

区域龙头百货地位稳固 未来业绩可能好于市场预期

报告要点

- ◆ 中部地区对于出口的依赖程度相对于沿海城市要小，因此中部地区消费受到经济增速放缓的影响相对较小，湖北特别是武汉地区人均可支配收入的稳定增长为零售消费提供持续增长的基础。
- ◆ 鄂武商是当地最大的百货公司。目前合计拥有 6 家百货门店和 54 家大卖场，并且百货和量贩业务均衡发展。武汉广场、武商世界贸易中心和武汉国际广场 3 个核心门店位置得天独厚。区域市场控制力强大。
- ◆ 公司在汉口解放大道合计拥有 20 万方的商业自有物业，且这些物业的市场价值要远高于账面值。
- ◆ 我们认为 2008 年和 2009 年武商盈利将保持稳定增长。武汉广场等老门店经营稳定，武商世贸广场等部分老门店调整后稳定增长；国际广场 2008 年成功扭亏；襄樊购物中心 2008 年减亏；超市业务增速迅猛。
- ◆ 随着百货新店的扭亏和减亏，以及超市业务的健康快速发展，我们预计鄂武商 2008/2009 的 EPS 分别为 0.36 和 0.44 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。我们认为可以给与公司 20x2009 年 EPS 的估值，估值为 9-10 元。给予推荐评级。

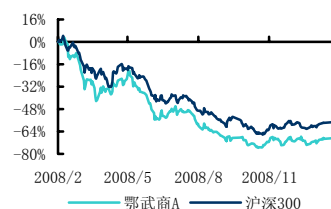
当前股价: 7.46

可选消费行业评级

公司基本数据 2009. 2. 10

总股本(万股)	50725
流通 A 股/B 股(万股)	43283/0
资产负债率	69.76%
每股净资产(元)	2.55
市盈率(当前)	38.05
市净率(当前)	2.92
12 个月内最高/最低价	19.88/4.53

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源: Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

 PE
PB
EV/EBITDA

 PE
PB
EV/EBITDA

相关研究

《2009 年 1 季度消费大类资产配置报告》
2009-1-11
《零售业 2009 年投资策略——先抑后扬》
2008-12-9

分析师:

邵稳重 代薇
027-65799539
shaowz@cjsc.com.cn
daiwei@cjsc.com.cn
联系人:
杨靖凤
(8621) 63217917
yangjf@cjsc.com.cn

主要财务指标

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	5297	6470	7415	8242
增长率(%)	14%	22.1%	14.6%	11.1%
归属母公司所有者净利润(百万元)	99.4	182.0	224.2	254.5
增长率(%)	110%	83%	23%	13.41%
每股收益(元)	0.196	0.36	0.44	0.50
净资产收益率(%)	7.7%	15.4%	16.3%	16.0%
每股经营现金流(元)	1.47	1.3	1.45	1.47
现金分红收益率(%)	0.0%			

正文目录

中部地区消费受到经济增速放缓的影响相对较小.....	4
湖北武汉消费市场从 04 年开始高速增长 增速一直高于全国主要省会城市.....	4
人均可支配收入稳定增长奠定湖北消费市场持续发展的坚实基础	4
1+8 城市圈的建设有助于当地消费的促动	5
鄂武商是当地最大的百货公司 区域市场控制力强大	6
百货超市业务分布均衡.....	6
核心门店位置得天独厚.....	7
初具连锁规模	8
鄂武商的物业重估价值很大.....	8
2008/2009 年业绩增长稳定.....	9
我们认为 2008 年和 2009 年武商盈利将保持稳定增长	9
估值偏低 推荐评级	10

