

百货零售



金琼 王晔

商业零售行业研究员

(021)3856 5951

鄂武商 A (000501)

受益中部崛起，稳步成长可期

推荐 (维持)

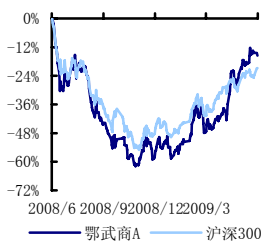
市场数据

报告日期	2009-6-3
收盘价(元)	10.25
52周最高/最低(元)	12.14/4.64
总股本(百万股)	507.25
流通股本(百万股)	432.83
总市值(百万元)	5199.30
流通市值(百万元)	4436.55
每股净资产(元)	2.66

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	6630	7790	9311	10763
同比增长(%)	25.2%	17.5%	19.5%	15.6%
净利润(百万元)	180	222	285	347
同比增长(%)	15.6%	22.9%	28.5%	21.7%
毛利率(%)	21.1%	20.9%	20.8%	20.8%
净利率(%)	4.1%	4.0%	4.1%	4.2%
每股收益(元)	0.36	0.44	0.56	0.68
每股经营现金流(元)	1.64	1.26	1.45	1.62

投资要点

股价走势



相关报告

《双业态并进，稳步成长可期》2009-4-14

《调研信息速递》2009-3-30

● **区域经济增长强劲，百货龙头直接受益。**近几年中部经济快速发展，2008年湖北的 GDP 与社会消费品零售总额增长率分别高于全国 4.4、1.7 个百分点。武汉城市圈的建设也大大提升了武汉对周边城市的经济辐射力。此外，湖北内向型经济特征能够较好的抵御金融危机的冲击。鄂武商作为湖北省内的百货龙头企业，受益于区域经济崛起，有望持续保持快速增长态势。

● **公司百货业务资源优势突出，发展潜力大。**08 年公司拥有 6 家百货门店，百货收入占武汉百货业的 23%。公司三家门店占据武汉市最具商业价值的商圈，经营定位上互补，具有强大的集客能力。核心门店武汉广场盈利能力极为突出，单店绩效可与上海八佰伴媲美。公司新开的两家门店培育情况良好，武汉国际广场迅速进入盈利期，襄樊购物中心有望在 09 年进入盈利期。

● **公司大卖场业务快速扩张。**武商量贩是湖北市场上规模仅次于武汉中百仓储的连锁卖场。自 2007 年以来公司大卖场业务发展进入快车道，预计今后每年将保持 15 家左右的开店速度，外延式成长明确。

● **盈利预测：**我们认为鄂武商发展思路清晰，百货业务经营能力强，卖场业务外延增长有潜力，看好公司长期发展。预计公司 09-11 年的 EPS 为 0.44 元，0.56 元，0.68 元，合理价值区间应在 11.03-12.19 元，维持“推荐”评级。

● **风险提示：**大股东与二股东股权数量接近，如发生控股权之争可能对经营带来影响。

目 录

一、公司基本情况	- 3 -
历史沿革：战略调整成功，发展进入良好通道	- 3 -
主营构成：双业态经营，百货优势明显	- 3 -
股东资源丰富，存在重组预期	- 4 -
二、百货业务：核心门店优势不减，新门店快速成熟	- 5 -
区域龙头，市场控制力强	- 5 -
核心门店稳定增长	- 6 -
新门店快速走向成熟	- 7 -
三、大卖场业务：武商量贩快速发展，外延成长明确	- 7 -
发展进入快车道	- 7 -
策略积极务实，盈利能力较好	- 8 -
四、看好公司 MALL 项目	- 10 -
五、区域经济发展为公司提供良好环境	- 11 -
中部崛起，湖北经济发展强劲	- 11 -
1+8 城市圈建设提升武广商圈辐射力	- 11 -
六、盈利预测与估值	- 12 -
盈利预测	- 12 -
估值与投资建议	- 13 -
 图 1：2001 - 2008 公司收入、净利增长情况	- 3 -
图 2：公司收入构成图（2008 年）	- 4 -
图 3：公司营业利润构成图（2008 年）	- 4 -
图 4：武商联控股商业类上市公司情况	- 4 -
图 5：公司百货业务收入、毛利情况	- 5 -
图 6：公司预收账款情况	- 6 -
图 7：武汉广场历年收入、净利情况	- 6 -
图 8：2005 - 2008 年门店扩张及收入增长情况	- 8 -
图 9：2005 - 2008 年量贩业务净利及净利率	- 8 -
图 10：公司毛利率及净利率变动	- 8 -
图 11：门店数量比较（中百仓储 VS 武商量贩）	- 9 -
图 12：收入增速比较（中百仓储 VS 武商量贩）	- 9 -
图 14：毛利率比较（中百仓储 VS 武商量贩）	- 9 -
图 15：净利率比较（中百仓储 VS 武商量贩）	- 9 -
图 16：2000 - 2007GDP 增速情况（湖北、全国）	- 11 -
图 17：2000 - 2007 年人均 GDP（湖北、全国）	- 11 -
 表 1：公司主要门店基本情况	- 5 -
表 2：武汉广场历年净利率情况	- 6 -
表 3：武汉广场与八百伴经营绩效比较	- 7 -
表 4：大卖场业务发展情况及预测	- 9 -
表 5：MALL 城扩建项目概况	- 10 -
表 6：2008 年中部六省 GDP、社会零售总额情况	- 11 -
表 7：武汉城市圈主要经济指标	- 12 -
表 8：收入、毛利分项假设及预测表	- 13 -
表 9：公司盈利预测结果	- 13 -
表 10：行业估值参考	- 14 -
表 11：资产重估计算表	- 14 -
附表	- 16 -

