

百货零售



金琼 王唏

商业零售行业研究员

(021)3856 5951

武汉中商 (000785)

调研信息速递

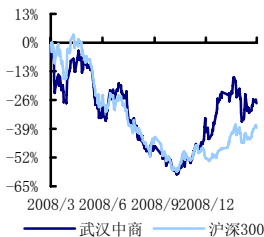
购物中心是 09 年增长点

中性

市场数据

报告日期	2009-3-26
收盘价(元)	5.69
52周最高/最低(元)	7.97/3.16
总股本(百万股)	251.22
流通股本(百万股)	161.12
总市值(百万元)	1429.45
流通市值(百万元)	916.77
每股净资产(元)	2.17

股价走势



相关报告

投资要点

3月26日我们赴武汉中商与公司人员就主要业务经营情况及发展计划进行了交流。

- 业务架构方面。除了销品茂、徐东平价、黄冈百货三个门店由对应的子公司经营外，其他的所有百货及超市门店均为上市公司门店。上市公司内部采取事业部方式进行管理，其中百货事业部管理集团百货门店，超市事业部管理集团超市门店。
- 公司近年来业绩不理想的主要原因是公司一度多元化经营，曾经拥有零售、地产、网络科技等多个业务单元。近2年公司进行业务调整，对盈利不强的资产已经大幅的剥离。未来公司将集中资源与精力在百货、购物中心、超市三大业务方面发展。目前来看，公司负债率较高，财务负担较重。
- 百货业务：平稳发展。截至2008年底公司拥有9家百货门店，合计百货经营面积约21.6万平方米。

表 1：主要百货门店一览

面积单位：万平

百货门店	营业面积	权益比例	开业时间	商圈及说明
中南商业大楼	3.3	分公司	1984	武汉，中南路商圈，预计08年盈利4000万
中商广场	3.6	100%子公司	1985	武汉，中南路商圈，预计08年盈利3000万
中商百货销品茂店	1.7	分公司	2005	武汉，徐东商圈，租赁的销品茂场地月租50元/平
中商百货沙市店	3	分公司	1996	省内，96年开业当年第二，97年排到当地第一
中商百货荆门店	2	分公司	2000	省内，当地竞争环境激烈，所在商圈三家门店聚集，微利经营
中商百货十堰店	1	分公司	2005	省内，当地人民商场较强，公司在面积，商品丰富度上均不占优势，基本持平
中商百货黄冈店	2	50%子公司	1999	省内，当地没有竞争对手，但居民消费能力较差，08略有好转基本持平
中商百货随州店	3	分公司	2007年底	省内，位置不错，硬件较好，采取百货、超市双业态经营。预计培育期2-3年

中商百货 2 分公司 2008
咸宁店 年底 省内, 预计培育期 2-3 年

数据来源: 调研信息、兴业证券研发中心

中南商业大楼及中商广场是公司的主力门店, 所在的中南商圈是武昌地区的传统核心商圈。我们预计 08 年两个店利润总额合计约为 7000 万左右。近几年武昌商业发展较为迅速, 徐东商圈、街道口商圈的崛起对公司经营带来较大的竞争压力, 商圈辐射力有所降低, 未来成长空间有限。目前这两个门店的客户群较为稳定, 主要是附近的写字楼商务人群及居民。

公司是较早进行省内百货连锁扩张的零售商, 但连锁百货盈利能力较为一般。目前在省内二线城市的百货有五家, 其中异地最早开店的沙市中商百货盈利能力最强, 年利润约 1000 万左右。其他二线城市百货均处于微利或基本持平状况。07 及 08 年新开的随州、咸宁两个店目前尚处于培育期, 预计培育期需要 2-3 年。根据公司计划, 预计 09 年公司可新开一家百货店。

