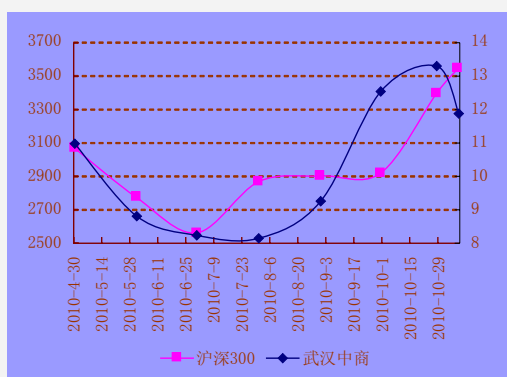




武汉中商 (000785)：湖北省内布局凸显战略优势

——销品茂收购旨在改善资本结构，增加股东收益

近半年该股相对沪深 300 走势



● 内容提要

评级： 推荐

- 1, 武汉地区经济增长快速，工业化和城镇化进程推动居民消费增长。今年1-9月份，社会零售总额同比增加19.9%，我们预计全年社会零售总额同比增长19.8%；
- 2, 武汉就业人口结构呈现年轻化特征，未来3-5年24-29岁人口群体将大幅增加。这既为武汉区域经济注入源源不断的新鲜劳动力大军，又是武汉新一代消费的主力军；
- 3, 武汉地区商业竞争激烈，商场百货呈扎堆分布状态。武汉市内商业空间增长有限，商业公司发展或需寻求外生发展空间，或需商品重新定位，抓住和推动区域内消费升级；
- 4, 武汉中商是一家跨区域发展的百货连锁和平价超市连锁公司。公司目前拥有9家百货门店，武汉地区拥有3家，营业面积9.3万平米；湖北除武汉外拥有6家，营业面积12.93万平米。同时，公司还拥有34家超市大卖场，武汉18家，营业面积为17.64万平米；湖北16家，营业面积为13.04万平米；
- 5, 销品茂收购后将进一步增资以改善资本结构，调整和扩充营业面积，获取更高的股东回报。
- 6, 我们认为在销售收入稳定增长的前提下，公司的业绩具备一定的支撑力度。预计 2010-2012 年公司 EPS 为 0.34 元、0.41 元和 0.45 元，对应的 PE 分别为 36.94X、30.63X 和 27.91X。基于目前商业零售指数高达 42X 的市盈率考虑，我们给予武汉中商“推荐”评级。

基础数据

总股本（百万股）	251
实际流通 A 股（百万股）	251
实际流通 A 股市值（亿元）	31.54

研 究 员 尹建辉

投资咨询证书号 S0620207050048

研 究 员 周 飞

电 话 (025)83367888-3305

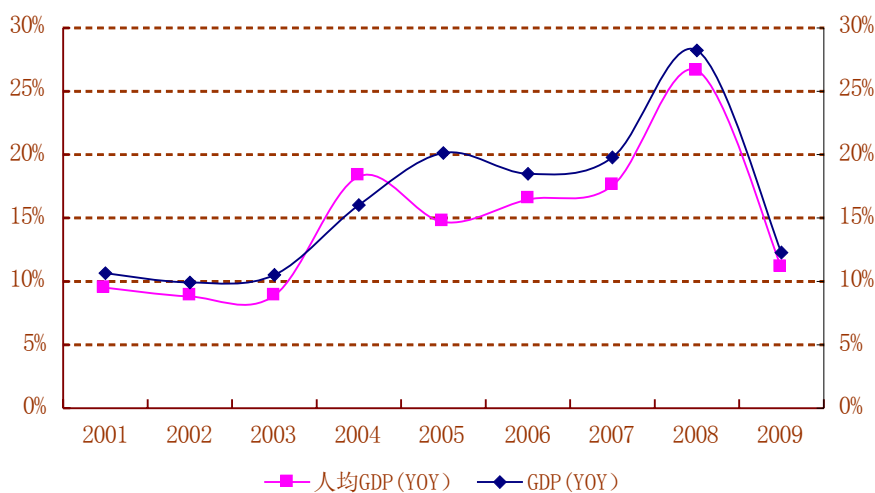
M S N Zhou991985@hotmail.com

一，武汉区域经济增长确定性前提下，随着年轻人口不断进入劳动力市场，零售业市场空间将不断增加。

1.1，武汉地区经济增长确定，城镇化和工业化将进一步推动经济快速发展

2003 年后，武汉地区的 GDP 增长进入一个加速时期。2004-2009 年，GDP 年均复合增长率为 19.1%，增速高于 2003 年之前 10%左右的增速。尽管受 2008-2009 年的经济危机的影响，预计 2010 年该地区的 GDP 增长将恢复到历史自然增长轨道。

