

鄂武商 A (000501)

湖北地区商业龙头，双业态稳步发展

——鄂武商调研报告

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

本报告导读：

- 主业稳步快速发展，资产重估提供安全边际，且受益于武商联资产整合预期，建议“增持”。

投资要点：

- 公司的业务范围是湖北省，目前有 6 家百货门店，其中 5 家位于武汉市，1 家位于湖北省二线城市。公司在武汉市百货业的市场份额为 20%。公司有 53 家量贩超市，29 家位于武汉市，24 家位于湖北省二线城市，平均单店面积高达 8600 平米。
- 公司曾投资多种领域，自 07 年起已完成不良资产处置，集中发展零售主业。08 年公司百货和超市业务的收入分别占公司营业总收入的 54%、46%，净利润分别占归属于母公司所有者净利润的 48%、37%。
- 公司百货业务中武汉广场是盈利主体，增速稳定；国际广场 09 年上半年完成品牌调整，收入增速将较高，将成为未来盈利增长点；襄樊购物中心盈利贡献不多，但投入产出比较高；其余百货店盈利能力一般。
- 公司超市平销较高，但销售规模较小，前台毛利率低于武汉中百。公司发展超市的战略是立足省内二线城市，开展“大店”扩张计划。由于 08 年新开门店达 14 家，2009 年 6-8 月，超市的同店增速已逐月回升，目前高达 10%，预计下半年同店增速将继续回升，09 年超市业务收入将保持 45% 以上增速。
- 摩尔城已经开始建设，预计将于 2011 年 9 月投入使用，有利于巩固现有商业地位，且符合百货的演化趋势，但近期增加了资金压力，未来与现有三家核心百货难以错位经营。按照 2-5 年培育期计算，预计摩尔城将是 2013 年后的盈利增长点。
- 如果武汉市商业重组实施，公司可能将成为武商联发展百货和购物中心平台，承接武汉中商和武汉中百百货业务，加强公司武汉地区百货龙头地位。
- 公司自有物业较多，我们计算公司商业物业重估价值折合每股 14.53 元。
- 公司主业发展稳健迅速，预计 2009、2010 年归属母公司所有者的净利润增速分别为 28%、22.7%，EPS 分别为 0.46 元、0.58 元。我们建议按照 10 年业绩给予行业平均 25 倍市盈率，并参考公司商业地产重估价值，给予目标价 14.50 元，“增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	5,297	6,630	8,640	11,514	14,387
(+/-)%	14%	25%	30%	33%	25%
经营利润 (EBIT)	364	410	473	686	900
(+/-)%	107%	13%	16%	45%	31%
净利润	156.10	180.39	230.91	291.67	342.62
(+/-)%	230%	16%	28%	26%	17%
每股净收益 (元)	0.31	0.36	0.46	0.58	0.68
每股股利 (元)	-	-	-	-	-

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	6.9%	6.2%	5.5%	6.0%	6.3%
净资产收益率 (%)	14.3%	14.2%	15.3%	16.2%	16.0%
投入资本回报率 (%)	26.1%	23.8%	9.1%	11.1%	12.5%
EV/EBITDA	13.8	11.3	9.7	7.6	6.0
市盈率	40.7	35.2	27.5	21.8	18.5
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级：

增持

上次评级：首次评级

目标价格：

¥ 14.50

上次预测：¥ 0.00

当前价格：

¥ 12.48

2009.09.21

交易数据

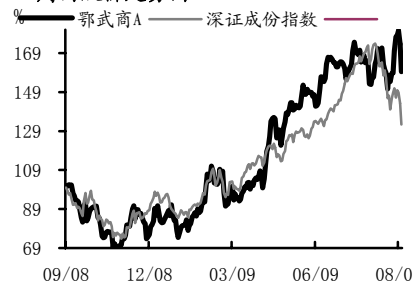
52 周内股价区间 (元)	4.53 ~ 13.05
总市值 (百万元)	6,330
总股本/流通 A 股 (百万股)	507/507
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	1.00
日均成交量 (百万股)	5.8
日均成交值 (百万元)	45.6

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	1,536.92
每股净资产	2.51
市净率	5.0
净现金 (百万元)	-140.74

EPS (元)	2008A	2009E
Q1	0.08	0.11
Q2	0.03	0.04
Q3	0.00	0.11
Q4	0.20	0.20
全年	0.36	0.46

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	8.3	5.3	93.2
相对指数	11.6	-6.7	17.2

模型更新时间: 2009.09.21

股票研究

批零贸易业

批发零售业

鄂武商 A(000501)