- 购物中心业务: 销品茂有望 09 年进入盈利期。自 2005 年开业以来销品茂一直处于亏损之中。该项目负债率高达 90%, 财务费用支出较大。随着徐东商圈的不断成熟以及销品茂出租率的不断提升, 销品茂逐年减亏趋势明显。2006、2007 年亏损分别为 3600 万, 2600 万, 目前出租率约为 96%, 我们预计 08 年销品茂亏损为 1800 万左右。09 年销品茂有望进入盈利期。主要原因在于 (1) 随着销品茂人流量不断增大, 公司对中小客户及短期租约客户仍有一定的租金提升空间; (2) 2009 年公司出租业务的房产税有望从 12% 降低至 7%; (3) 随着贷款利率的下行, 公司的财务费用将明显减轻。
- 超市业务: 经营不具优势, 竞争压力较大。公司经营的中商平价超市一般店面面积在 3000 平以上, 主要竞争对手为省内的内、外资大卖场。截至 2008 年底公司超市有 33 家, 公司的超市业务在规模上与盈利能力上与本地的武汉中百、武商量贩均有一定差距, 毛利率低于对手约 2-3 百分。在内外资竞争对手的夹击之下, 公司超市业务发展环境不容乐观。我们预计 09-10 年, 公司将以每年以 3 家左右的速度展店。
- 公司的大股东为武商联, 其旗下商业上市公司有鄂武商、武汉中百、武汉中商。从现有经营情况和市场控制力来看, 鄂武商百货业务优势突出, 武汉中百超市业务优势明显。结合武商联设立初衷及解决上市公司业态交叉竞争的承诺, 我们认为武商联推进重组事宜只是时间早晚的问题。在具体业务重组中, 中商集团有被边缘化的可能。从武商联对上市公司的控制力及可操作性来看, 不排除先行对中商集团与武汉中百进行整合的可能。
- 盈利预测: 我们预计武汉中商, 08-10 年的 EPS 分别为 0.18 元, 0.24 元, 0.27 元。按照当前 5.85 元的股价, 公司 09, 10 年的动态市盈率分

别为 24 倍，22 倍，给予“中性”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2007A	2008E	2009E	2010E
流动资产	882	625	646	682
货币资金	442	200	200	200
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	24	22	23	25
其他应收款	105	85	89	96
存货	235	264	277	300
非流动资产	1444	1406	1368	1328
可供出售金融资产	2	2	2	2
长期股权投资	58	58	58	58
投资性房地产	525	525	525	525
固定资产	718	676	635	594
在建工程	0	5	8	9
油气资产	0	0	0	0
无形资产	70	70	70	70
资产总计	2326	2031	2014	2010
流动负债	1453	1125	1052	976
短期借款	508	244	152	47
应付票据	6	7	7	7
应付账款	314	317	333	360
其他	625	557	560	562
非流动负债	287	287	287	287
长期借款	287	287	287	287
其他	0	0	0	0
负债合计	1741	1412	1339	1263
股本	251	251	251	251
资本公积	81	81	81	81
未分配利润	6	50	109	177
少数股东权益	72	62	59	62
股东权益合计	585	619	675	746
负债及权益合计	2326	2031	2014	2010

现金流量表

单位: 百万元	2007A	2008E	2009E	2010E
净利润				
折旧和摊销	11	-4	1	1
资产减值准备	33	44	59	68
无形资产摊销	77	57	58	60
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	60	64	60	55
投资损失	-20	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	39	-63	-5	-8
经营活动产生现金流量	198	88	171	179
投资活动产生现金流量	73	-2	-20	-20
融资活动产生现金流量	-58	-328	-151	-159
现金净变动	214	-242	0	0
现金的期初余额	297	442	200	200
现金的期末余额	511	200	200	200

利润表

单位: 百万元	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	2796	3218	3379	3649
营业成本	2298	2645	2774	2996
营业税金及附加	25	26	27	29
销售费用	30	32	34	36
管理费用	347	393	405	438
财务费用	60	64	60	55
资产减值损失	11	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	20	0	0	0
营业利润	44	59	78	95
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	50	59	78	95
所得税	35	25	22	24
净利润	15	34	56	71
少数股东损益	-18	-10	-3	3
归属母公司净利润	33	44	59	68
EPS (元)	0.13	0.18	0.24	0.27

主要财务比率

	2007A	2008E	2009E	2010E
成长性(%)				
营业收入增长率	12.1%	15.1%	5.0%	8.0%
营业利润增长率	1458.0	32.3%	33.0%	21.7%
净利润增长率	29.0%	122.2	65.1%	26.8%
盈利能力(%)				
毛利率	17.8%	17.8%	17.9%	17.9%
净利率	1.2%	1.4%	1.8%	1.9%
ROE	6.4%	7.9%	9.6%	10.0%
偿债能力(%)				
资产负债率	75%	70%	66%	63%
流动比率	0.61	0.56	0.61	0.70
速动比率	0.44	0.32	0.35	0.39
营运能力(次)				
资产周转率	1.20	1.58	1.68	1.82
应收帐款周转率	128.49	136.32	146.34	148.35
每股资料(元)				
每股收益	0.13	0.18	0.24	0.27
每股经营现金	1.15	0.35	0.68	0.71
每股净资产	2.04	2.22	2.45	2.72
估值比率(倍)				
PE	45	32	24	22
PB	2.21	2.04	1.84	1.66

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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, 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。