

武汉中商(000785)

价值提升尚待重组驱动

——武汉中商调研报告

刘冰 许娟娟
 021-38676703 021-38676545
 liubing@gtjas.com xujuanjuan@gtjas.com

本报告导读:

- 公司自有物业较多，重估价值较高，但由于重组时间不确定，目前公司估值偏高，综合考虑给予“中性”评级。

投资要点:

- 公司曾多元化经营，近年来公司清除庞杂资产，专攻零售业态。目前主要经营百货和超市，共有9家百货、1家购物中心、31家平价超市和大卖场。08年百货和超市业务收入分别约占零售业务收入的60%、40%。
- 百货中，公司位于武汉市的中南商业大楼和中商广场购物中心是盈利主体，沙市百货目前收入情况较为理想，但盈利较少，剩余的外地5家百货门店整体盈亏平衡；购物中心从05年试营业至今，由于财务费用较高，每年亏损额较大，预计09年能够实现盈亏平衡；超市由于销售规模较小，所以毛利率相对较低；物业出租和投资收益两部分盈利较为稳定。
- 公司曾经多元化发展使得主业发展缓慢，资本市场融资难以获得，扩张均依靠自有资金和银行贷款，发展规模受到资金限制。
- 09年中期，公司的资产负债率高达72%，销品茂项目是贷款的主要来源，该项目共投入约10亿元，除1.9亿元为自有资金，其余为借款。为降低资产负债率，预计最快可于2011年进行配股。
- 公司的自有物业约42万平方米，物业的重估价值较高，每股重估价值11.5元，但其大部分资产用于贷款担保，目前担保资产占非流动资产的60%。
- 武商联成立的初衷是整合零售资源，公司的超市业务和武汉中百均定位于湖北省，网点互补，公司的超市毛利率有很大的提升空间。我们认为，若价格适宜，公司的超市业务有较大的并购价值。
- 我们认为短期内重组的可能性不大，主要理由是：公司新任董事长应该先着力提升公司业绩；公司目前业绩不好，考虑到整合后现有人员的安置，势必先提升业绩；原推动武商联整合事宜的武汉市相关领导已调至湖北省，新任领导需要适应期。
- 盈利预测及投资建议：预计09、10年归属母公司所有者的净利润增速分别为73%、33%，EPS分别为0.26、0.35元，公司目前估值36倍，高于行业平均30倍，年内重组的可能性不大，近期给予“中性”评级。

财务摘要(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,796	3,161	3,482	4,003	4,792
(+/-)%	12%	13%	10%	15%	20%
经营利润(EBIT)	85	98	147	191	228
(+/-)%	66%	16%	50%	30%	19%
净利润	32.89	38.38	66.47	88.15	105.30
(+/-)%	113%	17%	73%	33%	19%
每股净收益(元)	0.13	0.15	0.26	0.35	0.42
每股股利(元)	-	-	-	-	-

利润率和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营利润率(%)	3.0%	3.1%	4.2%	4.8%	4.8%
净资产收益率(%)	6.4%	7.0%	10.8%	12.5%	13.0%
投入资本回报率(%)	5.1%	7.8%	9.9%	11.2%	10.8%
EV/EBITDA	8.5	9.7	7.5	6.5	5.8
市盈率	72.4	62.0	35.8	27.0	22.6
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级:

中性

上次评级: 首次评级

目标价格:

¥9.5

上次预测: ¥0.00

当前价格:

¥9.48

2009.09.11

交易数据

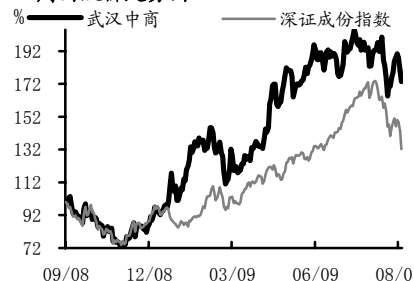
52周内股价区间(元)	3.08 ~ 9.62
总市值(百万元)	2,382
总股本/流通A股(百万股)	251/251
流通B股/H股	0/0
流通股比例	1.00
日均成交量(百万股)	4.9
日均成交值(百万元)	31.9

