



批零贸易业/可选消费品

鄂武商 A (000501)

摩尔城盈利前景乐观，区域商业龙头地位巩固

——鄂武商 (000501) 调研报告

刘冰
021-38676703
liubing6168@gtjas.com
S0880209110637

本报告导读：

三家主力百货门店发展趋势较好，进入收获期，摩尔城项目 2011 年开业次年盈利，襄樊店 2010 年扭亏，十堰人商改建期间不减少盈利；量贩超市稳健增长。

投资要点：

- ✓ 公司计划 10 配 3 股，融资 10.65 亿元。配股融资的摩尔城项目计划投入由 16.5 亿元提升到 25.5 亿元，主要由于全部面积改为商业用途，自建面积由 10 万平米提高到 27 万平米。摩尔城共 27 万平米，其中 15 万商业面积，9 万平米停车场 2000 个车位，其他 3 万为餐饮娱乐。由于摩尔城处于成熟商圈，是国际广场品牌的丰富延伸，培育期较短。公司预计 2011 年开业，2012 年会计年度贡献利润。
- ✓ 国际广场经过 2009 年品牌调整，预期 2010 年 60% 左右高增长，但是由于引入高端大牌，毛利率相比 2009 年会有所降低，基本维持一季度 19% 的毛利率水平；2009 年武汉广场营业收入 18 亿元，收入基数较高，2010 年目标任务是收入净利润增速 15%；世贸广场 2009 年调整经营特色为黄金珠宝钟表，2010 年收入增长较好，但是毛利率有所下减；武汉地区其他两家百货亚贸广场、建二广场 15%-20% 稳健增长；襄樊购物中心 2010 年扭亏；十堰人商目标是在拆迁改造期收入利润相比 2009 年持平。
- ✓ 预期 2010 年实现营业收入 108 亿元，增长 34%，净利润 30135 万元，同比增长 20%，实现每股收益 0.57 元，如果考虑扣除 2009 年非经常性的收益，净利润增速 40%；2011 预计整体收入 138 亿元，同比增长 36%，归属于母公司股东的净利润 40570 万元，增速 40%，每股收益 0.80 元。
- ✓ 公司是湖北地区优势百货龙头企业，原有的武汉广场、世贸广场、武汉国际广场三家主力百货门店占据武汉最核心商圈绝对优势地位和面积，进入了成熟收获期；摩尔城 2011 年开业 2012 年就可以贡献盈利，十堰项目 2011 年拆迁期不影响收入利润，如果可以达到这样的经营目标将超出我们之前的预期；其他异地门店发展趋势较好，湖北三线城市发展空间较大。我们看好公司未来三到五年的发展，维持“增持”评级。按照 2011 年 0.80 元的业绩预测，参考 25 倍市盈率，给予目标价 20 元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,630	7,938	10,759	13,758	18,638
(+/-)%	25%	20%	36%	28%	35%
经营利润 (EBIT)	410	451	580	687	921
(+/-)%	13%	10%	29%	18%	34%
净利润	180.39	238.75	288.85	407.47	572.69
(+/-)%	16%	32%	21%	41%	41%
每股净收益 (元)	0.36	0.47	0.57	0.80	1.13
每股股利 (元)	-	0.20	0.19	0.26	0.37

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	6.2%	5.7%	5.4%	5.0%	4.9%
净资产收益率 (%)	14.2%	16.9%	10.9%	14.2%	17.9%
投入资本回报率 (%)	23.3%	21.7%	30.7%	23.8%	32.4%
EV/EBITDA	12.9	11.3	7.9	7.3	5.9
市盈率	39.9	30.2	24.9	17.7	12.6
股息率 (%)	0.0%	1.4%	1.3%	1.8%	2.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：20.00

上次预测：16.50

当前价格：14.44

2010.05.19

交易数据

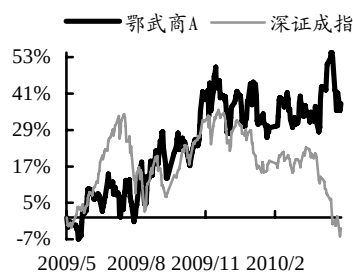
52 周内股价区间 (元)	9.75-16.48
总市值 (百万元)	7,325
总股本/流通 A 股 (百万股)	507/507
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	4
日均成交值 (百万元)	61

