

武汉中商(000785)调研报告

业务发展相对缓慢

可选消费/百货

中性

首次评级

发布时间: 2010年6月9日

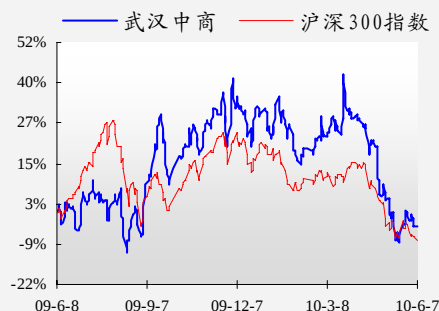
投资要点:

- 武汉中商始建于1985年,主营百货和超市业务,目前公司共有9家综合百货、1家销品茂(shoppingmall)和33家平价超市。
- 公司在武汉的百货门店均集中在武昌区,武昌区为武汉市传统政治文化中心,商业环境整体不如汉口区发达,因此公司发展的先天条件并不十分优越。公司目前最主要的收入来源为位于武珞路商圈的中南商业大楼、中商广场购物中心和徐东商圈的销品茂,外地门店中以沙市百货最为重要,09年贡献收入2亿左右,净利润6、7百万,其他外埠门店除随州、咸宁开业较晚、面积较大仍有一定亏损外,均处于微盈状态。
- 徐东平价是公司最重要的超市门店,为控股50%的独立子公司,1997年开业,面积达3.3万平米,2009年营业收入占到公司总收入的10%,该门店与销品茂同处徐东商圈,客流有较好的保证,但由于门店已十分成熟,且受到沃尔玛的分流,增速相对较慢。
- 中商平价连锁有限公司是公司其他超市门店的运营主体,在2009年中国快速消费品连锁百强企业中排名第33位,共有门店32家,并以每年2-3家的速度扩张,发展比较缓慢。由于门店数量较少、销售规模较小,议价能力较弱,毛利率仅12%左右,与武汉其他同行相比并不具备竞争优势,我们认为这一现状在短期内得到改善的可能性不大,若能整合至武汉中百旗下,则有较大的提升空间。
- 我们预计公司2010年每股收益可达0.3元。但由于公司长期发展仍受到资金、人力资源储备的制约,整合也存在较大不确定性,首次给予中性评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	336,339	6.40	5,191	35.22	0.21	8.19	38.81	
2010E	373,315	10.99	7,646	47.31	0.30	11.15	27.17	
2011E	405,901	8.73	8,858	15.85	0.35	11.62	23.29	
2012E	440,541	8.53	10,242	15.63	0.41	12.04	19.88	

走势图



市场数据

2010-6-8

收盘价:	8.15 元
52周最高价:	12.26 元
52周最低价:	7.31 元
平均持仓成本:	10.52 元

基本数据

2010Q1

总股本(万股):	25,122
流通A股(万股):	25,122
每股收益(元):	0.14
每股净资产(元):	2.55
每股经营现金流(元):	0.30
市净率:	3.20

分析师: 罗旷怡

执业证书编号: S0550108051075

TEL: (8621)6336 7000-250

FAX: (8621)6337 3209

Email: luoky@nesc.cn

地址: 上海市延安东路45号20楼

邮编: 200002

1. 公司概况

武汉中商始建于1985年，是湖北省大型商业企业，曾经多元化经营，但效果不佳，逐步进行了清理。公司现主营百货和超市业务，2009年，公司商业零售业务营业收入占到主营业务收入的90.89%。目前公司共有9家综合百货、1家销品茂（shoppingmall）和33家平价超市（其中包括子公司徐东平价），2009年销售规模为880687万元（中国连锁经营协会数据），位列中国连锁百强企业第43位，网点布局湖北省内十多个城市。

