

鄂武商 A

000501

增持/ 维持评级

股 价	2009/06/08
RMB9.91	

基础数据

总股本（百万股）	507
流通 A 股（百万股）	433
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	4289

财务数据

市净率 (X)	3.72
TRACING P/E (X)*	26.23
EPS (元)	0.15
股息率 (%)	0.00

*最近四季盈利计算。

相关研究

分 析 师

吴红光

0755-82492069

wuhg@lhqz.com

守得云开见月明

经营预测与估值	2008A	20091Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	6629.7	2131.5	8089	9668	11359
(+/-%)	25.2	12.6	22.0	19.5	17.5
归属母公司净利润(百万元)	180.4	75.3	226.4	269.6	324.9
(+/-%)	15.6	17.5	25.5	19.1	20.5
EPS(元)	0.36	0.15	0.45	0.53	0.64
P/E(倍)	27.9	66.8	23.30	19.56	16.24

■ 武汉及湖北受此轮经济危机冲击较小，居民可支配收入增速高于全国水平 3-4 个百分点，稳健的收入增长保障本地需求的强劲增长；作为武汉城市圈的核心，武汉市具有强大的吸入效应，周边消费对本地商业需求形成强大补充；外部环境良好是本地商业股股价上行的刺激因素。

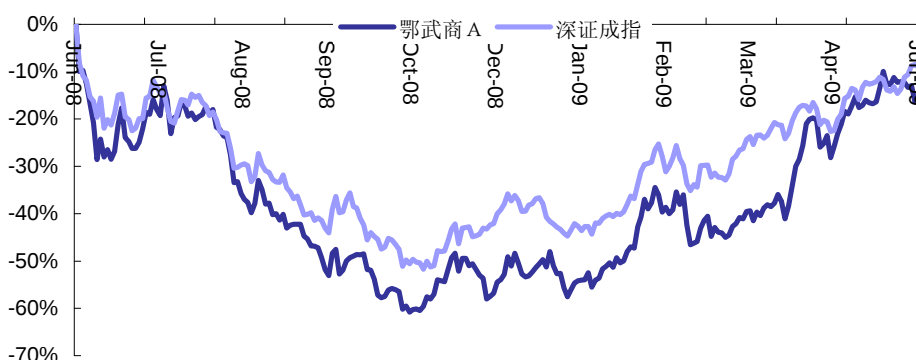
■ 公司是武汉地区百货业的龙头，2008 年公司百货销售收入占武汉限额以上百货市场份额的 24%，2009 年 1-4 月公司大力引进知名品牌提升门店档次，通过错位经营实现优势互补，百货业绩再超市场预期。公司筹划多年的摩尔项目破土动工，项目建成后公司百货垄断地位将更加稳固。

■ 公司的超市业务正处于高速拓展期，稳健的扩张计划和广阔的市场空间保障公司的外延扩张；物流配送中心和蔬菜基地的启用将提高公司整体竞争力，保障门店内生增长；新开门店转为成熟门店成为近期业务增长点。

■ 公司历史遗留问题基本解决，武汉市政府出台工商业用电同轨政策对公司形成政策利好，公司融资缺口收窄、利息资本化导致财务费用压力减轻，未来公司高企的费用率存在下降预期。

■ 大股东 “意外” 增持意义良多，困扰公司多年的股权纷争可能终获解决，资产注入、管理层激励制度等预期给公司带来交易性投资机会。预计公司 2009-2011 年 EPS 为 0.45, 0.53, 0.64，维持增持评级。

最近 52 周股价表现



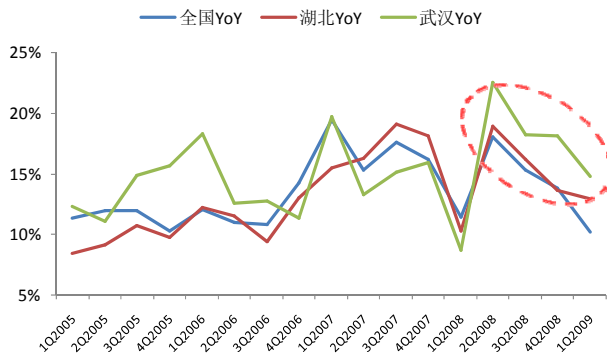
经济危机凸显公司区位优势

湖北地区受经济危机冲击较小

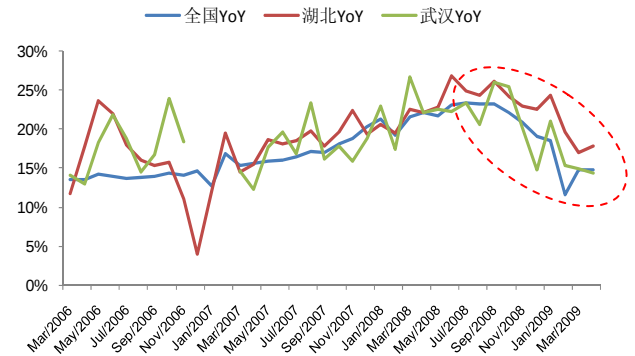
2008年以来受全球经济危机影响，全国GDP及人均可支配收入的增速明显下滑，并导致居民消费能力的下降和社会消费品零售总额增速趋缓，给商业零售行业带来负面影响。但从各区域受影响程度来看，中西部地区相对于东部沿海省份，外向型经济比例较低，在此轮冲击中影响较小。季度数据显示经济危机以来，武汉地区城镇居民人均可支配收入增速平均高于全国水平3-4个百分点，收入稳健增长是武汉零售企业业绩增长的重要保证。

图 1：湖北地区受经济危机影响较小

武汉、湖北及全国人均可支配收入区域比较



武汉、湖北及全国社会消费品零售总额区域比较



资料来源：CEIC

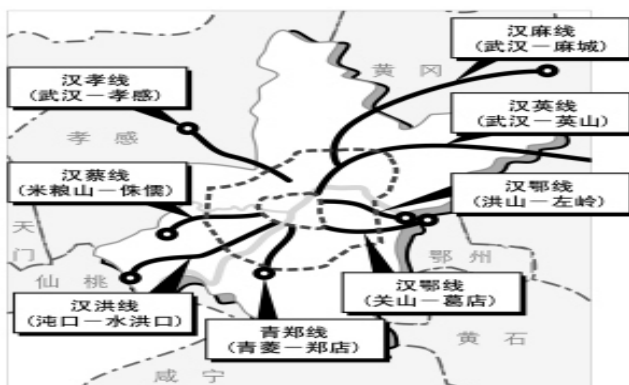
大都市经济圈打造区域中心

作为国家中部崛起战略受益区域之一，湖北省正着力打造以武汉为中心的城市圈。根据规划，2011年前将建成13条以武汉为中心的高速公路和快速路构成的公路主骨架网，形成以武汉为中心，通往城市圈八市市区的“一小时交通圈”。

