

武汉中百(000759)

武商联股权调整吹响整合号角？

——武汉中百大股东武商联集团股权调整点评

陈慧

86-22-2845 1135

chenhui@bhq.com

➤ 武商联股权调整不涉及上市公司层面，对公司实质经营暂无影响

本报告导读：

➤ 股权调整意在理顺武商联与国资委的体制关系，增强国资委的直接控制力
➤ 买入武汉中百、耐心等待好消息

投资要点：

- 由于此次股权结构调整仅涉及三家上市公司控股股东及以上层面，未涉及上市公司层面，因此短期对公司的经营没有实质影响。三家上市公司的控股股东没有发生变化，仍然是武商联集团，分别持有武汉中百10.12%股权、鄂武商18.42%股权、武汉中商45.8%股权不变。
- 调整前后国资委对武商联的直接和间接持股比例仍维持100%不变。但是这种调整改变了武商联和国资委的体制关系。使得国资委具有了直接“领导”武商联的权力，而摆脱了过去武商联先报国资公司，再由国资公司上报国资委的局面。这种股权调整，意在理顺武商联与国资委的体制关系，是武汉国资委支持武商联做大做强的一种表现。
- 市场普遍预期的武商联集团整合旗下三家上市公司商业资产的事宜在此项公告中未被提及。但公告中提到此举是“为支持武商联做大做强”。因此我们猜测国资委增强对武商联的直接控制力后，扫清了未来武商联整合过程中可能存在的体制障碍。
- 我们判断武汉的商业重组可能很快将开始，第一步有可能是武汉中百和武汉中商之间的资产整合。主要推断是武商联集团董事、副总裁郝健加入武汉中商，成为武汉中商的董事长。在武汉商界人士看来，武汉中商换帅，标志着武汉商业联合集团这艘沉寂两年的航母即将起航。
- 投资建议：虽然武汉商业资产整合还没有时间表，但此次事件可以看做是整合的号角已经吹起。二级市场上存在短期交易性机会，建议买入武汉中百。长期看，公司区域优势明显、有整合预期、前期涨幅远落后于大盘，可介入持有、等待更好的消息。（同时建议买入鄂武商。）

