投入资本回报率 (%)	12.3%	14.1%	16.7%	19.0%	22.5%
EV/EBITDA	15.5	11.2	10.3	6.5	4.3
市盈率	41.3	33.6	25.1	17.8	12.9
股息率 (%)	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 25.20

上次预测: 21.00

当前价格: 19.16

2011.08.29

交易数据

52 周内股价区间 (元)	15.25-22.87
总市值 (百万元)	9,719
总股本/流通 A 股 (百万股)	507/507
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	3
日均成交值 (百万元)	63

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,842
每股净资产	3.63
市净率	5.3
净负债率	61%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.20	0.26
Q2	0.14	0.20
Q3	0.08	0.11
Q4	0.16	0.21
全年	0.58	0.78

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-4%	0%	2%
相对指数	5%	4%	-1%

相关报告

- 《股权之争凸现并购价值, 或将推动业绩》
2011.07.05
- 《国际广场二期项目助推未来两年增长》
2011.03.26
- 《三季度业绩稳健增长》
2010.10.25
- 《收入增长较快, 费用控制较好》
2010.08.26
- 《摩尔城盈利前景乐观, 区域商业龙头地》
2010.05.19

模型更新时间: 2011.08.24

股票研究

可选消费品
批零贸易业

鄂武商 A (000501)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 25.20

上次预测: 21.00

当前价格: 19.16

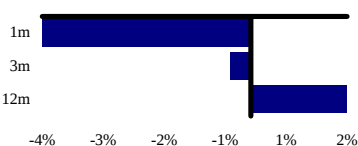
公司网址

www.wushang.com.cn

公司简介

公司是湖北省最大的综合性商业企业,其前身是创建于 1959 年的武汉商场,具有 40 多年历史,全国最早上市的商业企业。公司经营网点 49 个,辐射范围涵盖襄樊、鄂州、黄冈、沙市、咸宁、宜昌、十堰、黄石等地市,商业零售面积达 72 万平方米。由武汉国际广场、武汉广场和世贸广场三大购物中心构成的武商“摩尔”商业城,位于武汉市最繁华的商业区——解放大道中段,三幢大楼连成一体,经营面积达 22 万平方米,是华中地区最大的购物中心组合群,成为武汉市对外交流开放、展示国际先进商业理念的窗口。公司经国务院批准,成为武汉市首家外商独资企业。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

15.25-22.87

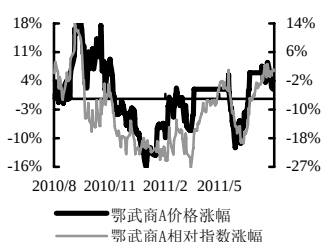
市值 (百万)