图1：公司网点布局

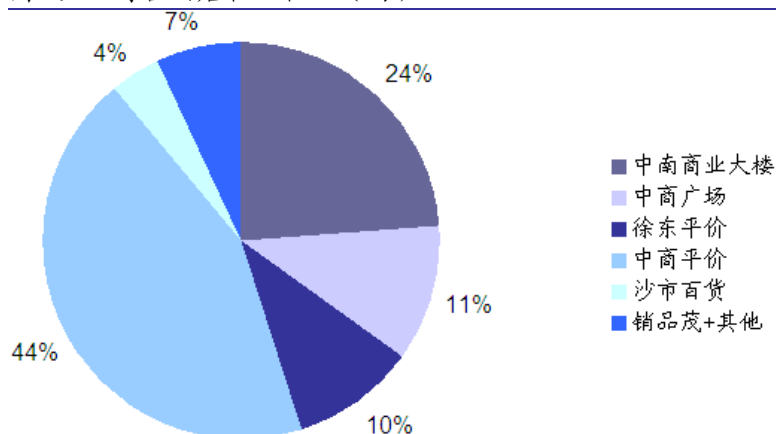


资料来源：公司网站，东北证券金融与产业研究所

2. 百货业务——武昌为主，增速较慢

公司在武汉的百货门店均集中在武昌区，武昌区为武汉市传统政治文化中心，商业环境整体不如汉口区发达，因此公司发展的先天条件并不十分优越。公司目前最主要的收入来源为位于武路路商圈的中南商业大楼、中商广场购物中心和徐东商圈的销品茂，外地门店中以沙市百货最为重要，09年贡献收入2亿左右，净利润6、7百万，其他外埠门店除随州、咸宁开业较晚、面积较大仍有一定亏损外，均处于微盈状态。

图2：公司各门店收入占比（约）



数据来源：东北证券金融与产业研究所

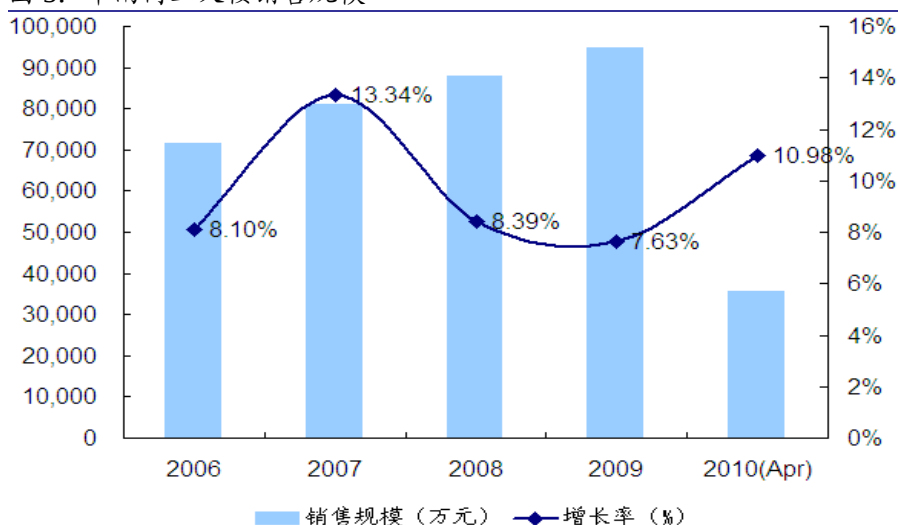
表 1: 公司门店基本情况

	门店	开业时间	建筑面积	物业属性	备注
1	中南商业大楼	1985	3 万 m ²	自有	母公司
2	中商广场	1997	3.6 万 m ²	自有	全资子公司
3	销品茂百货	2005	2 万 m ²	租赁	分公司, 租赁销品茂物业
4	销品茂	2005	17 万 m ²	自有	子公司, 大型购物中心, 控股 51%, 拟定向增发收购剩余股份
5	中商百货沙市店	1996	3.2 万 m ²	自有	分公司
6	中商百货荆门店	2002	1.7 万 m ²	租赁	分公司
7	中商百货十堰店	2003	1.5 万 m ²	租赁	分公司
8	中商百货黄冈店	2004	1.5 万 m ²	自有	子公司, 控股 51%
9	中商百货随州店	2007	3 万 m ²	租赁	分公司
10	中商百货咸宁店	2008	2 万 m ²	租赁	分公司