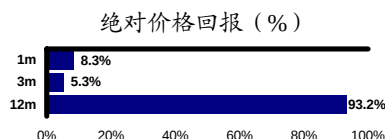
评级: 增持

上次评级: 首次评级

目标价格: ¥ 14.50

上次预测: ¥ 0.00

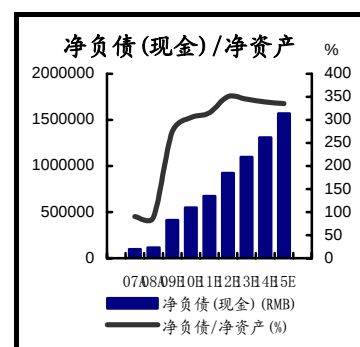
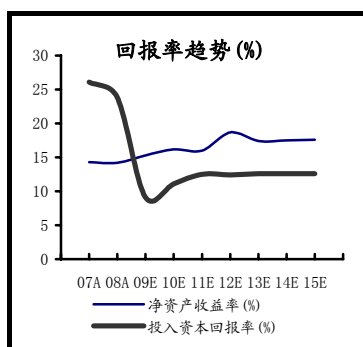
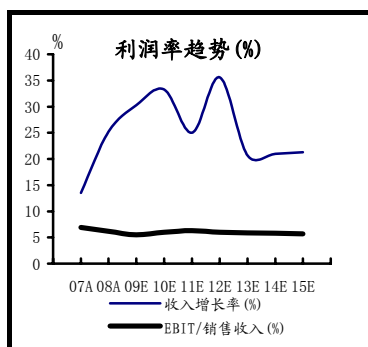
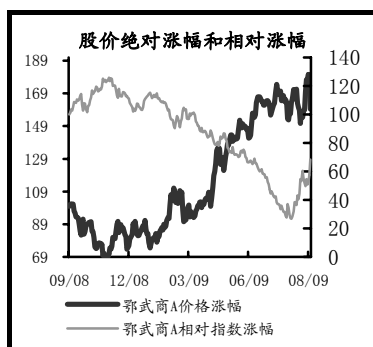
当前价格: ¥ 12.48



52 周价格范围 4.53~13.05
市值 (百万) 6,330

财务预测 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表					
主营业务收入	5,297	6,630	8,640	11,514	14,387
主营业务成本	4,195	5,229	6,930	9,138	11,336
税金及附加	48	64	83	111	138
主营业务利润	1,054	1,337	1,628	2,266	2,912
其他业务利润	0	0	0	0	0
营业费用	564	793	1,000	1,376	1,748
管理费用	118	124	154	203	264
EBIT	364	410	473	686	900
财务费用	55	61	72	159	304
营业利润	307	375	444	527	596
所得税	108	101	119	141	160
少数股东损益	64	94	94	94	94
净利润	156	180	231	292	343
资产负债表					
货币资金、短期投资	1,295	1,418	2,113	2,816	3,518
其他流动资产	1,838	2,611	3,431	4,433	5,416
长期投资	126	94	136	136	136
固定资产合计	1,736	1,853	2,478	3,378	4,250
无形及其他资产	355	436	359	297	245
资产合计	4,256	5,178	6,596	8,443	10,254
流动负债	2,586	3,106	4,199	5,660	7,034
长期负债	371	534	534	534	534
股东权益	1,095	1,275	1,505	1,797	2,140
投入资本(IC)	979	1,300	3,890	4,916	5,919
现金流量表					
NOPLAT	256	309	354	544	740
折旧与摊销	96	119	137	142	157
流动资金增量	491	(135)	(2,042)	(189)	(182)
资本支出	(580)	(304)	(686)	(979)	(978)
自由现金流	262	(11)	(2,236)	(482)	(263)
经营现金流	872	304	(1,551)	497	716
投资现金流	(613)	(259)	(686)	(979)	(978)
融资现金流	(58)	107	2,931	1,184	965
现金流净增加额	201	152	695	703	703
财务指标					
成长性					
收入增长率	13.5%	25.2%	30.3%	33.3%	25.0%
EBIT 增长率	107.3%	12.5%	15.5%	44.9%	31.3%
净利润增长率	230.3%	15.6%	28.0%	26.3%	17.5%
利润率					
毛利率	20.8%	21.1%	19.8%	20.6%	21.2%
EBIT 率	6.9%	6.2%	5.5%	6.0%	6.3%
净利润率	2.9%	2.7%	2.7%	2.5%	2.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	14.3%	14.2%	15.3%	16.2%	16.0%
总资产收益率(ROA)	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%	3.3%
投入资本回报率	26.1%	23.8%	9.1%	11.1%	12.5%
运营能力					
存货周转天数	17.19	21.92	18.55	14.68	14.81
应收账款周转天数	0.48	0.70	0.59	0.42	0.43
总资产周转天数	264.39	259.69	248.69	238.37	237.17
净利润现金含量	558.72	168.64	(671.48)	170.56	208.85
资本支出/收入	-1095%	-459%	-794%	-850%	-680%
偿债能力					
资产负债率	69.5%	70.3%	71.8%	73.4%	73.8%
净负债率	90.3%	89.1%	274.9%	305.0%	315.5%
估值比率					
PE	40.7	35.2	27.5	21.8	18.5
PB	5.8	5.0	4.2	3.5	3.0
EV/EBITDA	13.8	11.3	9.7	7.6	6.0
P/S	1.20	0.96	0.74	0.55	0.44
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



公司是前身为创建于 1959 年的武汉商场，是全国最早上市的商业企业，曾投资多种领域，现集中精力发展零售主业。08 年公司百货和超市业务的收入分别占公司营业总收入的 54%、46%，净利润分别占归属于母公司所有者净利润的 48%、37%。公司的百货门店中，武汉广场购物中心为控股 51%的子公司，其余 5 家百货均为分公司形式，公司的超市业务以全资子公司形式存在。

公司的业务范围是湖北省，目前有 6 家百货门店，其中 5 家位于武汉市，1 家位于湖北省二线城市。公司有 53 家量贩超市，29 家位于武汉市，24 家位于湖北省二线城市，平均单店面积高达 8600 平米。