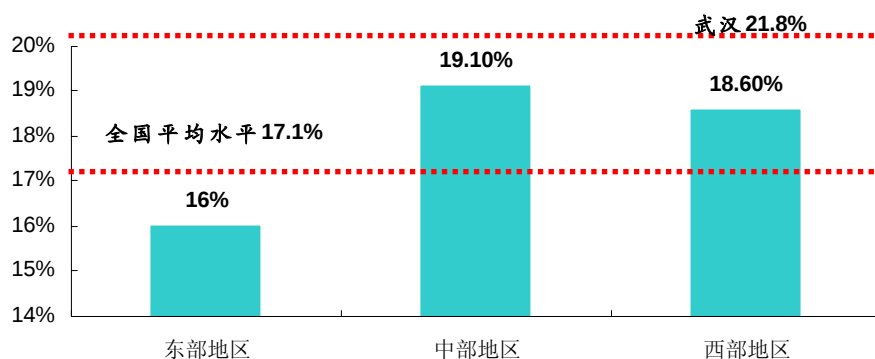
图表目录

图 1: 2008 年中部地区零售业销售额增长速度高于东西部地区	4
图 3: 武汉社会消费品零售额保持高增长.....	4
图 4: 近年来主要省份人均可支配收入增长率比较	5
图 6: 武汉人均可支配收入增速较快	5
图 7: 武汉 1+8 城市圈区位图	6
图 8: 鄂武商 2008 年中期收入结构	7
图 9: 鄂武商核心门店所在商圈位置图	7
表 1: 武汉三家零售商业态及门店情况	6
表 2: 鄂武商百货门店概况	8
表 3: 公司物业价值测算	8
公司财务报表及指标预测	11

中部地区消费受到经济增速放缓的影响相对较小

中部地区在本轮经济增速放缓的过程中受影响的程度相比较沿海地区要小。这主要与中部地区的产业结构和发展模式有关，中部地区的发展对于出口的依赖程度相对于沿海地区要小，同时其基础产业经过多年的发展已近积累了一定的风险抵抗能力。

图 1：2008 年中部地区零售业销售额增长速度高于东西部地区

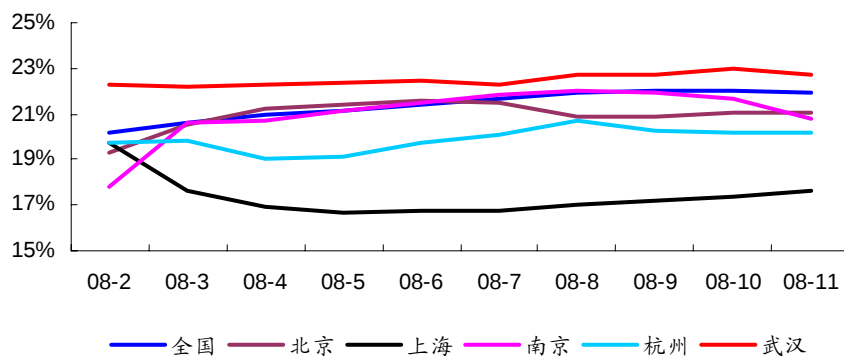


资料来源：长江证券研究部

湖北武汉消费市场从 04 年开始高速增长 增速一直高于全国主要省会城市

湖北武汉社会消费品零售总额从 2004 年的 11% 一直保持高速的发展势头，2007 年消费品零售总额增长率达到 18.1%。相比较其他武汉作为省会城市，消费品零售额增长率一直保持第一的身份。这说明武汉消费商业市场在未来还是非常具有潜力。这对于在本地扎根发展的鄂武商来说是个非常好的机会。

