

内生增长铸就拐点空间

——武汉中商（000759）调研快报

2010 年 8 月 30 日

推荐/首次

零售行业

调研快报

银国宏	S1480207120048
联系人：高坤	零售行业分析师 gaokun@dxzq.net.cn 010-66507320

事件：

近日，我们对公司进行了实地调研，并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

问题 1：作为公司主要利润来源的百货主体门店上半年的经营情况和未来的战略方向如何？

公司目前利润贡献 90% 以上的两力主体百货门店是位于中南路商圈的中南商业大楼和中商广场购物中心，09 年收入共占比 24% 左右。上半年地铁修建和临近的银泰百货成熟虽然对客流有一定影响，但随着对两家门店品牌错位经营，统一管理不断推进，客单价和毛利率同步提升的同时相关销售管理费用率也有所下降，上半年两个门店的同店增速为 10%，百货整体毛利率提升了 1% 以上，今后在品牌男装和化妆品、名表首饰方面有进一步提升的空间。

而对于武汉市外的外阜门店，目前沙市和荆门店经营较好，前者收入约占 2 亿元左右，利润水平为 6000-7000 万区间范围。07 年开业，去年亏损 700 多万的随州店在明年有望盈亏平衡，而 08 年开业的咸宁店在去年 200 多万的亏损额度上将有所减亏或接近盈亏平衡。

公司未来仍将主要发展百货连锁的业态：内涵方面，百货、超市两个事业部收回所有的品牌招商权，对一线经营管理人员的考核权重逐步向效益指标倾斜等举措，均将有利于毛利率空间的释放。外延方面，公司目前有一定数量的储备项目，有意积极向武汉城市圈的其他城市扩张，计划明年在武汉市开设一家 2-3 万平米的百货门店。

问题 2：此次非公开增发收购销品茂剩余 49% 的股权的对上市公司的影响以及今后的调整方向？

销品茂之前的核心问题在于较小资本金规模和沉重资本压力的不匹配，05 年开业至 08 年始终处于亏损状态，且亏损额较大，每年产生 4000 多万的财务费用。中商百货作为其中的主力门店经营面积为 1.7 万平米，收入 2 亿多，支付租金 1000 万，其他租户由于仍享受培育期租金，整体租金收入水平和品牌定位较低。受益于沃尔玛进驻的人气集聚效应，上半整体增长 20% 以上。今后销品茂将是公司的重要盈利点和拓展方向，该项目仍有 2-3 万的可租面积和每年一定比例的租金提升空间。

结合百货行业的发展趋势和竞争对手的业态发展动向，如何加大 MALL 项目的投入以减轻财务负担和加大品牌调整力度，同时积极拓展新的项目将是公司在原有百货、超市基础上的主要业态拓展方向。

问题 3：相对弱势的超市业态如何在当地进行错位发展以及后台、前台相应的发展规划如何？

公司目前超市的整体毛利率在 12% 左右，由于 34 家的连锁规模与武汉中百和武商量贩都有一定差距，所以无论在后台物流、信息管理，还是前台直采、自营比例上都有较大调整空间：公司今年计划改扩建了 1 万多平米的物流中心，主要负责省内的超市物流配送；而今后加大直采和自营的比例将是提升前台毛利的主要手段。此外，超市今年开始单独核算，平价子公司为核算平台。

从费用方面来看，主要取决于租赁、人力、水电等三方面的费用，公司现有及今后的大部分门店主要是依托百货和销品茂业态进行复合式拓展，面积有限，从而租赁费用压力不大。百货的联营特质使得目前主要的人员负担集中在超市业态，今年全年的人工费用增加 3000 万，未来几年也将保持平稳增长的态势。但随着前后台综合毛利率提升对业绩杠杆效应的发挥，将一定程度上平滑相关费用绝对额的增长。

问题 4：武商联目前对三家公司整合的态度以及公司最新的经营动态？

武汉中百配股、鄂武商配股、公司非公开增发，武商联旗下三家公司相继“各自为政”的竞争格局减弱了三者之前的重组预期。武商联空降董事长，也一定程度上助力了公司相关业务的积极转变。公司目前的三大块业务将以百货主业为主，辅以超市业务，同时积极拓展销品茂其他项目，49%股权的收回将成为公司业绩增长的主要动力。

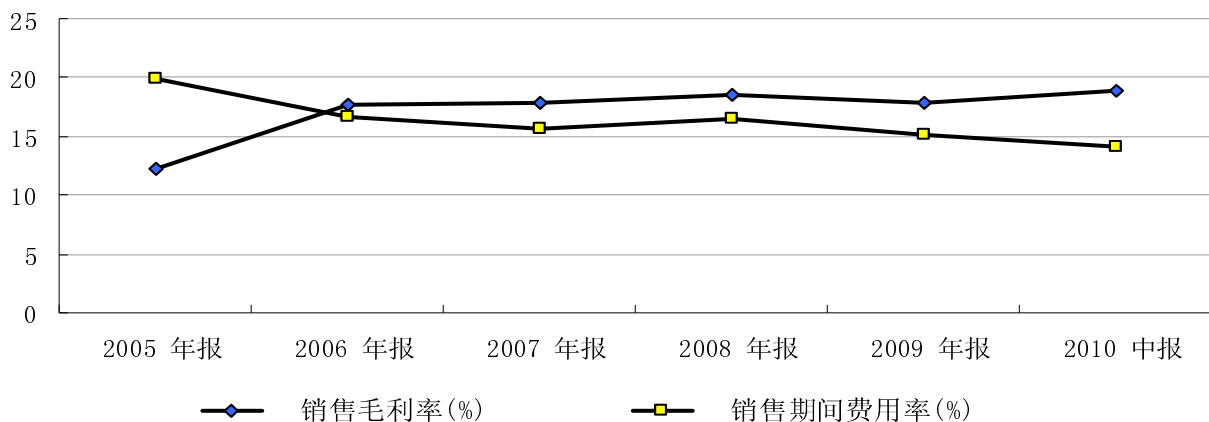
公司以现金 3000 万元作为出资，与十堰市东方华宇置业有限公司共同投资组建湖北中商华宇投资有限公司（简称“中商华宇公司”），对位于十堰市黄金商业旺地的“文茂乐园”进行改造经营，为公司下一步发展储备后劲。该项目目前正处于论证规划期，预计在明年开始启动，今后将在二线城市拓展多功能的综合体。