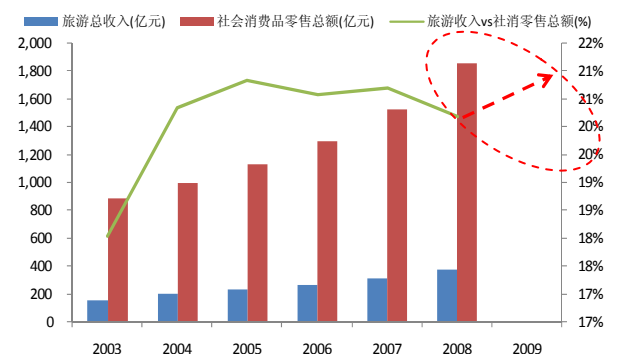
我们认为随着区域内交通网络的建设和城市圈的逐渐成型，武汉地区作为区域中心的吸入效应越发明显，本地以外人口在武汉的消费将对当地零售业态发展形成强有力的支持。

图 2：武汉成为大都市经济圈的区域中心

武汉一小时交通圈示意图



武汉旅游收入 vs 社消零售总额



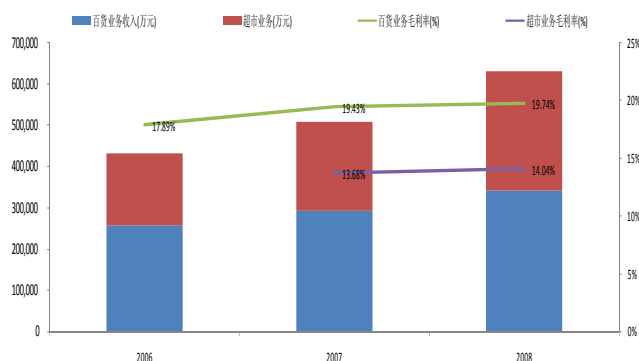
资料来源：武汉统计局、联合证券研究部

零售业务亮点频出

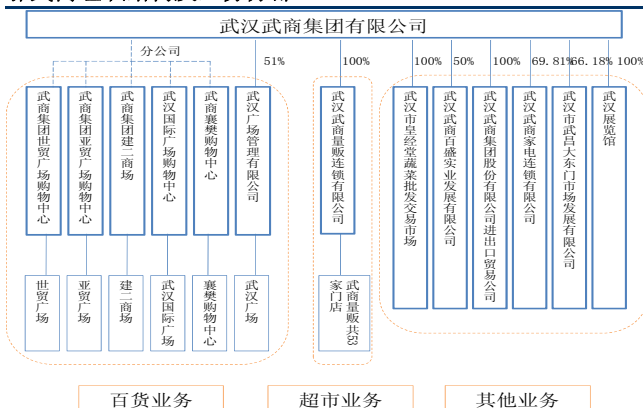
公司近年来坚持外延内生并举以加强主营业务实力，并通过出售股权收缩业务范围。截止 2008 年底公司主营业务收入达到 62.87 亿元，其中百货业务占比 54%，超市业务占比 46%，旗下共拥有 6 家百货门店和 53 家超市，百货、超市经营面积分别达到 25.2、39.2 万平方米。

图 3：鄂武商业业务情况及组织结构

2006-2008 鄂武商百货、超市业务情况



鄂武商组织结构及业务分部



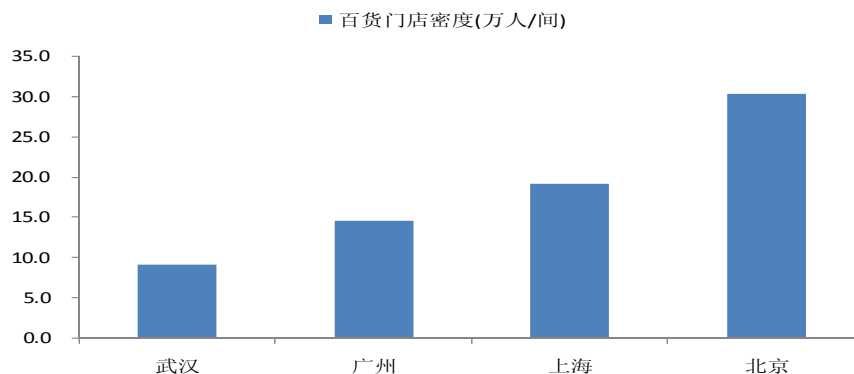
资料来源：公司公告、联合证券研究部

百货业务：霸主地位稳固，摩尔项目可期待

武汉百货业：硝烟弥漫的战场

武汉地区得天独厚的市场环境使得众多百货企业都扎堆抢滩,根据武汉统计局公布的统计数据,早在 2003 年武汉城区人均百货商场的面积已达到 0.8 平方米,接近北京、上海水平(约 1.0 平方米),而截至 2007 年底,武汉市百货门店密度已超过上海、北京、广州等一线城市,区内百货竞争异常激烈。

图 4：重点城市百货密度比较



资料来源：各市统计局，上海大型商业发展报告，联合证券研究部整理。注：人口数均为常住人口。

目前除鄂武商外，在武汉具有一定规模的百货企业是新世界百货，共有 6 家门店，但其门店面积总和仅为 16.8 万平方米，除了新世界中心店位于武广商圈，其余门店均在次级商圈，根据我们的测算，目前新世界百货销售规模不及鄂武商武汉门店的 50%，尚难对鄂武商形成威胁。我们根据武汉统计局公布数据推算，目前公司在武汉的百货门店销售收入占武汉限额以上百货收入 24%，经营面积占

