

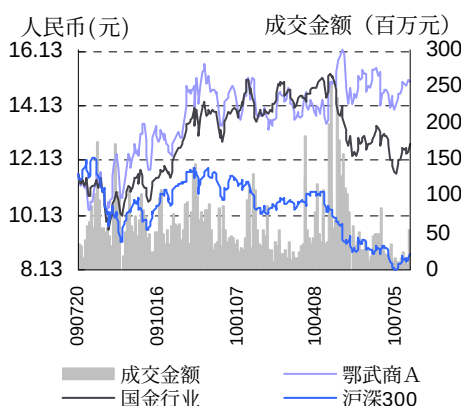
鄂武商 A (000501.SZ)**百货零售行业****评级：买入 首次评级****公司研究**

市价 (人民币) : 15.01 元

目标 (人民币) : 17.70 元

长期竞争力评级：高于行业均值**市场数据 (人民币)**

已上市流通 A 股(百万股)	507.20
总市值(百万元)	7,613.80
年内股价最高最低(元)	16.20/10.15
沪深 300 指数	2682.47
深证成指	10097.10

**受益区域发展，快速扩张的中部零售业龙头****公司基本情况(人民币)**

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.356	0.471	0.590	0.711	0.908
每股净资产(元)	2.51	2.78	3.37	4.73	5.43
每股经营性现金流(元)	1.64	1.85	2.37	2.25	2.83
市盈率(倍)	14.12	31.57	25.98	21.56	16.88
行业优化市盈率(倍)	29.12	59.57	59.57	59.57	59.57
净利润增长率(%)	15.56%	32.35%	25.28%	20.52%	27.71%
净资产收益率(%)	14.15%	16.91%	17.48%	11.56%	12.86%
总股本(百万股)	507.25	507.25	507.25	507.25	507.25

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **武汉区位优势明显，购物中心业态进入快速发展期：**1、从城市规模、经济总量和消费能力三方面看，武汉在中部六大省会中的排名居于前列，具备孕育大型零售企业的条件；2、武汉是中部交通枢纽，2009 被发改委批准为全国首个综合交通枢纽研究试点城市，交通网络的建设有利于零售企业的扩张；3、武汉的人均 GDP 和人均可支配收入已经达到上海 2005 年的水平，从经验数据看，武汉地区的购物中心业态即将进入快速发展阶段。
- **公司是武汉零售业龙头，百货领先地位巩固，超市加速发展：**1、鄂武商 2009 年百货业务在武汉地区的市场占有率第一，超市业务市场占有率居前列；2、主力百货店武汉广场和国际广场在 2009 年完成大规模品类调整和奢侈品招商，收入增长较快；3、仓储超市自 2007 年以来保持年均 10 家以上的开店速度，未来 3 年可保持 20%以上的收入增长；
- **我们详细拆分预测摩尔城项目的盈利前景后认为，摩尔城项目位置优越，盈利前景乐观，公司长期增长动力强劲：**1、公司在核心商圈武广商圈新建 27 万平米摩尔城项目，2011 年 9 月建成开业，未来将与武汉广场和国际广场连通，形成建筑面积近 40 万平米的城市巨型购物中心；2、我们从项目规划、选址、定位和招商等多方面分析后认为其盈利前景乐观，通过对项目进行详细拆分预测，我们估计摩尔城项目有望在 2011 年实现盈亏平衡，2012-2013 年分别贡献 EPS 0.13 元、0.24 元。

投资建议

- 我们认为武汉地区的购物中心业态已经进入快速发展阶段，由于埠内缺少同类型竞争对手，且项目位置优越、公司招商能力强大，摩尔城项目的盈利前景较为乐观；随着湖北地区城市化率提高及交通网络加快建设，公司在省内的扩张具有可持续性，具备长期投资价值。

估值

- 我们预测公司 2010-2012 年实现净利润 2.99 亿元、3.60 亿元和 4.60 亿元，对应未配股前总股本的 EPS 分别是 0.59 元、0.711 元和 0.908 元，给予公司未来 6-12 个月 17.7 元目标价位，相当于 30x10PE。