图 2：武汉社会消费品零售额保持高增长



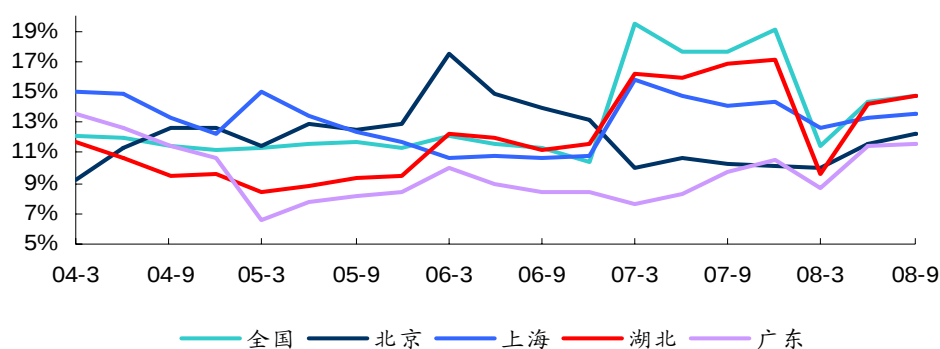
资料来源：长江证券研究部

人均可支配收入稳定增长奠定湖北消费市场持续发展的坚实基础

收入的稳定增长为消费提供持续增长的基础。

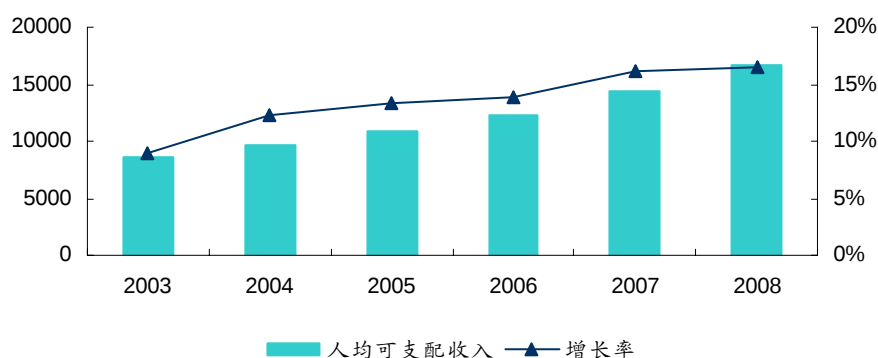
湖北人均收入一直保持稳定的增长。在 08 年宏观经济暗淡的环境下，人均收入依旧保持了稳定的增长，比北京、上海、广东等地的人均收入增长率都要高。我们统计了武汉在 08 年第二季度和第三季度累计人均可支配收入增长率，发现三季度人均可支配收入增长率达到第一位。

图 3：近年来主要省份人均可支配收入增长率比较



资料来源：长江证券研究部

图 4：武汉人均可支配收入增速较快



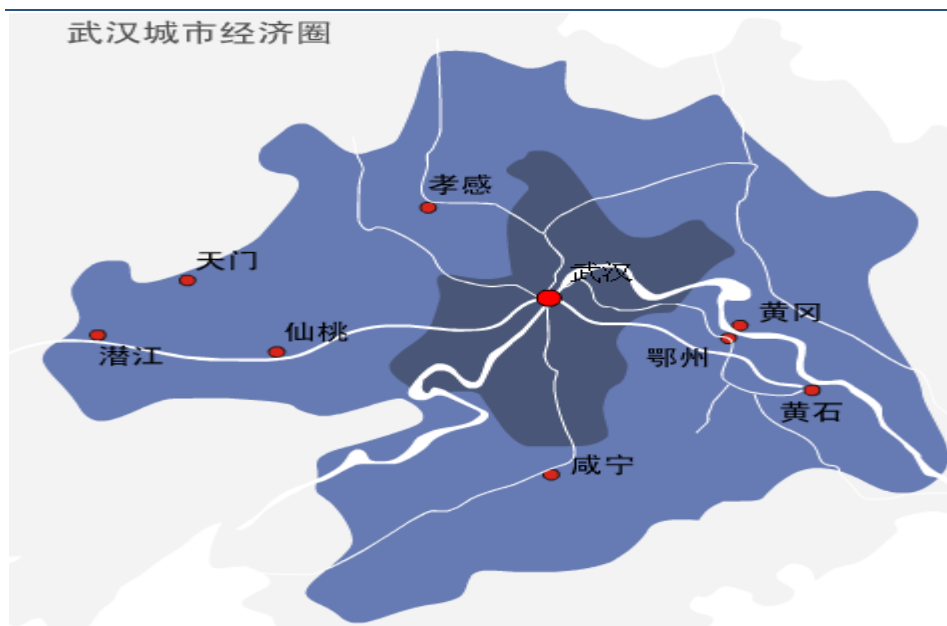
资料来源：长江证券研究部

1+8 城市圈的建设有助于当地消费的促动

2007 年 12 月 14 日，经国务院同意，国家发改委正式下文《关于批准武汉城市圈和长株潭城市群为全国资源节约型和环境友好型社会建设综合配套改革试验区的通知》。

武汉 1+8 城市圈包括武汉、黄石、鄂州、孝感、黄冈、咸宁、仙桃和潜江 9 个城市。一般地，城市圈的功能在于谋求基础设施建设一体化、城乡建设一体化、区域市场一体化等措施。

图 5：武汉 1+8 城市圈区位图



资料来源：长江证券研究部

我们认为，武汉城市圈的建立增强了鄂武商等主力百货零售企业的辐射功能。

根据湖北省政府的规划，为配合试验区的实施，当地政府近两年正投入巨资建设武汉市出城高速，2009 年底所有武汉市所有出城高速都将通车，通车后武汉到这些 8 个城市的车程均在 1 小时之内。