资产负债表摘要(12/08)

股东权益(百万元)	603.07
每股净资产	2.19
市净率	4.3
净现金(百万元)	381.65

EPS(元)	2008A	2009E
Q1	0.10	0.12
Q2	0.01	0.04
Q3	0.02	0.50
Q4	0.02	0.50
全年	0.15	0.26

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-8.7	-6.3	90.2
相对指数	-1.5	-17.7	19.7

模型更新时间: 2009.09.09

股票研究

批零贸易业
批发零售业

武汉中商(000785)

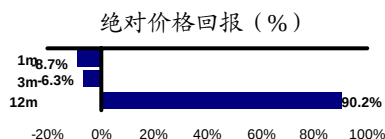
评级: 中性

上次评级: 首次评级

目标价格: ¥9.5

上次预测: ¥0.00

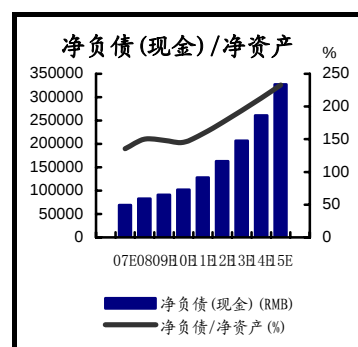
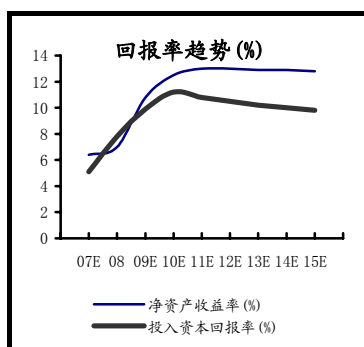
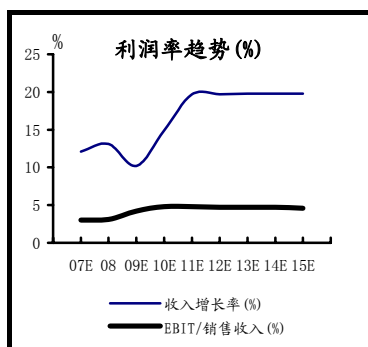
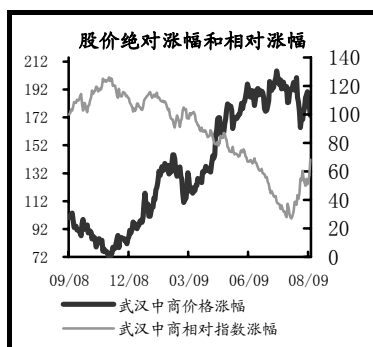
当前价格: ¥9.48



52 周价格范围 3.08~9.62
市值 (百万) 2,382

财务预测 (单位: 百万元)