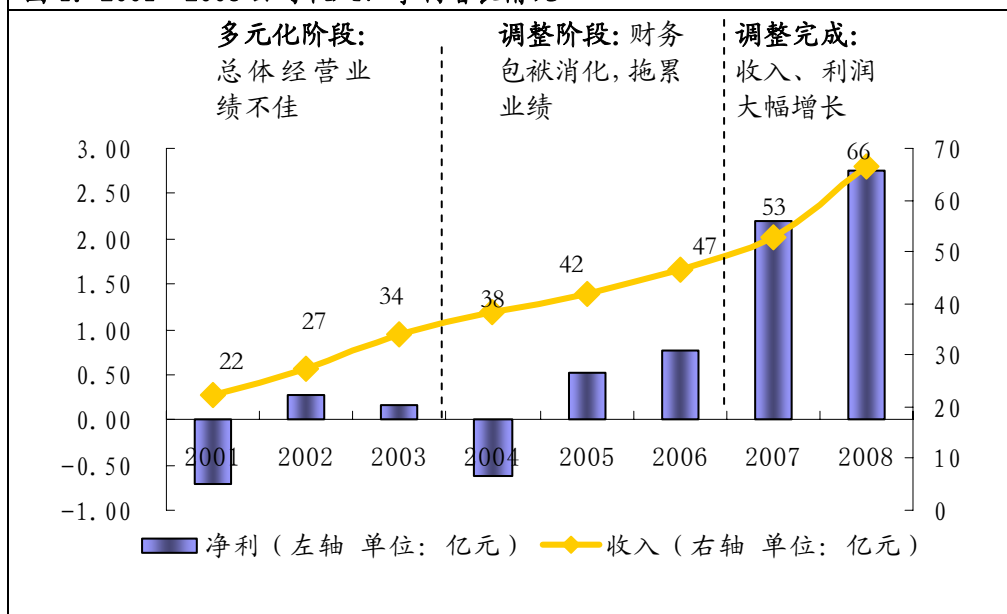
一、公司基本情况

历史沿革：战略调整成功，发展进入良好通道

湖北省内最大的百货零售商。武商集团股份有限公司前身是创建于 1959 年的中苏友好商场（后更名武汉商场），是全国闻名的十大商场之一。1992 年“鄂武商”（000501）在深圳上市，是全国最早上市的商业企业，成为中国商业第一股。

发展进入新阶段。1993-2003 年间，在“一业为主，多业并举”的方针下，公司曾经尝试多元化的发展，涉足房地产、快餐、外贸、娱乐等多个行业，但是多元化经营效果并不理想，拖累了公司总体经营。2004 年，在新老班子交替后，公司经营思路发生转变，提出“专注主业，区域领先”的战略，重心重新放回零售主业。2004 年-2006 年公司一方面积极剥离非核心业务，一方面对历史坏账进行了计提与核销。随着历史包袱的消化完成和战略调整到位，2007 年以来公司百货业务经营绩效明显改善，大卖场业务的扩张速度明显加快。围绕公司“双业态”发展战略，提升百货经营规模与效率，积极推进大卖场的有效扩张是公司在现阶段的主要任务。在明确的战略下，公司发展已经进入稳步上升的通道。

图 1：2001-2008 公司收入、净利增长情况



资料来源：wind，兴业研发中心

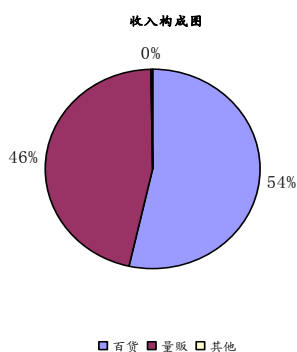
主营构成：双业态经营，百货优势明显

百货业务是公司的优势与核心业务。百货在公司营业利润的贡献比例达到了 74%。公司最大的盈利门店是武汉广场，目前由武汉广场管理有限公司经营，公司持有武汉广场管理有限公司 51% 的股权。据调研了解，武汉广场管理有限公司合资期限在 2013 年到期，我们预计到期后鄂武商很可能不再继续合资，而自己独立经营武汉广场。

大卖场业务发展迅速。公司超市业务采取大卖场业态，由武商量贩连锁超市经营。近几年大卖场业务增长较快，在公司收入中的占比不断提升，截至 2008 年已

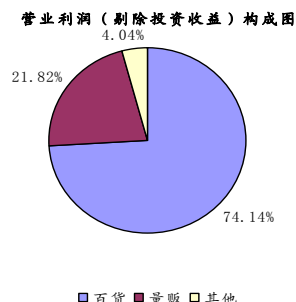
经达到收入近一半的水平。但相对百货业务，大卖场业务利润率较低，因此大卖场业务目前在公司的营业利润贡献中的占比仅为 22%。

图 2: 公司收入构成图 (2008 年)



资料来源: 兴业证券研发中心

图 3: 公司营业利润构成图 (2008 年)



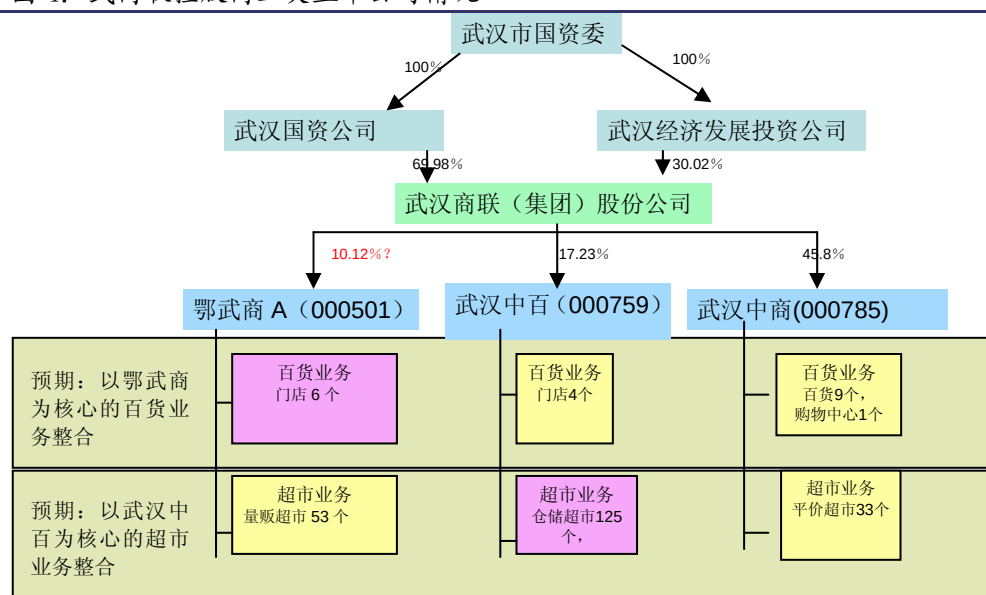
资料来源: 兴业证券研发中心

股东资源丰富, 存在重组预期

两大股东股权接近。武汉商联集团 (以下简称武商联) 是公司大股东, 持有公司 18.42% 的股权, 其一致行动人天泽控股持股 3.02%, 其股东武汉国资持股 2.43%, 因此武商联实际合计拥有表决权 23.87%。湖北银泰为公司二股东与关联企业武汉银泰合计持有公司 22.62% 的股权。前两大股东控制的股权仅相差 1.25%。2006 年银泰方曾通过协议转让和二级市场收购的方式, 举牌鄂武商 A, 目前双方控股之争有所缓和, 银泰方在 10 人组成的董事会中有 2 个席位。

