

深度报告

商业贸易
零售

武汉中商(000785)

推荐

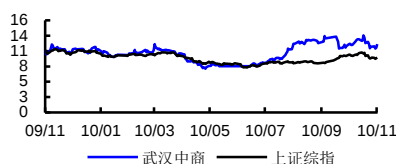
目标价: 元 昨收盘: 12.00 元

2010 年 11 月 26 日

本报告的独到之处

- 关注地铁修建对公司主力门店的影响
- 关注公司的负债结构变化带来的业绩提升空间
- 关注管理层带来的经营改善及后续提升空间

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	251.2/251.1
流通 B 股/H 股(百万股)	0.0/0.0
总市值/流通市值(百万元)	3,014.7/3,013.1
上证综指/深圳成指	2,898.26/12,604.08
12 个月最高/最低(元)	13.52/7.70

财务数据

净资产值(百万元)	660.76
每股净资产(元)	2.63
市净率	4.56
资产负债率	73.72%
息率	

相关研究报告:

分析师: 孙菲菲

电话: 0755-82130722
 E-mail: sunff@guosen.com.cn
 SAC 执业证书编号: S0980209070360

联系人: 祝彬

电话: 0755-82131528
 E-mail: zhubin@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

首次覆盖

焦点地区 拐点公司

● 高铁枢纽地位及一小时“城市圈”建设, 将带动地武汉零售业发展

武汉, 九省通衢, 高铁枢纽地位及“一小时城市圈”规划, 将有效地拉动武汉零售业的发展。武汉的商圈分化, 我们认为武昌区仍有较大的增长空间。

● 公司共有 9 家百货 34 家超市, 百货地段较好, 有较大的增长空间

目前增长最快的是销品茂 (51% 股权), 自 05 年开始培育, 今年刚刚开始赚钱, 进入快速增长期; 中商百货大楼及购物今年上半年增长 15%, 楼下是地铁 2 线和 4 号线的交汇处 (2012 年开通), 广州的地铁周边零售业的销售额是全市平均水平的 2.3 倍。自有物业权益面积 32 万方左右。

● 公司财务费用占 09 年净利润的 92%, 负债率降低将提升业绩

09 年盈利 5200 万, 但财务费用是 4800 万, 财务费用的下降将有效提升业绩。我们认为可能的途径包括收回销品茂股权后偿还部分项目贷款、增资扩股等, 预计公司明年会再融资的需求。

● 新管理层提升毛利率 1 个百分点, 前三季利润已超去年, 拐点出现

新董事长郝建 09 年到公司, 44 岁, 上任一年多带来 0.9 个百分点的毛利率提升, 但是目前 2.2% 的毛利率仍处于零售业的低水平。在管理上, 我们认同其单店做强、连锁百货及社区超市的扩张战略。

● 合理价值在 16.7 元/股, 首次给予“推荐”评级

假设 2010~12 年营业收入增长 12%、20% 及 16%, EPS 分别为 0.30 元、0.50 及 0.69 元, 对应增速为 48%、65% 及 38%, 前一日的收盘价 12 元对应 2010、11 年的 PE 分别为 40 倍和 24 倍。考虑公司发展方向明确、后续管理改善及融资需求较明确、且有整合或被整合的巨大内在价值, 首次给予推荐评级, 公司合理价值为 15~18 元/股, 价值中枢为 16.7 元/股, 对应 2011 年 EPS 为 33 倍, 目前的股价存在 39% 的低估。公司每股的资产价值每股 11.5 元左右。

盈利预测和财务指标

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3,363	3,757	4,503	5,243
(+/-%)	6.4%	11.7%	19.9%	16.4%
净利润(百万元)	52	79	130	178
(+/-%)	35.2%	53.0%	63.2%	37.0%
每股收益(元)	0.21	0.32	0.52	0.71
EBIT Margin	3.2%	3.7%	4.4%	4.8%
净资产收益率 (ROE)	8.6%	12.0%	17.2%	20.3%
市盈率 (PE)	58.1	38.0	23.3	17.0
EV/EBITDA	26.0	22.4	17.3	14.5
市净率 (PB)	4.98	4.56	4.01	3.44

投资摘要

估值与投资建议

我们结论认为 2010-2012 年每股盈利分别为 0.30 元、0.50 及 0.69 元，对应增速分别为 47.8%、64.7%及 37.6%（均值为 50%），前一日的收盘价 12 元对应 2010、11 年的 PE 分别为 40 倍和 24 倍。综合绝对估值和相对估值的结果，公司合理价值为 15~18 元/股，价值中枢为 16.7 元/股，对应 2011 年 EPS 为 33 倍。目前股价为 12 元，存在 39%的低估，安全边际较高。而且公司发展方向已经明确，后续管理改善及融资需求较明确、且有整合或被整合的巨大内在价值，首次给予推荐评级。

核心假设或逻辑

（1）收入增长假设：公司的销品茂项目步入高速增长期；老楼地处两条地铁线交汇处（2012 年开通）、而根据广州的市场调研结果，地铁半径 500 米的商业经济体单位面积销售额，是广州市平均销售额的 2.3 倍；营业收入 2010~2012 年分别增长 11.7%、19.9%及 16.4%；未来三年的业绩复合增长率为 50%；

（2）新领导上任一年多带来 0.9 个百分点的毛利率提升，但目前毛利率 2.2%，仍处于零售业的较低水平，有非常大的提升空间；而且公司前三季度的净利润已超去年，业绩拐点出现。假设公司未来两年毛利率有 0.5%的上升/年，财务费用、销售费用率水平保持微幅下降。

（3）由于销品茂 49%的权益收回仍存在不确定性，本报告未考虑销品茂收回带来后的变化，包括利润贡献上升及财务费用下降等。

股价变化的催化因素

1. 公司的主旋律是管理改善带来的经营性拐点：我们主要看好公司的主力门店所在的商圈发展潜力；我们认为武汉的商架桥修通、地铁开通等交通设施改善，能够成为公司股价的催化剂；
2. 财务费用有下降空间、再融资及增发等事宜有内在需求：我们认为公司的主要问题一是管理缺位，在竞争中被抛下，单店竞争力不强；二是在于财务费用过高——公司 09 年财务费用占净利润的 92%，如果能够利用现金流偿还贷款或者再融资等方式，降低财务费用，公司业绩有较大的上升空间；因此我们判断公司存在再融资的需求，明年有可能实施。
3. 收购会销品茂 49%股权：09 年销品茂首次实现盈利，净利润为 399 万，我们判断伴随徐东商圈的升级及项目渡过培育期，该项目已经步入调整增长期，此时收回对公司有较大的战略意义。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、如果宏观经济的调控超出预期，股市面临一定的调整压力；
- 2、地铁影响老店的程度超预期、公司新店扩张受阻，开店计划未能如期实现；
- 3、增发事宜未获批准或进度超预期。