	2007E	2008	2009E	2010E	2011E
损益表					
主营业务收入	2,796	3,161	3,482	4,003	4,792
主营业务成本	2,298	2,576	2,877	3,288	3,938
税金及附加	25	27	30	34	41
主营业务利润	473	558	575	680	813
其他业务利润	0	0	0	0	0
营业费用	30	33	36	41	50
管理费用	347	425	390	446	534
EBIT	85	98	147	191	228
财务费用	60	64	55	60	67
营业利润	44	40	92	131	160
所得税	35	26	52	72	88
少数股东损益	-18	-10	-10	-10	-10
净利润	33	38	66	88	105
资产负债表					
货币资金、短期投资	442	451	551	633	758
其他流动资产	877	912	1,083	1,225	1,447
长期投资	58	66	66	66	66
固定资产合计	718	688	749	874	1,084
无形及其他资产	137	155	116	90	73
资产合计	2,326	2,380	2,573	2,816	3,231
流动负债	1,453	1,500	1,637	1,801	2,121
长期负债	287	277	277	277	277
股东权益	513	550	617	705	810
投入资本(IC)	977	918	961	1,067	1,298
现金流量表					
NOPLAT	50	72	95	119	140
折旧与摊销	104	79	89	81	80
流动资金增量	92	71	(21)	(7)	(39)
资本支出	470	(92)	(111)	(180)	(273)
自由现金流	716	130	52	13	(91)
经营现金流	262	239	182	214	207
投资现金流	501	(97)	(113)	(182)	(275)
融资现金流	(59)	(125)	30	50	193
现金流净增加额	704	17	99	82	125
财务指标					
成长性					
收入增长率	12.1%	13.1%	10.2%	14.9%	19.7%
EBIT 增长率	65.7%	15.8%	50.0%	30.1%	18.9%
净利润增长率	113.4%	16.7%	73.2%	32.6%	19.4%
利润率					
毛利率	17.8%	18.5%	17.4%	17.9%	17.8%
EBIT 率	3.0%	3.1%	4.2%	4.8%	4.8%
净利润率	1.2%	1.2%	1.9%	2.2%	2.2%
收益率					
净资产收益率(ROE)	6.4%	7.0%	10.8%	12.5%	13.0%
总资产收益率(ROA)	1.4%	1.6%	2.6%	3.1%	3.3%
投入资本回报率	5.1%	7.8%	9.9%	11.2%	10.8%
运营能力					
存货周转天数	38.33	36.38	36.06	33.77	31.78
应收账款周转天数	2.78	2.79	2.67	2.60	2.55
总资产周转率	333.10	271.67	259.61	245.72	230.27
净利润现金含量	798.04	622.87	273.59	242.69	196.21
资本支出/收入	1680%	-290%	-318%	-449%	-569%
偿债能力					
资产负债率	74.9%	74.7%	74.4%	73.8%	74.2%
净负债率	135.4%	150.3%	148.0%	145.1%	158.4%
估值比率					
PE	72.4	62.0	35.8	27.0	22.6
PB	4.6	4.3	3.9	3.4	2.9
EV/EBITDA	8.5	9.7	7.5	6.5	5.8
P/S	0.85	0.75	0.68	0.60	0.50
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



公司是湖北省大型商业集团，目前主要经营百货和超市，08 年公司的零售业务收入占公司主营业务收入的 95%，其中百货和超市业务收入分别约占零售业务收入的 60%、40%，零售的主营业务利润占比为 90%。

截止 09 年 6 月底，公司共有 9 家百货（3 家位于武汉市武昌区、6 家位于湖北省武汉市以外的城市）、1 家购物中心（位于武汉市）、31 家平价超市和大卖场。在经营架构上，中南商业大楼为母公司，销品茂、中商广场（购物中心）、中商百货黄冈店和徐东平价为子公司，剩余的 5 家异地百货门店和超市门店均以分公司形式存在。

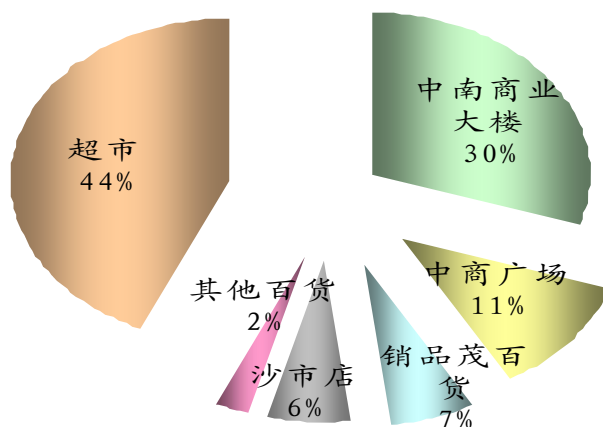
表 1：公司零售业务汇总

	门店	成立时间	营业面积	物业性质	城市	性质
百货	中南商业大楼	1985	3	自有	武汉	母公司
	中商广场（购物中心）	1997	3.6	自有	武汉	100%
	中商百货黄冈店	2004	1.5	租赁	黄冈	51%
	销品茂百货	2005	2	自有	武汉	分公司
	中商百货十堰店	2003	1.5	租赁	十堰	分公司
	中商百货荆门店	2002	1.7	租赁	荆门	分公司
	中商百货沙市店	1996	3.2	自有	沙市	分公司
	中商百货随州店	2007	3	租赁	随州	分公司
	中商百货咸宁店	2008	2	租赁	咸宁	分公司
购物中心	销品茂	05 年底	17.5	自有	武汉	51%
超市	徐东平价	1997	3.3		武汉	50%
	中商平价连锁超市	2000			湖北	分公司