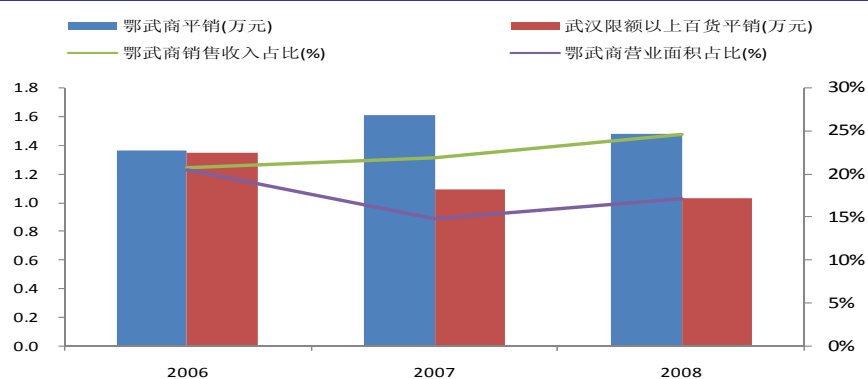
比接近 17%，短时间内鄂武商的霸主地位难以撼动。

表 1：武汉主要百货企业情况

	百货门店数	百货经营面积(万平方米)	商圈分布
鄂武商	5	21.6	3 家位于核心商圈，2 家位于次级商圈
新世界百货	6	16.8	1 家位于核心商圈，5 家位于次级商圈
庄胜崇光	1	3.4	核心商圈
群光百货	1	8.8	次级商圈
武汉中商	2	8	次级商圈
大洋百货	1	5.5	次级商圈
武汉王府井	1	5.6	次级商圈
鲁巷大楼	1	5	次级商圈
汉阳商场	1	2.6	次级商圈
合计	19	75.6	

资料来源：联合证券研究所整理

图 5：鄂武商与武汉当地百货经营状况比较



资料来源：公司公告，武汉统计局，联合证券研究部整理

公司各百货门店介绍及收入情况

武汉广场：自从 2003 年武广收入超过 10 亿元以来，03-08 年收入复合增长率超过 10%，2008 年门店收入 17 亿元，同比增长 3.52%，作为成熟门店这样的业绩难能可贵。我们认为未来年份武广的收入略高于永续增长，09-11 年收入增速为 3%、5%、5%。门店毛利率近年来一直保持在 21% 左右，我们认为该毛利率水平可以维持，这一判断主要基于武汉广场巨大的销售规模及独特的地位（是武汉单体收入最高的百货以及全国效益最高的单体百货之一），我们假设 09-11 年门店毛利率为 20.8%、20.5%、20.5%。根据最新的武广租金协议，武汉广场每年至少能向合并报表贡献 1.125 亿元净利润，是公司未来稳定的利润贡献点。

武汉国际广场：07 年 9 月开业后，不到一年时间内国际广场再度进行装修以提升门店形象，以配合包括 GUCCI 等奢侈品品牌和其他国际品牌的进入。我们认为目前国广定位、入驻品牌档次优于相邻的武广，但门店平销仅为武广的 1/3，加之公司对国广的发展非常重视，未来提升空间极大。2008 年国广收入 4.3 亿元、净利润约 1700 万元，我们预测未来国际广场三年收入增速为 50%、30%、20%，并很有可能成为公司重要的利润增长点。

襄樊购物广场：襄樊购物广场是公司的外埠门店，2008 年收入约 1.5 亿元，亏损 1800 万元，仍处于培育期。08 年以来公司加快了其柜位调整并初见成效，2009 年 1-4 月门店已经扭亏。我们认为襄樊店是公司跨区扩张的首次尝试，由于

缺乏经验导致门店亏损是非常正常的,但从目前来看,公司反应迅速、应对得力,加之襄樊地区竞争格局不如武汉激烈,我们预计襄樊店培育期会逐渐缩短,09-11年收入增速为 50%、30%、20%,2009 年即可盈亏平衡。

其他门店:公司的其他门店包括世贸广场、亚贸广场和建二广场,这三家门店作为公司的非核心门店,利润贡献较少。我们认为未来三家门店业绩保持微幅增长的格局难有改观。

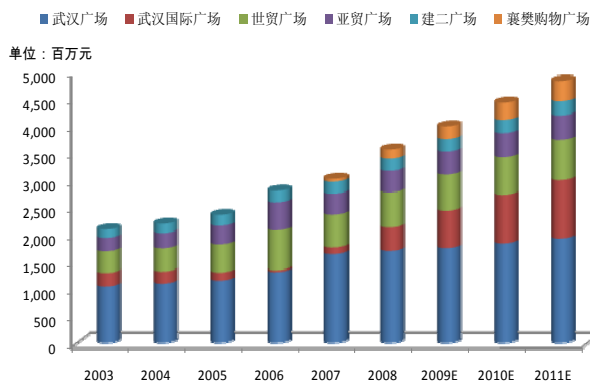
表 2: 鄂武商各百货门店介绍

门店名称	股权状况	建筑面积(万平方米)	经营面积(万平方米)	开业时间	物业情况
武汉广场	武汉广场管理有限公司(51%)	8.0	5.76	1996 年	自有物业
世贸广场	分公司	8.0	5.76	1999 年	自有物业
建二广场		2.0	1.44	2002 年	租赁物业
亚贸广场		6.0	4.32	2002 年	租赁物业
武汉国际广场		6.0	4.32	2007.09.29	自有物业
襄樊购物广场		5.0	3.6	2007.09	租赁物业
合计		35.0	25.2		

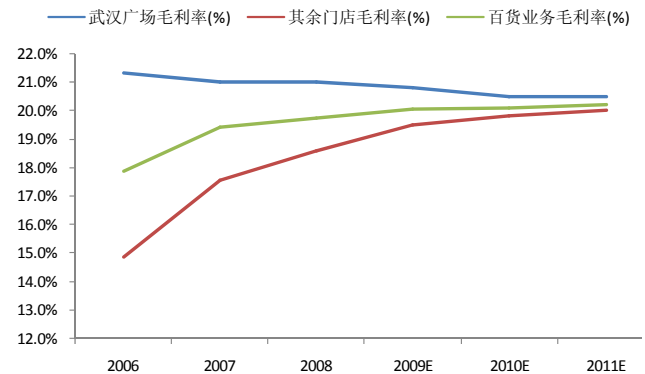
资料来源: 联合证券研究所整理

图 6: 鄂武商各门店状况 (1)