内容目录

投资摘要	2
内容目录	3
图表目录	4
估值与投资建议	5
绝对估值法：15~18 元/股，价值中枢为 16.7 元/股	5
相对估值法：12.5~17.5 元/股，中枢为 15 元/股	5
价值中枢 16.7 元/股，首次给予“推荐”的投资评级	6
武汉零售业发展有望提速	6
高铁枢纽地位与“城市圈”建设，将拉动武汉的零售业发展	6
09 年武汉市的可支配收入位列全国第 51 位，增速下降	7
大武汉的商圈分化，汉口充分竞争、武昌仍有发展空间	8
判断一个城市商业发展情况处于一个什么水平，很重要的一个方面就是看城市商圈的发展情况。就内地而言，商圈最多的城市可能就是武汉。	8
公司概况	9
主营业务情况	9
公司兼营百货及超市、购物中心	9
百货地段较好，超市经营微利	10
前三季度利润已超去年	10
主力门店分析 1——中南商业大楼与中南购物中心	11
主力门店分析 2——销品茂已经步入高速增长期，财务费用吃利润	13
外地百货的盈利一般	14
超市业务盈利一般，主要为百货配套服务	15
新领导上任后利润率稳定提升	15
费用率比较——财务费用下降是增长点	16
商业价值重估合每股 11.5 元	18
盈利预测：主力门店潜力巨大	18
基本假设	19
核心判断的主要风险	20
国信证券投资评级	22
免责条款	22

图表目录

图 1: 主要二线城市人均可支配收入.....	7
图 2: 主要二线城市人均可支配收入增长率.....	7
图 3: 主要二线城市人均可支配支出.....	7
图 4: 主要二线城市人均可支配支出增长率.....	7
图 5: 武汉市 GDP 增速和平均工资增速.....	8
图 6: CPI 和人均消费支出增速.....	8
图 7: 公司与控股股东、实际控制人之间控制关系.....	9
图 8: 公司 2006 年以来的收入及其增长率.....	11
图 9: 公司 2006 年以来的净利润及其增长率.....	11
图 10: 今年以来收入增长明显.....	11
图 11: 公司 2010 年的毛利率及净利率均有提升.....	11
图 12: 武汉市地铁规划图.....	13
图 13: 武汉地铁规划（部分）.....	13
图 14: 郝健上任后的利润率上升明显.....	16
图 15: 公司 06 年以来的销售费用率.....	17
图 16: 公司 06 年以来的管理费用率.....	17
图 17: 公司 06 年以来的财务费用率.....	18
图 18: 公司 06 年以来的期间费用率.....	18
表 1: 三阶段模型的主要假设.....	5
表 2: 绝对估值的基本假设条件.....	5
表 3: WACC 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析（元/股）.....	5
表 4: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析（元/股）.....	5
表 5: 武汉中商与中部其他主要百货公司相对估值表.....	6
表 6: 武汉主要商圈及区域内百货分布.....	9
表 7: 武汉中商各类业态的门店列表.....	10
表 8: 主力门店预测简表 1.....	12
表 9: 销品茂预测简表.....	14
表 10: 湖北省 GDP 排行（2009Y）.....	15
表 11: 武汉中商毛利率比较.....	16
表 12: 武汉中商净利率比较.....	17
表 13: 武汉中商的期间费用率比较.....	17
表 14: 武汉中商物业资产重估.....	18

估值与投资建议

绝对估值法：15~18 元/股，价值中枢为 16.7 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。预计公司在 2011-2013 年间将保持高于行业发展的速度，出于谨慎的目的，我们假设在后续几年增长率逐步下降。据此得到武汉中商的绝对估值的合理区间在 15.12 元~18.12 元/股之间，价值中枢为 16.7 元。

表 1: 三阶段模型的主要假设

会计年度截止日: 12/31	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
销售收入增长率	6.40%	11.69%	19.88%	16.41%	11.68%	8.06%	7.80%	7.85%	7.91%	5.00%	5.00%
销货成本 / 销售收入	82.07%	81.44%	80.79%	80.34%	80.04%	79.74%	79.74%	79.74%	79.74%	79.74%	79.74%
管理费用 / 销售收入	1.01%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%
所得税税率	26.35%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
股利分配比例	104.57	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：国信证券经济研究所

表 2: 绝对估值的基本假设条件

永续增长率	3.00%	实际所得税率 T	25%
无风险利率	3.0%	Ke	10.65%
行业平均 Beta	0.93	风险溢价	7.0%
公司市值 (E)	2869	E/(D+E)	81.01%
债务总额(D)	672	D/(D+E)	18.99%
Kd	5.30%	WACC	9.39%

资料来源：国信证券经济研究所

表 3: WACC 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

18.68	8.4%	8.9%	9.39%	9.9%	10.4%
4.5%	29.27	25.59	22.67	20.29	18.31
4.0%	26.62	23.57	21.09	19.03	17.29
3.5%	24.52	21.93	19.78	17.97	16.42
3.0%	22.80	20.56	18.68	17.06	15.67
2.5%	21.38	19.41	17.73	16.28	15.01
2.0%	20.18	18.43	16.91	15.59	14.43

资料来源：国信证券经济研究所

表 4: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

15.12	9.7%	10.2%	10.65%	11.2%	11.7%
4.5%	21.43	19.29	17.51	15.99	14.69
4.0%	20.03	18.17	16.59	15.24	14.06
3.5%	18.86	17.22	15.81	14.58	13.51
3.0%	17.87	16.40	15.12	14.00	13.02
2.5%	17.02	15.69	14.52	13.49	12.58
2.0%	16.28	15.06	13.99	13.04	12.19

资料来源：国信证券经济研究所

相对估值法：12.5~17.5 元/股，中枢为 15 元/股

我们预计 2011-2012 年每股盈利分别为 0.3 和 0.50 元(对应增速 44% 和 66%)，前一日的收盘价 12 元对应 2011、12 年的 PE 分别为 40 倍和 24 倍。

结合行业内可比公司，2011 年的平均 PE 为 25~35 倍之间，均值为 28 倍，公司作为中部区域优质商业百货，我们判断 2010 年是业绩的拐点，后续三年的业绩平均增长 50%，给予 2011 年 25 倍~35 倍，对应区间 12.5~17.5 元/股之间，中枢为 15 元。

表 5: 武汉中商与中部其他主要百货公司相对估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS		PE	
				2010E	2011E	2010E	2011E
000785	武汉中商	2,841	11.4	0.30	0.49	38	23
000501	鄂武商 A	9,765	19.3	0.61	0.76	31	25
600785	新华百货	6,698	32.3	1.30	1.50	25	22
600828	成商集团	7,288	19.9	0.41	0.69	48	29
600729	重庆百货	10,449	51.2	1.16	1.46	44	35
002277	友阿股份	9,306	26.7	0.70	0.94	38	28
000417	合肥百货	9,499	19.8	0.55	0.66	36	30
000759	武汉中百	9,398	13.8	0.38	0.45	36	30
平均估值						37	28

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

价值中枢 16.7 元/股，首次给予“推荐”的投资评级

综合绝对估值和相对估值的结果，公司合理价值为 15~18 元/股，价值中枢为 16.7 元/股，对应 2011 年 EPS 为 33 倍。我们认为公司的股价伴随大盘下跌后，公司目前的股价 12 元，存在 39% 的低估。而且公司发展方向已经明确，后续管理改善及融资需求较明确、且有整合或被整合的巨大内在价值，首次给予推荐评级。