评级：

买入

上次评级：

买入

目标价格：

¥11.5

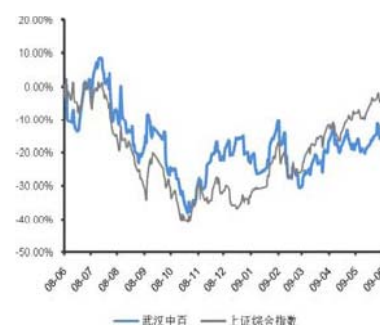
上次预测：

当前价格：

¥9.6

2009.6.15

52周股价走势



公司更新报告

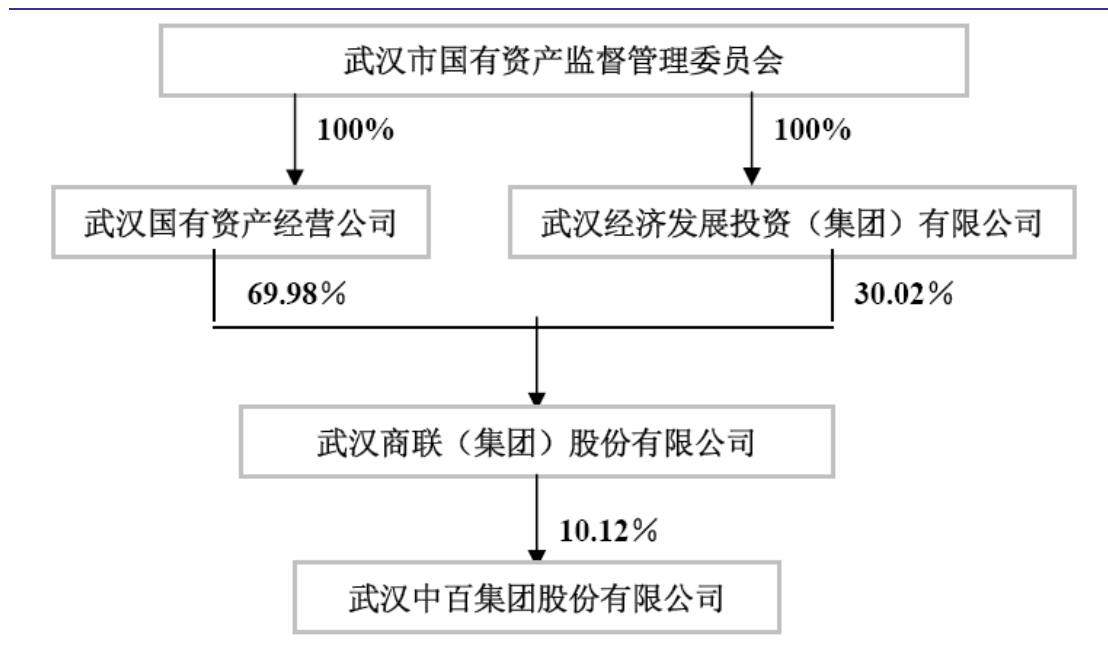
(百万元, 元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	6959	8649	10303	12619	6959
EBITDA(百万元)	337	431	564	653	337
净利润	126	172	201	264	126
摊薄 EPS(元)	0.38	0.31	0.36	0.47	0.38
PE(X)	25.6	31.3	26.8	20.4	25.6

股权结构调整的基本情况

6月15日，武汉中百、鄂武商、武汉中商同时公布公告，三家上市公司的共同大股东武汉商联（集团）股份有限公司（以下简称“武商联”）进行股权结构调整。调整公告内容有三：

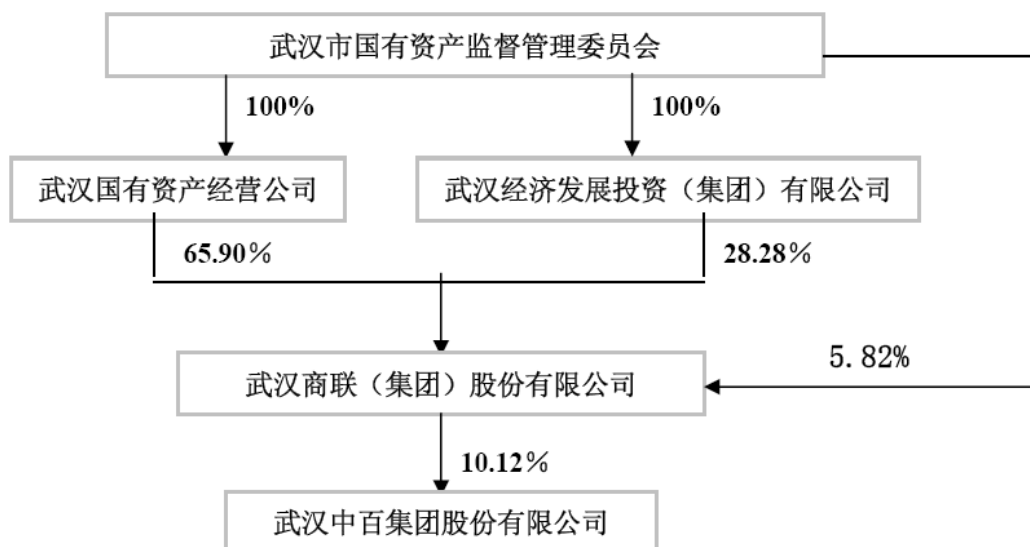
- 1、武汉商联集团将成立时由武汉商贸国有控股集团有限公司划入的1.06 亿元资产形成的国家独享资本公积转增资本，折成3089.65 万股。由武商联股东武汉国有资产经营公司（以下简称“国资公司”）和武汉经济发展投资（集团）有限公司（以下简称“经发投”）按持股比例分享。
- 2、将这部分转赠的股份无偿划由国资委持有。调整后，武汉商联股权结构为：总股本53089.65 万股，其中国资公司持有34990 万股，占总股本的65.90%，经发投持有15010 万股，占总股本的28.28%，市国资委持有3089.65 万股，占总股本的5.82%。
- 3、国资公司按持股比例享有的除收益权外的其他股东权利由国资委代为行使。