鄂武商有可能成为武商联旗下百货业务的整合平台。武商联是武汉国有资产经营公司与武汉经济发展投资 (集团) 有限公司在 2007 年发起成立的。武商联控股三家武汉的商业类上市公司, 商业资源极为丰富。2007 年武商联明确承诺将逐步解决上市公司之间的业态交叉竞争状态。目前武商联下属三家商业上市公司均有百货业务, 如能整合经营对提升武商联下属百货资产质量与盈利非常直接。

图 4: 武商联控股商业类上市公司情况



二、百货业务：核心门店优势不减，新门店快速成熟

区域百货龙头，市场控制力强大

公司是湖北市场的百货龙头企业。截至 2008 年公司百货业务营业收入为 35.6 亿元，百货面积合计约 33 万平方。根据武汉统计局信息，全市限额以上百货业零售额为 152 亿元（2008），百货面积为 127 万平（2007 年），据此推算公司在武汉市百货业的市场份额约为 23%，经营面积份额约为 26%。公司目前拥有 6 家门店，其中武汉广场、世贸广场、武汉国际广场位于武汉市最具商业价值的武广商圈。

表 1：公司主要门店基本情况

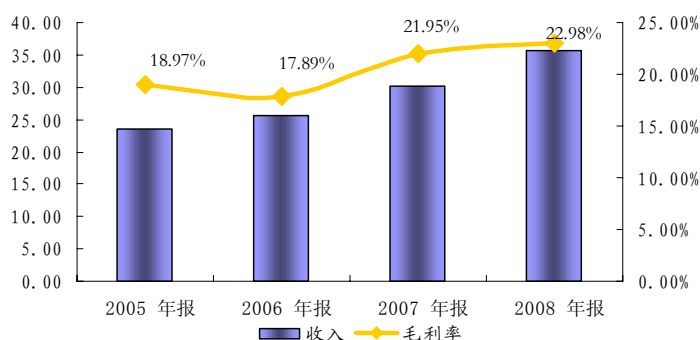
商场名称	权益	物业	开业时间	建筑面积（万平）	商圈
武汉世贸广场	分公司	自有	1999	8	武汉武广商圈
武汉亚贸商场	分公司	租赁	2002	5	武汉中南商圈
武汉建二商场	分公司	租赁	2003	2	武汉青山区
武汉国际广场	分公司	自有	2007.9	5.5	武汉武广商圈
襄樊购物中心	分公司	租赁	2007.9	5	襄樊
武汉广场	51%	自有	1995.10	7.4	武汉武广商圈

资料来源：兴业证券研发中心，公司调研

近几年武汉百货业发展较快。近几年徐东商圈、街道口商圈、光谷商圈不断兴起，香港百货新世界将武汉作为其扩张重地，市内已经开立 6 家连锁百货。市内百货竞争日趋激烈，从外来百货竞争者境况可见一斑。武汉王府井自 2001 年进驻武汉，至今盈利能力欠佳，仅维持在微利的状况，新世界百货 6 家门店中仅一家盈利较好，其余 5 家盈利均不理想。

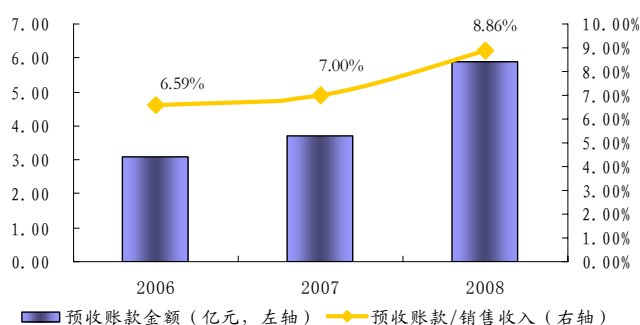
公司在武汉市内百货业务的龙头地位十分牢固。在百货业激烈的竞争中，公司百货的收入、毛利仍呈较好的增长态势。原因在于：一方面，新兴的商圈主要集中在武昌地区，公司除位于中南商圈的亚贸商场受到群光百货的竞争压力较外，其他门店所受到影响不大。另一方面，由于公司三大主力店（武汉广场、世贸广场、武汉国际广场）集中在汉口武广商圈核心区域，群集效应显著，加之多年沉淀下来的品牌、口碑效应确保了较强的集客能力。此外，近两年公司一卡通购物卡销售情况良好，预收账款占公司收入的比例呈上升态势，提升了公司对消费市场的控制力。

图 5：公司百货业务收入、毛利情况



数据来源：公司年报、兴业研发中心

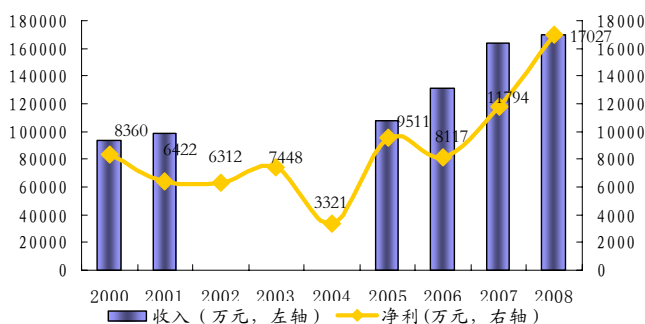
图 6: 公司预收账款情况



核心门店稳定增长

武汉广场是公司核心门店，盈利能力突出。虽然04-06年由于消化关联公司坏账等因素武汉广场盈利增长并不显著，但实际上武汉广场一直保持了较强的经营能力，盈利能力不断提升。08年公司对武汉广场经营进行了调整，对供应商实行柜面招标，这一措施作用下，武汉广场的毛利率明显提升，盈利能力进一步增强。08年实现营业收入约17亿元，折坪销2.93万元。如剔除巨额集团内部租金（物业本身为集团所有）的影响，而以集团自有物业折旧费用计算租金成本，实际上武汉广场的单位面积盈利能力是超过百联旗下的最大盈利主体上海第一八百伴。我们预计武汉广场未来收入仍能保持5%-8%左右的年增长速度。

