

公司简评 汉商集团(600774)

► 2009年08月17日

商业地产将成为经营的突破点

中性 维持评级

分析师: 陈雷 邮箱: chenlei_zb@chinastock.com.cn 电话: 010-66568162

1. 事件

公司发布 2009 年中报, 实现营业收入 2.94 亿元, 同比下降 2.40%, 实现归属于母公司的净利润 56 万元, 同比下降 35.86%, 每股收益 0.003 元。

2. 我们的分析与判断

1、经营尚未出现起色

(1) 公司拥有位于汉阳区的汉阳商场和 21 购物中心和位于汉口区的新武展购物中心。2009 年上半年实现商品销售收入 2.42 亿元, 同比下降 4.45%, 但营业利润率同比提高 1.01%。其中汉阳商场实现销售收入 7438 万元, 同比下降 8.89%, 21 购物中心实现销售收入 11262 万元, 同比增长 1.52%, 新武展购物中心实现销售收入 3646 万元, 同比上升 3.58%。汉阳商场虽然继续保持钟家湾商圈的主导地位, 但在汉商银座建设和商业竞争加剧双重影响下, 占公司营业收入的比例持续下滑。而 21 购物中心和新武展购物中心的收入增速相对 2008 年同期的 15-25% 也出现了大幅回落。这不仅是受到宏观经济环境的影响, 武汉地区商业竞争日趋激烈也是重要原因。

(2) 旅游业收入同比增长 30.04%, 但业务规模较小。展览业收入同比增长 6.62%, 是公司稳定的收入来源。武汉将自身定位于中西部地区的会展服务中心和会展名城, 展览业还将有较大的发展空间。

(3) 公司报告期期间费用率为 30.19%, 同比上升 0.46%, 远远高于行业平均水平, 这是公司营业利润近年一直亏损的重要原因。虽然公司采取灵活措施减少了利息支出, 如何有效降低整体费用水平仍将成为公司摆脱亏损或微利局面的一个关键因素。

2、全力推进商业地产

作为汉阳区唯一一家国有控股零售类上市公司, 汉商集团将地产作为业务的突破口, 利用自身的土地资源和汉阳区政府的支持政策, 着力打造零售业、地产业、会展业三大主业互动发展的格局。公司正积极在汉阳商场和 21 购物中心的基础上扩建两个新的购物中心, 总建筑面积将达到 40 万平米, 以强化公司在钟家村和王家湾这两个汉阳主要商圈的商业地位。汉商银座的商场部分有望年内建成, 招商工作进展顺利。21 购物中心扩建项目计划年内完成地下三层建设并力争地面五层商业竣工。

7 月公司拟向第一大股东武汉汉阳区国资办发行股份购买其拟注入的五宗国有土地使用权及其地上附着物。标的资产预估值约为 1.5 亿元人民币, 发行价格为 6.32 元/股。汉阳区国资办承诺于 2010 年 1 月 16 日之前取得拟注入土地使用权和地上附着物的所有权, 并对该土地使用权类型、用途作相应变更, 使之符合注入上市公司开发利用的条件。

3. 投资建议

我们预计 2009-2011 年公司净利润将继续处于微利状态, 维持对公司“中性”的投资评级。与武汉其它商业类上市公司相比, 公司经营规模偏小, 业态相对单一, 仅凭现有业务组合在武汉目前的商业竞争环境下做大做强较为困难。在武汉新区建设的推动下, 汉阳商业发展空间较大。如果公司能充分利用区位优势, 大力发展商业地产, 就有望实现经营业绩的突破。

表 1、汉商集团拟购买资产状况

序号	资产位置	建筑面积(平米)	土地面积(平米)	目前地类	未来地类
1	汉阳区鹦鹉大道 215 号	6837.59	11359.91	科教用地	住宅
2	汉阳区汉阳大道 151 号	1648.30	329.66	住宅	商业金融
3	汉阳区汉阳大道 151 号	2107.00	640.37	住宅	商业金融
4	汉阳区汉阳大道 147 号	709.91	335.16	医院	商业金融
5	汉阳区平山正街 8 号	1770.74	547.23	商业服务	商业金融