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,514
每股净资产	2.98
市净率	4.8
净负债率	92%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.15	0.20
Q2	0.12	0.12
Q3	0.06	0.07
Q4	0.14	0.18
全年	0.47	0.57

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	5%	6%	43%
相对指数	24%	25%	47%

相关报告

《百货超市主业增长稳健，投资收益及股权转让收入贡献部分业绩》

2010.02.05

《业绩符合预期 经营持续好转》

2009.10.29

《业绩符合预期 经营持续好转》

2009.10.29

2009.09.18

模型更新时间: 2010.05.19

股票研究

可选消费品
批零贸易业

鄂武商 A (000501)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 20.00

上次预测: 16.50

当前价格: 14.44

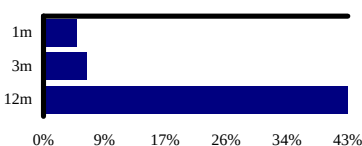
公司网址

www.wushang.com.cn

公司简介

公司是湖北省最大的综合性商业企业,其前身是创建于 1959 年的武汉商场,具有 40 多年历史,全国最早上市的商业企业。公司经营网点 49 个,辐射范围涵盖襄樊、鄂州、黄冈、沙市、咸宁、宜昌、十堰、黄石等地市,商业零售面积达 72 万平方米。由武汉国际广场、武汉广场和世贸广场三大购物中心构成的武商“摩尔”商业城,位于武汉市最繁华的商业区——解放大道中段,三幢大楼连成一体,经营面积达 22 万平方米,是华中地区最大的购物中心组合群,成为武汉市对外交流开放、展示国

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

9.75-16.48

市值 (百万)

7,325

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

主营业务收入

主营业务成本

税金及附加

主营业务利润

其他业务利润

营业费用

管理费用

EBIT

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、短期投资

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

长期负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

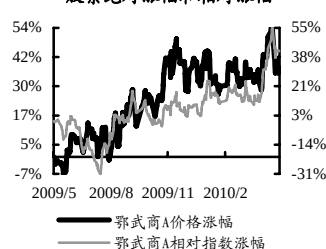
EV/EBITDA

P/S

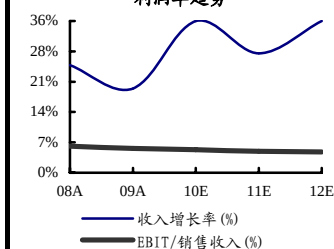
股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	6,630	7,938	10,759	13,758	18,638
主营业务成本	5,229	6,337	8,608	11,016	14,913
税金及附加	64	70	95	122	165
主营业务利润	1,337	1,530	2,055	2,621	3,560
其他业务利润	0	0	0	0	0
营业费用	793	909	1,291	1,699	2,320
管理费用	124	162	184	236	319
EBIT	410	451	580	687	921
财务费用	61	84	86	58	59
营业利润	375	412	495	628	862
所得税	101	110	133	168	231
少数股东损益	94	79	94	79	94
净利润	180	239	289	407	573
货币资金、短期投资	1,418	1,378	2,557	2,113	2,677
其他流动资产	2,611	2,096	3,463	3,242	4,174
长期投资	94	39	39	39	39
固定资产合计	1,853	1,873	2,087	3,096	3,260
无形及其他资产	436	1,636	1,369	1,146	960
资产合计	5,178	5,849	7,174	7,734	8,649
流动负债	3,078	3,787	3,787	4,033	4,525
长期负债	563	505	505	505	505
股东权益	1,275	1,412	2,643	2,878	3,207
投入资本(IC)	1,328	1,576	1,460	2,178	2,129
NOPLAT	309	341	448	518	690
折旧与摊销	119	137	329	292	285
流动资金增量	(163)	961	62	68	27
资本支出	(304)	(1,346)	(276)	(1,078)	(263)
经营现金流	(39)	93	563	(200)	739
投资现金流	276	1,463	860	905	1,038
融资现金流	(259)	(1,255)	(276)	(1,078)	(263)
现金流净增加额	135	(49)	595	(271)	(212)
收入增长率	25.2%	19.7%	35.5%	27.9%	35.5%
EBIT 增长率	12.5%	10.1%	28.6%	18.3%	34.1%
净利润增长率	15.6%	32.4%	21.0%	41.1%	40.5%
利润率					
毛利率	21.1%	20.2%	20.0%	19.9%	20.0%
EBIT 率	6.2%	5.7%	5.4%	5.0%	4.9%
净利率	2.7%	3.0%	2.7%	3.0%	3.1%
净资产收益率(ROE)	14.2%	16.9%	10.9%	14.2%	17.9%
总资产收益率(ROA)	3.5%	4.1%	4.0%	5.3%	6.6%
投入资本回报率(ROIC)	23.3%	21.7%	30.7%	23.8%	32.4%
存货周转天数	21.92	23.40	20.78	20.55	19.83
应收账款周转天数	0.70	0.87	0.80	0.78	0.76
总资产周转天数	259.69	253.53	220.90	197.75	160.42
净利润现金含量	152.88	612.88	297.79	222.09	181.25
资本支出/收入	-45.9%	-16.96%	-2.56%	-7.83%	-1.41%
资产负债率	70.3%	73.4%	59.8%	58.7%	58.2%
净负债率	89.1%	47.3%	15.4%	12.8%	14.3%
PE	39.9	30.2	24.9	17.7	12.6
PB	5.7	5.1	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	12.9	11.3	7.9	7.3	5.9
P/S	1.09	0.91	0.87	0.68	0.50
股息率	0.0%	1.4%	1.3%	1.8%	2.6%