图 7: 武汉广场历年收入、净利情况



数据来源：公司年报，兴业研发中心。说明：02-04年收入数据公司未披露

表 2: 武汉广场历年净利率情况

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
收入(万)	93538	98552	na	na	na	107490	130946	164212	169954
收入增长率	na	5.4%	na	na	na	na	21.8%	25.4%	3.5%
净利(万)	8360	6422	6312	7448	3321	9511	8117	11794	17027
净利率	8.94%	6.52%	na	na	na	8.85%	6.20%	7.18%	10.02%

数据来源：公司年报，兴业研发中心。说明：07、08按照按1.5亿元的标准缴纳租金。

表 3: 武汉广场与八百伴经营绩效比较（以 07 年为业绩比较基准）

单位	经营面积 (万平)	营业收入 (万元)	坪销 (万/平)	年报净利 (万元)	还原后每平净利 (万/平)
上海第一八百伴	10.8	286199	2.65	28628	0.27
武汉广场	5.6	164212	2.93	11794	0.36

资料来源：公司年报、兴业证券研发中心

说明：对武汉广场效益采取还原1.5亿元租金及费用抵扣，并承担物业折旧方式计算

其余三家成熟门店（世贸广场、亚贸商场、建二商场）总体经营较为平稳。

世贸广场定位偏中高档，位于武广核心商圈经营情况较好。亚贸商场位于武昌地区中南商圈，近年来遭遇群光百货等竞争，盈利能力略有下滑，但近期公司对该门店进行了重新调整与定位升级，经营情况有望改善。建二商场位于武汉青山区，定位中档，主要目标客户群为武钢等大型国企的职工。由于消费能力及经营面积有限，在公司的收入与利润规模占比均较小。

新门店快速走向成熟

国际广场开业后迅速进入盈利期，未来成长空间巨大。武汉国际广场（原武汉商场）06 年拆旧建新，定位高端，引进了GUCCI、爱玛仕、费尔格蒙等奢侈品品牌，填补了武汉高端奢侈品消费空白。根据现场调研，该物业装修环境好，服装品牌定位高端，品种丰富度较好。目前一楼GUCCI等顶级品牌仍处于装修之中，部分区域暂时性地有些一般品牌的临时货架，一定程度上影响了经营的整体性。国际广场07年9月开业并实现了开业当月盈利，08年国际广场实现利润总额约在1500万左右。目前国际广场坪效仅为同区域的武汉广场的三分之一，我们预计随着09年国际品牌入驻到位以及部分品牌的进一步调整优化，国际广场坪效有较大提升空间，盈利能力将较长时间内保持持续提升态势。

襄樊购物中心仍处于培育期，预计 09 年有望实现盈亏平衡或微利。襄樊购物中心是公司跨市开办的第一家百货，也是公司进行百货业务省内扩张的积极尝试。该购物中心 07 年 9 月开业位于襄樊市的新兴商圈，目前门店及商圈均处于培育期。该商圈紧邻襄樊市高档社区，人群消费能力较强。襄樊购物中心周边商圈发展日趋成熟，未来具有较好发展前景。根据调研了解，截至 2009 年 5 月襄樊购物中心经营实现微利。

总体上，公司新店的培育情况良好，武汉广场开业后直接进入盈利期，襄樊购物中心的培育期有望控制在两年内，显示出公司在百货经营上较强的实力。

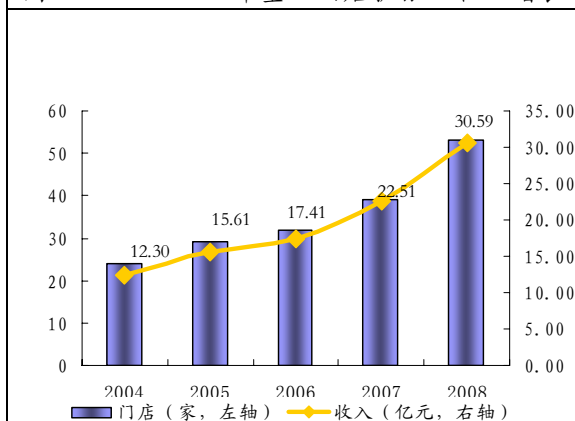
三、大卖场业务：武商量贩快速发展，外延成长明确

发展进入快车道

战略明确，发展迅速。2005年，公司与武汉商贸国有控股集团有限公司共同出资组建武汉武商量贩连锁有限公司，其中公司占80%股权。自2006年公司明确

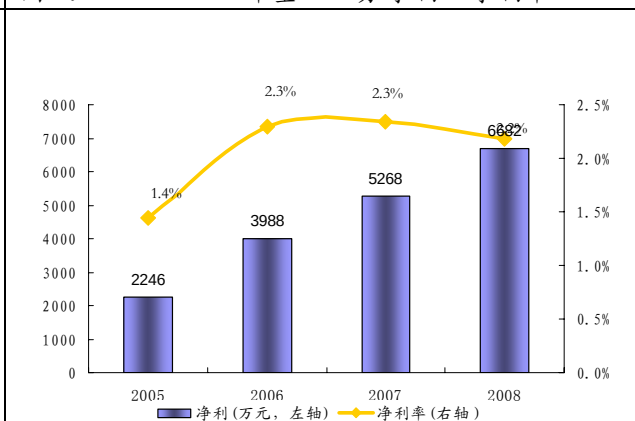
了“百货+超市”的发展战略以来，公司大卖场业务发展进入快车道。08 年公司新开15 家门店，总共拥有武商量贩店共计53 家，营业面积约46万平方。08年武商量贩实现营业收入30.6亿元，占公司营业收入比重达到46.15%，实现净利润6682 万元，占公司营业利润的24.33%。2008年公司以持有的畅鑫物流公司股权置换得到剩余的武商量贩20%股权，置换后，武商量贩连锁有限公司成为公司的全资子公司。对量贩连锁公司的增持进一步表明了公司大力拓展大卖场业务的决心。