9,719

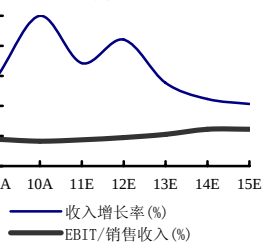
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业总收入	7,938	10,537	12,895	16,439	19,408	22,248	25,262
营业成本	6,337	8,443	10,327	13,253	15,643	17,677	20,076
税金及附加	70	91	112	143	168	193	219
销售费用	909	1,253	1,508	1,794	2,001	2,294	2,605
管理费用	162	184	209	234	256	294	334
EBIT	460	565	739	1,016	1,338	1,790	2,028
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	45	1	1	1	1	1	1
财务费用	84	68	66	51	8	-51	-79
营业利润	412	509	674	966	1,331	1,842	2,108
所得税	110	148	186	270	367	508	579
少数股东损益	79	84	111	158	216	298	341
净利润	239	294	394	555	765	1,052	1,204
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	1,378	1,984	2,348	3,599	4,124	5,699	7,397
其他流动资产	0	0	0	0	0	0	0
长期投资	195	183	183	183	183	183	183
固定资产合计	1,873	2,523	3,076	3,629	4,181	4,734	5,285
无形资产及其他资产	1,636	1,803	1,920	2,037	2,154	2,271	2,387
资产合计	5,849	7,457	8,623	10,929	12,218	14,785	17,298
流动负债	3,787	5,256	5,938	7,529	7,835	9,047	10,010
非流动负债	506	352	330	332	335	339	344
股东权益	1,417	1,710	2,104	2,659	3,424	4,476	5,679
投入资本(IC)	2,778	2,879	3,229	3,870	4,328	5,554	7,104
现金流量表							
NOPLAT	341	406	540	737	974	1,301	1,475
折旧与摊销	182	248	98	98	99	99	100
流动资金增量	991	1,334	664	1,281	736	1,017	816
资本支出	-737	-653	-751	-751	-751	-751	-751
自由现金流	777	1,336	551	1,365	1,058	1,666	1,639
经营现金流	936	1,623	1,339	2,120	1,824	2,453	2,443
投资现金流	-794	-645	-750	-750	-750	-750	-750
融资现金流	-227	-327	-225	-118	-549	-128	5
现金流净增加额	-85	651	364	1,252	525	1,575	1,697
财务指标							
成长性							
收入增长率	19.7%	32.7%	22.4%	27.5%	18.1%	14.6%	13.5%
EBIT 增长率	9.3%	23.0%	30.7%	37.5%	31.7%	33.8%	13.3%
净利润增长率	32.3%	23.0%	34.3%	40.8%	37.9%	37.5%	14.5%
利润率							
毛利率	20.2%	19.9%	19.9%	19.4%	19.4%	20.5%	20.5%
EBIT 率	5.8%	5.4%	5.7%	6.2%	6.9%	8.0%	8.0%
净利润率	3.0%	2.8%	3.1%	3.4%	3.9%	4.7%	4.8%
收益率							
净资产收益率(ROE)	16.8%	17.2%	18.7%	20.9%	22.3%	23.5%	21.2%
总资产收益率(ROA)	4.1%	3.9%	4.6%	5.1%	6.3%	7.1%	7.0%
投入资本回报率(ROIC)	12.3%	14.1%	16.7%	19.0%	22.5%	23.4%	20.8%
运营能力							
存货周转天数	23	23	23	23	23	23	23
应收账款周转天数	1	1	1	1	1	1	1
总资产周转率	254	230	228	26	12	21	18
净利润现金含量	3.92	5.53	3.40	3.82	2.38	2.33	2.03
资本支出/收入	9%	6%	6%	5%	4%	3%	3%
偿债能力							
资产负债率	73.4%	75.2%	72.7%	71.9%	66.9%	63.5%	59.9%
净负债率	2.7%	-45.1%	-61.3%	-98.3%	-106.9%	-119.8%	-124.2%
估值比率							
PE	41.3	33.6	25.1	17.8	12.9	9.4	8.2
PB	7.0	5.8	4.7	3.7	2.9	2.2	1.7
EV/EBITDA	15.5	11.2	10.3	6.5	4.3	2.4	1.3
P/S	1.2	0.9	0.8	0.6	0.5	0.4	0.4
股息率	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

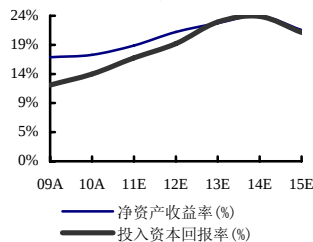
股票绝对涨幅和相对涨幅



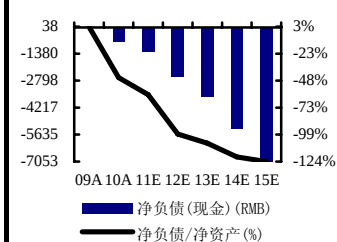
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



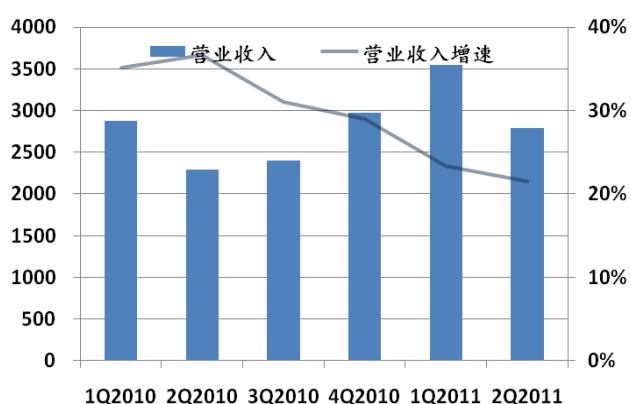
● 2011 年半年报

2011 年上半年，公司实现营业总收入 63.37 亿元，同比增长 22.52%；营业利润 3.78 亿元，同比增长 30.66%；实现净利润 2.20 亿元，较上年同期增长 27.60%；每股收益 0.43 元。