风险

- 摩尔城招商计划未能按期完成，商铺出租率过低，项目培育周期延长导致盈利低于预期。

文瑶

联系人
(8621)61038260
wenyao@gjzq.com.cn

贾仁栋

联系人
(8621)61038200
jiard@gjzq.com.cn

张斌

分析师 SAC 执业编号：S1130206080208
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

内容目录

武汉区位优势明显，埠内购物中心业态进入快速发展阶段	4
城市规模中部第一，交通网络建设拓宽零售业成长空间	4
埠内单体百货仍是主导业态，综合服务型购物中心进入快速发展期.....	5
零售业务加速发展	7
百货业务：成熟店增长动力强劲，新开店进入成长期	8
量贩业务：门店数量和销售额保持快速增长	11
长期增长来源：摩尔城项目盈利前景乐观，扩张备选项目丰富	13
摩尔城项目规划.....	13
项目盈利前景分析：选址、定位、招商.....	13
项目未来 3 年收入及盈利预测	14
未来 5 年将保持扩张趋势	15
估值和投资建议.....	15
附录：三张报表预测摘要	18

图表目录

图表 1：武汉在中部六大省会城市中的整体规模排名居前（2009）	4
图表 2：湖北省公路及水路交通发展规划 单位：公里、万公里.....	5
图表 3：武汉是“两纵两横”铁路网的交汇点.....	5
图表 4：湖北省内城际铁路网规划图（远景）	5
图表 5：武汉主要核心商圈及次级商圈分布图.....	6
图表 6：武汉主要商圈内百货店及购物中心的基本情况.....	6
图表 7：武汉经济与上海 2005 年情况相当 单位：元	7
图表 8：2008 年底各区域购物中心开发体量对比.....	7
图表 9：各地区及国家已建成购物中心比较.....	7
图表 10：武汉市 2012 年轨道交通建成规划.....	7
图表 11：武汉市汽车及机动车保有量快速上升	7
图表 12：历年收入和净利率情况 单位：百万元.....	8
图表 13：历年百货和超市营业收入占总收入比重	8
图表 14：公司主要百货门店基本情况	8
图表 15：武广商圈核心区域主力百货店的分布情况.....	9
图表 16：武汉广场历年收入及利润情况 单位：百万元、元/平米.....	10
图表 17：公司主要百货门店的盈利及预测情况	11
图表 18：量贩超市经营情况及预测表 单位：百万元.....	12
图表 19：量贩超市收入及占比情况 单位：亿元.....	12
图表 20：门店数量及营业面积增长 单位：万平米	12

图表 21：武商量贩与中百仓储基本情况比较（2009）	12
图表 22：单店平均销售额比较 单位：元.....	12
图表 23：Mall 城项目建筑规划及投资情况	13
图表 24：摩尔城项目总体面积及业态分布推算 单位：万平米	14
图表 25：摩尔城项目盈利预测 单位：百万元.....	15
图表 26：收入及盈利预测 单位：百万元.....	16
图表 27：可比公司估值比较（2010-7-16） 单位：万股	17

武汉区位优势明显，埠内购物中心业态进入快速发展阶段

城市规模中部第一，交通网络建设拓宽零售业成长空间

- 从城市规模、经济总量和消费能力看，武汉在中部六省中排名居前。
 - 城区面积和人口总量是决定消费市场容量的基石；
 - 经济总量反映区域经济活跃程度，各类商务、政务活动产生的多样化消费需求，影响零售业发展的深度和广度；
 - 居民消费能力的持续提升，支撑零售业的长期发展。