2003-2011E 鄂武商各百货门店收入状况



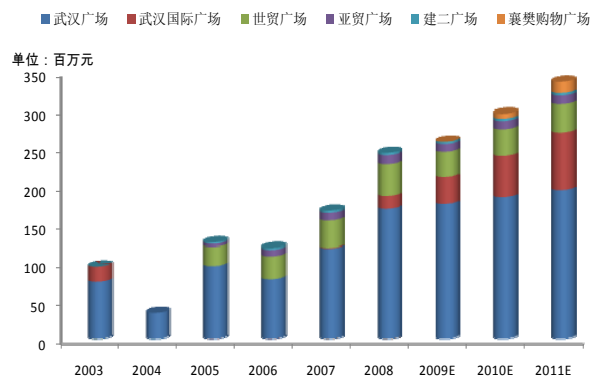
2006-2011E 鄂武商各百货门店毛利率水平



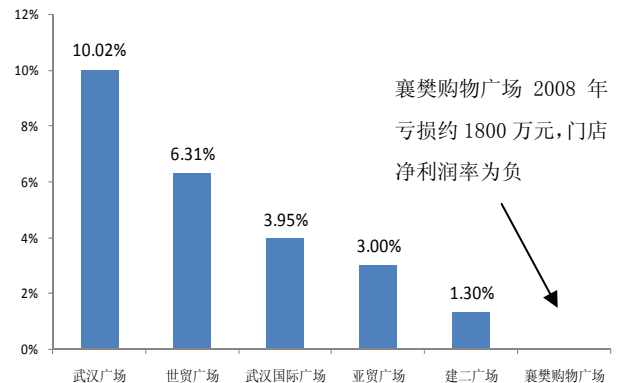
资料来源: 公司公告、联合证券研究部整理

图 7: 鄂武商各门店状况 (2)

2003-2011E 鄂武商各百货门店净利润状况



2008 鄂武商百货门店净利率比较



资料来源: 公司公告、联合证券研究部整理

商圈优势和品牌效应保证公司内生增长

公司作为本地国有企业，商业资源丰富，三大主力门店武汉广场、武汉国际广场和世贸广场占据了武汉最核心商圈武广商圈的黄金地段，合计经营面积达15.84万平方米。鄂武商在黄金商圈的门店资源具有不可复制性，客观上给竞争对手造成了进入壁垒。

2008年以来，鄂武商凭借其巨大的销售规模和良好的店面形象，成功的吸引了42个国际品牌（包括8个世界顶级奢侈品品牌）的加入。知名品牌的进入会使门店人气增加，客单价上升，门店销售额上升，此外知名品牌的进入提升了门店价值，使店内其他品牌销量有所提高，因此公司在提升门店档次的同时也掌握了与店内其他品牌议价时的主动权。

2009年1-4月份公司各门店均实现了同店增长，4月份销售收入增长15%，门店毛利率虽由于打折有一定下滑，但总体保持平稳，百货经营状况好于市场平均水平也好于公司预期。我们认为1-4月份是国内经济情况最恶劣、百货零售企业最惨淡的时期，而公司在这样的外部环境下仍能实现超预期的业绩，足以表明其在百货经营方面的优势，随着经济情况的逐渐好转，我们对公司已有门店百货业务的内生增长充满信心。

表 3：鄂武商各百货门店 1-4 月份经营表现

	经营表现	门店调整措施
武汉广场	实现正增长	以化妆品为主打产品，定位时尚百货
武汉国际广场	实现正增长，2009年1月份销售同比增长86%，情人节当天销售增长100%，预计全年门店利润会大幅度增长	自07年开业以来一直在进行品牌调整，目前已引进包括GUCCI、爱马仕、费尔格蒙等8个世界奢侈品品牌在内的42个国际品牌，今年上半年GUCCI等品牌将进驻商场。08年中再次进行装修以提升门店形象，着力打造武汉乃至华中地区最高档奢侈品百货。
世贸广场	实现正增长	扩大一楼黄金珠宝和钟表名品区域经营面积，鞋品等搬到其他楼层
亚贸广场	实现正增长	完成中庭改造，增加经营面积2116平方米
建二广场	实现正增长	继续进行品牌调整和柜位调整
襄樊购物广场	实现正增长，2009年前四月份实现微利，预计全年能扭亏为盈	继续进行品牌调整和柜位调整

资料来源：公司公告、联合证券研究所

摩尔城和连锁百货项目确保外延扩张

摩尔项目破冰起航

公司于2008年12月3日公告以10.7亿元竞得摩尔项目扩建用地约51.4亩，加之2007年公司以6767万元竞得的武汉展览馆约18亩土地，摩尔项目的土地购置已经全部完成，2009年公司将正式启动摩尔项目，并计划于年内完成地下土建工程。

我们对公司的摩尔项目有两点评价：

1. 摩尔项目拿地价格较高

此次11.4亿拿地价格远高于公司2007年非公开增发时预算的7.1亿元，超出预算的原因包括：1、从2007年中至今，武汉地区房地产价格具有较大涨幅：根据《亿房2008武汉房地产数据分析报告》，2007、2008年全年武汉房价分别上涨29.35%和16.62%，商品房价格的上涨导致商业地产价格的上涨；2、2007年时该土地上有建筑物，目前建筑已拆迁完毕，收购价为土地净拿地价格也导致了

最终价格的上涨。但即便如此我们认为这一价格仍然较高，造成公司的财务费用高企。

2. 短期难有业绩表现，长期将巩固公司竞争优势

摩尔项目建设期为两年，建成后公司在武广商圈经营面积增加了近 24 万平方米，公司的百货垄断地位将更加稳固。但由于项目预计开业时间为 2011 年 9 月开业，因此在短期内没有业绩贡献。

表 4：摩尔项目预计支出列表

摩尔项目内容	2007 年非公开增发议案时支出预算(万元)	2008-2011 年预计支出(万元)
土建工程	47,900.0	47,900.0
设备及安装	9,916.0	9,916.0
总平面工程及基础设施	10,057.8	10,057.8
土地及其他费用	71,001.8	113,717.0 (已支出)
预备费用	13,887.6	13,887.6
建设期贷款利息	5,863.7	5,863.7
铺底流动资金	1,600.2	1,600.2
总计	160,227.1	202,942.2