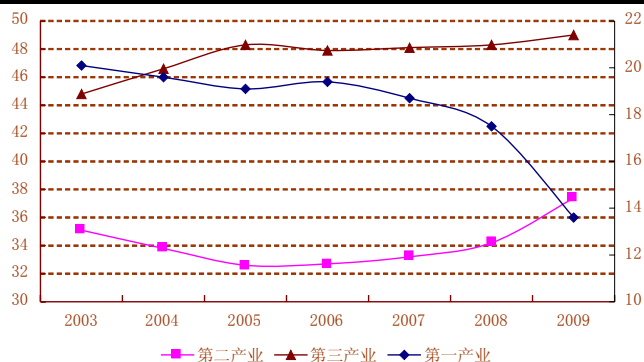
图 1：武汉人均 GDP 增长快速（剔除 2009 年经济危机）



数据来源：武汉统计局、南京证券研究所

从产业结构来看，第一产业占 GDP 的比重在不断下降。2003 年第一产业占 GDP 比重为 20.1%，2009 年则下降至 13.6%；与此同时，二三产业的比重不断增加。尤其第三产业，它的比重占 GDP 的比重由 2003 年的 44.8% 上升至 49%。产业结构的变化凸显武汉地区工业化进程和城镇化进程，我们认为这一进程将是区域经济发展的必然趋势。

图 2：城镇化和工业化进程仍在继续



数据来源：武汉统计局、南京证券研究所

1.2, 工业化和城镇化将带动社会整体消费水平的提升, 商业零售业将直接收益

工业化和城镇化将带来居民消费水平的提升, 从而使得区域内消费产业获得良好的发展机遇。与 GDP 增长相似, 2004 年始, 社会零售总额增速开始变快, 2008 年甚至达到 21.8%。2009 年受到全球经济危机影响, 当年社会零售总额同比增加 17%。2010 年, 国内经济开始复苏, 武汉地区经济增长也随之回归正常发展轨道。今年 1-9 月份, 社会零售总额同比增加 19.9%, 我们预计全年社会零售总额同比增长 19.8%。

图 3: 武汉社会零售总额进入新的历史增长轨道

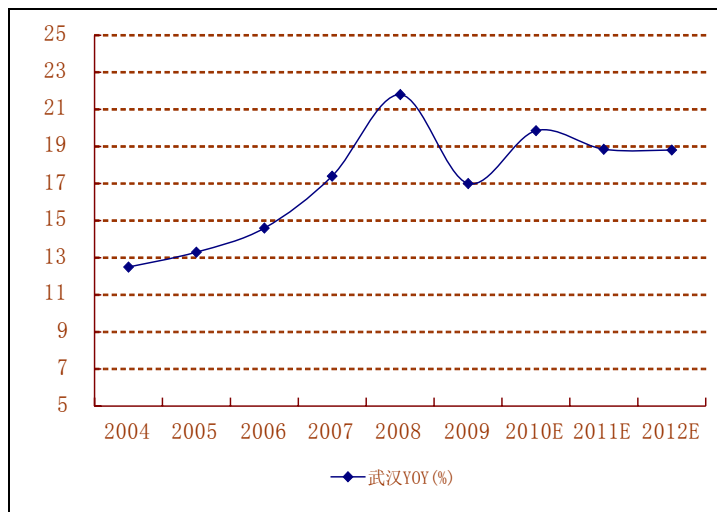
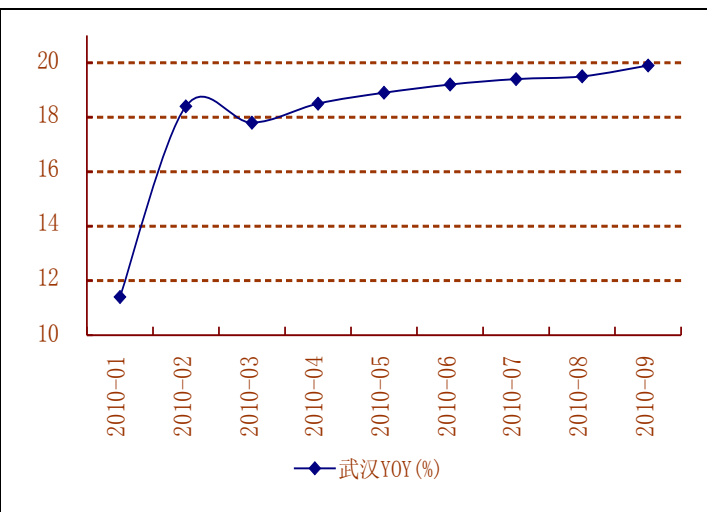