表 1：公司零售业务汇总

	门店	营业时间	建筑面积	物业性质	控股比例	城市
百货	武汉广场购物中心	1995	7.6	自有	51%	武汉
	国际广场	2007	5.5	自有	分公司	武汉
	世贸广场	1999	8	自有	分公司	武汉
	亚贸广场	2002	6	租赁	分公司	武汉
	建二广场	2003	2	租赁	分公司	武汉
	襄樊购物中心	2007	5	租赁	分公司	襄樊
量贩	武汉武商量贩连锁有限公司	2005	45.5		100%	湖北

数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

1. 商圈分析：武汉商业竞争激烈，本地百货占优势

武汉市百货行业竞争激烈：武汉市现有 10 个商圈，汉口区的解放大道、中山大道商圈，武昌区的中南商圈和街道口商圈是百货较为密集的商圈，武汉市商业零售企业之间的竞争已被商圈之间的竞争所替代。公司的三家百货武汉广场、武汉国际广场、世界贸易大厦均位于武商商圈。

图 1：武商商圈百货门店分布



数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

武商商圈屹立于武汉市中心达 40 年，是武汉最早成形、也是最大、最繁华的商业区，这一商圈聚集着汉口地区中高档写字楼和商业广场，其中以世界贸易大厦和武汉广场为代表。

表 2：武汉市商圈分析

商圈	行政区	商 场
武商商圈	汉口区	世界贸易大厦、武汉广场、武汉国际广场、庄胜崇光百货、泰合广场
中南商圈	武昌区	中南商业大楼、中南广场、世纪中商中商百货、家乐福、群光百货、新世界百货
街道口	武昌区	亚贸广场、群光广场、新世界百货、国美、工贸家电、武商量贩、易出莲花、电脑城、太平洋数码
光谷商圈	武昌区	鲁商广场
江汉路	汉口区	大连万达商业广场、王府井百货、大洋百货、新世界时尚广场、中心百货、太平洋购物广场
汉正街	汉口区	汉正街服装批发市场和各式商铺
徐东商圈	武昌区	销品贸、徐东平价、凯旋门广场、麦德龙、中百仓储梨园店、百安居、新世界百货
钟家村	汉阳区	武汉铜锣湾广场、闽东、中天国际城、汉元中心、新世界百货
司门口	武昌区	司门口商业大楼、广东商城、九通商厦、武昌商场、维新服饰城
王家墩	汉阳区	CBD 将与汉阳现代制造业中心、武汉中国光谷，构筑武汉经济“金三角”

数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

外地百货生存困难：由于武汉市的百货较为密集，行业竞争激烈，外地百货经营普遍不理想。如王府井武汉店，门店位于中山大道的黄金地段，物业自有，于 1998 年 1 月开业，2007 年才实现盈亏平衡，但培育期长达 8 年，目前依然处于微利状态。如新世界百货，尽管在武汉市有 6 家门店，但目前主力盈利的仅有一家。

表 3：湖北省主要百货分布

	武汉市	湖北省武汉市以外地区
武汉中商	3	6
鄂武商	5	1
武汉中百	3	1
汉商集团	3	0
新世界	6	
王府井	1	
庄胜崇光	1	
大洋百货	1	
银泰百货	1	3
群光百货	1	

数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

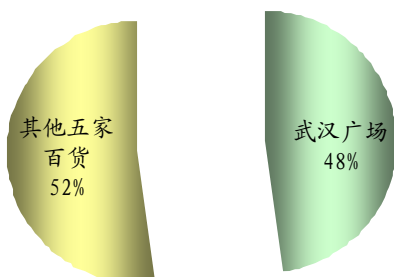
公司百货业务的市场份额较高：2008 年公司的百货业务营业收入为 35.6 亿元，其中武汉市内百货产生的营业收入约为 31 亿元，当年武汉市限额以上百货业零售额为 152.34 亿元，按此数据计算公司在武汉市百货业的市场份额为 20%。

2. 主营业务分析：近几年增长稳健，预期 2013 年后快速增长

2.1. 百货业务：现阶段武汉广场贡献主要盈利，国际广场是未来增长点

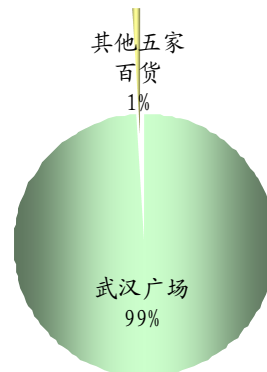
公司目前共有 6 家百货，武汉市内 5 家，湖北省二线城市襄樊 1 家。6 家百货门店中，武汉广场是盈利主体，未来增速稳定；国广即将进入盈利高速增长期；襄樊购物中心盈利贡献不多，但投入产出比较高；其余百货店盈利能力一般。

图 2：各百货门店收入构成



数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

图 3：百货门店净利润构成



数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

武汉广场、武汉国际广场购物中心、世贸广场购物中心紧相邻，位于武汉市汉口黄金地段解放大道与航空路交汇处，分别定位中、高、低档，三者通过连廊合为一体，构成了武商集团“MALL”商业城，是湖北省、武汉市第一黄金商圈。