数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

公司零售业务中，中南商业大楼、中商广场和销品茂是收入的主体，08 年三家个体的营业收入分别占公司零售业务收入的 30%、11%、7%。超市业务中，中商平价和徐东平价分别占公司零售业务收入的 33%、10%。

图 1：公司零售业务构成



数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

1. 主营业务分析：基数较低，增长稳健

1.1. 百货业务：两家主力门店贡献主要盈利

公司现有的 9 家百货门店中，位于武汉市的中南商业大楼和中商广场购物中心是盈利主体，沙市百货目前收入情况较为理想，但盈利较少。剩余的外地 5 家百货门店整体盈亏平衡。

商圈分析：武汉市的分为三个区，汉口区、汉阳区、武昌区，其中汉口区是经济商业中心、汉阳区是工业区、武昌区是新区亦是政府和高校的聚集地。

公司主要业务聚集于武昌区，武昌区的商业格局是以中南路为商业中心，沿内环线形成“徐东路—中北路—中南路—武珞路—珞喻路”商业带。目前分为 4 个商圈：中南商圈、徐东商圈、司门口商圈、鲁巷商圈。公司最盈利的两家百货门店中南商业大楼和中商广场购物中心位于中南商圈，尽管中南商圈是武昌区传统的购物核心区域，但整个武昌区购物环境比不上汉口区。

表 2：武昌区商圈

商圈	零售网点
中南商圈	中南商业大楼
	中商广场购物中心
	银泰百货
	武珞路亚贸广场
	家乐福
徐东商圈	徐东平价广场
	好美家家居
	麦德龙
	欧亚达家居广场
	中商团结销品茂
司门口商圈	徐东建材市场
	以百货、服装商城以及超市组成的沿街式区域性商业圈
鲁巷商圈	鲁广购物中心
	武汉·光谷广场

数据来源：网络媒体、上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

中南商业大楼是百货业务盈利主体：折旧摊销完成，净利润率较高，但增速缓慢
 中南商业大楼为母公司，经营面积达到 3 万平米，物业自有，于 1985 年开始营业。作为上市公司的主要盈利点，我们估算 09 年该店实现营业收入 10 亿，占公司营业总收入的 30%，利润总额为 7000 至 8000 万元，净利润率高达 5.6%。该店净利润率高的主要原因是营业时间较长，相关资产已完成折旧。

该店的毛利率为 17-18%，而同类公司的平均毛利率位于 17-22%，考虑到该商圈和门店自身均没有引起毛利率提升的因素，短期看该店也没有品牌调整的计划，预计毛利率提升的空间不大。

我们预计该店的收入将保持约 10% 稳定增长，毛利率稳定在 17%-18% 之间，净利润率维持 5%-6%，净利润低速稳定增长，依然是公司的盈利主体。

中商广场购物中心：物业自有，盈利能力较好

中商广场购物中心是公司的全资子公司，经营面积 3.6 万平米，物业自有，于 1997 年开始营业。作为公司的又一盈利点，08 年该店实现收入 3.5 亿元，占公司营业总收入的 11%，净利润 1300 万，净利润率为 3.8%，尽管该店的净利润率低于中南商业大楼，但略高于 2008 年行业平均净利润率 3.08%。我们认为该店净利润率较高的原因是物业自有，对公司整体盈利的贡献亦较多。

表 3：中商广场购物中心经营情况

	2005	2006	2007	2008
营业收入				
(万元)	25,678	28,109	33,070	34,685
YOY		9%	18%	5%
平销(元)	7,133	7,808	9,186	9,635
净利润				
(万元)	473	834	1,116	1,304
YOY		76%	34%	17%
净利润率	2%	3%	3%	4%