图 4: 今年武汉社会零售总额有望增长 19.8%



数据来源: 武汉统计局、南京证券研究所

横向比较看, 2010 年前八个月的武汉社会零售总额增速为 19.5%, 高于同类城市社会零售总额平均增长水平 0.7 个百分点。从排名看, 武汉的社会零售总额增速在中西部省会城市中排名第三。

从人均社会零售总额来看, 武汉是继深圳、南京之后的第三大人均零售消费地区。2009 年, 武汉人均社会零售总额为 2.38 万元, 远高于可比城市的平均水平 1.84 万元 (28.9%)。通过横向比较, 我们发现武汉地区凸显出良好的区域消费势态。

图 5：全国可比城市零售总额增长比较

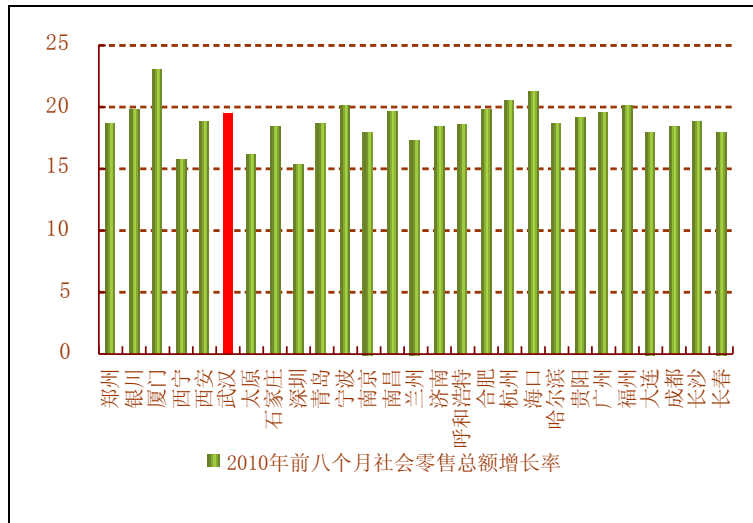
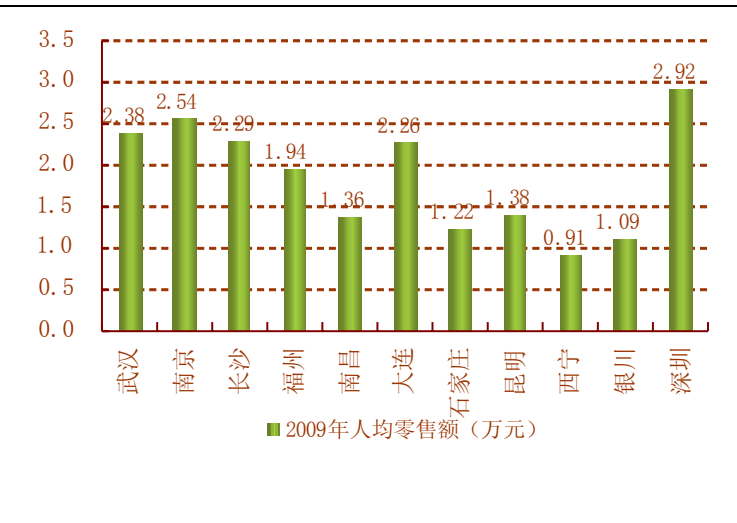


图 6：人均零售额比较



数据来源：武汉统计局、南京证券研究所

1.3, 未来 3-5 年，武汉地区新增就业人口将不断增加，区域经济活力将由此加强，但商业密集式分布将不利于商业竞争

从人口年龄结构看，武汉地区的就业人口年轻化特征已经显现，区域内的生产能力将因此变得更加具有活力。按照我们的测算，2011 年的就业人口增长率将高于 2010 年，预计达到 2.82%，增长部分主要来自于新进入社会工作的年轻人口。