武汉零售业发展有望提速

高铁枢纽地位与“城市圈”建设，将拉动武汉的零售业发展

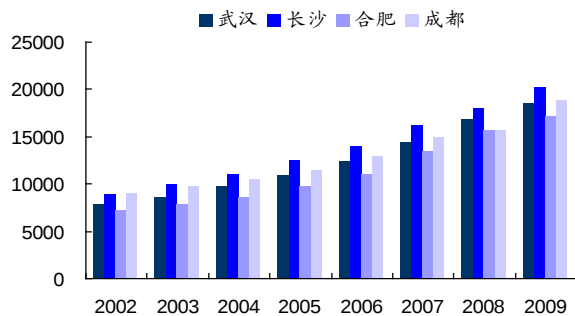
武汉，九省通衢，拥有优越的地理位置优势，经济辐射整个中原，人口流量大、地理位置居中，历史上就是中部经济和交通枢纽；其与五省一市接壤，包括河南、安徽、江西、湖南、重庆、陕西，区域核心位置优势明显，而且中部均是人口大省，人流非常密集。随着当地经济及高铁等交通设施改善，我们认为占据了当地优势地段与物业的零售商具备巨大发展潜力。

- **09 年湖北省人均 GDP 和社零总额较高:** 常住人口达到 5711 万、人均 GDP 达到 22450 元，高于河南、湖南、四川、陕西等中西部省市；社零总额 5928 亿仅次于人口众多的河南省，扣除物价因素增长 20.7%，（其中武汉城市圈占比 58%，增长 17%）；
- **武汉将成为高铁换乘、客流汇聚的枢纽:** 建设提振区域经济。武汉将成为连接京港客运专线、沪汉蓉客运专线两条高铁的枢纽，目前除了武广段已经贯通外，其余线路、配合国家的高铁规划，均将于 2012 年完工。
- **武汉城市圈将带动整体消费力:**，又称“1+8”城市圈是指以武汉为圆心，包括黄石、鄂州等周边 8 个城市所组成的城市圈。我们认为城市圈建设将带动整体消费力。

09 年武汉市的可支配收入位列全国第 51 位，增速下降

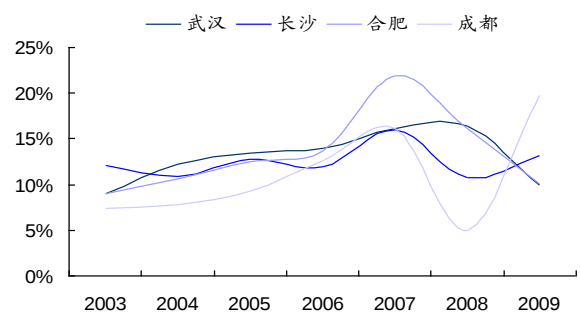
武汉作为一个中部最大省会城市，自 95 年以来实现收入增长趋势基本与 GDP 增速趋同，并多次超越 GDP 增长，但我们观察到，08 年金融危机后其人均收入增长速度明显下降。09 年武汉市人均可支配收入 18385 元，增长 10%，位列中国第 51 位，列于长沙第 37 名（20217 元）、成都第 48 名（18650 元）之后。我们对比了武汉、长沙、合肥和成都的人均可支配收入的增速，武汉与合肥在 09 年的下降均较为明显。

图 1：主要二线城市人均可支配收入



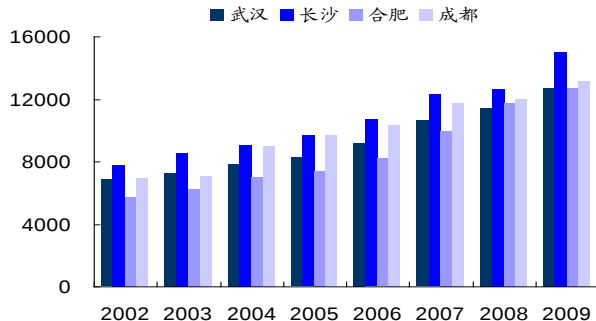
资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图 2：主要二线城市人均可支配收入增长率



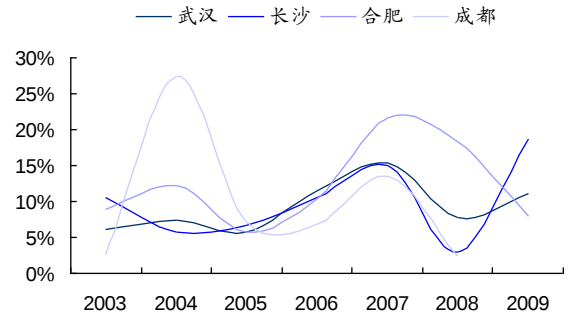
资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图 3：主要二线城市人均可支配支出



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

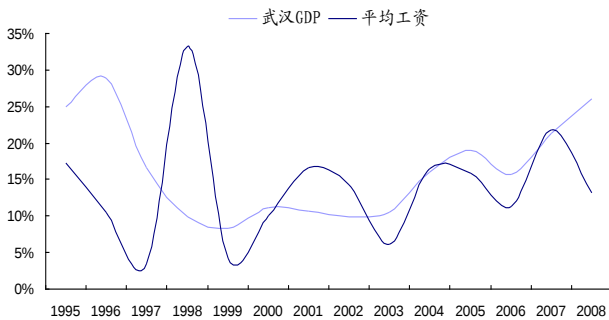
图 4：主要二线城市人均可支配支出增长率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

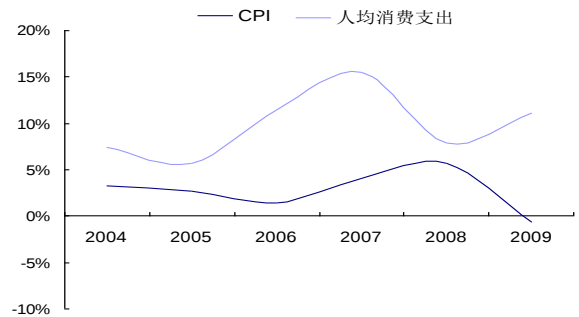
另外武汉市 2010 年的最低工资的由 700 元上调至 900 元，使工资增长再创新 10 年新高，从而促进当地消费能力的充分释放。同时，站在消费角度来看，自武汉当地的人均消费增速长期高于 CPI，且具有背离式和周期性的关联。今年的 CPI 的高位，印证今年人均消费支出的低位，但我们认为未来 3 年左右该地区的消费将有望再创新高，而消费下降期间最具抵御能力的高端消费，将在高基数的前提下，获得爆发性增长的机会。

图 5: 武汉市 GDP 增速和平均工资增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 6: CPI 和人均消费支出增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

大武汉的商圈分化, 汉口充分竞争、武昌仍有发展空间

判断一个城市商业发展情况处于一个什么水平, 很重要的一个方面就是看城市商圈的发展情况。就内地而言, 商圈最多的城市可能就是武汉。

- 汉口是武汉的商业重镇, 是武汉市唯一的中心商业区和市级商业中心。形成了以武商“摩尔商业城”为龙头, 汉商武展购物广场与 SOGO(崇光·庄胜)组成的武商中心商业区、江汉路和六渡桥两个商业区、中山大道商业街, 形成辐射中国中部地区的现代化中心商业区——汉口商圈。目前区域内汇聚了万松园国际精品商业街及武广、世贸、国际广场、SOGO等众多高品质商业广场, 产生了极强的聚合效应。
- 武昌商圈由中南商圈、徐东商圈、司门口商圈、街道口商圈组成。中南商圈是以位于中南路的中南商业大楼、中商广场购物中心、武路路亚贸广场以及以“家乐福”为代表的水果湖等组成的组团式商业中心; 徐东商圈主要以徐东平价广场、好美家居、工贸家电、凯旋门购物广场、麦德龙、欧亚达家居广场、中商销品茂以及徐东建材市场组成组团式商业圈, 其消费人群以周边住宅以及青山区人口为主; 司门口商圈曾是武汉最早的商业街之一, 主要是百货、服装商城以及超市组成的沿街式区域性商业圈; 街道口商圈则以亚贸广场、群光百货为代表, 以大专院校为目标消费群体。
- 汉阳是武汉工业重镇, 经济运行以汽车、机械等制造业为主导产业, 商贸氛围较淡。但目前钟家村、武昌中南路以及新兴徐东商业中心形成三镇鼎立之势。