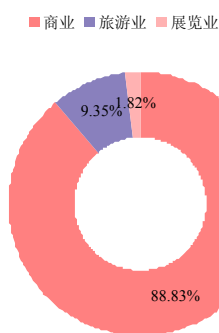
资料来源：中国银河证券研究所

表 2、汉商集团新建购物中心基本情况

	汉商银座	21 购物中心扩建
总建筑面积(万平方米)	10.2987	29.2986
其中：商业	3.7551	16.1070
住宅	5.0656	5.0149
写字楼	-	5.1959
酒店	-	2.9808
办公	1.4780	-
总投资(亿元)	8	15

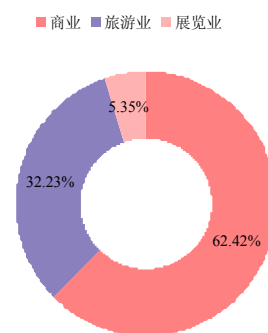
资料来源：中国银河证券研究所

图 1、营业收入按业务比例 (%)



资料来源：中国银河证券研究所

图 2、营业利润按业务比例 (%)



资料来源：中国银河证券研究所

表 3、汉商集团报表和主要财务指标预测表（2009.08.14）

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	155	80	101	115	126	营业收入	551	593	675	767	839
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	393	416	481	549	603
应收账款	7	6	7	8	9	营业税金及附加	12	13	14	16	18
预付款项	34	22	12	1	-11	销售费用	38	42	47	51	55
其他应收款	11	26	20	23	25	管理费用	107	108	122	136	147
存货	14	14	18	21	23	财务费用	37	32	30	30	30
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期股权投资	36	25	25	25	25	公允价值变动收益	0	-2	0	0	0
固定资产	901	1070	1044	1020	996	投资收益	9	0	0	0	0
在建工程	131	29	39	45	47	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	-26	-21	-18	-15	-14
无形资产	78	64	58	52	45	营业外收支净额	85	28	25	25	30
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	59	7	7	10	16
资产总计	1473	1485	1474	1458	1434	减：所得税	27	5	2	2	4
短期借款	435	410	382	314	240	净利润	32	2	5	7	12
应付票据	36	21	26	30	33	归属母公司净利	40	6	5	7	12
应付账款	179	197	224	256	281	少数股东损益	-8.52	-3.21	0.00	0.00	0.00
预收款项	10	6	6	6	6	基本每股收益	0.23	0.03	0.03	0.04	0.07
应付职工薪酬	2	3	3	3	3	稀释每股收益	0.23	0.03	0.03	0.04	0.07
应交税费	48	27	27	27	27	财务指标					
其他应付款	73	144	144	144	144	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	10.8%	7.6%	13.9%	13.6%	9.4%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	146.4%	664.4%	-15.9%	26.2%	6.9%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	238.6%	-86.2%	-10.1%	45.9%	61.9%
负债合计	912	923	897	864	818	盈利性					
股东权益合计	561	563	568	575	587	销售毛利率	28.7%	29.8%	28.7%	28.4%	28.1%
现金流量表						销售净利率	7.3%	0.9%	0.7%	1.0%	1.4%
净利润	32	2	5	7	12	ROE	8.7%	1.2%	1.1%	1.5%	2.4%
折旧与摊销	44	37	72	75	78	ROIC	0.1%	0.4%	0.9%	1.2%	1.4%
经营活动现金流	51	21	150	152	155	估值倍数					
投资活动现金流	78	-61	-50	-50	-50	PE	33.9	245.5	273.2	187.3	115.7
融资活动现金流	-62	-36	-78	-88	-94	P/S	2.5	2.3	2.0	1.8	1.6
现金净变动	67	-75	21	14	11	P/B	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3
期初现金余额	88	155	80	101	115	股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	155	80	101	115	126	EV/EBITDA	34.2	31.6	18.3	16.3	14.7

资料来源：公司公告，中国银河证券研究所预测

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908