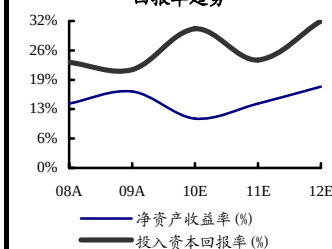
股票绝对涨幅和相对涨幅



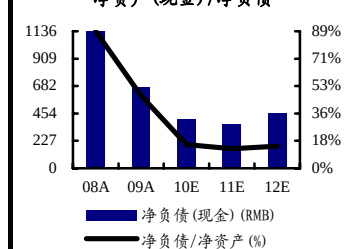
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



1. 配股融资的摩尔城项目 2011 年开业, 预期 2012 年 体现盈利

1.1. 计划 10 配 3 股, 融资 10.65 亿元

本次配股募集资金总额不超过 10.65 亿元, 将全部用于武商集团“摩尔”扩建项目。本项目计划总投资为 25.51 亿元, 截至 2010 年 3 月 31 日公司已经投入 11.57 亿元, 主要用于支付土地款和工程建设费用。

本次配股以公司截至 2009 年 12 月 31 日总股本 50725 万股为基数, 按每 10 股配 3 股的比例向全体股东配售, 本次配股采用代销的方式。配股实施前, 若因公司送股、转增及其他原因引起总股本变动, 则配股基数按照变动后的总股本进行相应调整。

按照配股募集资金总额不超过 10.65 亿元, 及 10 配 3 的配股计划, 预计配股价格在 6.30 元左右。

公司第一大股东武汉商联(集团)股份有限公司及其全资子公司武汉汉通投资有限公司、第一大股东一致行动人武汉国有资产经营公司、第二大股东浙江银泰百货有限公司及其一致行动人湖北银泰投资管理有限公司分别承诺以现金足额认配其可认配的股份。

本项目建成集商场、娱乐、餐饮、休闲为一体的超大型综合性商业服务项目, 建设地点东临武展西路, 南临京汉大道, 西临武商路(原滑坡路), 北临武汉广场及武汉国际广场大楼, 规划用地面积 3.45 万平方米, 总建筑面积 27.04 万平方米。本项目静态投资回收期为 8.56 年(含 3 年建设期), 本项目内部收益率为 15.43%。

本次发行的募集资金到位后, 如实际募集资金净额少于项目拟投入募集资金总额, 募集资金不足的缺口部分由公司自有资金或通过其他融资方式解决; 如本次发行的实际募集资金净额超过项目拟投入募集资金总额, 超过部分将用于补充流动资金。

若因经营需要或市场竞争等因素导致上述募集资金项目在本次发行募集资金到位前必须进行先期投入的, 公司将根据项目进度的实际需要以自筹资金先行投入, 并在募集资金到位之后以募集资金置换先行投入的自筹资金。