这意味武汉商业零售企业的市场，特别是百货业务的市场已经不局限于武汉地区，而辐射到武汉周边这 8 个城市。实际上，鄂武商所在解放大道商圈外地客流很大，依据鄂武商管理层介绍，目前武汉广场等门店的辐射能力强，节假日外地客流占到这些门店 70% 销售。

我们认为，随着 2009 年底，武汉各条出城高速的全线通车，武汉连接这些城市圈内 8 个城市的高速车程在 30 分钟至 90 分钟之内，这将极大增加这些城市的消费群体在汉口解放大道商圈的消费。而公司核心门店武汉广场、武商国际广场和世贸广场将受益巨大。

鄂武商是当地最大的百货公司 区域市场控制力强大

表 1：武汉三家零售商业业态及门店情况

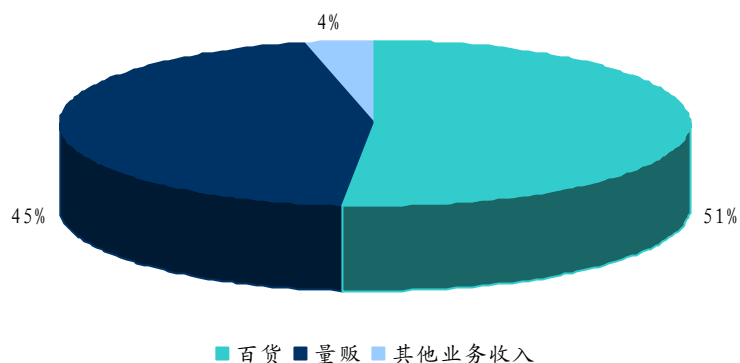
经营业态		门店总数（08 年中期数据）	2008Q1-Q3 营业收入（亿元）
鄂武商	百货店+量贩店	49（6+43）	47.4
武汉中百	仓储超市+便民超市+百货	579（111+464+4）	65.6
武汉中商	百货+购物中心+超市大卖场	42（6+1+35）	22.9

资料来源：长江证券研究部

百货超市业务分布均衡

从 2008 年公司中报来看，百货业和超市业务收入分别占到总收入的 51% 和 45%。

图 6：鄂武商 2008 年中期收入结构



资料来源：长江证券研究部

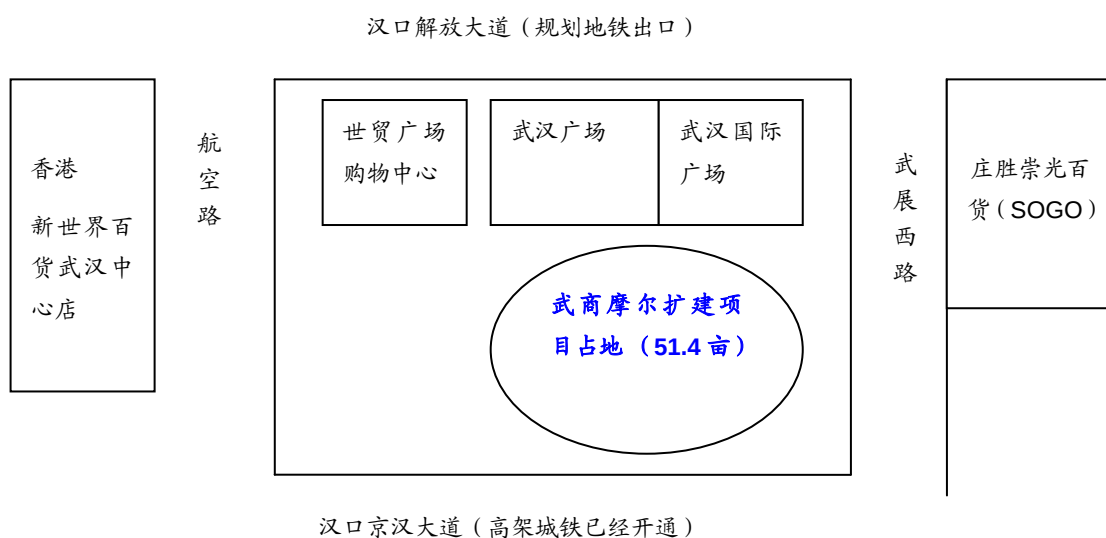
核心门店位置得天独厚

目前，鄂武商在解放大道武汉广场商圈拥有三座百货店，从东到西分别为武汉国际广场（约 5.5 万平米）、武汉广场（约 7.43 万平米）和世贸广场（约 8 万平米），合计三家门店建筑面积约 20 万方。