武汉广场：主力盈利门店，仍有提升空间

2008 年，武汉广场实现营业收入 17 亿元，占公司百货业务收入的 52%，实现净利润 1.7 亿元，占公司百货业务净利润的 99%，因而武汉广场是公司的主要盈利门店。其他五家百货均以分公司形式存在，其中武汉国际广场和襄樊购物广场均为 07 年开业，武汉国际广场 08 年不停业装修，因而五家百货的整体盈利情况较差。

武汉广场（简称“武广”）成立于 1993 年，由武汉武商集团与香港国际管理公司共同出资成立的武汉广场管理有限公司运营。在改革开放之初，公司本着学习先进管理经验和享受税收优惠的观念，引入了港方投资者香港国际管理公司，双方合作成立了武汉广场管理有限公司，其中公司占 51%，国际管理占 49%，合作期 20 年，目前剩余 4 年合作期。

武汉广场物业归公司所有，由公司出租给武汉广场经营使用，每年收取 1.5 亿元的租金。08 年武广的平销已接近 3 万元，高于行业平均水平；06 年武广发展迅速，收入同比增速高于 20%，08 年受到经济危机影响，该店的营业收入同比增速降至 3%，净利润同比大幅下滑 22%。

表 4：武汉广场的经营情况

	2005	2006	2007	2008
营业收入（万元）	107491	130947	164213	169955
YOY		22%	25%	3%
平销（元）	18858	22973	28809	29817

净利润（万元）	9511	7773	21855	17027
YOY		-18%	181%	-22%
净利润率	9%	6%	13%	10%

数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

09 年上半年，武广已从经济危机中恢复，7、8 月份销售增速逐月回升，预期下半年增速高于上半年，武汉广场的平销依然有提升空间。另外，09 年是武商集团 50 周年庆祝，公司举办了各类消费奖励活动，并赞助举办了同一首歌，将加大武广店的收入提升幅度，预计 09 年武广的收入增速将高于 15%。

目前，公司持有 51%武广股权，另外 49%由港资合作方持有，双方剩余 4 年合作期，我们认为到期后公司倾向于收回武广的 49%股权，该预期成为公司新的盈利增长点。

表 5：武汉广场平销与同类公司对比（2008 年）

	武汉广场	第一八佰伴	广州友谊 环市东店
平销（万元）	2.98	3	5.5

数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

武汉国际广场购物中心：品牌调整完成，收入将有高速增长

武汉国际广场购物中心（简称“国广”）紧邻武广，于 2007 年 9 月开业，定位于高端百货。08 年国广进行了不停业改造，对原有经营格局进行了大的调整，将 1、2 楼品牌搬到 3 楼以上，1、2 楼经营奢侈品，从而 08 年业绩受到较大影响。09 年上半年国广店进行了招商调整和局部改造，并于 5 月份完成，目前原定的 42 个国际一线品牌已基本到位，其中 41 个品牌均于今年开柜。由于 08 年的低基数效应和 09 年上半年如期完成品牌和结构调整，我们预计 09 年国际广场的收入增速将高于 20%。

公司在与品牌的合作模式方面，采取租金和扣点相结合的模式。尽管国广引进了诸多的国际品牌，部分品牌的扣点和租金较低，但综合而言，国广的毛利率较高，达 20%。

定位于高端的国广受到经济危机的影响高于武广，09 年上半年国广的营业收入仅为 2.2 亿元。考虑到武商商圈是武汉市内较为成熟的核心商圈，公司在经营百货购物中心方面具备丰富的经验，且国广物业自有，我们认为国际广场未来的发展速度应该高于武广，预计 09 年国际广场的收入增速将高于 20%，毛利率约 20%。

襄樊购物中心：投入成本不多，赢利贡献有限

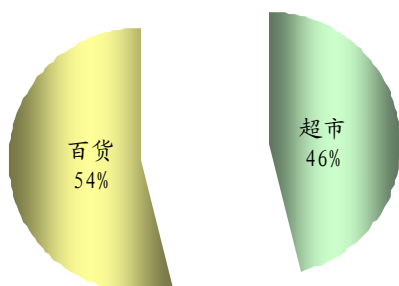
襄樊购物中心物业为租赁模式，公司仅输送了 12 人的管理团队，由于租金支出高于自有物业的折旧，襄樊购物中心的费用率高于武广和国广，从而该门店的净利润较低，08 年约 500 万元。公司在该门店的净利润虽然较低，但考虑到实际投入较少，投入产出比在合理范围。

2.2. 超市业务：收入增速较高，盈利能力较好

超市业务一直是公司收入和盈利的主力，2008 年其收入和净利润分别占零售业

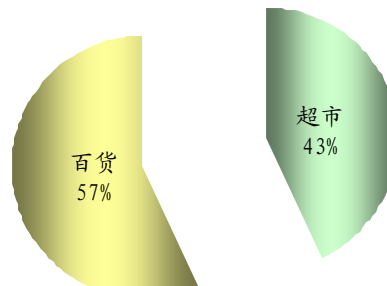
务收入和净利润的 46%、43%。

图 4：超市业务收入/零售业务收入（2008 年）



数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

图 5：超市业务净利润/零售业务净利润（2008 年）



数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

公司的超市业务由控股子公司武汉武商量贩连锁有限公司（以下简称“武商量贩”）经营。2008 年以前，公司持有武商量贩 80% 股权，大股东武商联持有 20% 股权。2008 年公司将所持的武汉畅鑫物流发展有限公司股权置换武商联所持有的 20% 武商量贩股权，并补偿部分现金。本次置换后，公司持有武商量贩 100% 的股权。