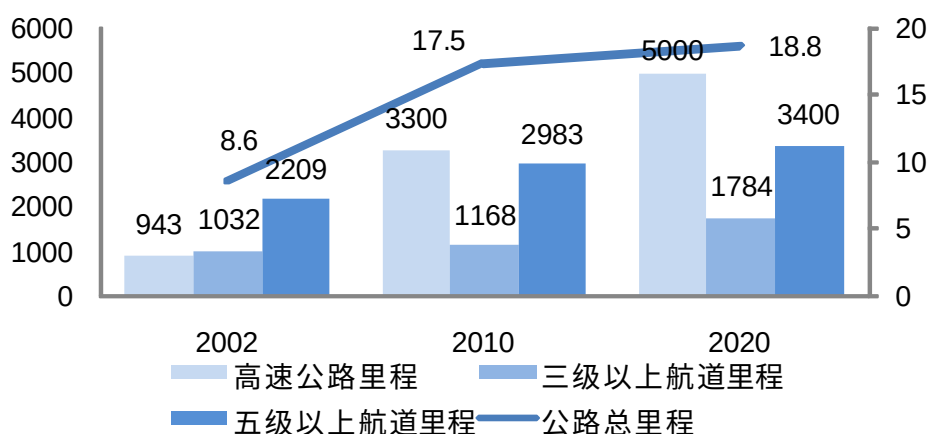
图表1：武汉在中部六大省会城市中的整体规模排名居前（2009）

	城市规模		经济总量		消费能力		
	城区面积 平方公里	总人口 万人	GDP 亿元	人均GDP 元	社会消费品零售总额 亿元	城镇居民人均可支配收入 元	人均消费性支出 元
绝对额							
武汉	1615	836	4561	54582	2164	18385	12710
长沙	954	661	3745	56620	1525	20238	15020
郑州	1010	752	3300	44000	1435	17117	10804
合肥	596	491	2102	42776	703	17158	12695
太原	1460	350	1545	44319	722	15607	11708
南昌	617	497	1838	39669	634	16472	12406
排名							
武汉	1	1	1	2	1	2	2
长沙	4	3	2	1	2	1	1
郑州	3	2	3	4	3	4	6
合肥	6	5	4	5	5	3	3
太原	2	6	6	3	4	6	5
南昌	5	4	5	6	6	5	4

来源：各城市统计局、国金证券研究所

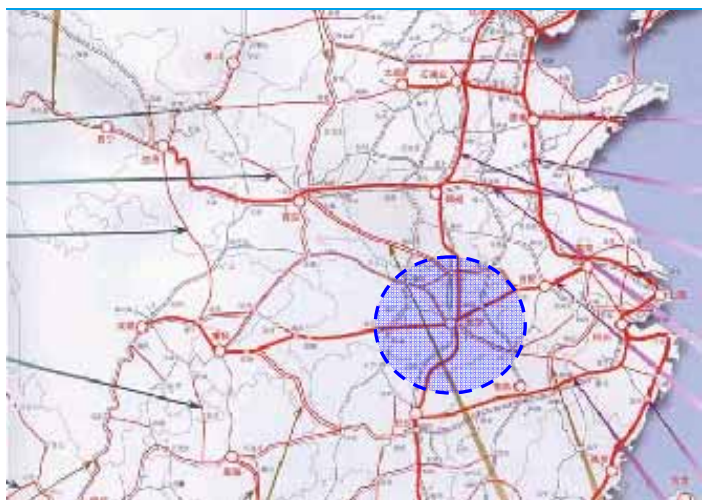
- 武汉是中部地区交通枢纽，2009 被发改委批准为全国首个综合交通枢纽研究试点城市；交通网络建设的全面推进将加快城市化进程和加速人口流动，有利于零售企业向区域纵深发展。
 - 湖北省计划在 2020 年使省内公路、水路交通建设达到现代化标准，主通道通达率由目前的 40%提高至 100%；
 - 2011 年，武汉将建成石武、汉宜客运专线和武汉城际铁路等 22 个铁路项目，成为全国“两纵两横”铁路网的交汇点，距离周边 1000 公里范围内城市的车程 4-5 小时，“1+8”城市圈内车程 0.5 小时。