数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

外地百货经营成果一般——公司目前在湖北省武汉市以外的 6 家百货中，黄冈店是以分公司控股 51% 形式存在，其余 5 家百货门店均为分公司形式。

沙市店是目前唯一一家盈利的异地百货门店，具备唯一一家物业自有，该店于 1996 年开始营业，营业时间最长，单店经营面积 3.2 万平米，是处武汉外门店面积最大的一家，其余门店中，除了随州店 3 万平米，其余均低于 2 万平米，该店 09 年预计实现销售收入 2 亿元，净利润 600-700 万，净利润率为 3.5%，高于行业平均值，但该店平销较低，仅为 6250 元，后续收入和盈利能力均有较大的提升空间。

其余 5 家百货店均为 2002 年以后开始营业，且物业租赁，截止 09 年中为止，5 家百货整体无法实现盈亏平衡，我们预计未来的 2-3 年内，公司百货业务的盈利主要来自武汉市的中南商业大楼和中商广场购物中心。

1.2. 销品茂：预计 09 年实现盈亏平衡，但近两年提升空间不大

销品茂位于武昌区徐东商圈，开业于 05 年 8 月，公司持股 51%，总建筑面积 20 万平米，其中经营面积 17 万平米，可租赁面积 11 万平米。

该店的收入为租金，主要费用为财务费用。该店从 05 年试营业至今，每年亏损额较大，主要源于财务费用较高。经过 3 年培育期后，该店人气逐渐旺盛，尤其是沃尔玛的进驻，目前出租率达到 95% 以上，预计 09 年能够实现盈亏平衡。

短期租金提升的可能性不大：该销品茂的租户中，大户租金（长期租户）占比略高于 40%，目前该部分租金没有提升的可能性。散户租金（短期租户）占比略低于 60%，考虑到提升出租率带动人气，公司原先对进驻的品牌没有挑选，现在公司将通过品牌调整提升租金，但提租是一个双方认可的过程，短期内租金收入大幅提升的可能性不大。

近两年盈利提升空间不大：随着近两年销品茂出租率的提升，在较高财务负担的前提下，预计 09 年能够实现盈亏平衡，但考虑到目前入驻率已接近饱和，短期租金提升空间不大，财务负担近两年难以解决，因而近年其盈利提升空间不大。

表 4：销品茂的净利润

	2006	2007	2008
武汉中商团结商贸城销品茂（权益净利润）	-3,500	-2,000	-1,800
归属于母公司所有者净利润	1,541	3,289	3,839

数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

1.3. 超市业务：销售规模较小导致毛利率较低

公司超市的经营主体包括徐东平价（控股 51%）和中商平价连锁（分公司形式），截止 09 年中期，公司拥有 31 家大卖场，其中 11 家位于武汉，公司计划今后每年将新开 2-3 家。

公司超市业务的毛利率为 11%，远低于武汉中百和鄂武商的水平，若按照较低的鄂武商毛利率水平，武汉中商的毛利率尚有 2 个点的提升幅度，但毛利率的提升需要超市收入规模的提升，与供应商溢价能力的提升等系列条件向配合，提升的难度较大。

表 5：超市业务毛利率对比（2009 年中报）

	武汉中商	武汉中百	鄂武商	行业区间
超市业务（量贩）	11%	17.23%	13.29%	9.8-17.23%

数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

1.4. 物业出租贡献稳定收入

公司母楼中南商业大楼所在的物业包含 6 万平米的写字楼，公司已出售了 4 万平米，目前依然有 2 万平米为自有物业，目前出租率达 90-93%，年均收入约 1200 万，但该部分业务承担了较多的总部其他费用，净利润表现较低，但就租赁业务而言，该部分收入较为稳定。

2. 清除庞杂资产，专攻零售主业

1998 年至今，除了零售主业外，公司曾多元化经营，涉足经营过酒店、零售、地产、网络科技、餐饮旅游、房地产等多个业务。近年来，公司已尽可能多地剥离非盈利业务，截止 2009 年 6 月底，公司只剩下 8 项投资。

其中武汉中江房地产有限公司、武汉烽火网络有限公司、汉口银行的投资较为重要，未来公司将集中精力发展零售业态。08 年公司投资 3000 万与烽火通讯成立了烽火网络，2008 年贡献投资收益 283 万元。