图 8:2005 - 2008 年量贩门店扩张及收入增长



资料来源：兴业证券研发中心

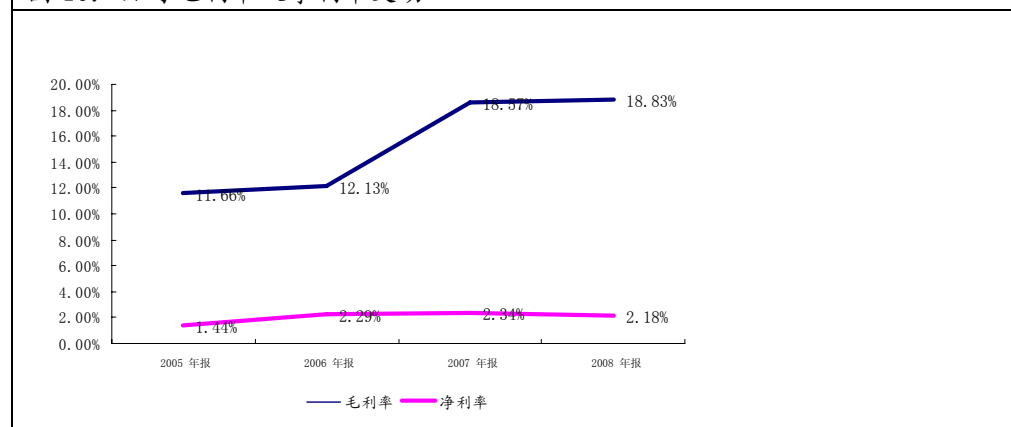
图 9: 2005 - 2008 年量贩业务净利及净利率



资料来源：兴业证券研发中心

业务规模扩大，盈利能力不断增强。自2005年以来公司超市业务毛利持续上升，净利率也总体呈上升态势。但08年由于新开门店较多，费用开支较大，净利率略有下滑。

图 10: 公司毛利率及净利率变动



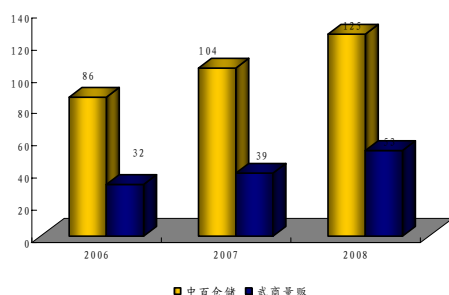
资料来源：兴业证券研发中心

策略积极务实，盈利能力较好

目前公司的大卖场业务分布在湖北省内，其中武汉市内29家，省内其他城市24家。公司在湖北省内大卖场市场销售额位居第二，主要竞争对手是武汉中百。由于武汉中百较早将发展战略集中于超市业务，因此在超市业务规模以及物流体系上较武商量贩有明显优势。

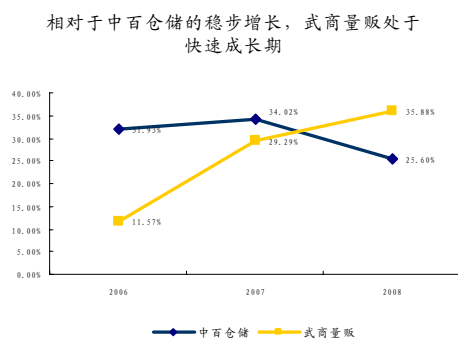
武汉市内大卖场竞争已经较为激烈，未来的拓展空间将更多的在湖北省内二、三线城市。在武汉市外区域的扩张中，武汉中百进行的是全省框架性布局，沿交通干道推进，同时战略性的对重庆市场进行开拓的策略。而武商量贩执行的是区域领先、密集渗透的策略，主要目标市场为省内人口30万以上的区域。虽然在抢占潜在市场方面，这一策略显保守，但是密集渗透有利于形成供应商资源整合、经营管理的集约化效应。我们认为这一策略与现阶段公司大卖场业务的总体规模、物流实力相符合，是积极而务实的。由于武汉中百的大卖场业务在重庆地区经营不佳拖累了大卖场业务总体业绩，因此从净利率等指标来看公司大卖场业务的盈利能力并不逊色于武汉中百。预计公司未来几年内大卖场能保持每年新增15家左右的速度。

图 11: 门店数量比较 (中百仓储 VS 武商量贩)



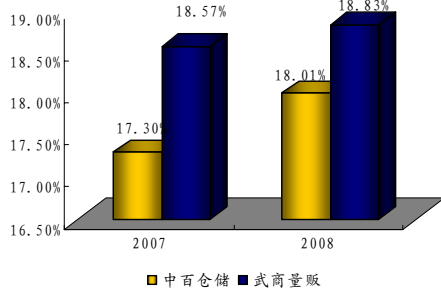
资料来源：兴业证券研发中心

图 12: 收入增速比较 (中百仓储 VS 武商量贩)



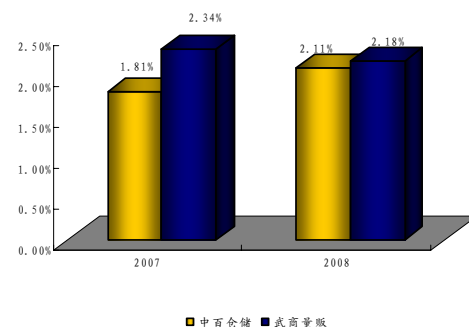
资料来源：兴业证券研发中心

图 14: 毛利率比较 (中百仓储 VS 武商量贩)



资料来源：兴业证券研发中心

图 15: 净利率比较 (中百仓储 VS 武商量贩)



资料来源：兴业证券研发中心

表 4: 大卖场业务发展情况及预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成熟店					
门店数(个)	29	32	39	53	68
平效(万/平)	1.06	1.08	1.05	1.08	1.11
增长率		2%	-3%	3%	3%
毛利率	18.70%	19.10%	19.00%	19.03%	19.08%
次新店					
门店数(个)	3	7	14	15	15
平效(万/平)	0.90	0.92	0.89	0.92	0.95