同时站在消费角度看，我们认为未来 3-5 年内该地区的针对 23-28 岁人群的消费市场将会有很大的上涨空间；3-5 年后，针对 29-36 岁人群的高端消费市场将面临爆发性的增长机会。

图 7：人口年龄结构

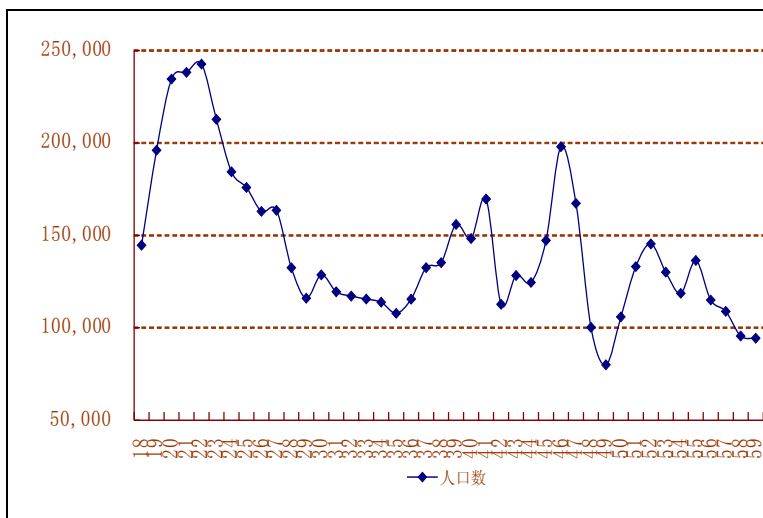
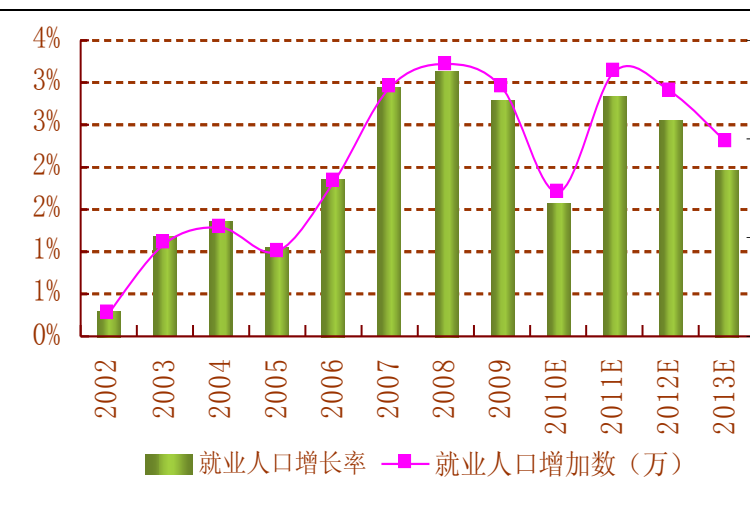


图 8：武汉就业人口将出现较大幅度的增长



数据来源：武汉统计局、南京证券研究所

从常住人口看，武汉的人口主要集中在江岸区、江汉区、硚口区、汉阳区、武昌区、洪山区、黄陂区以及新洲区。其中，洪山区的常住人口最多，高达 116.37 万。但是，从人口密度看，江岸区、江汉区、硚口区、武昌区、青山区以及汉阳区是武汉人口最为密集的六个区。其中，江汉区的人口密度最大，为每平方公里 14262 人。而人口密度相对较少的东西湖区、汉南区、江夏区、黄陂区、新洲区、蔡甸区等将不具备商业条件。