表 6：武商量贩的经营情况

	2005	2006	2007	2008
营业收入(万元)	156091	174143	225143	304677
YOY		12%	29%	35%
平销(元)	8672	9675	8041	6696
净利润(万元)	2247	3988	5271	6682
YOY		78%	32%	27%
净利润率	1.4%	2.3%	2.3%	2.2%

数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

受到经济危机影响，开店有所放缓：公司的超市均为 5000 平方米以上大卖场为主，均分布于湖北省，截至 2008 年底，超市门店合计 53 家，武汉市内 29 家，湖北省二线城市 24 家。2005 年至今，公司的超市开店缓慢，2008 年开始开店速度有所加快，当年新开 14 家大超市，09 年上半年受到经济危机影响，开店速度有所放缓，但超市业务亦是公司的发展核心。

表 7：武商量贩的扩张速度和质量

	2005	2006	2007	2008	2009
门店数量					
总数	29	29	39	53	54
武汉				29	30
湖北二线城市				24	24
新增	5	0	10	14	1
经营面积					
总数	18	18	28	45.5	

新增	3.5	0	10	17.5
----	-----	---	----	------

数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

同店增速恢复较快，全年收入同比增速高于 45%：2009 年上半年受到经济危机影响，超市业务的同店增速有所下降，但由于 08 年新开门店达 14 家，从而 09 年上半年公司销售收入依然能够保持较高速度，达到 37%。2009 年 6、7、8 月，超市的同店增速已逐月回升，目前高达 10%，预计下半年同店增速将继续回升，全年超市业务收入将保持 45%以上的同比增速。

公司超市业务的经营质量较高：2006 年平销高达 9675 元，远高于超市行业的水平。08 年公司新开 14 门店大部分集中于下半年，只体现了半年收入贡献，从而计算的 08 年全年平销为 6700 元，低于实际值。总体而言，公司超市业务的经营质量较高。

立足省内二线城市，实施“大店”扩张计划：未来公司依然立足于湖北省，在省内常住人口 30 万人以上的二线城市以及武汉城市经济圈设立 5000 平方米以上的大卖场，加大网点开发力度，到 2011 年，公司目标是实现“门店 100 家、销售 100 亿”。

前台毛利率低于武汉中百：公司超市业务的门店数量、经营面积和平销均低于武汉中百，但单店面积高于武汉中百，公司的发展目标是在二线城市成为龙头企业，暂不考虑三线城市，而武汉中百定位于三线城市，从而公司的超市业务与武汉中百错位经营，不构成直接竞争。

截止 08 年底，公司共有超市 53 家，而武汉中百有仓储超市 125 家，便民超市 475 家。由于公司超市业务的销售规模远远低于武汉中百，其前台毛利率低于武汉中百约 2 个百分点。

与中百差异化发展：公司的超市发展主要定位于湖北省二线城市，武汉中百的超市发展主要定位于三线城市，二者错位经营，不构成直接竞争。湖北省现有 13 个二线城市，78 个三线城市。武汉中百已进入 78 个三线城市中的 35 个，尚有 43 个三线城市待进入。鄂武商已进入 13 个二线城市中的 8 个，尚有 5 个二线城市待进入。鄂武商和武汉中百在超市发展上除了在已进入城市密集布点，均有较大的待开发目标市场。

表 8：公司超市业务与武汉中百超市业务的对比（2008 年）

	湖北省	经营面积 (万平方米)	单店面积 (平方米)	平销 (元)	前台 毛利率
鄂武商	53 个	45.5	8585	6696	10.5%
武汉中百	125 个	61.37	4910	10449	12.4%

数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

注：武汉中百的超市仅指仓储超市，不包括便民超市

2.3. 摩尔项目——短期增加资金压力，长期提供盈利增长点

公司于 2008 年 12 月以 10.7 亿元竞得 51.4 亩的商业金融用地，该地块紧挨武汉广场和武汉国际广场，用于扩建解放路商圈由现有的武汉广场、武汉国际广场和世贸广场构成的摩尔城（MALL）。摩尔项目将于 2011 年 9 月开业，包括 17

万商业面积(餐饮和娱乐), 10 万停车场和卖场。该项目已于 09 年初打围开挖, 交叉立体作业, 6 月 1 日施工队伍正式进场, 现已全面展开地下工程施工。

优势一: 摩尔项目是公司长期盈利增长点——若按照公司项目预算, 摩尔于 2011 年 9 月投入使用, 我们预计该项目将于 2013 年开始全年盈利, 是公司未来的长期增长点。

优势二: 巩固地区商业地位, 符合百货发展趋势——武汉市百货的总量过多, 尚无一家百货连锁能够有绝对优势, 公司的发展战略是做大做强, 巩固现有的龙头地位。现有的百货公司主要靠招商体制, 对商圈的依赖较强, 而百货商圈的培育较难, 公司采取在现有的成熟商圈开店的策略。武汉市商圈众多, 解放路商圈依然是武汉市最核心的购物商圈之一, 摩尔项目地块位于解放路核心地块, 紧挨公司现有的三家主力门店, 其开业将巩固公司在解放路商圈的龙头地位。