图表2：湖北省公路及水路交通发展规划 单位：公里、万公里



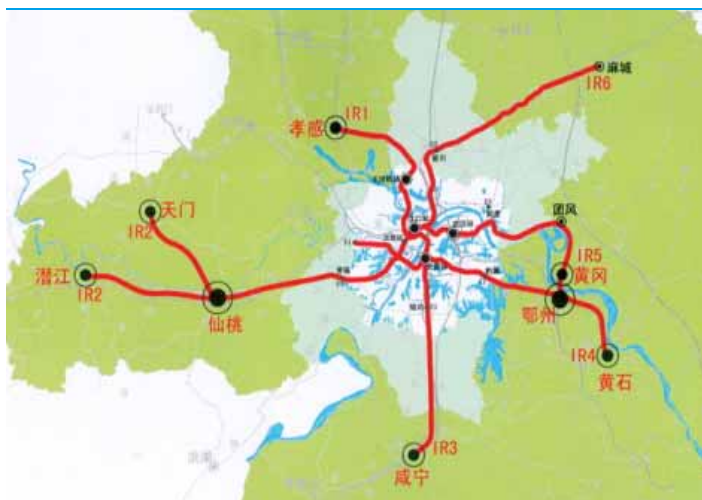
来源：湖北省交通运输厅、国金证券研究所

图表3：武汉是“两纵两横”铁路网的交汇点



来源：湖北省交通运输厅、国金证券研究所

图表4：湖北省内城际铁路网规划图（远景）



埠内单体百货仍是主导业态，综合服务型购物中心进入快速发展期

- 汉口、武昌、汉阳三地分布大小商圈 10 余个，其中武广商圈和汉江路商圈是核心商圈。
 - 武汉三镇的定位不同：汉口是经济贸易中心，重点发展物流、金融和服务业；武昌是科教文化中心，20 多所高校及省府分布于此；汉阳是工业基地，主要发展以汽车工业为支柱的制造产业；
 - 武广商圈和汉江路商圈地处汉口，是武汉市的核心商圈；徐东、中南、钟家村和王家墩属于次级商圈；司门口商圈是老商业街，唐家墩商圈主打家电、家居等连锁专业店；王家湾和光谷商圈则是伴随轨道交通建设兴起的新商业中心。

图表5：武汉主要核心商圈及次级商圈分布图



来源：国金证券研究所

- 武汉地区现有零售业态仍以百货业为主，各商圈内的主力百货门店超过 20 家，总面积接近 100 万平米；购物中心 4 家，总面积 44 万平米，其中超过 10 万平米的大型购物中心 2 家。

图表6：武汉主要商圈内百货店及购物中心的基本情况 单位：平米

百货业态			
商圈	主力店数量	单店面积	主力店名称
武广商圈	6	50,367	SOGO百货、世贸广场、武汉广场、武汉国际广场、新世界百货
汉江路商圈	5	36,400	大洋百货、王府井百货、新世界百货、中心百货
徐东商圈	2	22,325	凯悦门广场、新世界百货
中南商圈	7	41,857	群光广场、世纪中商、新世界百货、亚贸广场、银泰百货、中南广场、商业大楼
光谷商圈	2	47,500	大洋百货、鲁巷广场
钟家村商圈	1	25,000	汉阳商场
购物中心			
商圈	开业时间	建筑面积	购物中心名称
汉江路商圈	2004	130,000	万达商业广场
汉江路商圈	1997	40,000	新民众乐园
徐东商圈	2005	188,000	销品茂
钟家村商圈	2003	80,000	汉商21世纪购物中心

来源：国金证券研究所

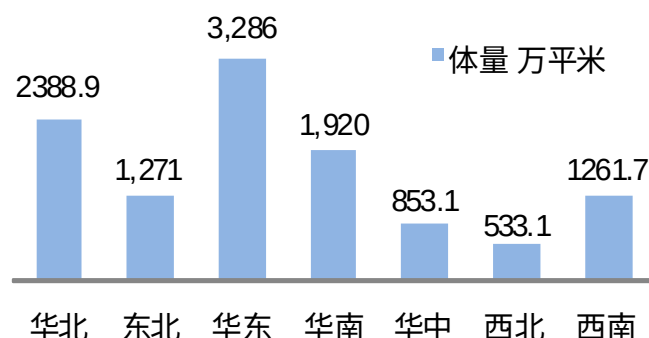
- 我们认为武汉地区综合服务型购物中心自 2003 年始现，经过 6 年的市场培育，即将进入快速发展阶段。
 - 从人均 GDP 和人均可支配收入角度分析，目前武汉与上海 2005 年的水平相当，2005 年底上海已建成的购物中心 36 家，其中 10 万平方米以上规模的 16 家，实现营业收入 251 亿元，同比增长 20.3%；至 2009 年底上海有购物中心 94 家，其中建成 58 家，在建 36 家。