毛利率	18.50%	18.60%	18.30%	18.35%	18.40%
新店					
门店数(个)	10	14	15	15	15
平效(万/平)	0.42	0.43	0.42	0.43	0.44
毛利率	17.80%	17.90%	17.50%	17.80%	17.80%
合计					
收入(万元)	225,143	305,935	391,132	501,692	608,856
收入增长率	29.29%	35.88%	27.85%	28.27%	21.36%
成本(万元)	183302	248296	318007	407377	493771
毛利率	18.58%	18.84%	18.70%	18.82%	18.92%
净利率	2.34%	2.18%	2.28%	2.30%	2.32%
净利(万元)	5268	6682	8918	11539	14125
门店数(个)	39	53	68	83	98
单店净利(万)	135	126	131	139	144

资料来源：兴业证券研发中心，假定次新店平销为成熟店的85%，新店平销为成熟店的40%

四、看好公司 MALL 项目

长期来看，MALL 项目将成为公司重要的利润增长点。08 年 12 月，公司以 10.7 亿元拍得武广商圈土地拟进行武商摩尔城扩建项目。近期公司启动了 MALL 项目一期工程，将建设购物中心(8 层)10.16 万平方米，投资金额约 16 亿元。拟建的购物中心紧邻现有的武汉广场、国际广场、世贸广场三个门店，项目完成后公司将在武广商圈形成局部垄断局面，集群效益进一步加强。我们认为购物中心业态符合未来消费趋势，物业地理位置极佳确保了充足的人流量，加之鄂武商较强的百货经营能力，MALL 项目的购物中心未来将成为公司重要盈利增长点。

表 5: MALL 城扩建项目概况

项目		面积	投资/经营	
地下	2 层	5 万		
购物中心	8 层	10.16 万	一期	自主投资, 自主经营
五星级酒店	50 层	6.9 万	二期	招商引资, 以合资方投资为主
游乐主题公园	8 层	2.14 万		
合计建面		24.2 万		

资料来源：公司公告，兴业研发中心

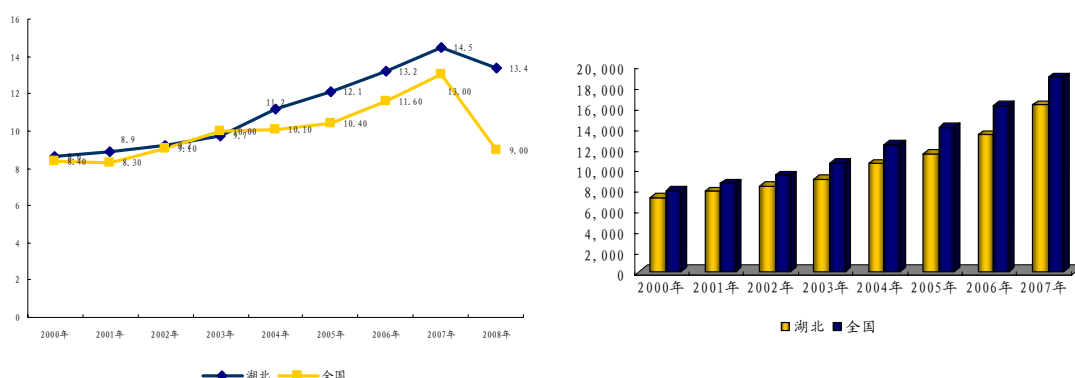
短期内，MALL 项目会给公司带来一定资金压力。根据公司计划：项目建设期约 3 年，预计项目完工在 2011 年底。近几年公司经营性现金流情况良好，且呈不断提升趋势。06 - 08 年公司经营性净现金流分别为 4.41、7.44 亿元、8.31 亿元。考虑到推进量贩业务扩张需要资金投入以及一期项目 16 亿元的投资总额，公司面临一定的资金压力。根据公司一季报，公司长、短期借款增加了 1.12 亿元，达到 13.89 亿元。同时，公司账面预付账款金额达 10.7 亿元，显示土地款项已经支付完毕，但公司账面仍保留了现金 11.25 亿元，与历年现金存量水平相当。我们预计目前公司资金缺口在 7 亿元左右。如采取银行借款方案，由于建设期间借款的财务费用全部资本化，虽然短期内资金压力较大但对公司业绩及股东回报影响不大。如采取增发方案，短期内可能会摊薄公司的 ROE。

五、区域经济发展为公司提供良好环境

中部崛起，湖北经济发展强劲

2008 年湖北省社会零售总额为 4965.8 亿元，总人口 5699 万，城镇化率 43 %。自 2003 年以来，湖北经济发展较为迅速 GDP 增速一直高于全国平均水平。2008 年在中部六省中，湖北 GDP 增长率排在首位。从省内增长的区域分布来看，二线城市的快速发展已经成为湖北经济增长的重要动力。随着国家四万亿投资政策的实施以及推动中部经济发展的各项措施的落实，具有良好工业经济基础和投资吸纳能力的中部地区将迎来新的发展契机。在中部地区中，工业基础好、经济增长强劲的湖北省将受益最为明显。

图 16:2000 - 2008GDP 增速情况(湖北、全国) 图 17:2000 - 2008 年人均 GDP (湖北、全国)



数据来源：兴业研发中心

数据来源：兴业研发中心

表 6: 2008 年中部六省 GDP、社会零售总额增速情况

	山西	江西	安徽	河南	湖北	湖南
GDP 增长率 (%)	8.3	12.6	12.7	12.1	13.4	12.8
社会消费品零售总额增长率 (%)	23.1	23.7	23.4	23.2	23.3	22.7

数据来源：国家统计局

1+8 城市群建设提升武广商圈辐射力

2007 年底武汉城市圈获批“建设两型社会综合配套改革试验区”，武汉城市圈建设正式启动。武汉城市圈是指武汉及其周边 100 公里范围内的黄石、鄂州、黄冈、孝感、咸宁、仙桃、潜江、天门 8 市，又称“1+8”城市圈。该圈域占全省 33% 的土地和 51.6% 的人口，GDP 贡献占到了全省 61.65%，社零总额占到全省的 63.41 %。