表 6：公司投资历史（1998 年-2008 年）

序号	参控股公司	参控股公司
09 年	武汉中江房地产开发有限公司 75%	武汉中商农产品有限责任公司 99%
仍有的投资	武汉烽火网络有限公司 20%	武汉中商家电连锁有限责任公司 100%

历史投资

汉口银行低于 4%

武汉中商旋风电子商务科技有限公司 99.16%

武汉新圣龙商务酒店管理有限公司

武汉中商艺能超市发展有限公司

武汉中商集团广告有限责任公司

武汉中南旅业餐饮有限公司

武汉新都会装饰工程有限公司

武汉市中南房地产开发建筑有限公司

武汉市中江房地产开发有限公司

武汉市和洲食品水产有限公司

湖北同兴置地发展有限公司

武汉中南和记实业开发有限公司 90%

武汉马应龙爱欣大药房连锁有限公司
19.5%

武汉商科农产品经营有限责任公司

武汉商科工贸有限责任公司

武汉肉联添添鲜肉制品有限公司

武汉美景实业有限公司

武汉华软软件股份有限公司

武汉光谷广场建设发展有限公司

武汉东方之珠酒楼夜总会有限公司

武汉爱欣大药房有限公司

湖北世纪中商百货有限公司

数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

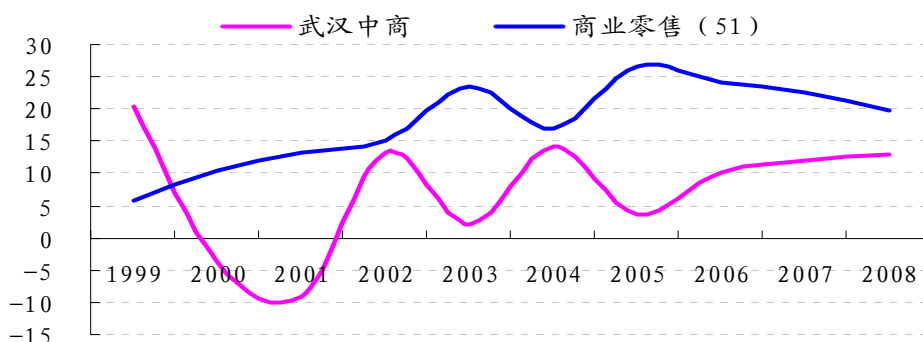
3. 财务费用吞噬盈利

3.1. 主业发展受资金限制

公司从前走多元化投资的发展模式，但投资并不成功，主业经营被忽视，1999 年至今，公司的收入增速一直远低于行业平均增速，带来的结果是公司的经营性现金流不充裕。

由于自有资金不充裕，业绩不理想，资本市场融资困难，从 2000 年开始，公司的百货和超市业务的扩张均依靠自有资金和银行贷款，从某种角度讲，公司自身的发展规模受资金限制。

图 2：营业收入同比增速



数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

3.2. 资产负债率较高，财务负担较重

09 年中期，公司的长期贷款 4.17 亿元，产生贷款利息 2500 万元，另有其他负债，其中包含 1 亿元工程款，共产生利息 3000 多万元。公司的资产负债率达到 72%，利息保障倍数仅为 3，在零售行业中该指标较差。05 年期，公司年均收入增速 10%，相对公司较低的收入增速，较高的财务费用吞噬了公司盈利。

表 7: 38 家百货负债相关指标对比 (2009 中报指标)

证券代码	证券简称	资产负债率%	已获利息倍数(EBIT / 利息费用)
600774.SH	汉商集团	61.87	0.95
600306.SH	商业城	67.47	1.17
600856.SH	长百集团	67.38	1.30
000560.SZ	昆百大 A	73.69	1.79
600280.SH	南京中商	79.96	2.02
600838.SH	上海九百	45.35	2.03
600738.SH	兰州民百	52.97	2.99
000785.SZ	武汉中商	71.51	3.02
.....			
000715.SZ	中兴商业	27.02	22.03
600859.SH	王府井	57.25	27.07
000417.SZ	合肥百货	61.69	39.49
600865.SH	百大集团	16.88	72.33
002277.SZ	家润多	63.49	110.82