图表7：武汉经济与上海2005年情况相当 单位：元

时间	上海		武汉	
	人均GDP	人均可支配收入	人均GDP	人均可支配收入
2002	35,329	13,250	17,971	7,820
2003	39,128	14,867	19,569	8,525
2004	46,338	16,683	23,148	9,564
2005	51,529	18,645	26,279	10,850
2006	57,695	20,668	29,899	12,360
2007	66,367	23,623	35,500	14,358
2008	73,124	26,675	44,296	16,712
2009	80,193	28,838	54,546	18,385

来源：地方统计局、国金证券研究所

图表8：2008年底各区域购物中心开发体量对比



图表9：各地区及国家已建成购物中心比较

	时间	人口 (百万人)	数量	面积 (万平方米)	平米千人	坪销 (USD/平米)	市场份额
上海	2006	19	41	341	179	2107	9.29%
武汉	2010	8	4	44	52		
中国大陆	2006	1300	399	3058	24		
美国	2005	295	48695	56400	1911	2716	58%
欧洲34国	2005	530	4570	8810	166		
日本	2004	128	2660	4143	324	4975	20.59%

来源：购物中心协会、中购联、国金证券研究所

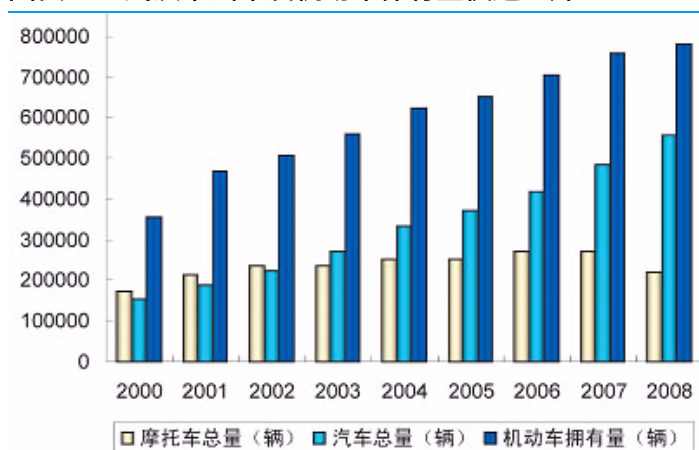
- 成熟商圈的主力百货店数量大都在 5 家以上，单体店扩张在选址和错位经营上的难度日益增加；
- 城市规模扩张建设带来新的人口聚集区域，需要在短时期内建立起完善的商业配套设施，购物中心的发展迎合了武汉地区经济发展和城镇建设的需要；
- 城市轨道交通建设和汽车保有量上升，提高了武汉当地居民出行的便利性，增加了对一站式购物、休闲娱乐和餐饮综合服务场所的需求。