结论：

1、盈利、费用双向打开业绩空间。公司中报 18.9%的毛利率水平比去年同期提升了 1.3 个百分点，也同时创造了今年来的历史高点，而盈利水平的提升主要取决于百货两个主力门店品牌结构的调整和超市前台渠道扁平化，后台运作规模化、信息化的综合作用。三季度的消费淡季会一定程度上下拉整体的毛利率水平，但以上驱动因素将在未来 1-2 年逐步继续向好，预计今年全年毛利率维持在 18.5%左右的水平。

从费用上来看，公司今年上半年仅新开两家超市门店，下半年及明年全年预计维持超市 2-3 家的低速扩张，百货新开门店也在 1-2 家左右，开办费等一次性摊销开支不大，相应的销售费用和管理费用也将基本平滑。未来的费用压缩主要集中在销品茂的 4000 万财务费用和超市亏损严重门店的剥离两方面：前者不排除公司在收回销品茂 49%股权形成全资控股后进行一定的增资从而减轻财务费用的压力；而后者则有可能通过转让亏损严重超市门店而缓解业绩压力。

图 1：公司毛利率及费用率变化趋势



资料来源：wind，东兴证券研究所

2、销品茂项目助推业绩拐点。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，经过 4 年的培育期和一年的平衡期，凭借沃尔玛超市、屈臣氏、金逸影城、欢乐空间量贩式 KTV 等复合业态的集聚，店铺出租率和面积出租率已经接近 100，目前的租金水平是 78 元/月/平米。随着门店进入成长期而带来的较高同店增速，未来租金水平和毛利率的提升与相关固化费用的杠杆效应将会越发明显，整个项目完全由成长期步入成熟后将带来年均将近 1 个亿的利润水平。此外，为了解决项目给公司带来高达 74% 的财务杠杆问题，不排除通过注资等方式冲抵一部分费用开支，从而进一步带来业绩改善的空间。

表 1：销品茂剩余 49% 股权对公司业绩影响（万元）

	2009	2010	2011	2012
可租面积	112416.54	112416.54	118416.54	122500
月平均租金	78	81.90	88.45	95.53
租金收入	10512.24	11048.298	12569.016	14042.64
销品茂收入	13409.7	15038.63	17345.242	19378.843
净利润	399.53	990.09	1488.21	1980.21
49% 股权对应利润	195.7697	485.1441	729.2229	970.3029
总股本	25122.12	25122.12	29211.78	33301.44
EPS	0.008	0.019	0.025	0.029

资料来源：东兴证券研究所

3、“求同存异”的战略定位分享城市圈成长红利。公司、武汉中百和鄂武商各自占据了武汉市的中南路、江汉路和解放大道三个主要商圈，三家公司的业务发展已经形成了各自不同的零售业态发展方向，公司以发展平价连锁百货为主，武汉中百以发展连锁超市为主，鄂武商以发展中高端百货为主，在业态上形成了较好的错位经营。公司目前的主要利润来源还是百货业态，超市的业绩贡献不大，所以未来的差异化定位主要取决于百货业态。鄂武商四大广场的并肩作战使其武汉市内的中高端百货地位难以撼动，虽然也面临新世界、太平洋百货以及外资超市的陆续进入压力，但武汉之外的地级市，尤其是属于武汉城市圈内的相关地区仍存在较大的商业网点挖掘空间。公司早在 1996 年就进行了跨区扩张的实践，拥有一定的跨区连锁经营管理积淀，今后也将继续加大在二线城市百货+超市综合体业态的拓展力度，在避开武汉市各业态激烈竞争的同时，积极跑马圈地占据商圈的先发壁垒，最终分享了以武汉为圆心的“1 小时交通圈”成长红利。

在“存异”的基础上，武商联旗下三家商业公司的共同战略均是通过内外兼修的适度比例调节分享武汉城市圈带来的整体量价齐升的消费市场。武汉城市圈包括武汉、黄石、鄂州、孝感、黄冈、咸宁、仙桃、天门和潜江等九个城市，整个城市圈经济总量的增长将有效增强了销品茂等大型购物中心的辐射功能。

4、盈利预测与投资评级。公司良好的拐点预期已经初步显现，销品茂更是带来了量价齐升的新利润增长点。我们预计 2010-2011 年公司 EPS 分别为 0.31 元和 0.48 元，对应 PE 分别为 39 倍和 25 倍。综合考虑公司非公开增发的获批预期，我们首次给予公司“推荐”的投资评级。

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。