我们调研发现，武商 3 个门店位于武汉解放大道和京汉大道之间，而门店前门为过江地铁出口，后门为已经开通的高架城铁。地段极为优越。

公司正在规划武商摩尔城扩建项目（已于 08 年 12 月 4 日以 10.7 亿元拍得土地），也就是说，武商占据了武汉市最优质的商圈，并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 7：鄂武商核心门店所在商圈位置图



资料来源：长江证券研究部

初具连锁规模

截止到 2008 年 12 月底，鄂武商合计拥有 6 家百货店及 54 家大卖场。其中 2007 年 9 月底新开 2 家百货店，武汉国际广场是位于武汉核心商圈的重建项目，武商襄樊购物中心是武商拓展湖北省内异地百货连锁的第一店。未来公司计划在湖北的二线地级城市开设连锁百货门店。

表 2：鄂武商百货门店概况

主要百货店情况	产权或经营情况	持股比例	备注
武汉国际广场	自有产权，高档百货	分公司	2007 年 9 月底开业
武商襄樊购物中心	租赁经营，中档百货	分公司	2007 年 9 月底开业
武汉广场管理公司	自有产权,时尚百货	经营公司 51%权益	1996 开业
世贸广场购物中心	自有产权,大众百货	分公司	2000 开业
武商亚贸广场	租赁经营,大众百货	分公司	2000 年接手经营
武商建二商场	租赁经营,大众百货	分公司	2001 年经营

资料来源：长江证券研究部

鄂武商的物业重估价值很大

我们发现，公司拥有较多的自有物业，且这些物业的市场价值要远高于账面值。

表 3：公司物业价值测算

物业名称	面积（万平米）	市场价（万元/平米）	重估价值（亿元）	位置说明
武汉广场	7.35	3	22.05	核心商圈
世贸广场	8	2	16	核心商圈
国际广场	5.5	3	16.5	核心商圈
武商百盛（50%）	3	1.5	4.5	次商圈
土地 1-摩尔城	51.4 亩		10.7	核心商圈
土地 2-皇经堂	40 亩	500	2	次商圈
合计			71.75	
2008 年 9 月 30 日数据				
账面净资产（亿元）			14.85	
账面固定资产和在建工程（亿元）			18.23	
重估价值（亿元）			68.37	
每股重估价值（元）			13.49	

资料来源：长江证券研究部

2008/2009 年业绩增长稳定

我们认为 2008 年和 2009 年武商盈利将保持稳定增长

1) 武汉广场等老门店经营稳定，武商世贸广场等部分老门店调整后稳定增长。

武汉广场的收入约占公司百货收入的一半，同时盈利能力最强。2007 年实际业绩增长大约为 40% 左右。作为一个开业达数 10 年之久的老店，武汉广场的高速增长实属不易，表明公司经营能力的增强。我们判断，武汉广场 2008 年的营业收入与上年基本持平，而税前利润小幅增长。我们预计 2009 年武汉广场收入、盈利将小幅下降到 2007 年的水平。

此外，武商世贸广场等老门店经过持续的品牌调整，预计 2008 年和 2009 年仍能够保持 8-10% 的销售增长。

2) 国际广场 2008 年成功扭亏，未来增长前景光明

2007 国庆节开业的武商国际广场，该广场立足于做一线高端，目前尚处于培育期。我们预计国际广场 2008 年成功扭亏。实现净利润大约为 1500-2000 万元左右。

根据公司规模，目前正在持续地对这 3 个门店进行调整，将国际广场一楼调整为国际一线大牌名品，将武汉广场一楼调整为化妆品名柜；将世贸广场购物中心一楼调整为黄金和珠宝首饰名柜台。我们调研获悉，2009 年 5.1 前夕，GUCCI、FEND 等一些知名国际品牌将陆续进驻武汉国际广场。

3) 襄樊购物中心 2008 年减亏。

武商襄樊购物中心自 2007 年 6 月份签订租约到 2007 年 9 月 26 日开业（租赁物业），在短暂的时间完成门店的开业，表明公司管理团队的管理能力和发展能力较强。

我们预计，襄樊购物中心 2008 年仍旧亏损，但亏损额度将大幅减少为 1500 万元左右，2009 年将实现微亏或盈亏平衡。

4) 超市业务增速迅猛，发展势头较好。

随着公司清理了原来的房地产投资项目，收回了 1-2 亿元的现金。2008 年，公司大卖场业务加速开店，全年合计开店 15 家，目前公司大卖场数量已经从 2007 年底的 39 家增加到 54 家。而此前的几年，由于受制于多元化经营的影响，大卖场业务开店速度较缓慢。