资料来源: 公司公告, 东北证券金融与产业研究所

中南商业大楼和中商广场购物中心为连体建筑, 其中中南商业大楼为母公司, 商业面积 3 万平方米左右, 另有 2 万平方米的写字楼用于出租, 出租率达 90% 以上。中南商业大楼 09 年进行了一定的品牌升级和结构调整, 销售规模达 9.5 个亿, 会员销售同比增长 45.57%, 我们估计其净利润为 4500 万左右。预计今年该店营业收入仍会有 10% 以上的增长。

图 3: 中南商业大楼销售规模



资料来源: 中国城市商网, 东北证券金融与产业研究所

中商广场购物中心为公司的全资子公司, 经营面积 3.6 万平, 09 年营业收入为 3.7 亿元, 净利润 1276 万。该店今年以来经营情况较好, 我们预计其全年收入增速将在 12% 以上。

表 2: 中商广场经营情况

	2006	2007	2008	2009
营业收入 (万元)	28,109.24	33,069.94	34,685.38	36,722.83
YOY (%)	9.47%	17.65%	4.88%	5.87%
净利润 (万元)	834.17	1,116.14	1,304.05	1,275.99
净利率 (%)	2.97%	3.38%	3.76%	3.47%

资料来源: 公司公告, 东北证券金融与产业研究所

中南商业大楼和中商广场两家门店分列 09 年网络城市单体百货销售排行第 40 和 60 位, 是目前公司百货业务中最重要的收入和利润来源, 二者所在武珞路商圈将即将修建地铁换乘站, 建成后将对两店客流量起到一定的拉动作用。

表 3: 2009 网络城市部分单体百货销售额排行

排名	商场名称	销售额 (万元)	同比 (%)
6	武汉广场管理有限公司	267018	5.2
27	武商世贸广场购物中心	125908	8.0
40	武汉中商中南商业大楼	94656	11.8
42	武商亚贸广场	90509	6.8
60	武汉中商广场管理有限公司	61048	5.8