我们认为, 公司主力门店所在的中南商圈和徐东商圈, 其中的中南商圈是商业、娱乐和生活于一体的成熟的综合性商圈, 而徐东商圈则是刚经过几年发展下, 高速成长的商圈, 未来有望成为武汉当地主要争夺区域。公司的两个主力门店完全可以凭借优势的地段, 通过更优化运营和管理, 分享区域发展提升。

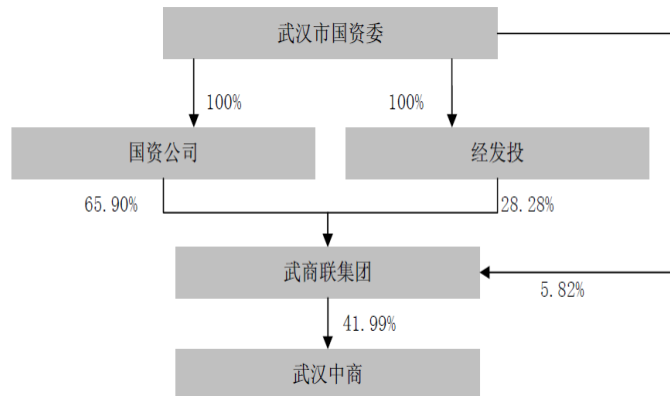
表 6: 武汉主要商圈及区域内百货分布

商圈	区域内百货
武昌地区	街道口商圈 群光广场、亚贸广场、新世界百货、国美、工贸家电、武商量贩、易出莲花、电脑城、太平洋数码广场等
	中南商圈 中南商业大楼、世纪中商中商百货、家乐福、工贸家电、中南广场等
	徐东商圈 销品贸、徐东平价、凯旋门广场、麦德龙、中百仓储梨园店、百安居等
	司门口商圈 天丽百货、司门口明日广场、各式商业零售店等
汉口地区	江汉路商圈 各式品牌商铺、步行街商业圈
	武广商圈 武汉广场、世贸广场、武汉商场、庄胜崇光百货、武展等
	中山大道商圈 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、太平洋购物广场等 随着六渡桥附近儿童城、温州城、库玛商城的扎堆，中山大道商圈的外延也在扩大。
	汉正街商圈 汉正街服装批发市场和各式商铺
汉阳地区	钟家村、王家湾商圈等

资料来源：国信证券经济研究所整理

公司概况

武汉中商的前身——武汉市中南商业大楼是于 84 年成立的国有企业。97 年挂牌上市。07 年公司原控股股东国资公司与经发投签订《发起人协议》，国资公司以其所持有的包括公司 45.81% 的股权在内的三家商业上市公司的股权作为出资，与经发投共同发起设立武商联集团。自此公司的控股股东由国资公司变更为武商联集团，国资公司不再直接持有公司股份。

图 7: 公司与控股股东、实际控制人之间控制关系


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

主营业务情况

公司兼营百货及超市、购物中心

武汉中商主要从事商业零售业务，包括百货、超市及购物中心的运营管理。

公司现拥有 9 家现代百货店, 1 家购物中心, 34 家超市大卖场和 70 家“万村千乡”加盟店, 网点布局跨湖北省内 15 个城市, 营业总面积逾 60 万平方米, 权益面积约 32 万方。其中, 自有物业包括中南商业大楼、沙市中商百货和黄冈中山百货。主要定位为中高档百货和平价超市, 超市和百货作为两个连锁公司, 分别统一招商管理。

百货地段较好, 超市经营微利

公司目前的百货处于稳定增长状态。目前增长最快的是销品茂 (51% 股权) 自 05 年开始培育, 今年刚刚开始赚钱, 进入快速增长期; 中商百货大楼今年上半年增长 15%, 楼下是地铁 2 线和 4 号线的交汇处 (直接连接进商场), 明年受一定的影响, 但地铁修好后会非常好。自有物业权益面积 32 万方左右。

由于公司只公布了母公司和子公司的报表, 没有详细公布母公司所属各门店的详细数据, 包括中南商业大楼、超市和外地超市, 我们只能对其门店坪效、收入和毛利率进行估计, 不保证准确。

表 7: 武汉中商各类业态的门店列表

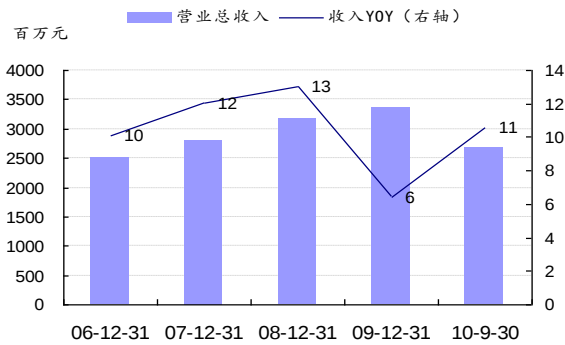
一、百货门店	权益与归属	物业	营业面积	开业时间	09 收入 (万)	09 年营业利润/净利润 (万)
中南商业大楼	母公司	自有	7 万方	1985 年	80929	
中商广场购物中心	全资子公司	自有		1997 年		09 年净利润 1276 万
中商百货沙市店	分公司	自有	3.2 万方	1996 年底		净利润 6 00-700
中商百货荆门店	分公司	租赁	2 万方	2002 年底		微利
中商百货十堰店	分公司	租赁	1 万方	2003 年开业		微利
中商百货黄冈店	50% 权益	租赁	1 万方	2004 年开业		微利
中商百货咸宁店	分公司	租赁	2 万方	2008 年底		亏 200 多万 (预计 2010 减亏)
中商百货随州店	分公司	租赁	2 万方	2007 年底		09 年亏几百万, (预计 2012 年盈利)
二、购物中心						
销品茂购物中心	51% 股权	自有	10 万方	2005 年	13410	09 年净利润 399 万
三、超市						
徐东平价超市					33559	09 和净利润 661 万
超市连锁有限公司	母公司		34 家			净利润约 1000 万

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

前三季度利润已超去年

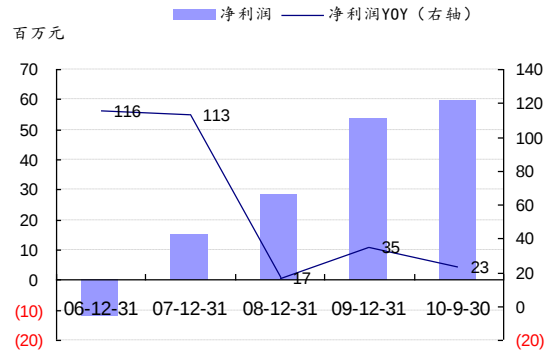
公司 07 年~09 年分别为 27.9 亿、31.6 亿和 33.6 亿元, 增速分别为 12%、13% 及 6%, 09 年主要是受到在宏观经济的影响。从 2010 年前三季度的情况来看, 净利润已超去年, 同比增长 23%。