摩尔是未来百货发展的趋势, 如 80 年代, 深圳的国贸商圈及其茂业百货(国贸店)被金光华取代, 而后金光华又被万象城摩尔取代, 其原因是: 随着百货业发展形式的演化, 国贸商圈内没有衍生出摩尔形式, 茂业百货(国贸店)依然沿袭传统百货的模式, 而万象城是摩尔模式, 故取代之。公司介入摩尔业态符合百货的演化趋势。

劣势一: 短期内无盈利贡献, 仍需一定培育期——若按照公司项目预算, 摩尔于 2011 年 9 月投入使用, 根据百货行业 2-5 年正常的培育期预测, 预计该项目最快于 2013 年开始全年盈利。

劣势二: 短期增加资金压力, 若增发将摊薄业绩——该项目预计总投资 16 亿元, 其中计划募集资金投入为 7 亿多, 另申请 10 年期贷款 8 亿元。如果募集资金计划通过, 完成后短期将摊薄净资产收益率和每股收益; 而 10 年期 8 亿元贷款将每年产生财务费用 4760 万元, 降低每股收益 0.1 元。

劣势三: 品牌量需求较多, 与现有百货难以错位经营——摩尔建成后将有商业面积 17 万平米, 按照 100 平米一个品牌的布置, 共需要 1700 个品牌, 而全国共 3000 个品牌, 因此品牌招商的难度较大。另外, 解放路商圈现有的武汉广场、武汉国际广场和世贸广场囊括了中高低档定位的商品, 因而摩尔与现有的三家百货错位经营的难度较大, 届时势必形成分流。

3. 公司经营现状及前景分析

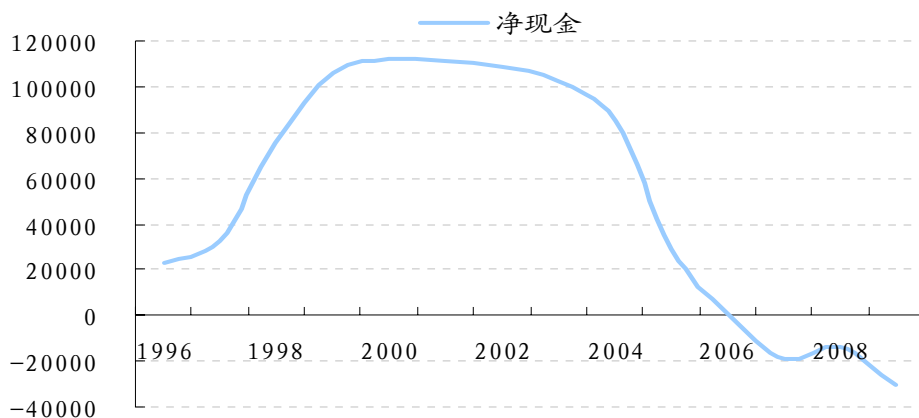
3.1. 考核方法卓有成效, 业绩稳健增长可期

07 年开始公司完善了现行的治理方法, 每年考核两次, 以部门为单位, 年初由各单位报全年的利润总额指标, 利润指标的完成情况直接反映到个人工效, 若利润总额较去年增加 5%, 则工资较上年增加 5%。一旦计划确定, 年终考核以计划为考核标准, 若完成计划 90%以下, 则负责人下岗; 若 90%-100%, 则由管理层开会讨论、进一步考核后决定是否继续留任; 若 100%-110%, 则留任; 若 110%以上则公司给予部门充分授权。在有效的考核方法下, 公司年初制定的计划总能按计划或超额完成, 09 年公司的利润总额目标是同比增长 10%以上。

3.2. 债务负担逐步加重

随着近年来公司扩张步伐的加快，公司的债务负担逐步加重，由 1999 年的 11 亿元净现金变为 09 年中报的 3 亿元净负债，资产负债率高达 70%。

图 6：公司净现金情况（1996 年-2009 年中报）

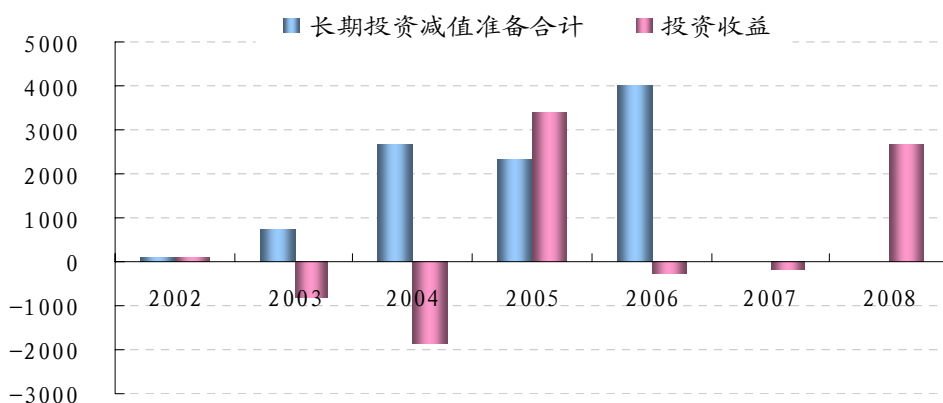


数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

3.3. 完成不良资产处置，集中发展零售主业

公司自 95 年开始涉足房地产和娱乐行业投资，但投资回报不理想，2002 年至 2007 年间，几乎每年产生投资亏损。公司于 2004-2006 年间收缩非主业及亏损企业经营，加大对没有投资回报项目的产权、债权、股权的处置力度，每年提取大量的长期投资减值准备。自 2007 年起，公司已完成不良资产的处置，集中发展零售主业。