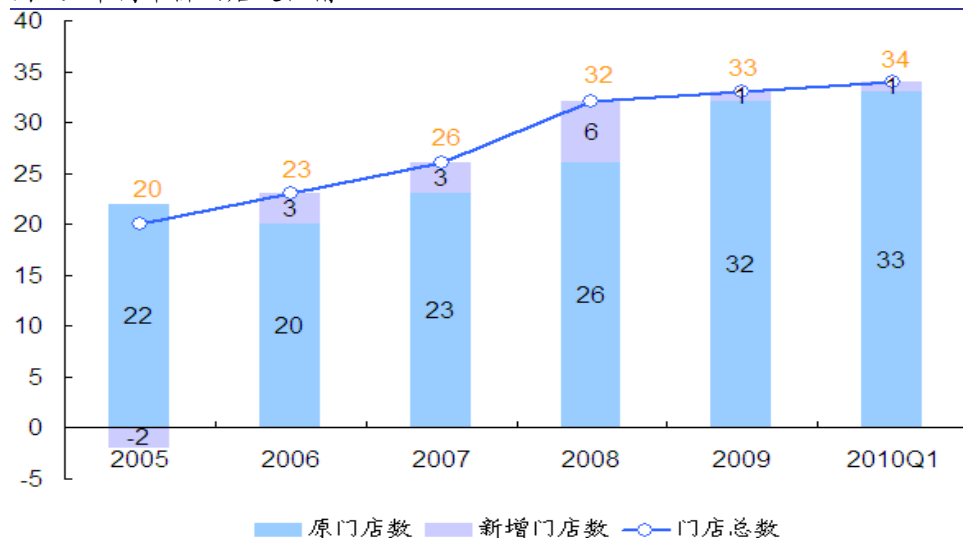
资料来源: 中国城市商网, 东北证券金融与产业研究所

销品茂是公司投资近 10 个亿打造的购物中心, 建筑面积 17 万平米, 经营面积 11 万平米。该店 05 年开业至 08 年始终处于亏损状态, 且亏损额较大, 主要由于投资额较大, 其中仅 1.9 亿为公司自有流动资金, 其余为银行贷款, 每年产生 4000 多万的财务费用。经过长时间的培育和出租率的提升, 同时受益于沃尔玛进驻, 销品茂已于 2009 年开始盈利, 净利润 400 万元左右。目前销品茂的租户中 40% 左右为长期租户, 其余为散户短租, 租金还有较大的提升空间, 根据商户的不同, 提租幅度在 5-30% 不等。从我们实地考察的感觉看, 销品茂除拥有沃尔玛外, 附近是徐东超市平价店、新世界百货等, 商圈日趋成熟, 且购物中心是百货业发展的方向, 我们认为随着徐东商圈的发展完善和人们对购物中心模式的认同, 销品茂在品牌调整方面仍有较大的空间。销品茂内置的销品茂百货面积 2 万平, 09 年净利润已达 8、9 百万元且增速较快。今日, 公司公告拟通过定向增发方式收购销品茂剩余 49% 股权, 我们认为对该店的全资控股有利于公司对门店的统一管理, 且该店刚刚度过培育期, 将进入业绩快速增长阶段, 收购将增加公司百货业务的利润贡献。

3. 超市——规模较小，盈利平平

公司 97 年开始涉足超市业务，目前拥有平价超市 34 家，其中武汉 13 家（含徐东平价），单店面积 300 平-20000 平不等。

图 4：中商平价门店变化情况



数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

徐东平价是公司最重要的超市门店，为控股 50% 的独立子公司，1997 年开业，面积达 3.3 万平方米，2009 年营业收入占到公司总收入的 10%，该门店与销品茂同处徐东商圈，客流有较好的保证，但由于门店已十分成熟，且受到沃尔玛的分流，增速相对较慢。

表 4：徐东平价经营情况

	2007	2008	2009
营业收入（万元）	30,809.21	31,202.46	33,558.88
YOY（%）	-	1.28%	7.55%
净利润（万元）	328.65	489.25	661.46
净利率（%）	1.07%	1.57%	1.97%

数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

中商平价连锁有限公司是公司其他超市门店的运营主体，在 2009 年中国快速消费品连锁百强企业中排名第 33 位，共有门店 32 家，并以每年 2-3 家的速度扩张，发展比较缓慢。由于门店数量较少、销售规模较小，议价能力较弱，毛利率仅 12% 左右，与武汉其他同行相比并不具备竞争优势，我们认为这一现状在短期内得到改善的可能性不大，若能整合至武汉中百旗下，则有较大的提升空间。

表 5: 2009 中国快速消费品连锁百强部分企业排名

排名	企业名称	累计销售额 (万元)	增幅 (%)	门店数 (个)
15	中百仓储	1050606	25.4	139
26	武商量贩	730790	23.8	69
33	中商平价	424249	3.7	32
43	中百便民	272760	8.1	500