图 8: 公司 2006 年以来的收入及其增长率



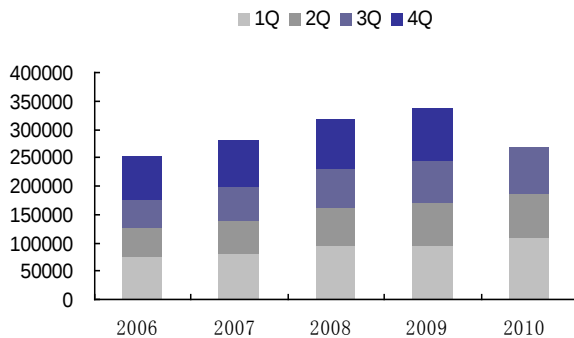
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 9: 公司 2006 年以来的净利润及其增长率



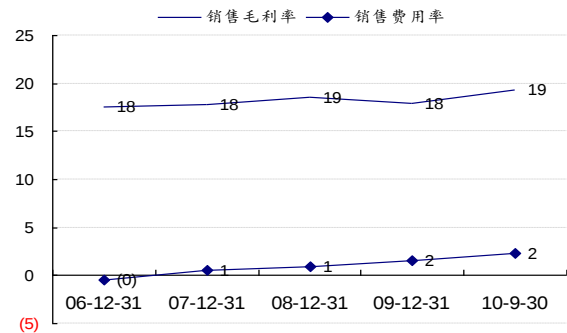
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 10: 今年以来收入增长明显



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 11: 公司 2010 年的毛利率及净利率均有提升



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

主力门店分析 1——中南商业大楼与中南购物中心

公司主力门店是中南商业大楼和中商广场购物中心，两者占据中南路商圈的有利地位，两者在面积打通后，一体化设计及招商，两店 09 年共实现营业收入 80929 万元，占公司营业收入的 24.1%，营业利润为 6269 万元，占公司整体营业利润的 95.4%。我们预计 10 年销售收入将达到 10 亿，净利润可达 5000 万左右。

其中中南商业大楼是母公司的主要利润来源，物业面积约 3 万平方；购物中心是全资子公司（合并报表），面积 3.6 万平方，物业也是自有。由于公司只公布了母公司和子公司的报表，我们对于中南商业大楼的门店坪效和毛利率进行估计，购物中心作为“中南广场管理有限公司”子公司公布。

根据我们估计，中南商业大楼的坪效目前约 13000 元/平方，购物中心约 10000 元/平方，两者毛利率约在 17% 左右。两者合并后，由于前期的折旧已经基本结束，盈利能力情况较好，但增长一般。尤其是 2010~2011 年期间，公司楼下的地铁正在建设中，预计会受到一定的施工影响。但未来可期。

表 7: 武汉中商各类业态的门店列表

一、百货门店	权益与归属	物业	营业面积	开业时间	09 收入 (万)	09 年营业利润/净利润 (万)
中南商业大楼	母公司	自有	7 万方	1985 年	80929	
中商广场购物中心	全资子公司	自有		1997 年		09 年净利润 1276 万
中商百货沙市店	分公司	自有	3.2 万方	1996 年底		净利润 6 00-700
中商百货荆门店	分公司	租赁	2 万方	2002 年底		微利
中商百货十堰店	分公司	租赁	1 万方	2003 年开业		微利
中商百货黄冈店	50%权益	租赁	1 万方	2004 年开业		微利
中商百货咸宁店	分公司	租赁	2 万方	2008 年底		亏 200 多万(预计 2010 减亏)
中商百货随州店	分公司	租赁	2 万方	2007 年底		09 年亏几百万, (预计 2012 年盈利)
二、购物中心						
销品茂购物中心	51%股权	自有	10 万方	2005 年	13410	09 年净利润 399 万
三、超市						
徐东平价超市					33559	09 和净利润 661 万
超市连锁有限公司	母公司		34 家			净利润约 1000 万

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 8: 主力门店预测简表 1

中南商业大楼的预测简表	2009Y	2010Y	2011Y	2012Y
主营业务收入(百万)	397	444	471	556
YOY	7.6%	12.0%	6.0%	18.0%
坪效(元)	13,222	14,809	15,697	18,523
主营业务成本	329	364	384	450
主营业务毛利	67	80	87	106
毛利率	17.00%	18.00%	18.50%	19.00%
购物中心的预测简表	2009Y	2010Y	2011Y	2012Y
主营业务收入(百万)	367	411	436	514
YOY	5.9%	12.0%	6.0%	18.0%
坪效(元)	10,201	11,425	12,110	14,290
主营业务成本	305	341	360	424
主营业务毛利	62	70	76	90
毛利率	17.00%	17.00%	17.50%	17.50%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

我们现场考察认为, 由于中南商业大楼楼下将是地铁二号线与四号线的交汇处, 预计 2012 年完工。我们认为地铁经济将有力地促进中南商业大厦的人流。据国内首次发布关于地铁沿线商业调研的报告显示, 广州市的 1-5 号线地铁站 500 米半径的商业面积占广州市整体的商业面积的比例仅为 13.5%, 却创造出接近三分之一的销售额, 相当于广州市的地铁商业经济体单位面积销售, 是广州零售业经济体平均水平的 2.3 倍。未来如果公司能够精准定位, 并适当地调整和增加营业面积, 未来该店将可有较快的增长, 仍将是公司的主力店面。

图 12: 武汉市地铁规划图



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 13: 武汉地铁规划 (部分)

2 号线: 机场-花山 (48KM)

天河机场——常青花园——青年路——解放大道——
江汉路——中南路——武珞路——珞瑜路——老武黄公
路 (预计 2012 年开通)

4 号线: 阳逻-纸坊 (52KM)

阳逻——武汉火车站——中北路——中南路——武昌
站——南湖——纸坊 (预计 2012 年开通)

资料来源: 国信证券经济研究所整理

主力门店分析 2——销品茂已经步入高速增长期，财务费用吃利润

销品茂 2005 年开业，位于内环线路上，长江二桥的徐东路与武青三千道交汇处，占地 59013 平米。销品茂自 05 年营业以来至 08 年一直亏损，09 年销品茂刚开始实现盈利，其收入为 1.3 亿，净利润为 400 万元，目前出租率接近 100%。公司在 2010 年 8 月的增发预案中预计销品茂 2010~2011 年的收入分别为 1.5 亿、1.6 亿，净利润分别为 900 万元、1300 万元。

我们现场考察认为，首先徐东路目前在武昌的地位目前是一个蔚然兴起的新城市中心，中央居住区的轮廓初露端倪：未来具有相当大的发展潜力，主要在于：

- 徐东商圈交通发达，高架轻轨穿越此商圈；零售业有徐东平价广场、麦德龙超市、好美家建材超市、销品茂、普尔斯玛特、百安居、家乐福、五星级的皇冠大酒店纷纷落户，成为一个现代化商贸中心；
- 新楼盘云集，包括新新花园、徐东欧洲花园、鹏程花园、千禧名苑、七星城市花园、都市经典、凯旋门广场等数十个高档住宅区，总用地面积达到 1500 余亩，开发总量在 200 万平方米以上；
- 邻近省府，高校与科研事业单位集中，高新科技产业企业进驻，聚集了一批高素质城市精英；规划建设中的外事区将使徐东路地区成为武汉的“北京建国门”；

另外，在增发预案中，公司销品茂的后续发展计划包括五项，我们认为其中较为重要的包括以下三项：

- **改善销品茂的资本结构：**由于销品茂财务费用占目前公司总成本费用比重较大，项目负债率高达90%左右，因此如果采取对销品茂进行现金增资、或者引入其他投资者改善资本结构，降低财务费用，将直接改善销品茂的盈利能力；
- **提高租金：**开业初期公司采取低租金先填满的策略，对强势品牌给予了