图 7：公司长期投资减值准备和投资收益（2002 年-2008 年）



数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

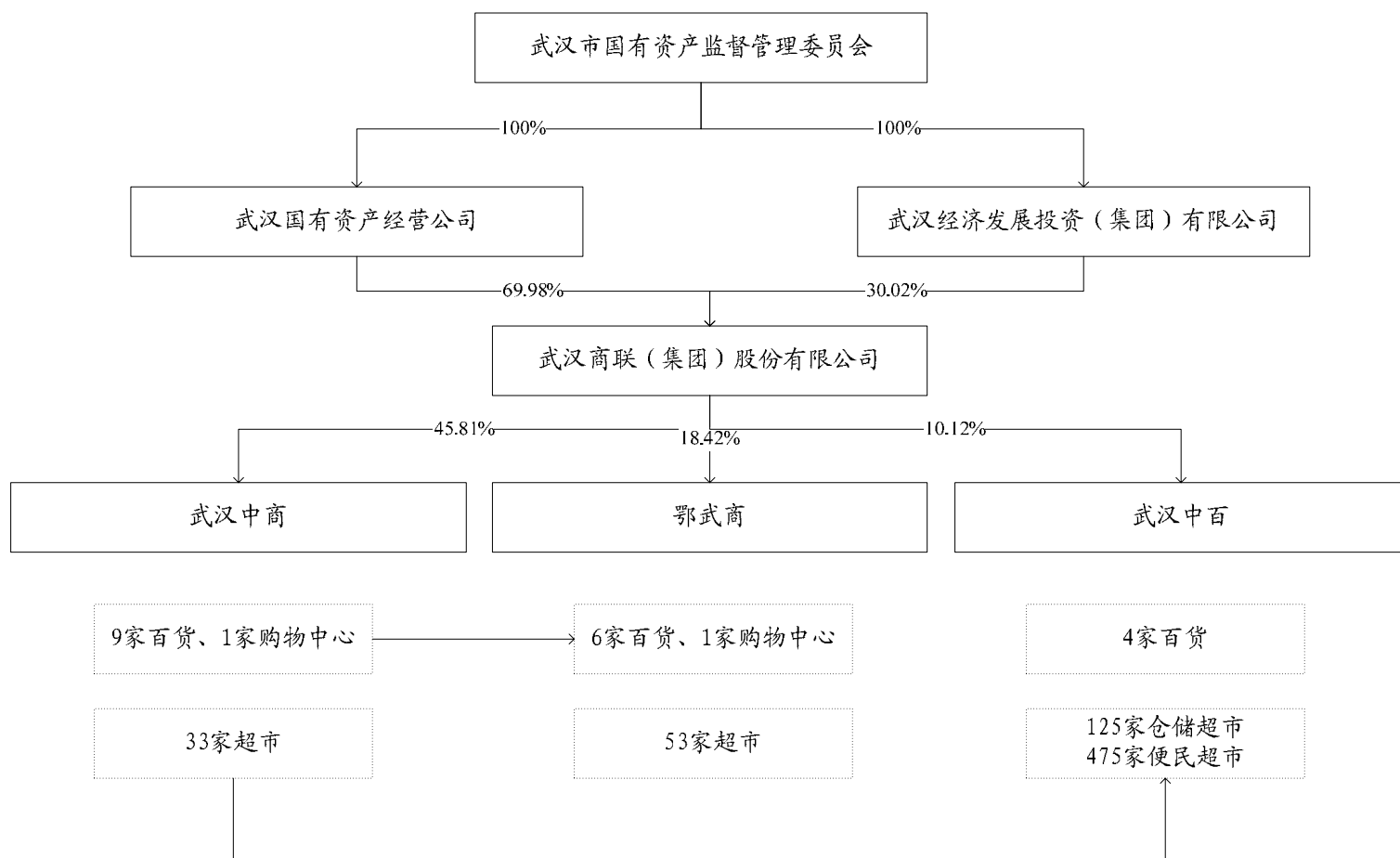
4. 预期武汉市商业资产重组，公司将成为百货发展平台

2007 年 3 月武汉市商业集团的成立意味着鄂武商(000501)、武汉中百(000759)、武汉中商(000785)三家上市公司将告别各自为政的发展道路，武汉商联集团将对三家公司进行统一管理，整体资产运作。对于三家上市公司而言，整合意味着相同业态重复建设，企业之间同业竞争的局面即将结束。武汉由于地理位置优越，自古都是商业发达之地，商业一直是当地经济的支柱产业。但是，商业企业之间的竞争也异常激烈，盈利情况差强人意。此次整合之后三家公司各

有定位，避免了重复建设以及恶性竞争，使企业可能进入良性发展循环。

我们预期，三家公司可能会延续百联集团整合的路径，按业态分别定位划分为超市、百货和购物中心发展平台，三家企业的同业态资产将进行归纳合并。而鄂武商是三家企业中百货业务发展最好的一家，我们预期鄂武商将是武商联发展百货和购物中心的平台。如果此方案实施，公司将整合武汉中商和武汉中百的百货业务，增强公司在武汉地区百货行业的竞争力。