资料来源：公司公告、联合证券研究所

跨区扩张打造区域王者

公司曾在 2007 年提出通过增发发展九家百货门店的议案，可以看做是公司进行百货业态外延扩张的长期规划，这不仅是公司摆脱武汉市场空间有限这一瓶颈的必要途径，也是公司成为区域百货王者的诉求。

我们认为公司在湖北地区的品牌效应使公司在招商时具有较强的议价能力，公司对于湖北市场的深刻理解以及以往外埠扩张的宝贵经验都为公司未来的连锁扩张奠定了良好基础，公司从 07 年 9 月至今一直在为摩尔项目发展积攒资金，预计从 2010 年起公司的资金状况开始好转，停顿多时的门店扩张届时将重新启动。而如果 2009 年公司能够实现二级市场增发，则外部扩张进程仍会加快。

表 5：2007 年非公开增发时公司扩张计划

店名	所在城市	地址区域	建筑面积m²	经营面积m²
武商百货襄樊店	襄樊	襄樊长虹路	52,300	34,591
武商百货江夏店	武汉	武汉市东湖新技术开发区	15,000	10,500
武商百货桥口店	武汉	武汉市桥口区	20,000	14,000
武商百货宜昌店	宜昌	宜昌市西陵路	30,000	21,000
武商百货鄂州店	鄂州	鄂州滨湖路	30,000	21,000
武商百货十堰店	十堰	十堰市五堰	30,000	21,000
武商百货荆州店	荆州	荆州市	30,000	21,000
武商百货黄石店	黄石	黄石市黄石大道	20,000	14,000
武商百货恩施店	恩施	恩施市东风大道	20,000	14,000

资料来源：公司公告

超市业务：快速扩张，潜力巨大

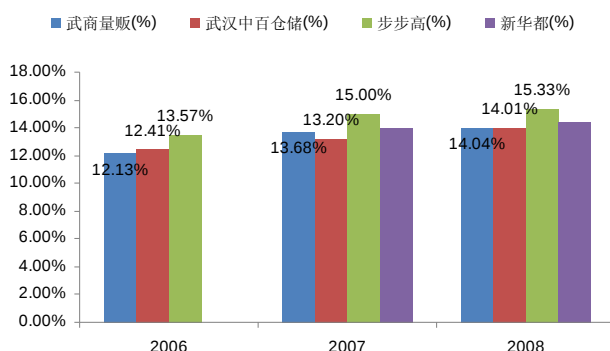
得益于门店数的快速增加，公司近年来的超市业务增长迅速，2008 年公司超市销售收入为 28.82 亿元，同比增长 34.88%。通过分析鄂武商与其他超市类公司经营指标，我们认为鄂武商门店经营水平较高，但规模效应仍显不足。我们预计 2009 年公司仍将采取快速开店战略，而公司配送中心的投入使用和自建蔬菜基地等举措将提高超市业态竞争力。

A 股超市类公司经营指标比较

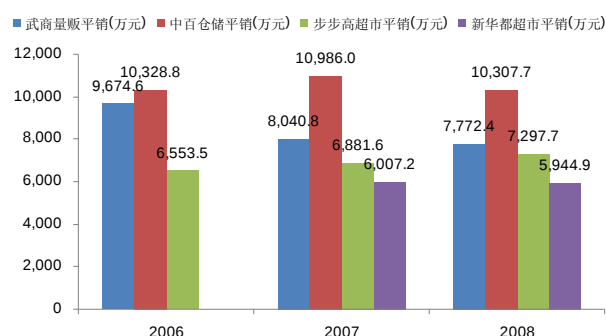
我们比较了武商量贩、中百仓储(包括便民超市和重庆超市业务)、步步高和新华都(不包括百货)，从前台毛利率与门店平销来看，武商量贩均与其他几家超市相差不大，但综合毛利率水平相差较大，这又一次印证了“进场费”为超市企业的重要利润来源，相比同区域内的中百仓储，鄂武商销售规模较小，因此议价能力较弱，导致公司综合毛利率有差异。

图 8：重点超市经营指标比较

重点超市前台毛利率比较



重点超市平销比较



资料来源：公司公告、联合证券研究部整理

表 6：武商量贩 vs 中百仓储 2008 年经营状况比较

	武商量贩	中百仓储(湖北地区门店)
销售收入(亿元)	28.82	59.63
门店数	53	89
武汉	29	45
湖北	24	44
经营面积(平方米)	39.2	57.9
单店面积(平方米)	7396	6500
平销(万元)	7,352.04	10,307.69
前台毛利率(%)	14.04%	14.01%
综合毛利率(%)	约 16.5%	18.01%
物流配送中心面积(平方米)	10000	20000

资料来源：公司公告、联合证券研究所。注：中百综合毛利率为包括重庆业务在内的综合毛利率

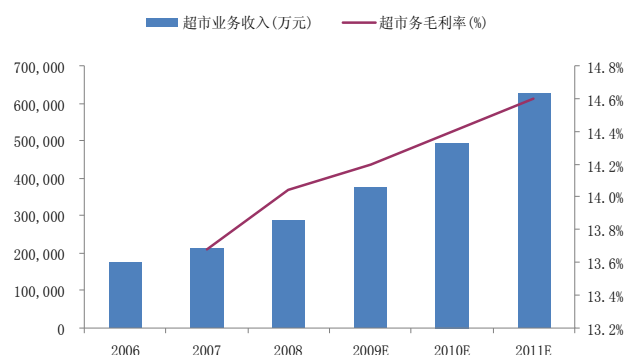
规模快速扩张，成熟期门店增多将提高业绩

从 2007 年开始，量贩公司加快了新门店拓展，2007、2008 年共新增门店 24 家，增幅为 82.8%，经营面积增加 21.2 万平方米，增幅达 117.8%。这些门店经过一年左右的培育期后，将相继成为成熟门店，并大幅度提升公司超市业务业绩。