2011 年第二季度收入 27.85 亿元，同比增长 21.47%；净利润 8824 万元，同比增长 24%；每股收益 0.17 元。第二季度收入和利润增速都有所下降。

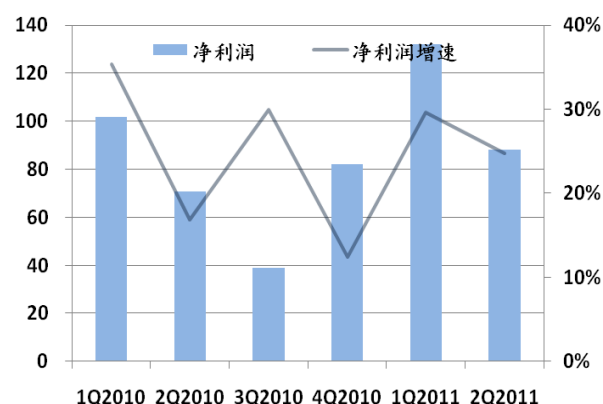
2011 年上半年收入增速较好，但是业绩增速并未达到我们之前预期的 30%以上，我们分析主要原因，主要由于员工费用增加带来的销售费用增加较多。

图 1：公司单季度收入情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 2：公司单季度净利润情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

其他影响利润的项目：

- ✓ 资产减值损失同比下降 2940 万元，主要是 2010 年同期借款给湖北省十堰市人民商场股份有限公司计提坏帐准备所致。
- ✓ 投资收益同比下降 63 万元，主要是十堰美的制冷 2011 年上半年亏损。
- ✓ 营业外收入同比下降 780 万元，主要是 2010 年同期收到拆迁补偿款所致。
- ✓ 营业外支出同比增长 29 万元，主要系加大经营调整力度，柜台装修报废增加。

● 收入增长分析

表 1：分行业收入及毛利率

	营业收入 (万元)	营业成本 (万元)	毛利率 (%)	营业收入增速	毛利率增减 (%)
				(%)	
量贩	284288	230197	19.03%	19.44%	2.33%
百货	347591	275754	20.67%	25.27%	-1.11%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

百货业务收入增 25%，基本符合预期，但毛利率略有下降：

2011 年上半年，百货业务实现收入 34.76 亿元，同比增长 25.27%，毛利率 20.67%，同比下降 1.11 个百分点，毛利率的下降可能是由于省内二三线城市的门店收入增速较快，但是这些地区的毛利率低于武汉市区门店。