图1：本次武商联股权变更前



资料来源：公司公告

图2：本次武商联股权变更后



资料来源：公司公告

公告点评：吹响整合号角？

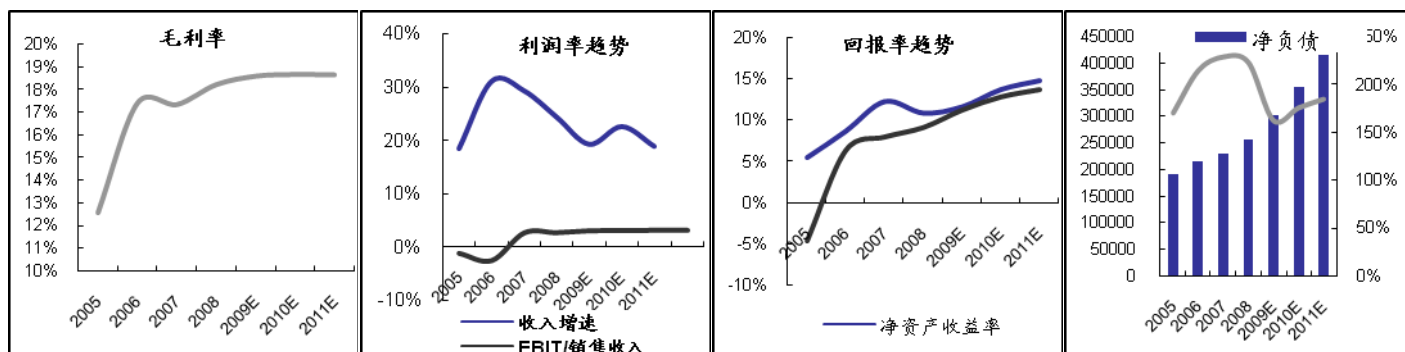
1. 由于此次股权结构调整仅涉及三家上市公司控股股东及以上层面，未涉及上市公司层面，因此短期对公司的经营没有实质影响。三家上市公司的控股股东没有发生变化，仍然是武商联集团，分别持有武汉中百10.12%股权、鄂武商18.42%股权、武汉中商45.8%股权不变。
2. 调整前后国资委对武商联的直接和间接持股比例仍维持100%不变。但是这种调整改变了武商联和国资委的体制关系。使得国资委具有了直接“领导”武商联的权力（见第3点），而摆脱了过去武商联先报国资公司，再由国资公司上报国资委的局面。实际上国资公司、经发投公司、武商联集团原本是国资委直属的并列关系的三家国有企业。这种股权调整，意在理顺武商联与国资委的体制关系，是武汉国资委支持武商联做大做强的一种表现。
3. 市场普遍预期的武商联集团整合旗下三家上市公司商业资产的事宜在此项公告中未被提及。但公告中提到此举是“为支持武商联做大做强”。因此我们认为国资委增强对武商联的直接控制力后，扫清了未来武商联整合过程中可能存在的体制障碍。
4. 我们判断武汉的商业重组可能很快将开始，第一步有可能是武汉中百和武汉中商之间的资产整合。主要推断依据是：武商联集团董事、副总裁郝健加入武汉中商，成为武汉中商的董事长。在武汉商界人士看来，武汉中商换帅，集团高管进入上市公司，可能标志着武汉商业联合集团这艘沉寂两年的航母即将起航。