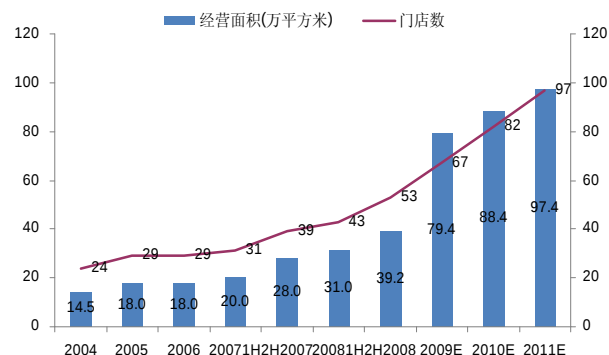
我们预计 2009-2011 年公司每年新开量贩超市 15 家左右，扩张目标区域为武汉空白区域、武汉城市圈内的二线城市。而目前湖北二线城市市场空间相当大，足以保证公司在未来几年内的规模扩张。

图 9：鄂武商超市经营状况

2006-2011E 鄂武商超市业务经营状况



2004-2011E 鄂武商超市扩张情况



资料来源：公司公告、联合证券研究部整理

物流配送和直采比例提高提升门店经营效益

2008 年前量贩公司仅有一个两万平方米的物流仓库，物流配送基本通过第三方物流外包完成。而此次投入使用的高桥物流中心位于武汉东西湖区江北民营科技园，紧邻 107 国道、京珠高速和铁路集装箱编组站，交通极其便利。高桥物流中心投入使用后将向公司在武汉市内的量贩超市直接配送，并将加强企业订单集成管理和物流成本的考核。

2009 年 3 月公司与武汉水一村 100 余家农户签订了 15 年的土地租赁合同，在当地建立蔬菜种植基地。目前公司前期投资为 100 万元，并计划年底将汉南基地扩大到 2000 亩。自建蔬菜基地后，公司不仅对蔬菜类产品的直供比例大大增加，而且公司在武汉的各卖场都可以保证一年四季每天都有新鲜蔬菜供应。

完全控股带来业绩提升

2008 年 8 月 15 日公司公告称目前公司计划采取股权置换方式，将公司所持的 1082 万股畅鑫物流股权与大股东武商联所持 2000 万股武商量贩股权进行置换，2008 年 11 月股权置换已经完成。根据我们的预测，此次置换完成后公司 09-11 年净利润将分别增加 1803、2416、3124 万元。

表 7：全资控股武商量贩带来业绩提升

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
量贩收入(万元)	175260	213642	288164	375705	492997	624715
量贩门店数	29	39	53	68	83	98
量贩净利润(万元)	3,988	5,271	6,682	9,017	12,078	15,618
量贩净利润率(%)	2.28%	2.47%	2.32%	2.40%	2.45%	2.50%
鄂武商控股比例(%)	80%	80%	100%	100%	100%	100%
合并报表净利润(万元)	3,191	4,216	6,682	9,017	12,078	15,618
完全控股后新增净利润(万元)	1,336	1,803	2,416	3,124	1,336	1,803
完全控股后 EPS 增加(元)	0.026	0.036	0.048	0.062	0.026	0.036

资料来源：公司公告、联合证券研究所整理

公司费用：谨慎的乐观

与主营业务的稳健发展相比，公司在费用控制上的不力一直为人诟病。从 2008 年费用率来看，鄂武商期间费用率位列 A 股 12 家连锁百货类上市公司的第 5，销售+管理费用更是列 12 家公司的第 4 位，费用率高企吞噬了业绩。根据

我们的测算，如果公司期间费用率能达到行业平均水平（即减少约 0.86%），公司 2008 年净利润就能增加 15.57%。

表 8：2008 年 A 股连锁百货费用率比较

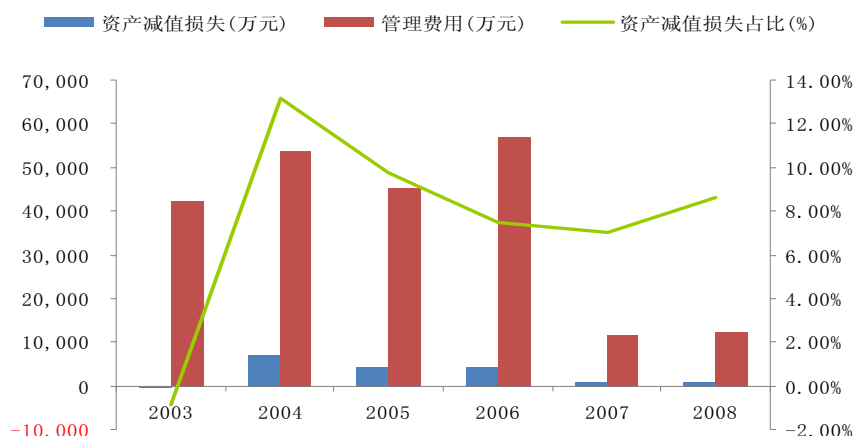
	2008 期间费用率	2008 销售+管理费用率	2008 销售费用率	2008 管理费用率	2008 财务费用率
均值	13.91	13.00	7.67	5.33	0.91
鄂武商 A	14.75	13.82	11.95	1.87	0.93
合肥百货	10.17	9.71	2.56	7.14	0.46
广州友谊	9.90	11.15	7.32	3.84	-1.25
广百股份	15.38	15.19	12.38	2.81	0.19
百联股份	20.87	18.15	8.41	9.73	2.72
东百集团	14.11	11.30	6.92	4.38	2.82
大商股份	18.03	17.10	3.95	13.15	0.93
欧亚集团	10.65	9.91	3.06	6.84	0.75
新华百货	11.53	11.63	7.54	4.10	-0.10
成商集团	15.29	13.05	9.80	3.25	2.23
银座股份	13.74	12.90	10.02	2.88	0.85

资料来源：wind、联合证券研究所整理

我们将公司的费用进行了分拆：管理费用中职工薪酬、租赁费、折旧摊销和水电费合计约占公司销售费用的 80%。2009 年 4 月，武汉市政府在常务会议上明确提出实施商业与工业水电同价等一揽子刺激商业服务业重建活力的举措，该措施实施后，鄂武商用电单价将由目前的约 1 元/度降至 0.75 元/度，并带来水电费用支出的下降。公司的资产减值损失 07 年以来大幅减少，这主要是由于公司基本解决了以往投资损失带来的亏损。