图 9：商业主要集中在人口密集区

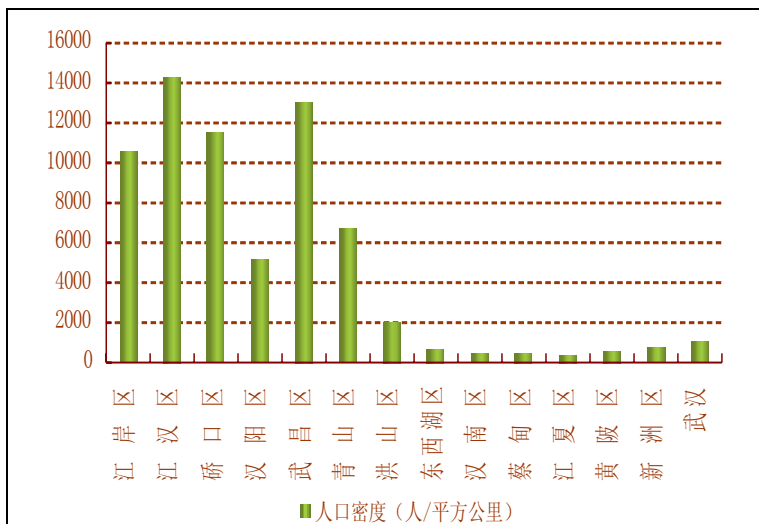
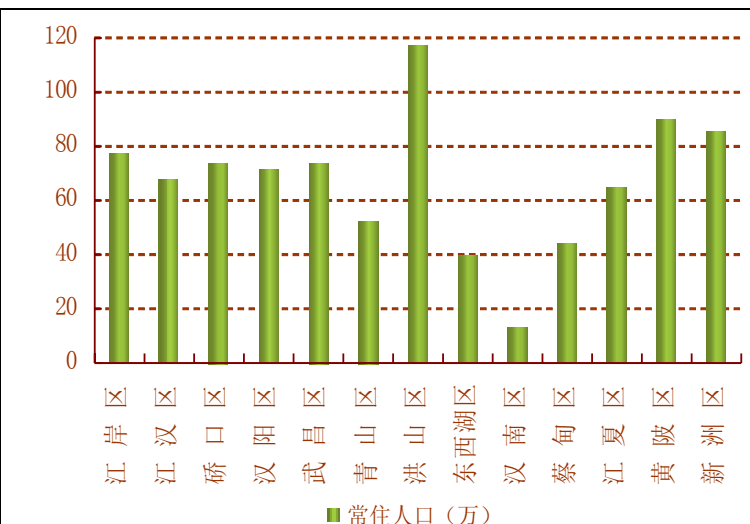


图 10：武汉各区常住人口



数据来源：武汉统计局、南京证券研究所

因此，武汉地区的商业主要集中在江汉区、江岸区、汉阳区、青山区、武昌区、硚口区。武汉商业地图显示，这些地区的商业很发达，商业密集度很大。在某种意义上，这反映了武汉地区商业竞争的残酷性和激烈性。面对这样的商业竞争格局，我们认为具备以下竞争优势的公司可以获得更多的市场机会：（1）差异化竞争。商品品牌 and 价格定位符合区域消费升级的大趋势，利用品牌的差异化定位争取更多的市场份额；（2）规模优势。对商业零售企业而言，规模经营意味着统一采购下的成本优势，议价能力的提高将使得企业在竞争中获得价格优势。

图 11：武汉商业密集区



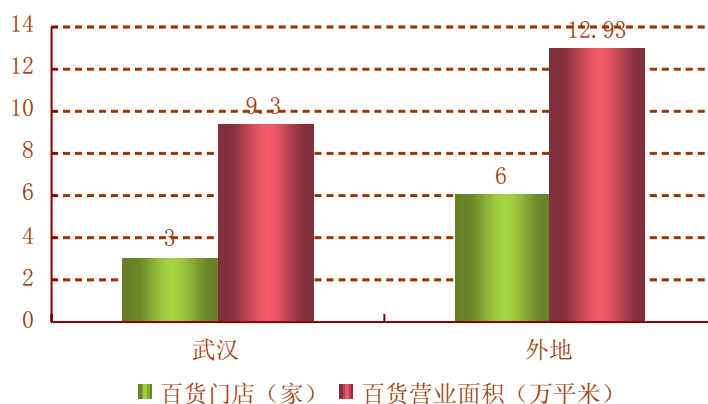
数据来源:南京证券研究所

二，武汉中商省内布局凸显战略优势，销品茂收购旨在改善资本结构增加股东收益

2.1，百货连锁店分布湖北七个地区，战略空间优势已经显现

公司目前拥有 9 家百货门店，武汉地区拥有 3 家，营业面积 9.3 万平米；湖北除武汉外拥有 6 家，营业面积 12.93 万平米。其中，中南商业大楼、沙市中商百货、黄冈中山百货物业皆为自有，其它皆为租赁。根据我们的调研，咸宁和随州百货目前仍处于亏损阶段。咸宁百货成立于 2009 年，预计 2011 年可以实现扭亏为盈；随州百货成立于 2008 年，预计 2012 年扭亏。