租金、面积、租约等优势，引入了沃尔玛、金逸影城等聚焦人流的品牌吸引人力；目前销品茂已经安然渡过培育期后，将按市场价格签订新的租约，提升租金收入。据我们了解，项目可租赁面积约11.3万平方米，但考虑到WALMART出租面积 1.8万方左右（长期租约15年，从05年开始），其他长期租户预计也占到一半左右；其他短租户的平均租金水平约80元，我们认为上涨到100元左右是没有问题的，整体判断，我们认为销品茂的租金2011~2012年上涨幅度约为20%/年。

- **招商、硬件改造和软件升级：**硬件改造包括改造中庭以扩大营业面积、建立室外大型的LED 广告屏、升级广告发布形式、扩建停车场等，从而拓展收入来源；软件升级包括升级信息系统、改造收银模式、实施营销策划、电子商务等方面的计划，以此提升聚客力及客户忠诚度，并有利于吸引新的客户。

考虑到租金上升及面积略有增加，我们对销品茂的盈利预测如下。

需要说明的是，由于公司的增发预案仍未获得审批，我们认为仍存在一定的不确定性，因此目前我们的盈利预测，不包含对偿还财务费用带来的业绩提升。由于销品茂 09 年末的短期负债 4.2 亿、长期负债 3.9 亿，合计 8.1 亿，财务费用应在 4000 万元以上（公司 09 年的财务费用为 4866 万），如果能够偿还一半，计 2100 万左右，则对应公司的每股收益约 0.08 元。

表 9：销品茂预测简表

	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	134	161	209	272
YOY	15.0%	20.0%	30.0%	30.0%
坪效(元)	1,184	1,420	1,847	2,401
净利	4	9	13	17
净利率	3%	5.60%	6.22%	6.26%

资料来源：国信证券经济研究所整理

外地百货的盈利一般

公司共有 6 家外地百货门店，分别是黄冈店、荆门店、沙市店、十堰店、随州店、咸宁店。其中黄冈店是合资公司，其余是分公司。公司没有公布外地门店的相关数据，据我们估计目前只有随州、咸宁还亏损，其他四店已经实现盈利。

由于咸宁百货是 09 年开业的新店，预计 2011 年实现扭亏为盈，随州店于 08 年开业，由于当地消费能力不高，培育期较长，有可能在 2012 年开始盈利。这些店的主要竞争者还是当地的民营企业，公司目前对这些门店的主要要求还是市场占有率的提高，竞争也非常激烈。据我们估计，坪效不到 1 万，6 店收入 6 亿左右，总共 1000 多万。

湖北省而言，消费能力最强的是武汉和宜昌、襄樊、荆州等。公司对于外地门店的总体想法是新开 1 个外地店/年。

表 10: 湖北省 GDP 排行 (2009Y)

城市	GDP
武汉市	4560.62
宜昌市	1245.61
襄樊市	1201.01
荆州市	707.81
黄冈市	700.32
孝感市	681.15
荆门市	600.53
黄石市	597.78
十堰市	550.96
咸宁市	405.15
随州市	344.14

资料来源：国信证券经济研究所整理

超市业务盈利一般，主要为百货配套服务

公司 1997 年开始涉足超市业务，目前拥有平价超市 34 家，其中武汉市内 18 家，另外 16 家位于湖北省其他城市，我们预计年内还有 2 家将能开业，分别在市内及外地市。

整体而言，09 年超市收入 17 亿，但净利率低，盈利预计才 1000 万元，对公司整理利润贡献较低。我们分析公司超市的毛利率及净利率均较低的原因，主要在于公司超市的规模较小，采购方面的潜力没有发挥出来；另外，而且选址一般。我们认为公司超市今后仍将适当扩张，主要是基于与百货的协同效应。

我们发现 2010 上半年,公司的超市毛利率提升了 0.5 个百分点,到了 12%(不含收费)。对比武商联下的武汉中百和鄂武商的超市业务毛利率比,公司还有很大的差距(武汉中百毛利率 17%多,鄂武商的超市前后台相加毛利率也有 15%-16%的水平)。因此,我们认定超市业务在未来有很大的改善空间。特别是随着公司不断对外扩张,此业务有较大改善空间。但考虑到超市改善见效慢,因此,我们的研究分析重点依然是百货业务。

新领导上任后利润率稳定提升

公司的董事长郝健先生于 1966 年出生，年仅 44 岁，现任武汉商联(集团)股份有限公司董事、副总经理，武汉中商集团股份有限公司董事长。其于 09 年 6 月接替临近退休年龄的严规方，出任武汉中商集团股份有限公司董事长。上任至今,公司的综合毛利率由 08 年的 18.5%上升至 19.4%，提高了 0.9 个百分点；净利率由 0.9%提高至 2.2%，提高了 1.3 个百分点。改善非常明显。

而据我们了解，郝总上任后的几板斧主要包括：

推进考核、深化奖惩：我们在公司的《中商集团经营者薪酬管理办法》中规定，考核 KPI 包括了收入指标、净利润指标、净资产收益率指标各占 30%，净现金流量指标占比 10%，提取最低指标是计划值的 60%。郝总上任后进一步细化了考核指标及任务。

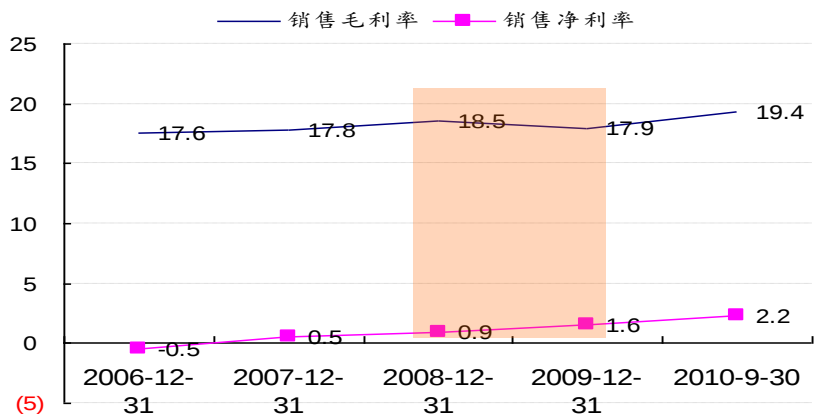
亲自主持采购环节：郝健强调，目前传统商业产品价值链门槛不高，现阶段毛利水平很低。中商集团将大力缩短采购环节，快速提高自采自营能力，减少出租柜台式经营，让不同企业高度差异化，回归商业本质。

同时，我们总结了其在公开场合的言论，主要包括：1) 连锁百货扩张计划：

新开店 7 到 8 家，进入黄石等潜力二线城市市场，同时在市内热点商圈积极选点，迈出武昌，完成三镇全面布局；2) 超市扩张：中商现有连锁超市 30 多家，未来方向定位于社区超市。有别于一两万平米的大型卖场和数百平米的便民店，中商平价社区超市是中型大卖场，面积为 5000 到 10000 平方米，辐射范围 2 公里，顾客步行 15 分钟可抵达。社区超市提供吃喝玩乐购服务，代替集贸市场。