历史遗留问题的解决和市政府扶持政策将减少公司管理费用和销售费用支出。

图 10：鄂武商当年资产减值损失及管理费用



资料来源：公司公告，联合证券研究部整理

除了以上几部分费用外，我们注意到公司还有约 20% 的其他管理费用，我们认为这部分费用具有较大的压缩空间，考虑到公司规模效应的逐渐显现和历史遗留问题的解决，我们谨慎的认为公司的管理费用和销售费用将小幅下滑。

根据公司 2009 年一季报披露的资产负债情况测算，2009 年公司资金缺口约 7.42 亿元。考虑到公司最近四年来的经营性现金净收入分别为 6.26、4.41、7.44 和 8.31 亿元，公司可以通过经营性现金流入弥补这一缺口，债务规模不会大幅增长。随着摩尔项目的开工，利息资本化后财务费用对业绩的拖累将小于市场预期。我们认为目前公司的财务状况已经处于底部，2009 年公司的资产负债状况和财务

融资缺口收窄、利息资本化等降低公司的财务费用压力

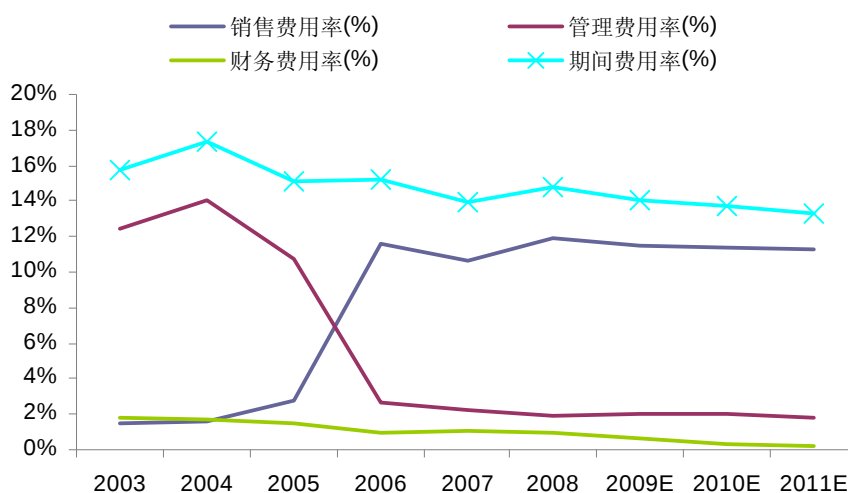
状况开始好转，如果公司增发能在年内启动，则公司一直被市场所担忧的财务问题将完全解决。

表 9：鄂武商管理费用分拆

	2007	2008	YoY(%)
职工薪酬	25,464.02	25,647.87	0.72%
占比(%)	45.14%	32.36%	
租赁费	10,477.53	14,230.06	35.81%
占比(%)	18.57%	17.95%	
折旧和摊销	9,565.29	11,995.40	25.41%
占比(%)	16.96%	15.13%	
水电费	7,238.62	11,581.28	59.99%
占比(%)	12.83%	14.61%	
其他管理费用	3,661.31	15,801.95	331.59%
占比(%)	6.49%	19.94%	
销售费用(万元)	56,406.77	79,256.56	40.51%

资料来源：公司公告、联合证券研究所整理

图 11：2003-2011E 鄂武商期间费用率



资料来源：公司公告，联合证券研究部整理

大股东增持引爆无限想象空间

公司 2008 年年报披露，去年下半年开始公司大股东武汉商联(集团)股份有限公司通过二级市场操作增持鄂武商约 1800 万股或 3.03%股权，增持后武商联拥有鄂武商股权达到 25.71%；而鄂武商第二大股东银泰系未有增持举动，持股比例仍未 22.62%，双方股权比例差距由原来的 0.06%增加为 3.09%。

我们认为大股东在此特殊时期增持股权很可能成为引发公司质变的重要催化剂：

遐想一：股权纷争终获解决

银泰系在当初争夺鄂武商话语权时入股鄂武商达到 1.24 亿股，并曾为获取话语权不惜放弃增发机会，即便如此，大股东武商联对于控股鄂武商的态度异常坚

决，银泰系付出巨大代价进入董事会却仍无法获得话语权。由于鄂武商存在着武汉商业重组整合的机会，公司价值可能大大提升，对于银泰系来说，与其为控股权争的头破血流，不如作为战略投资者分享公司发展带来的经济效益，因此对于控股权争夺的策略转变也是有可能的。

在此次武商联增持之前，银泰系与武商联的股权差距仅有 0.06%或 30 万股，而银泰系在较长时间内均没有增持，此次大股东增持后银泰系仍无动作，我们认为这很可能意味着银泰系最终放弃了对控股权的争夺。

遐想二：管理层激励出台

尽管鄂武商具有区位优势和良好的经营水平，但公司费用率一直较高，造成这一现象的主要原因是公司一直未实行管理层激励制度，管理层做高业绩的动力不足。我们认为此次大股东增持有可能是对公司进行重塑的系列举措的开始，如果管理层激励等制度能够出台，鄂武商未来发展的制度缺陷将解除，公司必将迎来新一轮快速发展期。

遐想三：武商联推动武汉商业重组

2007 年 5 月武商联成立时，曾明确提出目标，要整合武汉地区三家商业类上市公司鄂武商、武汉中百和武汉中商的商业资源，力争在三年内实现整体上市。从成立至今的两年时间里，武商联一直没有动作，商业重组也被搁置，而此次武商联的增持很有可能是武汉商业重组重新开启大幕的信号。

从目前来看，市场较为认可的整合思路有两种，一是将鄂武商作为“武商联”整体上市的平台，而武汉中百有可能通过私有化对其进行回购，然后整合武商仓储超市类资产后再次海外上市，武汉中商则可能作为壳资源进行交易；二是武汉中百和武汉中商的百货类资产注入到鄂武商，鄂武商和武汉中商的超市类资产则被注入到武汉中百，武汉中商同样作为壳资源进行交易。