本次配股方案已经在 2010 年 5 月 14 日通过股东大会投票表决, 但还要通过证监会核准, 在证监会核准后六个月内择机向全体股东配售股份。

1.2. 摩尔城项目方案有变化, 计划投入资金额增加 9 亿元

根据公司 2006 年度股东大会审议通过的《关于武商“摩尔”扩建项目的议案》, 武商“摩尔”扩建项目规划分二期实施, 项目一期工程主要包括项目全部用地的拆迁、购置, 建设 5 万平方米地下工程及 10.16 万平方米购物中心, 预计总投资额为人民币 16.02 亿元; 项目二期为五星级商务

酒店 6.9 万平方米，休闲娱乐中心 2.14 万平方米。由于国际金融危机影响，公司结合国家宏观经济和政策，进行市场调研和反复论证，决定变更原规划方案，取消原二期规划的酒店和休闲娱乐中心项目，一、二期项目合并实施，全部用于建设大型多功能的“摩尔”商业城，总建筑面积为 27.04 万平方米。鉴于上述原因，武商“摩尔”扩建项目总投资预计将达到人民币 25.51 亿元，比原预计的项目一期的总投资 16.02 亿元增加 9.49 亿元，其中：土地费用投资比原预计投资预算超出 5.7 亿元；工程及设备费用预算投资增加 3.76 亿元。

此次公司计划配股融资的摩尔城项目计划投入由 16.5 亿元提升到 25.5 亿元，主要是原来的一二期方案有变化。摩尔城项目原来计划分两期，一期为商业用途，10 万平米；二期为酒店和其他，建筑面积 17 万平米，酒店原来计划引入其他投资者投资建设，现在全部面积改为商业用途，所以新增 5.7 亿土地投资，自建的面积由 10 万平米提高到 27 万平米。原来投入的土地款 11 个亿已经结清，现在新增 5 个亿土地款。

1.3. 摩尔城项目总体规划

摩尔城总面积 27 万平米，其中 15 万商业用途自营，9 万平米停车场 2000 个车位，其他 3 万为餐饮娱乐，主要为租赁。建成后将成为华中乃至全国面积最大的 SHOPPING MALL。

1.4. 建设和招商进度

摩尔城计划 2011 年 6 月 1 日竣工，然后交给各品牌装修，计划 2011 年 9 月 29 日开业。截至到 2010 年 4 月 30 号，摩尔城已经建到地上三层。

现阶段来看，摩尔城的商业主要定位高端时尚百货，是现有国际广场的延伸。公司对于摩尔城招商非常重视，派专人到香港考察学习，目前还有众多的国际一二线品牌及时尚品牌未进入武汉，品牌招商能够较为充实。

1.5. 摩尔城 2011 年开业，2012 年会计年度盈利

摩尔城盈利测算假设：摩尔城在开业的第一年，即完整的 12 个自然月，实现含税收入 20 亿元，按 27 万平总面积中 15 万平商业面积，达到国广 1 万多平的平效；每年折旧摊销 8000-9000 万，包括固定、折旧摊销；管理层还是由国际广场的管理层管理，人数不增加，而且自己负担的营业员人数较少；商业经营的毛利率 20%，和国际广场、武汉广场基本相当，餐饮的租金的毛利率 80-90%；实现税前利润总额 1 亿多元。

在招商规划上，摩尔城的特色和定位与现有两个百货店存在差别——世贸广场以黄金珠宝首饰为经营特色、武汉广场以经营化妆品为特色。而摩尔城将与国际广场连通，是现有国际广场的延伸，定位高端，计划招商做一线品牌。目前武汉商业面积供给较多，中档时尚品牌已经较饱和，但是定位奢侈品消费的商业项目较少，而奢侈品需求较大，因此奢侈品消费还存在需求。国际广成一线品牌销售非常好，国广的高端定位迎合了奢侈品的消费需求，部分奢侈品牌在国际广场的销售在全国都排在前列，例如，国际广场的 GUCCI 店面积只有 300 平，在全国排前十位。

因此，摩尔城能够当年盈利原因：一方面商圈成熟；另一方面，现在摩尔城项目只是国际广场品牌的丰富延伸，基本不需要培育期；另外，摩尔城经营的休闲娱乐是现在武汉地区没有的，能够吸引较多的消费者；而餐饮面积主要为租赁，当期能产生收入和利润。