但从 2007 年开始，公司已经明显加大大卖场业务扩张步伐，受益于所得税率从 33% 到 15% 的向下调整以及公司增持大卖场公司股权至 100% 的影响，预计 2008/2009 年大卖场业务利润增速为 30% 和 20%。

2008 年底，公司通过竞拍获得武汉广场后面 51 亩土地的使用权，根据公司规模，公司将自行兴建大型购物中心，购物中心最早可能于 2011 年国庆节开业。从长期看，这个购物中心地段优越，具有得天独厚的商圈优势；从短期看，随着购物中心项目 2009 年上半年动工，财务费用等均可以资本化。因而对 2009 和 2010 年的经营业绩影响不大。

估值偏低 推荐评级

随着百货新店的扭亏和减亏，以及超市业务的健康快速发展，我们预计鄂武商 2008/2009 的 EPS 分别为 0.36 和 0.44 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 13 元左右）。我们认为可以给予公司 20x2009 年 EPS 的估值，估值为 9-10 元。给予推荐评级。

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2007A	2008E	2009E	2010E		2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	5297	6470	7415	8242	货币资金	1295	1112	1746	2389
营业成本	4195	5127	5864	6522	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1102	1343	1552	1720	应收账款	161	204	234	260
% 营业收入	20.8%	20.8%	20.9%	20.9%	存货	244	292	334	372
营业税金及附加	39	47	54	60	预付账款	150	188	215	239
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	564	699	816	907	流动资产合计	1851	1829	2566	3301
% 营业收入	10.6%	10.8%	11.0%	11.0%	可供出售金融资产	6	6	6	6
管理费用	100	123	141	157	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	长期股权投资	126	126	126	126
财务费用	55	15	-5	-17	投资性房地产	176	176	176	176
% 营业收入	1.0%	0.2%	-0.1%	-0.2%	固定资产合计	1736	1694	1658	1627
资产减值损失	8	35	25	22	无形资产	141	134	128	121
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-2	0	0	0	递延所得税资产	32	9	6	5
营业利润	334	423	521	592	其他非流动资产	214	214	214	214
% 营业收入	6.3%	6.5%	7.0%	7.2%	资产总计	4281	4187	4879	5576
营业外收支	22	0	0	0	短期贷款	738	0	0	0
利润总额	355	423	521	592	应付款项	803	994	1137	1265
% 营业收入	6.7%	6.5%	7.0%	7.2%	预收账款	371	453	519	577
所得税费用	142	106	130	148	应付职工薪酬	38	51	58	65
净利润	213	317	391	444	应交税费	214	184	222	250
归属于母公司所有者的净利润	99.4	182.0	224.2	254.5	其他流动负债	450	549	629	700
少数股东损益	114	135	167	189	流动负债合计	2614	2231	2565	2856
EPS（元/股）	0.20	0.36	0.44	0.50	长期借款	371	371	371	371
现金流量表（百万元）					应付债券	0	0	0	0
	2007A	2008E	2009E	2010E	递延所得税负债	1	0	0	0
经营活动现金流净额	744	662	736	747	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益收回现金	1	0	0	0	负债合计	2986	2602	2937	3228
长期股权投资	-114	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1031	1185	1376	1592
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	264	400	566	756
固定资产投资	-282	-65	-74	-82	股东权益	1295	1585	1942	2348
其他	-67	0	0	0	负债及股东权益	4281	4187	4879	5576
投资活动现金流净额	-463	-65	-74	-82	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.196	0.359	0.442	0.502
股权融资	0	0	0	0	BVPS	2.03	2.34	2.71	3.14
银行贷款增加（减少）	-17	-738	0	0	PE	38.05	20.79	16.88	14.87
筹资成本	69	-43	-28	-21	PEG	1.03	0.57	0.46	0.40
其他	-139	0	0	0	PB	3.67	3.19	2.75	2.38
筹资活动现金流净额	-86	-780	-28	-21	EV/EBITDA	7.79	5.51	3.81	2.54
现金净流量	195	-183	633	643	ROE	9.6%	15.4%	16.3%	16.0%

资料来源：长江证券研究所

分析师介绍

邵稳重，长江证券零售行业资深分析师。

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) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@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。