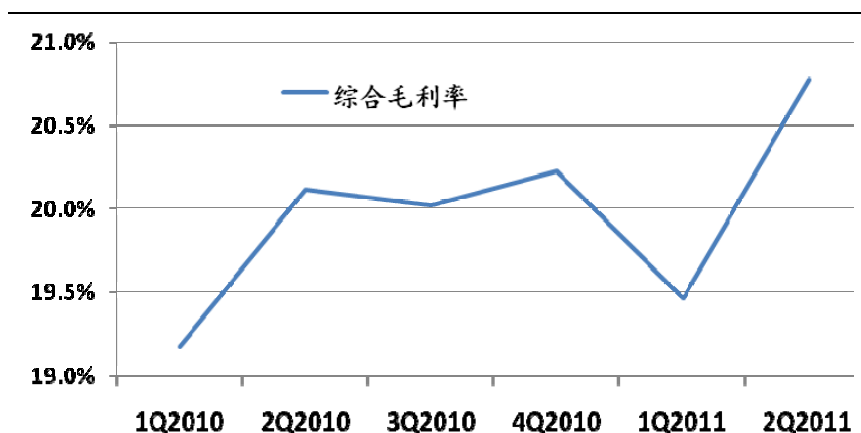
上半年各百货门店发展情况良好：

- ✓ 武汉国际广场向 “高”、“精”、“尖” 看齐，继续保持强劲增长势头；
- ✓ 武汉广场继续扩大化妆品的经营，同时加大时尚元素的注入，提升品牌档次，经营风格更显潮流时尚；
- ✓ 世贸广场持续打造黄金珠宝和国际名表的经营特色，成为整体业绩稳步提升的重要支撑；
- ✓ 亚贸广场针对商圈特点，以经营国际时尚快销品牌为突破口，加大国内名品的引进力度，经营实力进一步提高；
- ✓ 建二商场通过扩大热点品类黄金珠宝的经营规模放大销售；
- ✓ 襄阳购物中心通过压缩效益差的专柜面积，重新整合经营资源；
- ✓ 十堰人商在强力推进新楼项目进展的同时，围绕市场抓热点，灵活经营，确保稳健发展。十堰人商新大楼项目招商工作取得良好业绩。十堰人商大楼主体结构已封顶，内外装修已全面进场，招商进度和招商质量达到了预期计划，为 11 月 29 日的开业奠定了基础。

量贩超市收入增 19.44%，增速稳健，新开 3 家门店，扩大生鲜自营和直采提升毛利率：

2011 年上半年，量贩超市实现收入 28.43 亿元，同比增长 19.44%，毛利率 19.03%，提升 2.33 个百分点。量贩公司上半年新开门店 3 家，毛利率的提升主要由于公司扩大生鲜自营和自采直营力度，有效提高了销售业绩和盈利水平。

图 3：单季度综合毛利率



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

● **三项费用率分析：**

- ✓ 销售费用 74341 万元，同比增长 19578 万元，销售费用率 11.73%，

同比增加 1.14 个百分点，公司公告称“主要系公司 2010 年底新增鄖阳购物中心、昌源物流公司、聚丰家电维修和量贩公司新开网点费用增加所致”，我们分析一下具体项目，主要增加较多的是员工费用，2011 年上半年销售费用中的员工费用 31942 万元，同比增加 13087 万元；

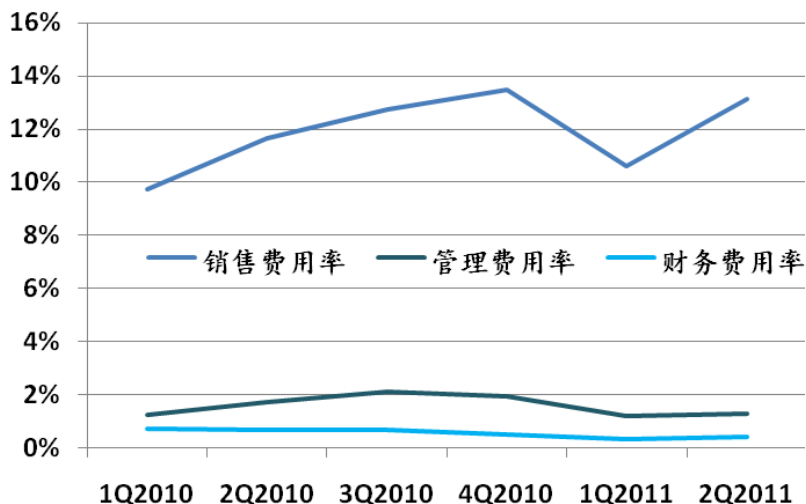
- ✓ 管理费用 7847 万元，同比增加 300 万元，管理费用率 1.24%，降低 0.2 个百分点，增加主要由于员工费用增加 353 万元；
- ✓ 财务费用同比下降，主要系归还银行借款利息支出减少。