武汉城市圈城市密集度较高，自然条件优越，是湖北省乃至长江中游最大的城市群。武汉城市圈建设将大大促进武汉对周边城市的经济辐射力。2008 年武汉城市圈的平均 GDP 增速为 14.8 %，社零总额增速为 25.01 %，大大高于全国平均水平。随着圈内交通的进一步便利化，圈内经济及居民消费能力的快速提升，作为武汉市商业地标的武广商圈辐射力将由武汉市内扩大到整个城市圈。

表 7: 武汉城市圈主要经济指标

城市	社会消费品零售总额 (亿元)	增长 (%)	GDP (亿元)	增长 (%)
湖北	4965.82	23.3	11330.38	13.4
武汉城市圈	3150.42	25.01	6972.11	14.8
武汉	1850.05	21.8	3960.08	15.1
黄石	215.56	23.2	556.57	11.6
鄂州	104.89	24	269.79	15.8
孝感	270.45	23.9	593.06	14.7
黄冈	282.27	26.2	600.75	15.0
咸宁	136.81	29.2	359.19	16.1
仙桃	105.85	28.3	233.5	15.4
潜江	72.33	24.6	211.82	15.3
天门	112.21	23.9	187.35	14.6
占全省比例%	63.41		61.53	

资料来源：武汉市政府网站，兴业证券研发中心

六、盈利预测与估值

盈利预测

收入假设:

百货业务:

武汉广场、世贸广场、亚贸商场、建二商场为成熟门店，处于稳定成长期。预计 09-11 年销售同比增长 5%，8%，8%；

武汉国际广场和襄樊购物中心处于快速增长期，预计 09-11 收入增长率为 29%，23%，13%。

超市业务：我们预计公司 09-11 年每年新增门店 15 家，其中成熟门店（2 年以上）的单店增长率为 -3%，3%，3%。新店、次新的单店销售收入分别为成熟门店的 40%，85%。

毛利率假设:

由于 09 年物价下跌及促销活动增加，百货、超市的毛利率均较 08 年均有所下滑，10 年、11 年呈上升趋势，09-11 年百货的综合毛利率分别为 23.00%，23.10%，23.20%。超市业务 09-11 年的毛利率分别为 18.70%，18.82%，18.92%。

费用率假设:

预计 09-11 年销售费用率为 11.80%，11.60%，11.60%，管理费用率分别为 1.85%，1.82%，1.75%。

税率假设:

假定未来三年内公司实际承担的所得税率为 25%。

根据上述假设测算，我们预计公司 09-11 年的每股收益分别为 0.44 元、0.56 元、0.68 元。

表 8: 收入、毛利分项假设及预测表(单位: 万元)

	2005 年报	2006 年报	2007 年报	2008 年报	2009E	2010E	2011E
公司							
收入	419,606	466,603	529,713	662,972	778,973	931,087	1,076,328
同比增长率		11.20%	13.53%	25.16%	17.50%	19.53%	15.60%
成本	355,249	374,643	419,523	522,905	616,275	737,128	852,331
毛利率	15.34%	19.71%	20.80%	21.13%	20.89%	20.83%	20.81%
百货							
收入	236,174	254,941	302,633	355,988	385,542	427,095	465,172
同比增长率		7.95%	18.71%	17.63%	8.30%	10.78%	8.92%
占比	56.28%	54.64%	57.13%	53.70%	49.49%	45.87%	43.22%
成本	191,372	209,326	236,190	274,189	296,867	328,436	357,252
毛利率	18.97%	17.89%	21.95%	22.98%	23.00%	23.10%	23.20%
超市							
收入	156,091	174,143	225,142	304,677	391,132	501,692	608,856
同比增长率		11.56%	29.29%	35.33%	28.38%	28.27%	21.36%
占比	37.20%	37.32%	42.50%	45.96%	50.21%	53.88%	56.57%
成本	137,887	153,013	183,331	247,297	317,990	407,274	493,660
毛利率	11.66%	12.13%	18.57%	18.83%	18.70%	18.82%	18.92%
其他行业(06年前含家电零售)							
收入	27,341	37,519	1,938	2,306	2,300	2,300	2,300
同比增长率		37.23%	-94.84%	19.02%	-0.27%	0.00%	0.00%
占比	6.52%	8.04%	0.37%	0.35%	0.30%	0.25%	0.21%
成本	25,990	12,304	2	1,418	1,418	1,418	1,418
毛利率	4.94%	67.20%	99.92%	38.51%	38.35%	38.35%	38.35%

数据来源: 兴业证券研发中心

表 9: 公司盈利预测结果(单位: 百万)

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	6630	7790	9311	10763
营业成本	5229	6163	7371	8523
营业税金及附加	64	75	89	103
销售费用	793	919	1080	1249
管理费用	124	144	169	188
财务费用	61	73	89	92
资产减值损失	11	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	27	0	0	0
营业利润	375	416	512	608
营业外收入	13	0	0	0
营业外支出	13	0	0	0
利润总额	375	416	512	608
所得税	101	104	128	152
净利润	275	312	384	456
少数股东损益	94	90	99	109
归属母公司净利润	180	222	285	347
公司 EPS	0.36	0.44	0.56	0.68
其中: 百货业务 EPS		0.29	0.36	0.43
其中: 超市业务 EPS		0.15	0.20	0.25