1.6. 摩尔城现阶段费用主要为工程建筑费用 and 无形资产折旧摊销

- ✓ 摩尔城还未产生管理和销售费用，主要费用为工程建筑费用；
- ✓ 摩尔城折旧按 30 年计算，摩尔城无形资产已经开始摊销，2009 年 2000 万/年，2010 年 4000 万摊销。

2. 百货业务发展情况

公司在湖北省内具备绝对优势，目前有 7 家百货门店，其中 5 家位于武汉市，2 家位于湖北省二线城市。

表 1: 公司百货门店

门店	城市	营业时间	建筑面积	物业性质	控股比例
武汉广场购物中心	武汉	1995	7.6	自有	51%
国际广场	武汉	2007	5.5	自有	分公司
世贸广场	武汉	1999	8	自有	分公司
亚贸广场	武汉	2002	6	租赁	分公司
建二广场	武汉	2003	2	租赁	分公司
襄樊购物中心	襄樊	2007	5	租赁	分公司
十堰人商	十堰	2009 年收购， 2010 年并表	6	自有	子公司

数据来源：上市公司公告、国泰君安证券研究

2.1. 武汉广场、国际广场、世贸广场三家主力百货门店盈利情况

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，是湖北省武汉市的第一黄金商圈。

武汉广场、世贸广场是现阶段盈利主体，未来增速稳定；国际广场经过 2009 年的调整也进入盈利高速增长期。

✓ 国际广场经过 2009 年调整，预期 2010 年高增长：

武汉国际广场购物中心紧邻武汉广场，于 2007 年 9 月开业，定位于高端百货。2008 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，2008 年业绩受到较大影响。2009 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 2009 年开柜，基本在 2009 年上半年完成了品牌调整。

国际广场 2009 年实现营业收入 5 亿元，其中下半年品牌调整后增速较快，实现营业收入 3 个亿元，保持 20% 毛利率。

2010 年 1 季度国际广场实现收入 2 个亿，同比增长 80%，毛利率 19%，税前利润总额约 3000 万。

预计经过 2009 年的品牌调整，2010 年的增速较高，2009 年下半年高端品牌才陆续进驻，因此 2009 年上半年的基数低，全年应该达不到一季度的 80% 的增速，我们预测在 60% 左右，2010 年全年 8 亿元收入。但是由于引入了大牌，毛利率相比 2009 年会有所降低，基本维持一季度 19% 的毛利率水平。

✓ **武汉广场收入规模较大，预期未来稳健增长：**

武汉广场成立于 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。2013 年，武汉广场合资将到期，到期协商未来发展路径，但是具体方式现在也未定。

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。

收入一直保持稳健增长：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%。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，下半年增速高于上半年。

武汉广场是公司的主要盈利门店：2009 年，子公司武汉广场管理有限公司营业收入 183531 万元，占公司百货业务收入的 45%，平销达到 3.21 万元，营业利润 21543 万元，净利润 16375 万元，同比下降 3.83%。武商广场 2009 年净利润略有下降，我们分析主要原因是武汉广场 2009 年进行了开业以来最大力度的调整升级。

主要经营特色为化妆品和女装：武汉广场经过 2009 年的调整后扩大化妆品类和女装的规模经营，实现优势品类规模化。现在武汉广场一楼汇集了众多国际一二线化妆护肤品牌品，是武汉地区化妆品牌最全的百货店。

表 2：武汉广场的经营情况

	2005	2006	2007	2008	2009
营业收入（万元）	107491	130947	164213	169955	183531
收入增速		22%	25%	3%	8%
平销（元）	18858	22973	28809	29817	32198
净利润（万元）	9511	7773	21855	17027	16375
净利润增速		-18%	181%	-22%	-4%
净利润率	9%	6%	13%	10%	8.9%

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 2010 年一季度收入增长 10%，利润增速 20%，4 月份保持较

好增速，1 季度毛利率基本维持 2009 年 24% 的毛利率。由于武广的收入基数较高，所以公司对于**武汉广场 2010 年**设定的目标任务是收入净利润增速 15%。