数据来源: 上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

说明: 按照已获利息保障倍数由低至高排序

销品茂项目是贷款的主要来源, 公司占比 51%, 另外 49% 由团结集团持有, 2005 年成立时, 公司现金出资 1.9 亿元, 团结集团以土地作价入股。公司在该项目共投入 9-10 亿元, 除了注册资本 1.9 亿元为公司自有资金, 其余为银行贷款和向武商联的借款。

目前该销品茂完全由公司自营, 主要收入来源是租金, 每年租金收入约 1 亿元。由于项目回报周期过长, 难以应付陆续到期的银行贷款, 尽管出租率目前已经达到 95%, 但由于是贷款较多, 还款压力很大。

表 8: 公司财务费用与归属母公司所有者净利润对比

	2005	2006	2007	2008
财务费用	3782	5387	6003	6402
归属于母公司净利润	-16960	1541	3289	3838

数据来源: 上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

3.3. 融资尚不具备条件, 需待 2011 年解决

为加快扩张步伐, 降低资产负债率, 公司可以选择配股, 但目前公司尚不具备连续三年扣除非经常性损益后盈利的配股条件, 我们认为公司 2008、2009、2010 年将能满足该条件, 从而 2011 年进行配股。

4. 关于武汉市商业重组预期

4.1. 超市业务: 有较大并购价值

武商联成立的初衷是整合零售资源, 对于超市资源, 公司的超市业务的毛利率约 11%, 净利润率约 1%, 低于武汉中百和鄂武商水平。从发展方向看, 公司的超市和武汉中百的超市均定位于湖北省, 从网点布局看, 公司的超市定位于武汉市和湖北省三线城市, 而武汉中百的超市分布于武汉市和湖北省二线城市, 网点互补;

从毛利率看，公司超市业务的毛利率有很大的提升空间。因而我们认为，若价格适宜，公司的超市业务有较大的并购价值。

4.2. 百货业务：自有物业较多，资产质量较优

公司的优势是自有物业多，物业的重估价值较高，根据我们的计算，公司每股重估价值达 11.52 元，但大部分资产用于贷款担保，根据 09 年中报披露，公司的担保资产达到 8.3 亿元，占非流动资产的 60%。

表 9：公司的自有物业重估价值

	建筑面积 (万平米)	权益面积 (万平米)	假设单价 (万元)	城市	地址
销品茂	20	10	1	武汉	武汉武昌徐东大街 18 号
写字楼	2	2	1.2	武汉	武汉市武昌区中南路 9 号
中南商业大楼	4	4	1.5	武汉	武汉市武昌区中南路 9 号
武汉中广场购物中心	5	5	1.5	武汉	武汉市武昌区中南路 9 号
沙市百货连锁分公司	4	4	0.6	沙市	沙市红门路与北京路交叉处
徐东平价市场有限公司	4	2	1	武汉	洪山区徐东路 7 号
小东门	1	1	0.6	武汉	武汉市武昌区中山路 265 号
中商平价南湖卖场一楼	0.5	0.5	0.6	武汉	武昌区武昌南湖花园
黄陂蛇口区	3	3	0.8	武汉	武汉市黄陂区
面积小计	44	32			
物业价值 (亿元)	33.60				
股权投资 (亿元)	0.50				
净现金 (亿元)	-5.16				
重估价值 (亿元)	28.94				
股本 (亿股)	2.51				
每股重估价值 (元)	11.52				