数据来源: 兴业证券研发中心

估值与投资建议

相对估值: 在百货业务方面我们选取与公司发展模式、百货市场地位、盈利能力较为接近的东百集团、银座股份、广百股份、新华百货的 PE 均值, 对公司百货

业务给予 09 年 24 倍动态市盈率，超市业务按照 A 股超市市场平均值给予 31 倍动态市盈率，得到公司 09 年合理的股价约为 11.61 元。

表 10: 估值及市场参考表

	09 年 EPS (元)	市盈率 (倍)	估值 (元)
百货	0.29	24	6.96
超市	0.15	31	4.65
合计	0.46	26	11.61

代码	证券简称	股价 最新	总市值 (亿元)	ROE 08A	EPS				PE			PB	PS
					08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	最新	08A
A股连锁超市													
600693.SH	东百集团	11.7	30.86	19.59	0.37	0.46	0.60	0.74	31.59	25.41	19.48	5.69	2.26
600858.SH	银座股份	17.0	39.94	12.03	0.58	0.71	0.94	1.20	29.26	23.80	18.10	3.23	0.95
000417.SZ	合肥百货	10.3	37.86	14.31	0.33	0.43	0.54	0.69	31.47	23.93	18.99	4.12	0.75
002187.SZ	广百股份	22.9	36.64	16.38	0.89	1.03	1.29	1.72	25.80	22.33	17.79	4.30	1.13
600785.SH	新华百货	16.7	28.88	16.11	0.63	0.72	0.83	1.00	26.74	23.21	20.13	3.96	1.02
	均值	15.7	34.8	15.7	0.6	0.7	0.8	1.1	28.97	23.74	18.90	3.8	1.3
A股超市 (人民币)													
002251.SZ	步步高	23.8	64.35	18.04	0.60	0.75	0.97	1.15	39.52	31.60	24.65	4.37	1.24
002264.SZ	新华都	24.6	26.31	19.29	0.61	0.67	0.93	1.19	40.50	36.61	26.54	4.97	1.15
000759.SZ	武汉中百	9.3	51.90	13.38	0.31	0.35	0.44	0.54	30.18	26.48	21.18	3.19	0.60
600361.SH	华联综超	8.4	40.48	6.86	0.24	0.29	0.41	0.55	34.60	28.40	20.30	2.25	0.47
	均值	16.5	45.8	14.4	0.4	0.5	0.7	0.9	36.20	30.77	23.17	3.69	0.9
000501.SZ	鄂武商A	10.3	51.99	15.23	0.36	0.46	0.58	0.71	28.5	22.3	17.7	3.85	0.78

资料来源: wind, 兴业证券研发中心

资产重估法估值:

对公司现有的物业进行重估后, 公司的重估价值在每股 10.32 元左右。

表 11: 资产重估计算表

自有 物业名称	面积 (万平)	评估价格单位 (万元/平)	价值 (亿元)
武汉广场	7.40	3	22.20
世贸广场	8	3	24.00
国际广场	5.5	3	16.50
摩尔城	51.4 亩		10.70
其他 - 土地	40 亩	300	1.20
合计			74.60
加: 账面货币资金 (亿元)			14.18
减: 负债总额 (亿元)			36.41
重估价值 (亿元)			52.37
股权数 (万股)			50725
每股重估价值 (元)			10.32

资料来源: 兴业证券研发中心

评级与投资建议:

以上两种估值方法中, 我们认为相对估值法能较好反映公司的市场价值, 而资产重估法能给投资提供较好的安全边际参考。因此我们以相对估值法结果为基础, 给予 5% 的浮动空间, 认为公司的合理价值区间在 11.03 - 12.19 元。我们认为

鄂武商发展思路清晰，百货业务经营能力强，卖场业务外延增长有潜力，看好公司长期发展，维持“推荐”评级。

风险提示：

大股东与二股东股权数接近，如发生控股权之争可能带来管理层的不稳定，影响经营。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2625	2455	2763	3346
货币资金	1418	1522	1647	2056
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	16	19	23	27
其他应收款	148	174	208	241
存货	384	431	516	597
非流动资产	2553	3207	3836	4077
可供出售金融资产	3	3	3	3
长期股权投资	94	94	94	94
投资性房地产	164	163	163	163
固定资产	1800	1710	1619	1529
在建工程	53	753	1453	1753
油气资产	0	0	0	0
无形资产	167	167	167	167
资产总计	5178	5662	6599	7424
流动负债	3078	2849	3202	3571
短期借款	672	600	600	600
应付票据	5	6	7	9
应付账款	917	1048	1253	1449
其他	1484	1195	1342	1514
非流动负债	563	964	1164	1164
长期借款	534	934	1134	1134
其他	29	29	29	29
负债合计	3641	3813	4366	4735
股本	507	507	507	507
资本公积	548	548	548	548
未分配利润	142	363	648	995
少数股东权益	262	353	452	561
股东权益合计	1537	1849	2233	2689
负债及权益合计	5178	5662	6599	7424

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	180	222	285	347
折旧和摊销	120	111	111	111
资产减值准备	9	19	32	31
无形资产摊销	35	20	20	20
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	61	73	89	92
投资损失	-27	0	0	0
少数股东损益	94	90	99	109
营运资金的变动	200	-138	-108	-134
经营活动产生现金流量	239	639	733	821
投资活动产生现金流量	-103	-719	-720	-320
融资活动产生现金流量	106	184	111	-92
现金净变动	242	104	125	409
现金的期初余额	1295	1418	1522	1647
现金的期末余额	1537	1522	1647	2056

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	6630	7790	9311	10763
营业成本	5229	6163	7371	8523
营业税金及附加	64	75	89	103
销售费用	793	919	1080	1249
管理费用	124	144	169	188
财务费用	61	73	89	92
资产减值损失	11	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	27	0	0	0
营业利润	375	416	512	608
营业外收入	13	0	0	0
营业外支出	13	0	0	0
利润总额	375	416	512	608
所得税	101	104	128	152
净利润	275	312	384	456
少数股东损益	94	90	99	109
归属母公司净利润	180	222	285	347
EPS (元)	0.36	0.44	0.56	0.68

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	25.2%	17.5%	19.5%	15.6%
营业利润增长率	22.2%	11.0%	23.0%	18.7%
净利润增长率	15.6%	22.9%	28.5%	21.7%
盈利能力(%)				
毛利率	21.1%	20.9%	20.8%	20.8%
净利率	4.1%	4.0%	4.1%	4.2%
ROE	14.2%	14.8%	16.0%	16.3%
偿债能力(%)				
资产负债率	70.3%	67.3%	66.2%	63.8%
流动比率	0.85	0.86	0.86	0.94
速动比率	0.73	0.71	0.70	0.77
营运能力(次)				
资产周转率	1.41	1.44	1.52	1.54
应收帐款周转率	418.80	349.73	351.27	345.92
每股资料(元)				
每股收益	0.36	0.44	0.56	0.68
每股经营现金	1.64	1.26	1.45	1.62
每股净资产	2.51	2.95	3.51	4.20
估值比率(倍)				
PE	28.15	22.90	17.82	14.64
PB	3.98	3.39	2.85	2.39

- 17 -