✓ **世贸广场 2009 年调整经营特色为黄金珠宝，2010 年收入增长较好，但是毛利率有所下减：**

世贸广场紧邻武汉广场一侧，于 1999 年开业，经营面积 8 万平米，是三家主力门店中定位偏低端的一家百货门店。

2009 年，世贸广场通过调整进行了转型，主要经营特色为黄金珠宝饰品，是华中地区首席黄金珠宝大卖场。

世贸 2009 年销售收入约 8 个亿；2010 年一季度收入增长 30%，毛利率 20 % 多，税前利润 4000 万，同比增加 30%。

2010 年一季度毛利率相比 2009 年有所降低，主要由于商品结构调整，黄金珠宝、钟表等面积加大，一方面这些品类的重点发展使得收入规模增加，收入增速相比 2009 年加快，但是黄金珠宝首饰和钟表的扣点率低，影响到整体毛利率降低，但利润额绝对值在增加。

我们预计世贸广场全年收入增 25%，营业收入能达到 8.6 亿元，利润总额增加 30%。

2.2. 武汉地区其他两家百货亚贸广场、建二广场稳健增长

武汉地区还有两家门店——亚贸广场和建二广场，位于武汉的次商圈。

✓ 2009 年，亚贸广场完成外立面改造，亚贸广场实现含税收入 5 亿元，利润总额 2000 万左右，一季度收入增 20%；

✓ 2009 年，建二商场对品类进行结构优化和提档升级，全年实现销售收入 3 亿，税前利润总额 1000 多万，一季度收入增 15%；

表 3: 武汉市主要商圈

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、易初莲花、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”
王家湾	汉阳区	大洋百货、武汉摩尔城（内含广百股份的百货店）

数据来源：国泰君安证券研究

2.3. 湖北地区百货门店——襄樊购物中心、十堰人商

✓ 襄樊购物中心 2010 年可以扭亏为盈

襄樊购物中心 2007 年开业，5 万平米建筑面积，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。2007-2009 年一直处于培育期亏损，2009 年襄樊购物中心实施品牌战略，调整初见成效，销售再创新高。全年亏损几百万。

2010 年 1 季度财务口径收入近 1 个亿，收入增 70%，税前利润 400 万，预期 2010 年盈利约 600-1000 万元。

✓ 十堰人商 2010 年拆迁过渡，2011 年重新开业，但是过渡期净利润收入不会减少：

2009 年 11 月，经公司第五届十六次董事会审议通过，公司以 13077.18 万元全额收购十堰人商 2500 万股股权，即 100% 股权，此次收购是武商集团谋划未来五年规划的开始，体现了武商集团在鄂西北的战略发展。

十堰人商位于十堰市人民北路 1 号，营业大楼是十堰城区的核心商圈的核心店，周边配套设施齐全，购物人口稳定集中。十堰人商是十堰市最早的零售企业，目前仍然是十堰市最大、经营情况最好的零售企业，其百货、家电业态在十堰市具有绝对优势和市场影响力，超市业态在当地名列第三位。

十堰人商 2008 年实现收入 56830 万元，净利润 1185 万元；2009 年 1-8 月份实现 43498 万元，净利润 1623 万元；2009 年全年约 6 亿元收入，1000 多万净利润。

此项目将在 2010 年三季度进行拆迁改建：公司公告中说明“由于十堰人民商场以拍卖的方式取得了位于人民北路 3 号的 5260 平方米土地使用权，该宗地紧邻十堰人民商场目前的经营办公场所，企业已经统一规划，统一设计，该公司目前的经营办公场所拆除可能性非常大，该房产账面净值为 1838 万元，本次评估以该房产的账面净值列示，如果基准日后该经营办公场所被拆除，则十堰人民商场股东全部权益市场价值为 13,077.18 万元。”