资料来源: 中国连锁经营协会, 东北证券金融与产业研究所

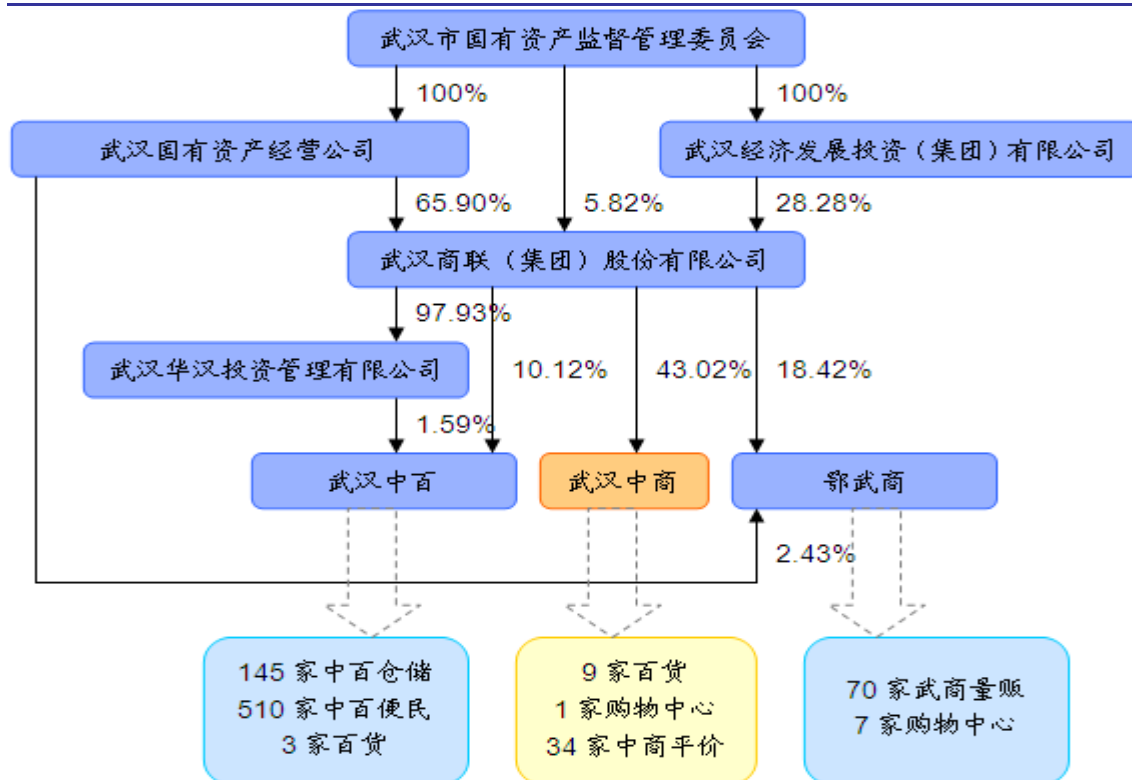
注: 中商平价 09 年营业收入 14.85 亿元

扩张方面, 公司在武昌、十堰、襄樊等地仍有百货和超市的储备项目, 其中百货门店项目可能在 2011 年以后开出。由于公司上市后没有进行再融资, 资金需求迫切, 而公司 05 年巨亏后又连续亏损, 一直不具备融资条件。预计公司 2011 年以后将具备配股条件以解决资金问题, 如果融资成功, 在资金条件允许的条件下, 公司仍有意发展类似销品茂的大型购物中心项目, 但短期内, 公司仍以稳步发展为主。

4. 整合——存在较大不确定性

目前来看武商联整合仍存在较多困难, 短期内整合可能性不大, 无论整合何时启动, 作为整合中相对弱势的一方, 公司都将在能力范围内稳步发展以提高未来的谈判筹码。

图 5: 武商联股权结构图



资料来源: 公司公告, 东北证券金融与产业研究所

5. 盈利预测与投资建议

公司今年经营情况已经有了明显好转，百货主营业务发展良好，在本是淡季的4月份，收入和利润也有2位数的同比增长，我们预计公司2010年每股收益可达0.3元。但由于公司长期发展仍受到资金、人力资源储备的制约，整合也存在较大不确定性，首次给予**中性**评级。

表 6：公司利润表预测

	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
营业收入	336,338.80	373,315.00	405,900.54	440,541.34
营业成本	276,017.83	306,118.30	332,026.64	359,481.74
营业税金及附加	3,405.99	3,733.15	4,059.01	4,405.41
主营业务利润	56,914.98	63,463.55	69,814.89	76,654.19
销售费用	3,152.11	3,509.16	3,815.47	4,141.09
管理费用	43,019.55	44,797.80	48,708.06	52,864.96
财务费用	4,866.07	4,479.78	4,870.81	5,286.50
营业利润	6,573.97	10,676.81	12,420.56	14,361.65
营业外收支净额	739.34	44.51	0.00	0.00
利润总额	7,313.31	10,721.32	12,420.56	14,361.65
所得税费用	1,927.38	2,787.54	3,229.34	3,734.03
归属母公司净利润	5,190.55	7,645.97	8,857.79	10,242.09
每股收益(元)	0.21	0.30	0.35	0.41

数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。