数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

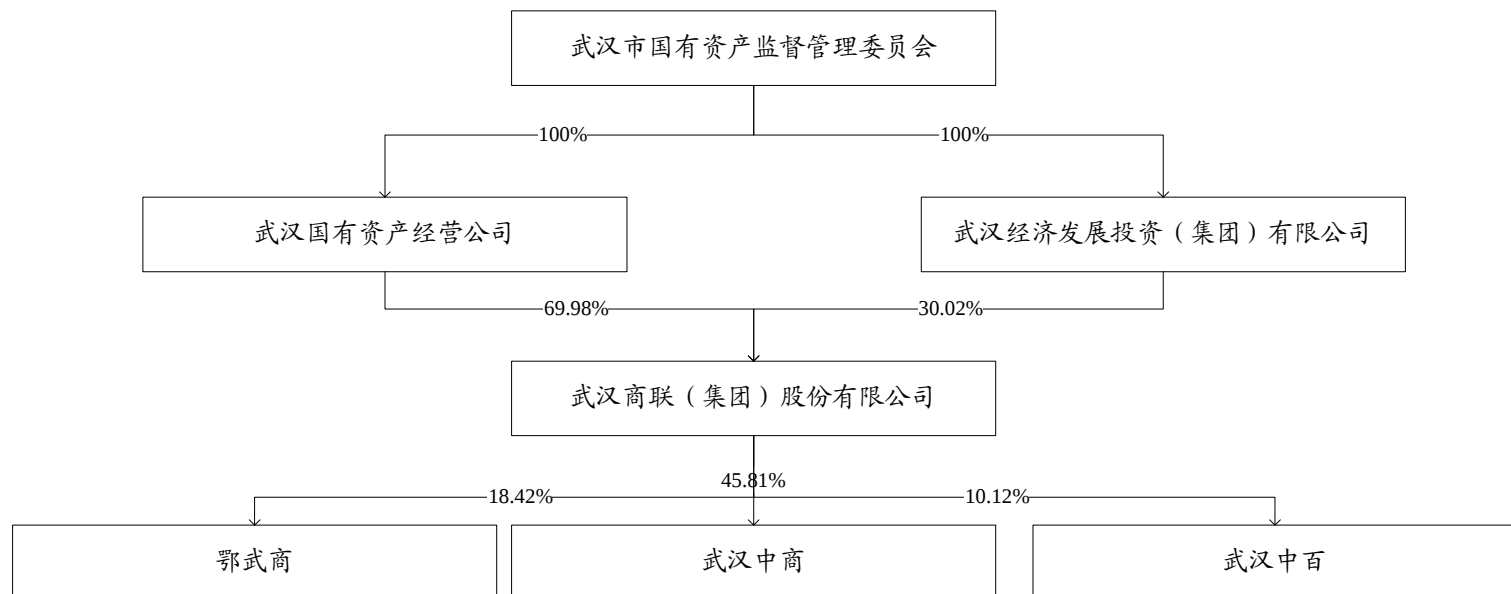
对于武商联旗下的三家零售企业，鄂武商和武汉中百定位明确，其中鄂武商主攻百货业务，武汉中百主要经营超市业务，武汉中商未来的发展方向很可能资产拆分出售，其中百货业务注入鄂武商，超市业务注入武汉中百。

4.3. 短期重组可能性不大，做好业绩打好基础

公司是湖北省的零售集团，其大股东武汉商联（集团）股份有限公司控股比例为 46%，大股东另外持有武汉中百和鄂武商的部分股权。2007 年，武汉市成立武汉商联的目的在于整合三家商业资源。我们认为短期内重组的可能性不大，主要理由是：

- 1) 2009 年郝建辞去鄂武商董事，做武汉中商的董事长，新领导的应该先着力提升公司业绩。
- 2) 公司目前自有物业较多，但负债较高，考虑到整合后现有公司人员的安置，公司势必需要将业绩做好，降低负债水平，提升净资产价值。
- 3) 原推动武商联整合事宜的武汉市相关领导已调至湖北省，新任领导需要适应一段时间，再继续进行相关整合。

图 3: 武商联对三家公司的持股比例



数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

5. 盈利预测及投资建议

预计未来两年公司零售业务将逐步好转，百货贡献稳定收入和利润，购物中心逐渐减亏，并实现微利，超市未来每年保持 2-3 家超市的开店步伐。我们预测 2009、2010 年归属母公司所有者的净利润增速分别为 73%、33%，EPS 分别为 0.26 元、0.35 元，对应 9 月 9 日收盘价 9.48 元，公司目前估值 36 倍，高于行业平均 30 倍。同时我们认为年内重组的可能性不大，近期给予“中性”评级。

在武商联的整合计划中，公司很可能被资产拆分出售后注入新资产，目前公司自有物业较多，商业地产重估价值折合每股 11.52 元，具备一定的投资价值，但由于重组时间不确定，目前公司估值偏高，综合考虑给予“中性”评级。

免责声明

本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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com