十堰人商截至 5 月份仍然在经营经营，2010 年三季度开始搬迁到临时物业过渡，开始拆迁改造，计划 2011 年底重新开业，建成后 7-8 万平米。

人商在 2010 年一季度已经并表，整个集团收入 35%，剔除人商后收入增幅 25%，可以看出人商的收入增速较快。

预期 2010 年全年 10% 收入增长，6.6 亿元收入，净利润稳健增长；2011 年，公司给与十堰的目标是，过渡时期盈利不能下降。

2.4. 2010 年、2011 年、2012 年整体开店步伐

✓ 2010 年无新百货门店开出；

- ✓ 2011 年摩尔城 9 月底开业，十堰人商年底重建开业；
- ✓ 湖北地区襄樊、十堰、宜昌、黄石都是未来发展重点，正在选址洽谈的项目还有宜昌、恩施，其中恩施计划租赁，宜昌计划拿地自建，开业时间不能确定。恩施距离武汉较远，独立的一个少数民族自治区，原有零售企业较少，公司已经在恩施开了量贩超市，当地的零售业仍处于起步阶段，竞争缓和，且消费需求较强，是较好的发展区域。

3. 量贩超市经营情况

2009 年量贩新增 16 家，改造 4 家，回购 2 家，共 67 家。

2010 年量贩超市 1-4 月份开了 3 家，其中 1 月份开 2 家，4 月份在武汉开 1 家。近两年，计划每年开店 10-15 家。

超市 2010 年 1 季度同比收入增 20% 多，可比门店 10% 左右，基本和 2009 年全年的超市同店收入增速差不多，并没有出现明显的随 CPI 上升而提升的趋势。

表 4: 武商量贩的扩张速度

	2005	2006	2007	2008	2009
门店数量					
总数	29	29	39	53	67
武汉				29	36
湖北二线城市				24	31
净增	5	0	10	14	14
经营面积					
总数	18	18	28	45.5	74.9
新增	3.5	0	10	17.5	14.7

数据来源：上市公司公告、国泰君安证券研究

表 5: 武商量贩的经营情况

	2005	2006	2007	2008	2009
营业收入（万元）	156091	174143	225143	304677	382698
收入增速		12%	29%	35%	25.6%
平销（元）	8672	9675	8041	6696	5109
净利润（万元）	2247	3988	5271	6682	6891
净利润增速		78%	32%	27%	-3.24%
净利润率	1.4%	2.3%	2.3%	2.2%	1.80%

数据来源：上市公司公告、国泰君安证券研究

公司计划在湖北省内继续开店，武汉也继续开，面积一般在 5000-20000 平米，一般一家超市的开店费用在几百万-1000 万不等，主要是租金和装修费用，装修将分几年摊销。租金为当年费用。

近 2 年开的超市培育期 1-2 年。物业主要以租赁为主，只有 4 家是自有物业。已经建成两个物流中心，如果各个地方区域发展较好，会再建区

域配送中心。

4. 2010 年一季度收入利润增长较好

2010 年一季度公司营业收入 28.79 亿元, 增长 35%; 净利润 10184 万元, 增长 35%; 每股收益 0.20 元。

综合毛利率 19.18%, 同比下降 0.31 个百分点, 主要由于国际广场的大牌较多、提档升级, 以及世贸广场经营黄金珠宝的面积加大都有影响。

费用率有所下降,

- ✓ 一季度管理费用 3592 万元, 管理费用率 1.25%, 相比 2009 年 2.04% 下降较多, 主要由于 2010 年是公司重要年庆, 体现费用较多, 2010 年无店庆费用支出, 因此预测全年管理费用率下降较多;
- ✓ 一季度销售费用 28023 万元, 销售费用率 9.73%, 同比增加 0.46 个百分点, 而 2009 年全年销售费用率 11.45%, 也较高, 2009 年二季度到 2010 年一季度销售费用率较高的原因是 2009 年下半年新开网点较多, 体现销售费用增加。

2010 年一季度计提了 2059 万元的资产减值损失, 主要应收帐款较多, 但是预计收回来的可能性较大, 因此也存在冲回预期。

一季度同店收入增速 35%: 1-3 月份同店收入增速 35%, 其中武汉地区 20% 多, 异地门店增长更快; 4 月份感觉淡季不淡, 五一期间同店收入增长 30%, 以这些数据来看 2010 年同店收入增长趋势较好。

一季度财务费用略有下降, 预计 2010 年全年延续此趋势

2009 年 8000 万财务费用, 配股后是否能够节约财务费用, 公司认为短融和配股融资主要用于募投项目, 其他借款不是还不了, 但是也是要和银行有好的合作。财务费用公司也在加大管理力度, 包括办理 7 天通知存款、协定存款, 从财务收入上增加财务收入; 加上贷款控制, 因此 1 季度财务费用 略有下降。此次发行 3 个亿的短期融资券一年可以省财务费用 750 万元。