图 12：百货门店



数据来源：南京证券研究所

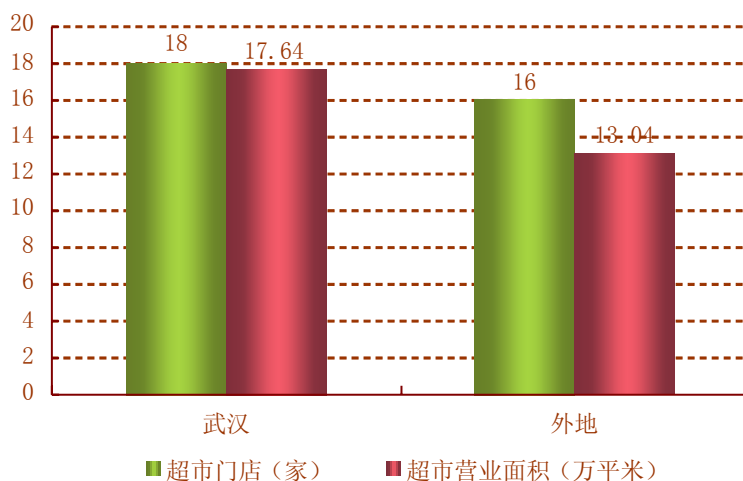
除了外延发展外，公司也注重内生增长。公司利用连锁百货和连锁平价超市的网络优势，大量发展 VIP 会员，锁定客户的购买力的同时增强客户的粘性。2010 年上半年会员较去年增长 45.57%，预计全年 VIP 会员增长 50%+。

但是，不可否认的是，公司的品牌定位仍然是中低端。这就使公司不得不面对激烈的同业竞争。武汉地区的商业百货公司中大部分是经营中低端的消费品，市场定位差异化不足。我们认为，面对如此竞争环境，公司在武汉地区的增长很难持续下去。相反，我们看好公司在湖北异地的各个商场的增长前景。

2.2，平价超市开店步伐不减，湖北省内市场仍在跑马圈地

公司目前拥有 34 家超市大卖场，武汉 18 家，营业面积为 17.64 万平米；湖北 16 家，营业面积为 13.04 万平米。我们预计今年下半年公司可以增加超市大卖场 1 家，明年增加 4 家左右。

图 13：超市门店

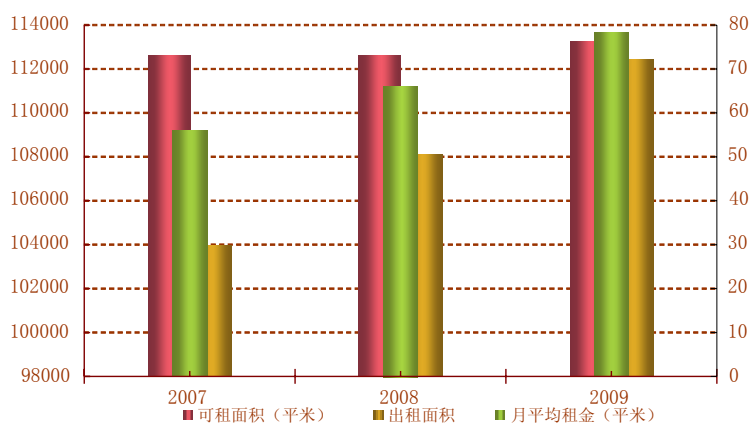


数据来源：南京证券研究所

2.3，收购销品茂为增资作铺垫，去杠杆化增厚公司业绩

销品茂地处武汉繁华商业地段，2009 年可供出租面积达到 11.3 万平米，出租率达到 99.3%。从历史数据看，销品茂月平均租金不断增长。2009 年月平均租金为 78 元/平米，较 2007 年增长 39%。但是，销品茂的租金价格较同类物业租金仍然有 25%-30% 的增长空间。随着销品茂的人气不断成熟，公司将择机重新制定租金价格。