我们非常认同郝总的管理思路及其绩效、同时也看好其未来发展的连锁百货、社区超市的扩张道路，我们认为武汉及湖北小的商业竞争虽然激烈，但不扩张的企业衰落的概率更高。我们相信新领导班子能够带领公司，重现中商在百货经营及公司业绩上的辉煌。

图 14: 郝健上任后的利润率上升明显



资料来源：国信证券经济研究所整理

费用率比较——财务费用下降是增长点

毛利率处于中下游水平：09 年公司毛利率为 17.9%，净利率为 1.6%，都低于行业平均。但参看历史同期水平，公司的毛利率和净利率都在逐年增长。考虑到公司较为成熟的经营经验，我们认为，对比中部二线同类城市的百货，公司的利润获取能力在逐渐增强。

表 11: 武汉中商毛利率比较

代码	公司	20103Q	2009	2008	2007
000785	武汉中商	19.4	17.9	18.5	17.8
002277	友阿股份	19.5	19.4	20.9	19.0
000501	鄂武商 A	19.7	20.2	21.1	20.8
600785	新华百货	19.6	18.7	17.3	18.9
600828	成商集团	23.2	20.9	22.8	18.8
	均值	20.3	19.4	20.1	19.1

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

净利率提升空间大：前文提及，新领导班子上任后，公司的净利润有 1.3 个百分点的明显提升，即使如此，公司的综合净利率仅为 2.2 个百分点，与友阿股份、鄂武商等地区性百货相差甚远。虽然公司兼营一定的超市业务，但净利率仍然太低。

表 12: 武汉中商净利率比较

代码	公司	20103Q	2009	2008	2007
000785	武汉中商	2.2	1.6	0.9	0.5
002277	友阿股份	7.4	5.5	5.4	5.6
000501	鄂武商 A	3.7	4.0	4.1	4.2
600785	新华百货	6.5	6.6	4.3	3.3
600828	成商集团	7.6	7.3	7.1	5.3
	均值	5.5	5.0	4.4	3.8

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

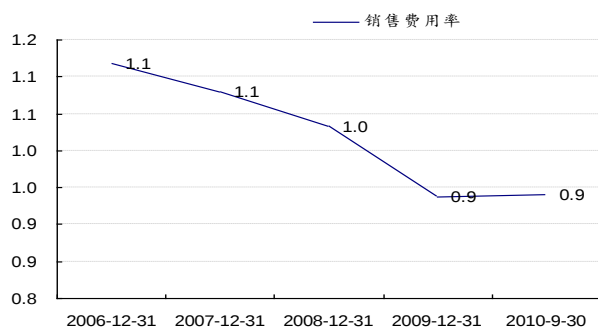
期间费用率下降空间存在, 但不太大: 新的领导班子所带来的较低的费用率 (09 年公司的费用率为 15.2%, 仍然高于同行业 12.8%), 不过由于公司采用统一采购方式, 并加强了运营管理, 未来藉由规模效应公司抑或降低采购成本, 从而提升盈利空间。另外, 我们分析公司费用率的结构与变化, 三项费用中唯一未降的是管理费用, 我们猜想郝总是比较尊重个人劳动及奖励绩效的。同时其中管理费用占比也最大, 因此我们认为公司期间费用率存在下降空间, 但不十分大。

表 13: 武汉中商的期间费用率比较

代码	公司	20103Q	2009	2008	2007
000785	武汉中商	15.5	15.2	16.5	15.6
002277	友阿股份	8.4	10.8	12.3	11.0
000501	鄂武商 A	13.7	14.5	14.8	13.9
600785	新华百货	10.7	10.1	11.5	13.8
600828	成商集团	13.6	13.6	15.3	13.3
	均值	12.4	12.8	14.1	13.5

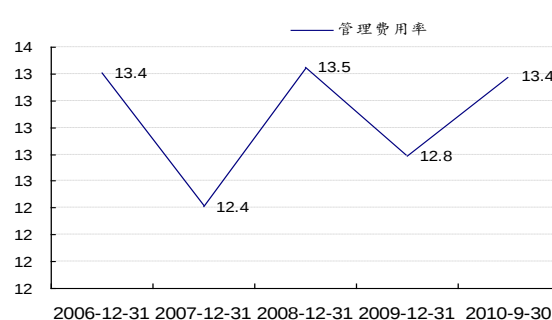
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 公司 06 年以来的销售费用率



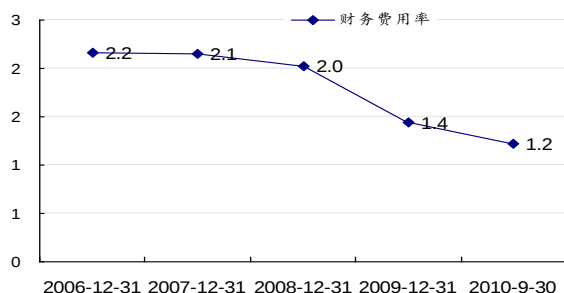
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 16: 公司 06 年以来的管理费用率



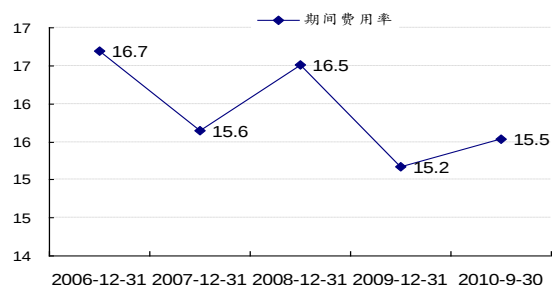
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 17: 公司 06 年以来的财务费用率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 18: 公司 06 年以来的期间费用率



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

商业价值重估合每股 11.5 元

公司拥有较多的自有物业, 主要包括中南商业大楼及销品茂 51%等。我们粗略计算其每股资产的重估价值为 11.5, 相对现有股价有支撑。

表 14: 武汉中商物业资产重估

	建筑面积 (万平方米)	权益面积 (万平方米)	物业均价(万元/平方米)	物业价值 (亿元)
中南商业大楼	4	4	1.5	6.0
武汉中商广场购物中心	5	5	1.5	7.5
销品茂	20	10	1	10.0
沙市百货连锁分公司	4	4	0.6	2.4
写字楼	2	2	1.2	2.4
徐东平价市场有限公司	4	2	1	2.0
中商平价南湖卖场一楼	0.5	0.5	0.6	0.3
小东门	1	1	0.6	0.6
黄陂蛇口区	3	3	0.8	2.4
合计				33.6
股权投资 (亿元)				0.5
净现金 (亿元)				-5.2
重估价值 (亿元)				28.9
股本 (亿股)				2.5
每股重估价值 (元)				11.5

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

预计明年有再融资的需求

我们认为, 公司一方面负债率高导致财务费用占 09 年利润的 92%, 这样发展下去相当于公司为“银行”打工, 从内在需求上, 我们认为公司有再融资的需求; 另一方面, 我们了解公司的储备项目相对较多, 另外也可以新增外地百货门店, 还可以适当购买资产及增加自有物业的比例等。

至于市场担心由于武汉三家商业迟迟没有整合, 导致几家企业的再融资目前都受到一定程度的影响的问题, 我们认为, 目前公司的发展战略主要在于武昌区及武

汉的地级市，与其他两家业务的重合度不高，我们认为是有可行性的。

盈利预测：主力门店潜力巨大

基本假设

我们假设营业收入 2010~2012 年分别增长 11.7%、19.9%及 16.4%，出于谨慎的考虑，我们假设在后续几年增长率逐步下降。2010-2012 年每股盈利分别为 0.30 元、0.50 及 0.69 元，对应增速分别为 47.8%、64.7%及 37.6%，前一日的收盘价 12 元对应 2010、11 年的 PE 分别为 40 倍和 24 倍。考虑到以下因素：