图表10：武汉市2012年轨道交通建成规划



来源：湖北省交通运输厅、国金证券研究所

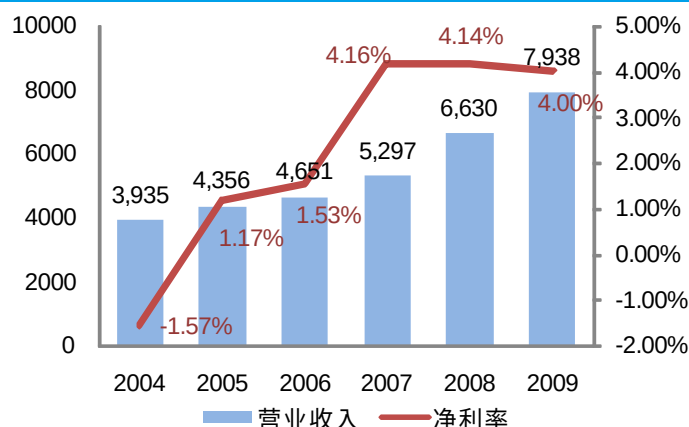
图表11：武汉市汽车及机动车保有量快速上升



零售业务加速发展

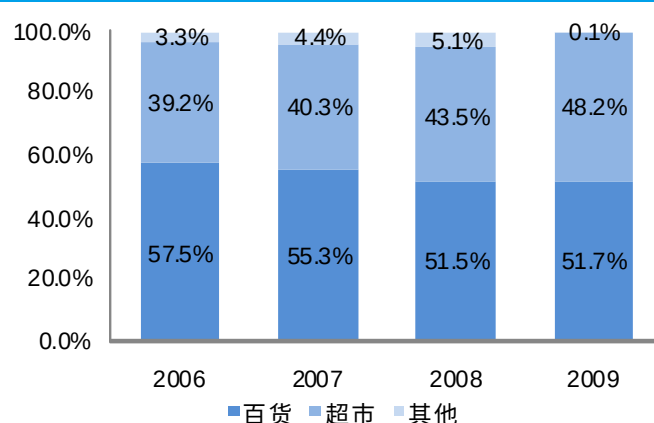
- 2006 年公司现任董事长刘江超上任后专注主业经营、剥离非核心业务，通过加快外延扩张与提高内生性增长使公司百货和超市业务进入快速发展期；2009 年合计实现主营业务收入 79.38 亿元，其中百货业务占比 51.7%，超市业务占比 48.2%。
- 根据商务部公布的数据，2009 年武汉地区以百货和超市为主的综合零售业实现主营业务收入 300.59 亿元，其中百货业实现 168.11 亿元；
- 鄂武商在武汉地区的百货店销售额约 39 亿元，占比达到 23%，居行业第一；仓储超市销售额占比约 15%，居行业前列。

图表12：历年收入和净利率情况 单位：百万元



来源：公司年报、国金证券研究所

图表13：历年百货和超市营业收入占总收入比重



百货业务：成熟店增长动力强劲，新开店进入成长期

- 公司拥有百货门店 7 家，其中武汉市内 5 家、襄樊 1 家、十堰 1 家，2009 年百货业务销售收入 41.05 亿元，占主营业务收入的 51.7%。

图表14：公司主要百货门店基本情况

百货门店	城市	营业时间	建筑面积	营业面积	物业性质
武汉广场购物中心	武汉	1995	7.35	5.76	自有
国际广场	武汉	2007	5.5	4.32	自有
世贸广场	武汉	1999	7	5.76	自有
亚贸广场	武汉	2002	6	4.32	租赁
建二广场	武汉	2003	2	1.44	租赁
襄樊购物中心	襄樊	2007	5.26	3.6	租赁
十堰人商	十堰	2009 年收购， 2010 年并表	1.5	1.5	自有

来源：国金证券研究所

- 武汉国际广场、武汉广场和世贸广场是公司三大主力门店，集中于武广商圈的核心地带，分别定位奢侈品、中高档和中档百货，门店之间以连廊相通；2009 年销售收入约 31 亿元，占百货业务总收入的比重达到 75%。

图表15：武广商圈核心区域主力百货店的分布情况



来源：国金证券研究所

- 国际广场于 2007 年 9 月在武汉商场原址重建开业，2008 年不停业重装后定位高端市场，2009 年 5 月完成招商调整及局部改造，1、2 楼主要经营 GUCCI、CARTIER 等 8 个奢侈品牌及 34 个国际一、二线品牌，全部品牌组合与同商圈其余门店的不重合度达到 85%；2010 年有望实现高增长。
 - 2009 年国际广场实现销售收入 5 亿元，其中下半年实现 3 亿元，毛利率 20%；2010 年 1 季度实现收入 2 亿元，同比增长 80%，毛利率约 19%；由于 09 年上半年低基数影响，预计 2010 年下半年增速将有所下滑；
 - 由于奢侈品消费没有明显的淡旺季，我们预计 2010 年国际广场销售收入在 7-8 亿元；尽管奢侈品销售将拉低毛利率水平，但是由于门店整体提档后，商家对品牌供应商的议价能力提高，可通过提高 3 楼以上服装品牌的扣点率平衡整体毛利率水平，因此毛利率下降幅度是可控的，预计 2010 年毛利率 19%左右。
- 武汉广场是公司核心门店，2009 年实现销售收入 18.35 亿元，同比增长 8%，占百货业务总收入的 44.7%，门店综合毛利率 24%左右；全年将保持稳定增长。
 - 武汉广场由武商集团与香港国际管理公司共同出资成立，合作将于 2013 年到期，预计到期后武商收回剩余 49%股权的可能性较大；目前武汉广场每年向母公司缴纳 1.5 亿元租金；
 - 2009 年武汉广场进行大规模品类调整，增加化妆品及女装比例，由于化妆品的平均扣点率为 20%-25%，女装的平均扣点率为 25%-30%，我们预计品类调整对整体毛利率影响不大；