图 14：销品茂租赁面积和单价



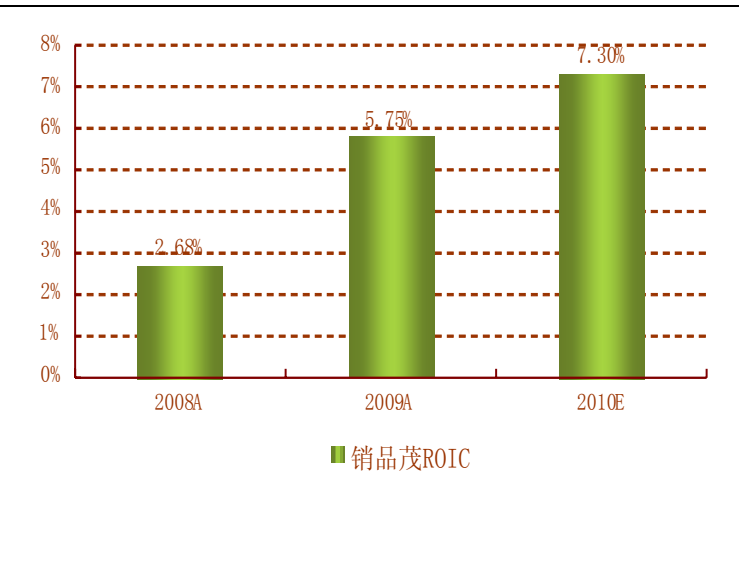
数据来源：南京证券研究所

本次公司以高达 70X 的市盈率收购销品茂 49% 的股权，以进一步改善销品茂的盈利状况。由于销品茂的财务杠杆高达 90%，使得公司的净利润处于地位水平。为了改变这一局势，公司收购销品茂股权后将在以下四个方面作出改善：（1）增资销品茂。增资改善公司的财务杠杆，从而减少财务费用支出。销品茂的财务费用成本为 6%，而 2008 和 2009 年的 ROIC 不足 6%，所以杠杆导致了销品茂的亏损。我们预计随着公司在销品茂业务上的调整与改善，销品茂的 ROIC 将超过 6%。同时，杠杆的下降将毋庸置疑地增加销售净利润；（2）增加营业面积。销品茂还有近 10% 的建筑面积可改善成为营业面积，增加营业面积可以提高销品茂的租金收入；（3）品牌调整。公司将增加知名品牌的招租力度，通过引进高毛利商品分享更高的租金收入；（4）股权收购扩大自营面积。武汉中商在销品茂有近 1.7 万平米的自营商场，公司在收购销品茂后将进一步增加自营面积。

图 15:销品茂区位



图 16: 销品茂 ROIC

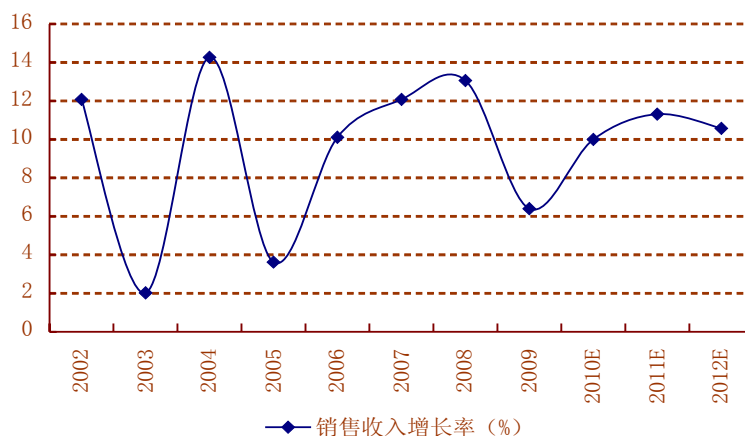


数据来源：南京证券研究所

2.4. 公司销售业绩增长继续保持在历史均值区间，预计 2010 年销售收入增长 10%

经过我们与公司管理层的沟通和实地调研，我们认为公司近些年并没有特别突出的业绩增长是因为公司的经营战略以及武汉地区商业环境所致。针对公司目前的发展状态，我们倾向于认为公司的销售业绩将延续历史增长的路径。预计 2010 年销售收入增长 10%，2011 年销售增长 11.31%，2012 年销售收入增长 10.57%。