表 2：公司费用具体情况

销售费用	2010H1	2011H1	YOY	管理费用	2010H1	2011H1	YOY
租赁费	10774	12336	14.50%	租赁费	140	108	-22.96%
折旧费	1982	2151	8.50%	折旧费	2182	2251	3.18%
长期待摊费用摊销	3151	4067	29.08%	长期待摊费用摊销	21	5	-76.81%
无形资产摊销	175	372	112.62%	无形资产摊销	1458	1475	1.21%
水电燃气费	6961	7965	14.43%	水电燃气费	9	8	-12.24%
物业管理费	3131	3991	27.50%	物业管理费	73	64	-12.02%
员工费用	18855	31942	69.41%	员工费用	1501	1954	30.21%
行管费用	818	1037	26.80%	行管费用	391	412	5.37%
CI 费用	1674	2197	31.23%	CI 费用	9	12	31.54%
经营费用	6069	6776	11.66%	经营费用	10	6	-34.40%
税费	316	434	37.57%	税费	1250	1195	-4.39%
聘请中介机构费	17	646	3803.40%	聘请中介机构费	431	261	-39.48%
诉讼费	1	0	-54.48%	董事会费	39	55	41.78%
董事会费（子公司）	204	204	0.00%	其他费用	34	41	19.63%
其他费用	637	222	-65.08%				
合计	54763	74341	35.75%	合计	7547	7847	3.98%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 4: 三项费用率



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

● **国际广场二期项目已经完成招商, 将于 9 月 29 日开业:**

国际广场二期工程建设已接近尾声, 项目招商完成, 揽括了全部顶级奢侈品牌, 国际一二线品牌覆盖二三楼。现阶段, 国内高端餐饮企业进场装修。9 月 29 日, 集购、吃、玩一体化的摩尔城将开业。

● **省内二三线城市的购物中心扩张有序进行**

根据公司公告, 武商襄阳现代商业城、武商黄石现代商业城已完成项目选址和规划、方案设计。

公司 8 月 29 日公告, 武商集团通过了兴建仙桃现代商业城项目的议案:

仙桃市位于长江中游地区, 汉江北岸, 东邻武汉, 西接潜江, 南与洪湖交界, 北与天门接壤, 处于湖北“金三角” (襄樊、宜昌、黄石三市构成的三角区)。优先发展区的中心和“两江” (长江、汉江) 经济开发带的交汇点上, 交通便利, 享有“鄂中宝地、江汉明珠”的美誉, 是国家两型社会试验区“8+1”武汉城市圈的核心成员之一。

根据武商集团发展规划, 经过周密的调查和分析, 集团拟购买仙桃市黄金地段用于现代商业城的开发, 地块面积 104 亩, 总地价 3 亿, 该地块分期供地、分期开发。第一次供地约 60 亩, 地价 1.8 亿, 其中 37 亩兴建一座地上八层, 地下二层, 总建筑面积约 10 万平方米的武商仙桃购物中心。购物中心项目总投资约 5 亿元, 拟通过集团内部调剂, 自筹解决。本项目建设投资估算为 49,501.66 万元, 其中土建投资 25,382.50 万元, 设备购置及安装投资 11,998.20 万元, 土地及其他费用 11,578.46 万元, 不可预见费用及零星费用 542.50 万元。购物中心项目投资回收期 8.19 年 (含建设期 1.25 年), 财务内部收益率 14.77%, 财务净现值 24,398.50 万元 (基准折现率 8%)。

● **盈利预测和投资评级**

维持 2011 年、2012 年盈利预测 EPS0.78 元、1.09 元, 按照配股后股本计算 EPS0.60 元、0.84 元。公司是湖北地区百货龙头企业, 在区域内具备绝对优势; 原有的武汉广场、世贸广场、武汉国际广场三家主力百货

门店占据了武汉最核心商圈的绝对优势地位和面积，进入了成熟收获期；且近两年公司新项目培育期较短——摩尔城 2011 年开业 2012 年就可以贡献盈利，十堰项目 2011 年拆迁期不影响收入利润；其他异地门店发展趋势较好，湖北三线城市发展空间较大，公司还要继续拓展门店。我们看好公司未来三到五年的发展。按照 2012 年配股后 0.84 元的业绩预测，参考 30 倍市盈率，给予目标价 25.20 元，维持“增持”评级。

作者简介:**刘冰:**

执业资格证书编号: S0880511010042

电话: 021-38676703

邮箱: liubing6168@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		