图表16：武汉广场历年收入及利润情况 单位：百万元、元/平米

	2005	2006	2007	2008	2009
营业收入	1,075	1,309	1,642	1,700	1,835
YOY		21.8%	25.4%	3.5%	8.0%
建筑面积	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4
坪效	14,625	17,816	22,342	23,123	24,970
收入占比	45.5%	51.4%	56.1%	49.8%	44.8%
营业利润	236.2	279.4	327.8	369.8	365.4
利润率 %	22.0%	21.3%	20.0%	21.8%	19.9%

来源：公司公告、国金证券研究所；2008 年以后营业利润含 1.5 亿元租金费用

- 2010 年 1 季度，武汉广场收入增长 10%，净利润增长 20%；受到 2009 年品类调整及部分柜台不停业装修的影响，我们预计 2010 年武汉广场的收入将保持稳定增长，全年增速约 8%。
- 世贸广场、亚贸广场和建二广场均属于成熟门店，其中世贸广场一楼 2009 年已经改造成武汉最大的黄金首饰品牌卖场，整体定位中端市场。
 - 世贸广场 2010 年销售收入受品类带动有所增长，1 季度收入约 2 亿元，同比增长 30%；由于黄金首饰的扣点率为 15%-20%，综合毛利率将有所下降；由于固定成本增加不大，且黄金首饰的促销频率及力度低于服装鞋帽，因此利润率将有所上升，2010 年 1 季度税前利润 4000 万元，同比增长 40%。
- 襄樊购物中心于 2007 年开业，2009 年实现盈亏平衡，2010 年开始进入盈利期，第 1 季度实现收入 1 亿元，同比增长 70%。
 - 购物中心为租赁物业，2010 年租金约 1800 万元，2011 年至 2013 年年租金 2000 万元，其后每三年增涨 6%。
- 公司于 2009 年 11 月以 1.31 亿元全额收购十堰人商，该公司分别经营百货、家电和超市三种业态，在城区拥有 3 个综合商店、2 个专营店和一个县级综合商店，总营业面积 4.5 万平米，2009 年 1-8 月实现收入 4.35 亿元，净利润 0.16 亿元；2010 年公司的目标是保持 2009 年的收入和盈利水平，全年净利润在 1500 万左右。
 - 十堰市是鄂、豫、陕、渝毗邻地区唯一的区域性中心城市，是以汽车工业为主的新型工业城市，城区人均居民收入在湖北全省居第二位；旅游业和商业是十堰市政府在未来重点打造的支柱产业；
 - 人商集团 2008 年拍卖购得本部百货大楼旁 5260 平米土地，公司拟在原址建设 7-8 万平米购物中心，本部大楼计划于 2010 年 3 季度拆除，购物中心将在 2011 年底建成开业，整体资本开支在 4 亿元左右；原人商百货整体迁移至北京路远洋国际-1-2 楼经营，新址已于 6 月重新开业，经营面积 1.5 万平米左右；
 - 对于十堰的购物中心项目我们相对乐观：首先，十堰地区有比较好的经济基础，居民消费能力较强，而埠内的商业竞争尚不激烈；第二，购物中心在原人商本部大楼原址重建，不存在新商圈培育和选址不当的问题；第三，通过收购十堰零售龙头企业的办法实现跨区扩张，结合了人商的本地优势与武商的品牌号召力，招商问题较易解决。