5. 盈利预测

公司我们假设:

- ✓ 参考一季度的增速, 预测武汉广场、世贸广场、国际广场 2010 年收入增速 15%、30%、60%;
- ✓ 建二广场、亚贸广场收入增长 15%、20%, 收入分别为 2.86 亿元、4.98 亿元;
- ✓ 十堰人商 2010 年一季度开始并表, 预计 2010 年贡献收入 6.6 亿元, 同比增长 10%;
- ✓ 襄樊购物中心预计 2010 年全年收入 3.5 亿元;
- ✓ 2010 年全年超市开店 10 家, 2009 年开的超市门店进入盈利期;
- ✓ 百货毛利率和 2009 年相当, 保持 21.8%, 超市业务毛利率 18.1%;
- ✓ 配股融资 7.61 亿元。

预期 2010 年——

- ✓ 实现营业收入 108 亿元，增长 34%，其中百货收入 56.43 亿元，同比增长 38%，超市业务收入 50.70 亿元，同比增长 33%；
- ✓ 预期 2010 年实现净利润 28884 万元，同比增长 21%；
- ✓ 如果考虑扣除 2009 年非经常性的收益，净利润实际增速 41%；
- ✓ 实现每股收益 0.57 元。

2011 预计整体收入 138 亿元，同比增长 36%，其中百货业务收入 70 亿元，增长 24%；超市 2011 年开店 15 家，实现收入 67 亿元，增长 33%；百货、超市业务毛利率稳定；当期由于摩尔城开业，折旧费用增加 8000 万元；预期 2011 年归属于母公司股东的净利润 40570，增速 40%，每股收益 0.80 元。

表 6：近三年主力门店假设收入增速（单位：亿元）

门店	2009 年	2010 年	假设增速	2011 年	假设增速	2012 年	假设增速
武汉广场购物中心	19.00	21.85	15%	25.13	15%	28.90	15%
国际广场	5.00	8.00	60%	10.40	30%	13.52	30%
世贸广场	6.64	8.63	30%	10.79	25%	13.49	25%
亚贸广场	4.15	4.98	20%	5.73	15%	6.59	15%
建二广场	2.49	2.86	15%	3.15	10%	3.46	10%
襄樊购物中心	2.06	3.50	70%	4.55	30%	5.92	30%
十堰人商	6.00	6.60	10%	7.26	10%	7.99	10%
摩尔城				2.77		16.60	
合计	45.34	56.43		69.77		96.46	

数据来源：国泰君安证券研究

6. 投资评级

公司是湖北地区百货龙头企业，在区域内具备绝对优势；原有的武汉广场、世贸广场、武汉国际广场三家主力百货门店占据了武汉最核心商圈的绝对优势地位和面积，进入了成熟收获期；且近两年公司新项目培育期较短——摩尔城 2011 年开业 2012 年就可以贡献盈利，十堰项目 2011 年拆迁期不影响收入利润，如果可以达到这样的经营目标将超出我们之前的预期；其他异地门店发展趋势较好，湖北三线城市发展空间较大，公司还要继续拓展门店。我们看好公司未来三到五年的发展。按照 2011 年 0.80 元的业绩预测，参考 25 倍市盈率，给予目标价 20 元。维持“增持”评级。

表 7：10 配 3 后股后每股收益摊薄

	2010 年	2011 年	2012 年
按现在股本计算的预期每股收益	0.57	0.80	1.21
按照 10 配 3 后股本计算的每股收益（元）	0.44	0.61	0.93

数据来源：国泰君安证券研究

表 8：按照不同配股价格的敏感性分析

请务必阅读正文之后的免责条款部分

假设配股价	5.50	6.00	6.30
配股预案		10 配 3	
5 月 13 日收盘价		14.8	
配股前股本		50725	
配股增加股本		15218	
配股后成本	12.65	12.77	12.84
配股后股本计算的 2010 年业绩*30 倍市盈率=目标价		13.14	
投资空间	3.85%	2.91%	2.36%
配股后股本计算的 2011 年业绩*30 倍市盈率=目标价		18.39	
投资空间	45.35%	44.04%	43.26%

数据来源：国泰君安证券研究

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		