图 17: 公司销售收入预测

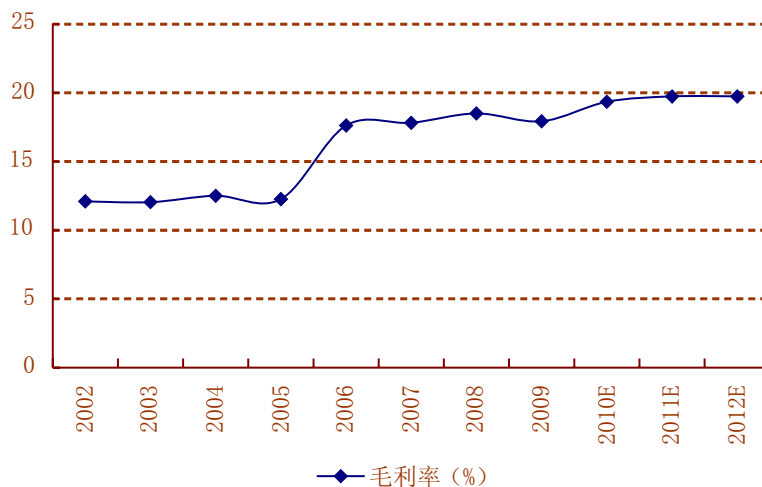


数据来源：南京证券研究所

在毛利率方面，公司利用总部采购的优势确保毛利水平处在行业中高层次水平。我们预计 2010-2012 年，公司毛利率将分别为 19.35%、19.74%、19.74%。但是，基于

行业竞争的考虑，我们认为公司毛利率短期内不会出现实质性改善。

图 18：公司毛利率



数据来源：南京证券研究所

2.5，我们认为在销售收入稳定增长的前提下，公司的业绩具备一定的支撑力度。预计 2010-2012 年公司 EPS 为 0.34 元、0.41 元和 0.45 元，对应的 PE 分别为 36.94X、30.63X 和 27.91X。基于目前商业零售指数高达 42X 的市盈率考虑，我们给予武汉中商“推荐”评级。

表 1: 利润预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入(元)	3,363,387,993.88	3,697,305,399.86	4,115,470,640.58	4,550,475,887.29
二、营业总成本(元)	3,303,243,458.07	3,593,411,118.12	3,983,775,580.09	4,404,860,658.90
营业成本(元)	2,760,178,290.34	2,981,876,804.99	3,303,076,736.13	3,652,211,947.14
营业税金及附加(元)	34,059,920.22	37,712,515.08	41,977,800.53	46,414,854.05
销售费用(元)	31,521,146.68	35,124,401.30	39,096,971.09	43,229,520.93
管理费用(元)	430,195,477.22	491,741,618.18	547,357,595.20	605,213,293.01
财务费用(元)	48,660,748.29	45,107,125.88	50,208,741.82	55,515,805.82
资产减值损失(元)	-1,372,124.68	1,848,652.70	2,057,735.32	2,275,237.94
投资净收益(元)	5,594,030.76	5,594,030.76	5,594,030.76	5,594,030.76
四、营业利润(元)	65,739,706.57	109,488,312.50	137,289,091.26	151,209,259.15
加: 营业外收入(元)	9,013,245.57	11,548,395.82	11,548,395.82	11,548,395.82
减: 营业外支出(元)	1,619,836.56	2,142,657.27	2,142,657.27	2,142,657.27
五、利润总额(元)	73,133,115.58	118,894,051.04	146,694,829.81	160,614,997.70
减: 所得税(元)	19,273,832.38	29,723,512.76	36,673,707.45	40,153,749.43
六、净利润(元)	53,859,283.20	89,170,538.28	110,021,122.35	120,461,248.28
减: 少数股东损益(元)	1,953,813.08	4,726,038.53	5,831,119.48	6,384,446.16
归属于母公司所有者的净利润(元)	51,905,470.12	84,444,499.75	104,190,002.87	114,076,802.12
七、每股收益:	0.21	0.34	0.41	0.45

数据来源: 南京证券研究所

表 2: 估值研究

	P	EPS			PE		
	2010.11.08	2010	2011	2012	2010	2011	2012
武汉中商	12.56	0.34	0.41	0.45	36.94	30.63	27.91
武汉中百	13.85	0.40	0.52	0.74	34.63	26.63	18.72
鄂武商A	20.87	0.61	0.71	0.98	34.21	29.39	21.30
汉商集团	9.64	0.06	0.08	0.20	160.67	120.50	48.20

数据来源: 南京证券研究所

南京证券行业投资评级的说明：

- 强烈推荐：预期未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 20%以上；
- 推 荐：预期未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 5%--20%；
- 中 性：预期未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比涨幅在±5%之间；
- 回 避：预期未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比跌幅大于 5%。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；
- 推荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；
- 中性：六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间；
- 回避：六个月内预计涨幅为-10%及以下。