4. 公司的老楼地处地铁两条线交汇处（2012 年开通）、销品茂项目步入调整增长期，未来三年的业绩复合增长率为 50%；
5. 新领导上任一年多带来 0.9 个百分点的毛利率提升，但是目前毛利率 2.2% 仍处于零售业的较低水平，有非常大的提升空间；
6. 公司 09 年财务费用合 EPS0.20 元/股，如果公司利用现金流偿还贷款，或者销品茂项目如期收回偿还贷款等，公司业绩有上升空间；
7. 公司每股的资产价值合每股 11.5 元左右。

我们结论认为 2010-2012 年每股盈利分别为 0.30 元、0.50 及 0.69 元，对应增速分别为 47.8%、64.7%及 37.6%（均值为 50%），前一日的收盘价 12 元对应 2010、11 年的 PE 分别为 40 倍和 24 倍。我们上述业绩预测与 8 月公司的备考业绩相比，是非常乐观的，高于 2011 年备考业绩 62%。

表 15：我们的预测高于备考业绩较多

主要比较指标	2009	2010E	2011E
预测净利润(百万元)	52	77	126
预测每股收益(元)	0.21	0.30	0.50
备考业绩			
归属于母公司净利润	51.91	65.00	78.02
每股收益(元/股)	0.21	0.26	0.27
我们预测高于备考(%)		18%	62%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

综合绝对估值和相对估值的结果，公司合理价值为 15~18 元/股，价值中枢为 16.7 元/股，对应 2011 年 EPS 为 33 倍。我们认为公司目前股价为 12 元，安全边际较高。而且公司发展方向已经明确，后续管理改善及融资需求较明确、且有整合或被整合的巨大内在价值，首次给予推荐评级。

我们认为公司的主力门店后续的发展潜力均较大，以前业绩低迷主要在于在上轮发展中布点虽然较快，但单个门店的管理缺位，经营思路的僵化，导致“起了大早却赶了晚集”，未能把握零售业这轮大超市、大卖场业态机遇。但这些软件上的病症，我们观察新的领导班子已经认识并开始改善，其结果是公司的利润率有明显提升。

同时，我们认为公司有巨大的整合或被整合的价值，作为国资委下三大商业之一（鄂武商和武汉中百），虽然目前整合之路漫长，但我们仍然认为，公司未来存在成为一个整合或被整合的对象。而且无论如何，只要公司把主业做强，未来的发

（记者采访提出：“中商大力发展超市，武汉商业未来存在整合可能，当前的努力是否会白费？”郝健回答的原话是“执着于超市‘一点问题也没有’。武汉商业资源是有限的，只要不是恶性竞争，中商做成熟的店面，不管将来如何整合都是金子。”他反问道：中商超市业态既不赔钱，又有内在发展趋势，为何不能大力发展？）

展对于公司的业绩增长、资产价值的体现及股价都可能正面的刺激。

此外，公司重估每股资产价值为 11.5 元，相对现有股价有支撑。同时公司增发预案中是以 8.3 元/股向团结集团增发，市场可能以此为公司的底价支撑。

核心判断的主要风险

- 1、如果宏观经济下行风险超出预期，导致重点城市业务的增长目标不能实现；
- 2、公司老店受地铁修建影响超预期，同时新店扩张受阻，开店计划未能如期实现；
- 3、销品茂项目回收 49%权益未获批准或进度受到影响。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	562	450	500	550	营业收入	3363	3760	4277	4822
应收款项	118	134	152	172	营业成本	2760	3088	3485	3925
存货净额	268	301	340	383	营业税金及附加	34	34	38	43
其他流动资产	43	38	43	48	销售费用	32	34	38	43
流动资产合计	1023	955	1067	1185	管理费用	430	472	516	581
固定资产	667	746	819	883	财务费用	49	42	41	38
无形资产及其他	57	55	53	50	投资收益	6	6	6	6
投资性房地产	693	693	693	693	资产减值及公允价值变动	1	1	1	1
长期股权投资	55	55	55	55	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2496	2504	2687	2867	营业利润	66	96	164	198
短期借款及交易性金融负债	539	393	315	200	营业外净收支	7	7	7	7
应付款项	385	426	481	542	利润总额	73	104	172	205
其他流动负债	525	533	600	675	所得税费用	19	26	43	51
流动负债合计	1449	1353	1396	1417	少数股东损益	2	3	5	5
长期借款及应付债券	389	439	489	539	归属于母公司净利润	52	75	124	149
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	389	439	489	539					
负债合计	1838	1792	1885	1956					
少数股东权益	52	54	57	61					
股东权益	605	658	745	849					
负债和股东权益总计	2496	2504	2687	2867					

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	52	75	124	149
资产减值准备	(4)	2	0	0
折旧摊销	79	72	81	90
公允价值变动损失	(1)	(1)	(1)	(1)
财务费用	49	42	41	38
营运资本变动	(74)	8	59	69
其它	4	(0)	3	4
经营活动现金流	55	156	266	310
资本开支	(52)	(150)	(150)	(150)
其它投资现金流	(3)	0	0	0
投资活动现金流	(44)	(150)	(150)	(150)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	112	50	50	50
支付股利、利息	(54)	(22)	(37)	(45)
其它融资现金流	(15)	(146)	(78)	(115)
融资活动现金流	100	(118)	(66)	(110)
现金净变动	111	(112)	50	50
货币资金的期初余额	451	562	450	500
货币资金的期末余额	562	450	500	550
企业自由现金流	32	29	139	181
权益自由现金流	128	(98)	79	87

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.21	0.30	0.49	0.59
每股红利	0.22	0.09	0.15	0.18
每股净资产	2.41	2.62	2.96	3.38
ROIC	6%	7%	10%	11%
ROE	9%	11%	17%	18%
毛利率	18%	18%	19%	19%
EBIT Margin	3%	3%	5%	5%
EBITDA Margin	6%	5%	7%	7%
收入增长	6%	12%	14%	13%
净利润增长率	35%	44%	66%	20%
资产负债率	76%	74%	72%	70%
息率	1.9%	0.8%	1.3%	1.6%
P/E	54.7	37.9	22.9	19.1
P/B	4.7	4.3	3.8	3.3
EV/EBITDA	25.1	22.7	16.9	15.0

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	闫莉	010-88005316	陈建生	0755- 82133766
崔嵘	021-60933159			岳鑫	0755- 82130432
吴土金	0755-82130833-1332			高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	陈玲	0755-82130646
谈煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	杨森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010- 66025270	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	祝彬	0755-82131528
				田惠蓝	0755-82133263
				吴美玉	010-66026319
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	严蓓娜	021-60933165
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755- 82139908		
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150		
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
黄磊	0755-82151833				
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
陈财茂	021-60933163	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
煤炭		建筑		新兴产业	
		邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025
		李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339
高宇	0755- 82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧娣	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康亢	010-66026337
张旭	010-66026340	阳瑾	0755-82133538	刘洋	0755-82150566
蔺晓熠	021-60933146	周琦	0755-82133568	李腾	0755-82130833-6223
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
		邓岳	0755- 82150533		
量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	010-88005326				
郑云	021-60875163				
毛甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						严小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	