我们认为不管如何运作，最终方案一定是对武汉现有商业资源合理配置，并顾及参与重组的鄂武商、武汉中百和武汉中商三家公司股东利益的平衡方案。

估值及投资建议

以 2009-06-05 日为基准，A 股连锁百货未来三年以总市值加权平均 PE 水平分别为 28.44、22.68 和 18.88 倍，其中具有制度性变革和重组预期的个股享有一定溢价（百联股份，存在重组预期，32XPE；大商股份，存在制度性变革预期，31XPE）。我们预计 2009-2011 年公司 EPS 分别为 0.45、0.53、0.64 元，结合目前 A 股连锁百货 28.44XPE 水平，我们认为公司目标价为 13.05 元，对应 2009 年 29 倍的 PE 水平；而 DCF 方法显示公司股价为 13.92 元。现价 9.91 元增持评级。

表 10： A 股连锁百货估值比较

	股价(元)	总市值 (亿元)	09EPS	10EPS	2011EPS	CAGR	09PE	10PE	2011PE	PEG	09PS	09PB
加权平均均值	17.80	616.53	0.73	0.91	1.15	25.7%	28.44	22.68	18.88	0.97	1.30	4.31
鄂武商 A	9.91	50.27	0.45	0.53	0.62	17.4%	22.02	18.59	15.98	1.27	0.76	3.72
合肥百货	11.12	41.03	0.45	0.57	0.66	21.3%	24.69	19.53	16.79	1.16	0.81	4.46
广州友谊	16.30	58.51	0.74	0.83	0.98	15.1%	22.10	19.62	16.68	1.46	2.23	4.76
广百股份	23.09	36.94	1.01	1.27	1.67	28.4%	22.75	18.13	13.79	0.80	1.14	4.34
百联股份	12.38	136.31	0.38	0.48	0.53	17.5%	32.40	25.56	23.48	1.86	1.49	2.55
东百集团	11.40	30.10	0.48	0.60	0.70	20.8%	23.90	19.14	16.37	1.15	2.20	5.55
大商股份	29.15	85.62	0.88	1.20	1.63	36.1%	33.06	24.28	17.84	0.91	0.45	2.74
欧亚集团	17.19	27.35	0.78	1.00	1.32	30.3%	22.05	17.11	12.99	0.73	0.80	3.66
新华百货	16.38	28.31	0.82	0.94	1.02	11.5%	20.05	17.38	16.14	1.75	1.00	3.89
成商集团	15.31	31.10	0.68	0.88	1.43	44.7%	22.46	17.31	10.72	0.50	2.18	7.72
银座股份	18.83	44.27	0.71	0.91	1.19	29.7%	26.53	20.67	15.78	0.89	1.06	3.58
王府井	24.68	96.99	1.06	1.27	1.50	19.1%	23.39	19.37	16.50	1.23	0.95	4.13

资料来源：公司公告、联合证券研究所整理

风险提示

1. 公司存在经营门店租约到期后无法续租或房东提前中止租约风险；
2. 公司可能面临异地扩张风险及人才供应匮乏风险；
3. 公司可能面临银泰系二级市场抛售，股价大幅下滑风险；
4. 公司可能面临武商联整合延期甚至失败风险。

盈利预测
资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2625	2420	2412	2752
现金	1418	419	1016	1279
应收账款	16	49	39	45
其它应收款	148	194	244	297
预付账款	658	1286	543	458
存货	384	473	570	673
其他	0	0	0	0
非流动资产	2553	2915	3156	3382
长期投资	94	22	22	22
固定资产	1800	2011	2311	2513
无形资产	167	163	160	157
其他	493	719	664	690
资产总计	5178	5335	5568	6134
流动负债	3106	2823	2897	3244
短期借款	672	150	120	80
应付账款	917	900	1085	1282
其他	1517	1773	1692	1882
非流动负债	535	664	464	264
长期借款	534	663	463	263
其他	1	1	1	1
负债合计	3641	3488	3361	3509
少数股东权益	262	347	436	530
股本	507	507	507	507
资本公积	548	548	548	548
留存收益	219	446	716	1040
归属母公司股东权	1537	1848	2207	2626
负债和股东权益	5178	5335	5568	6134

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	831	-74	1308	900
净利润	0	226	270	325
折旧摊销	0	226	270	325
财务费用	0	48	35	20
投资损失	0	1	1	1
营运资金变动	0	-578	762	286
其它	831	3	-29	-57
投资活动现金流	-799	-482	-378	-378
资本支出	0	-556	-377	-377
长期投资减少	0	75	0	0
其他	-799	-963	-754	-754
筹资活动现金流	90	-443	-333	-260
短期借款增加	0	-522	-30	-40
长期借款增加	0	129	-200	-200
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	90	-50	-103	-20
现金净增加额	123	-999	598	262

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	6630	8089	9668	11359
营业成本	5229	6431	7751	9159
营业税金及附加	64	73	87	102
营业费用	793	930	1102	1284
管理费用	124	162	193	204
财务费用	61	48	35	20
资产减值损失	11	25	16	23
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	27	-1	-1	-1
营业利润	375	419	483	565
营业外收入	13	10	10	10
营业外支出	13	5	5	5
利润总额	375	424	488	570
所得税	101	113	129	151
净利润	275	311	359	419
少数股东损益	94	85	89	94
归属于母公司净利润	180	226	270	325
EBITDA	546	619	645	713
EPS (元)	0.36	0.45	0.53	0.64

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	25.2%	22.0%	19.5%	17.5%
营业利润	22.2%	11.8%	15.2%	17.0%
净利润	15.6%	25.5%	19.1%	20.5%
获利能力				
毛利率	21.13%	20.50%	19.83%	19.36%
净利率	2.72%	2.80%	2.79%	2.86%
ROE	14.15%	15.08%	15.23%	15.50%
ROIC				
偿债能力				
资产负债率	70.3%	65.4%	60.4%	57.2%
净负债比率				
流动比率	0.84	0.86	0.83	0.85
速动比率	0.72	0.69	0.64	0.64
营运能力				
总资产周转率	0.35	0.38	0.44	0.49
应收账款周转率	131	62	55	68
应付账款周转率	1.53	1.77	1.95	1.93
每股指标 (元)				
每股收益	0.36	0.45	0.53	0.64
每股经营现金流	1.64	-0.15	2.58	1.77
每股净资产	2.51	2.96	3.49	4.13
估值比率				
P/E	29.24	23.30	19.56	16.24
P/B	4.14	3.51	2.98	2.52
EV/EBITDA	14.22	14.05	12.49	11.27

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“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。

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 2009 年 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，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。