图 8：武商联下属三家零售企业的股权和业务结构（2009 年中报）



数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

公司百货门店数量和盈利能力均优于武汉中百、武汉中商：

2008 年公司百货的经营面积、门店数量和营业收入均高于武汉中百和武汉中商。百货间毛利率的差别主要源于销售规模差异和经营品类结构的不同，由于公司百货业务的规模较大，2008 年百货业务的毛利率高于武汉中百和武汉中商。

表 9：公司百货业务与武汉中百、武汉中商对比（2008 年）

	湖北省		武汉市		营业收入	毛利率
	经营面积	数量	经营面积	数量		
鄂武商	42.6	7	38.8	6	35.6	23%
武汉中商	39.3	10	26	4	17.1	20%以内
武汉中百	7.5	4	7	3	4.8	20.2%

数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

武汉中商目前在湖北省内共有 9 家百货、1 家购物中心, 武汉市内共有 3 家百货、1 家购物中心。武汉市内的两家主力盈利门店物业均为自有, 营业时间较长, 净利润率较高。该两家门店均位于武昌区, 随着武昌区商圈的兴起, 并入武汉中商百货将加强公司在武昌的竞争实力。

表 10: 武汉中商百货门店基本情况 (2008 年)

	成立时间	营业面积 万平米	物业性质	城市
中南商业大楼	1985	3.3	自有	武汉
武汉中商广场购物中心	1997	3.6	自有	武汉
中商销品茂店	2005	2	租赁	武汉
沙市百货连锁分公司	1996	3.2	自有	沙市
黄冈中商百货有限公司	2004	1.5	租赁	黄冈
中商百货十堰连锁	2003	1.5	租赁	十堰
荆门中商百货分公司	2002	1.7	租赁	荆门
随州中商百货有限公司	2007	3	租赁	随州
中商百货咸宁店	2008	2	租赁	咸宁

数据来源: 上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

表 111: 武汉中百百货门店基本情况 (2008 年)

	成立时间	营业面积 万平米	物业性质	城市
中心百货	2000	3.2	自有	武汉
青山百货	1993	3.5	自有	武汉
江夏中心百货	2004	1.4	租赁	武汉
荆州百货	2008	1.55	自有	荆州

数据来源: 上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

5. 股权之争趋于缓和, 有利于正常业务发展

第二大股东银泰系与大股东武商联对公司实际控制权的争夺一直干扰着公司的发展。截止 2009 年中报, 银泰系共持有公司 22.26% 股权, 武商联通过一致行动人天泽控股以及武汉国资共持有公司 23.88% 股权, 前两大股东的持股比例仅相差 1.26%。2006 年银泰系曾通过协议转让和二级市场收购的方式, 增持公司股权。

在武商联的强大政府支持背景之下, 目前双方控股之争有所缓和, 银泰系在公司董事会中占有两个席位, 但不具备绝对控制权。控股之争有所缓和将有利于公司正常业务发展。

6. 盈利预测及投资建议

6.1. 假设

超市业务——每年新开超市 10-15 家, 单店平均面积 5000 平米, 09、10、11 年可比门店增速分别为 8%、12%、12%, 毛利率稳步上升。09、10 年超市业务收入增速分别为 42.7%、26.7%。

百货业务——09、10 年武广保持 15% 增速, 受益于国际广场调整后开业, 包含

国际广场在内的其他五家百货 09、10 年增速分别为 25%、28%。09、10 年百货业务收入增速分别为 20%、22%。2011 年 9 月摩尔项目投入使用，将加快 2011、2012 年的收入增速。毛利率稳步回升。

另外，由于摩尔项目需要银行贷款 8 亿元，将增加财务费用每年约 4700 万元。

表 122：公司资产重估（2009 年中报）

	建筑面积 (万平方米)	权益面积 (万平方米)	假设单价 (万元)	城市	地址
武汉广场购物中心	7.6	3.8	2.5	武汉	武汉市汉口解放大道
国际广场	5.5	5.5	2.5	武汉	武汉市汉口解放大道
世贸广场	8	8	2.5	武汉	武汉市汉口解放大道
摩尔项目	20	20	1.5	武汉	武汉市汉口解放大道
其他物业	3	3	1	沙市	
合计	44.1	40.3			
自有物业合计	76.25				
股权投资	0.40				
净现金	-2.92				
重估价值	73.73				
股本	5.07				
每股重估价值	14.53				

数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

09 年中报，公司的营业总收入同比增长 15%，毛利率有所下降，费用率和资产减值准备（坏账准备）均有所提升，但由于转让武汉长江娱乐发展有限责任公司获得投资收益 4200 万元，增厚 EPS0.09 元，净利润同比增长 23%。又由于 08 年 6 月份，公司用股权置换结合现金收购的模式换取大股东持有的武商量贩 20% 股权，09 年上半年的少数股东损益低于 08 年同期，导致归属于母公司所有者净利润同比增长 84%，但 09 年下半年对武商量贩的控股比例均为 100%，从而该部分的少数股东损与 08 年下半年相同，均为 0。

公司主业发展稳健迅速，预计 2009、2010 年归属母公司所有者的净利润增速分别为 28%、22.7%，EPS 分别为 0.46 元、0.58 元。我们建议按照 10 年业绩给予行业平均 25 倍市盈率，并参考公司商业地产重估价值，给予目标价 14.50 元，“增持”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