业绩预测和投资建议

虽然武汉商业资产整合还没有时间表，但此次事件可以看作是整合的号角已经吹起。二级市场上存在短期交易性机会，建议买入武汉中百。

无论配股能否在09年顺利实施，公司都会按原本计划扩张，对09年业绩不会有太大影响。维持之前业绩预测09、10年EPS分别为0.36、0.47元。以目前股价9.6元估值09、10年市盈率26、20.4倍，相对于步步高09年31.4倍PE、和新华都09年33倍PE，公司估值具有优势。长期看，公司区域优势明显、有整合预期、前期涨幅远落后于大盘，可介入持有、等待更好的消息。随着通缩压力的减轻、通胀预期的到来，公司的投资机会将逐渐明朗。

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	463	636	1248	1769	2441	营业收入	6959	8649	10303	12619	14984
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	5752	7073	8387	10263	12188
应收账款	12	17	20	25	30	营业税金及附加	41	54	64	78	93
预付款项	127	145	149	154	160	销售费用	722	920	1113	1363	1618
其他应收款	20	18	22	27	32	管理费用	256	337	422	517	614
存货	643	1050	1082	1325	1573	财务费用	43	40	26	18	16
其他流动资产	3	0	0	0	0	资产减值损失	4	3	5	6	5
长期股权投资	111	99	99	99	99	投资收益	22	-12	-12	-12	-12
固定资产	1442	1594	1511	1458	1391	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	10	46	123	162	156	营业利润	163	210	274	361	437
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	6	30	8	9	11
无形资产	139	135	131	126	121	税前利润	169	240	282	371	448
长期待摊费用	256	311	280	249	218	减：所得税	42	68	80	106	128
资产总计	3322	4147	4759	5487	6317	净利润	126	172	202	265	320
短期借款	201	207	0	0	0	归属于母公司的净利润	126	172	201	264	319
应付票据	368	350	415	508	604	少数股东损益	1	0	1	1	1
应付账款	695	994	1185	1396	1630	基本每股收益	0.38	0.31	0.36	0.47	0.57
预收款项	380	533	715	938	1202	稀释每股收益	0.38	0.31	0.36	0.47	0.57
应付职工薪酬	3	1	1	1	1	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
应交税费	42	64	300	300	300	成长性					
其他应付款	55	125	125	125	125	营收增长率	29.2%	24.3%	19.1%	22.5%	18.7%
其他流动负债	0	0	1	2	3	EBIT 增长率	30.2%	40.9%	19.6%	25.5%	18.1%
长期借款	242	239	239	239	239	净利润增长率	53.3%	36.6%	16.8%	31.5%	20.8%
负债合计	2296	2567	3034	3562	4158	盈利性					
股东权益合计	1026	1580	1725	1925	2159	销售毛利率	17.3%	18.2%	18.6%	18.7%	18.7%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	1.8%	2.0%	1.9%	2.1%	2.1%
净利润	126	172	202	265	320	ROE	12.3%	10.9%	11.6%	13.7%	14.8%
折旧与摊销	148	166	247	255	263	ROIC	7.97%	9.12%	11.24%	12.83%	13.71%
经营活动现金流	474	473	1117	821	942	估值倍数					
投资活动现金流	-262	-398	-217	-217	-167	PE	25.6	31.3	26.8	20.4	16.9
融资活动现金流	-172	98	-288	-84	-102	P/S	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4
现金净变动	40	174	612	521	673	P/B	3.14	3.41	3.12	2.80	2.49
期初现金余额	423	463	636	1248	1769	股息收益率	1.0%	0.6%	0.8%	1.2%	1.6%
期末现金余额	463	636	1248	1769	2441	EV/EBITDA	10.5	12.2	7.9	6.0	4.4



渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增 持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减 持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	石油行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	通信、传媒、家电行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力、电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程与策略研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977
债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论 研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼丰汇时代大厦 602 603

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362157

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn