

2011-04-25

批发和零售贸易

武汉中商 000785.SZ

业绩符合预期，武商联重组受益品种

◇ 事件：公司公布 2011 年一季度报

◆业绩符合预期，1Q2011 净利润同比增长 16.71%：

1Q2011 期间公司实现营业收入 11.97 亿，同比增长 11.47%，基本符合我们全年 9.65% 的预期。而一季度归属母公司净利润 4175.5 万元，同比增速 16.71%，基本符合预期。

◆毛利率同比上升 1.39 个百分点，主营业务能力有所增强：

1Q2011 期间公司综合毛利率上升 1.39 个百分点至 19.04%，主要是由于公司百货业态加大了中南商圈的优势品牌调整，尤其是重点品牌的提升力度，而平价超市业态努力实施商品自营，整合超市生鲜产品供应链所致。我们认为 1Q2011 的较高毛利率是 2010 年毛利率同比上升 1.51 个百分点的延续，随着未来销品茂租赁业务等高毛利率业务的扩大推进，我们认为公司未来毛利率将持续攀升。

◆1Q2011 期间费用率同比上升 0.99 百分点，短期仍有一定压力：

1Q2011 公司期间费用率同比上升 0.99 百分点至 13.45%，其中销售/管理/财务费用率分别上升 0.09/0.74/0.15 个百分点，分别为 0.94%/11.25%/1.26%，我们认为公司广告宣传费用的增加较快使得销售费用率短期仍有一定压力，而租赁费及职工薪酬由于 CPI 的上涨压力，导致管理费用率上升较快。我们预计 2011 年全年度管理费用率将持续攀升，这也是整个带有超市业态行业共有的问题。财务费用上升主要是由于 2010 年公司长期负债规模同比增长 60.23% 所致，但我们认为这亦是未来公司业绩释放的看点之一，一旦未来融资成功，公司财务包袱减轻将大大提升未来业绩。

◆开发咸宁第二家门店，加密布局优势地区：

公司同时公告以 1.92 亿元购买咸宁中商广场 1-7F 共计 2.66 万平米物业，发展大型现代百货卖场，预计 2013 年 8 月 31 日交付使用。我们认为公司继 2009 年咸宁租赁一家百货门店后，再次以自有物业形式购得咸宁第二家门店，有利于优势地区加密布局策略，进一步将扩大公司在咸宁地区影响力，和目前已开中商百货也能形成一定的集群效应。在目前鄂武商、武汉中百纷纷以百货业态下沉湖北二、三线城市的背景下，我们认为武汉中商采取优势地区加密策略，有利于更快脱离培育期。

◆维持增持评级，主题投资性品种：

我们假定团结集团定增成功，调整公司 2011-13 年 EPS 分别为 0.31/0.39/0.49 元（不考虑定增则为 0.35/0.44/0.55 元），以 2010 年为基期未来三年 CAGR28.0%，认为公司合理价值在 12.50 元，对应 2011 年 40 倍市盈率。我们认为武汉中商在武商联的重组中处于较为关键的一步，未来较容易成为被收购标的物，而导致股价有波段性上涨机会，因此不能以简单估值衡量价格，仍维持现价(11.55 元)“增持”评级。

◆风险分析：

公司主力商圈内市政工程影响短期业绩、公司财务费用率高企拖累企业业绩

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	3,363	3,704	4,061	4,423	4,795
营业收入增长率	6.40%	10.12%	9.65%	8.90%	8.42%
净利润（百万元）	52	68	89	113	142
净利润增长率	35.22%	30.41%	31.70%	26.83%	25.59%
EPS（元）	0.18	0.23	0.31	0.39	0.49
ROE（归属母公司）	8.57%	10.07%	8.30%	9.52%	10.68%
P/E	65	50	38	30	24
P/B	6	5	3	3	3
EV/EBITDA	20	16	13	11	9

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

增持

当前价格	11.55 元
目标价格	12.50 元
目标期限	6 个月

分析师：

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号：S0930510120009)

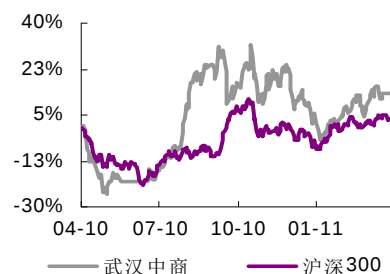
021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	251
总市值(百万元)	2,902
流通比例(%)	99.95%
12 个月最高/最低(元)	13.86/7.31
近 3 月日均成交量(百万股)	5.71
主要股东	武汉商联(集团)股份有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.96	0.79	10.27
绝对收益	8.35	11.40	13.35

相关报告：

业绩符合预期，期待明年业绩反转——武汉中商 2010 年三季报

..... 2010-10-29
业绩略超预期，收购销品茂旨在长远——1H2010 武汉中商中报点评

..... 2010-08-23

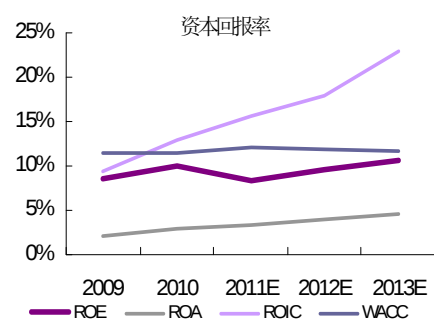
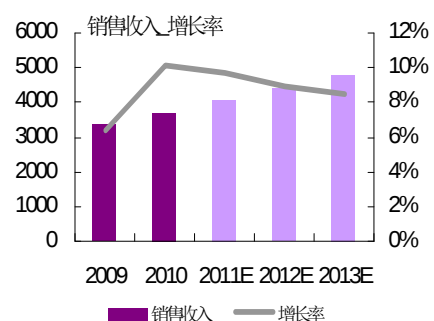
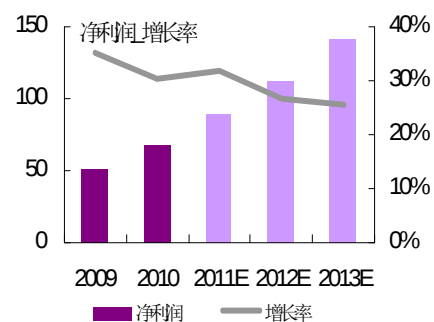
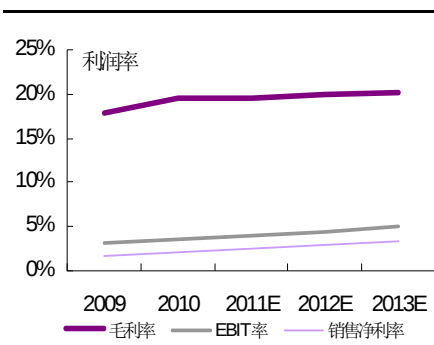
图表 1：1Q2011 单季武汉中商营业收入与净利润增速符合预期

1Q2009-1Q2011 年武汉中商单季经营基本数据一览（2011 年 04 月 23 日更新）

	营业总收入(万)	营业总收入增速(%)	营业成本(万)	销售毛利率(%)	净利润(万)	净利率增速(%)	净利率(%)	期间费用(万)	销售期间费用率(%)
1Q2009	93787.19	0.40%	76711.71	18.21%	3110.41	24.49%	3.32%	12424.55	13.25%
2Q2009	76441.22	13.46%	63440.44	17.01%	1017.30	247.23%	1.33%	11839.55	15.49%
3Q2009	70634.97	3.30%	56535.90	19.96%	461.81	6.17%	0.65%	12505.98	17.71%
4Q2009	95475.42	9.83%	79329.78	16.91%	601.03	-1.80%	0.63%	14267.67	14.94%
1Q2010	107352.55	14.46%	88406.56	17.65%	3577.57	15.02%	3.33%	13375.26	12.46%
2Q2010	77512.72	1.40%	61511.63	20.64%	1504.23	47.86%	1.94%	12793.37	16.50%
3Q2010	81551.91	15.46%	64904.90	20.41%	573.08	24.09%	0.70%	15234.21	18.68%
4Q2010	103962.70	8.89%	83541.91	19.64%	1116.14	85.70%	1.07%	17924.81	17.24%
1Q2011	119661.97	11.47%	96873.44	19.04%	4175.50	16.71%	3.49%	16093.52	13.45%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,363	3,704	4,061	4,423	4,795
营业成本	2,760	2,984	3,264	3,541	3,824
折旧和摊销	51	56	87	91	94
营业税费	34	40	45	49	53
销售费用	32	44	47	49	48
管理费用	430	505	548	593	633
财务费用	49	45	41	36	39
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	6	10	10	10	10
营业利润	66	96	130	165	208
利润总额	73	99	130	165	208
少数股东损益	2	10	11	14	18
归属母公司净利润	51.91	67.69	89.15	113.06	142.00

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	2,496	2,637	2,945	3,209	3,549
流动资产	1,023	1,144	1,466	1,770	2,152
货币资金	562	693	980	1,239	1,575
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	18	7	12	13	14
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	100	58	73	80	86
存货	268	323	326	354	382
可供出售投资	2	0	2	2	2
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	55	87	88	89	90
固定资产	656	643	650	609	566
无形资产	57	56	55	53	52
总负债	1,838	1,908	1,803	1,940	2,119
无息负债	910	990	1,079	1,116	1,196
有息负债	927	918	724	824	924
股东权益	658	729	1,142	1,269	1,429
股本	251	251	292	292	292
公积金	269	275	587	606	630
未分配利润	85	146	195	289	407
少数股东权益	52	57	68	82	100

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	198	360	276	236	316
净利润	52	68	89	113	142
折旧摊销	51	56	87	91	94
净营运资金增加	60	-39	0	63	23
其他	35	276	100	-31	58
投资活动产生现金流	-137	-161	-66	-41	-41
净资本支出	-57	-56	100	50	50
长期投资变化	55	87	-1	-1	-1
其他资产变化	-135	-191	-165	-90	-90
融资活动现金流	50	-69	78	64	61
股本变化	0	0	41	0	0
债务净变化	94	-9	-194	100	100
无息负债变化	-33	79	89	37	80
净现金流	111	131	287	258	336

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	6.40%	10.12%	9.65%	8.90%	8.42%
净利润增长率	35.22%	30.41%	31.70%	26.83%	25.59%
EBITDA 增长率	13.20%	17.22%	32.23%	13.91%	17.29%
EBIT 增长率	10.94%	20.90%	22.21%	18.91%	24.04%
估值指标					
PE	65	50	38	30	24
PB	6	5	3	3	3
EV/EBITDA	20	16	13	11	9
EV/EBIT	29	23	20	16	12
EV/NOPLAT	40	30	26	21	16
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	4	4	4	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	17.93%	19.44%	19.63%	19.94%	20.26%
EBITDA 率	4.75%	5.05%	6.09%	6.37%	6.90%
EBIT 率	3.23%	3.55%	3.96%	4.32%	4.94%
税前净利润率	2.17%	2.69%	3.20%	3.73%	4.33%
税后净利润率 (归属母公司)	1.54%	1.83%	2.20%	2.56%	2.96%
ROA	2.16%	2.93%	3.40%	3.96%	4.51%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.57%	10.07%	8.30%	9.52%	10.68%
经营性 ROIC	9.37%	12.98%	15.56%	18.00%	22.92%
偿债能力					
流动比率	0.71	0.89	1.36	1.59	1.80
速动比率	52.18%	63.91%	105.62%	126.86%	148.01%
归属母公司权益/有息债务	0.65	0.73	1.48	1.44	1.44
有形资产/有息债务	2.55	2.73	3.90	3.75	3.71
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.18	0.23	0.31	0.39	0.49
每股红利	0.00	0.09	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.68	1.23	0.94	0.81	1.08
每股自由现金流(FCFF)	0.26	0.70	0.37	0.43	0.70
每股净资产	2.07	2.30	3.68	4.07	4.55
每股销售收入	11.51	12.68	13.90	15.14	16.41

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

唐佳睿, CFA CAIA FRM, 德国波恩大学国民经济学硕士(Dipl.-Vw.), 同济大学高分子材料与工程系工学学士, 精通英日德三国语言。2010年5月加盟光大证券研究所, 现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

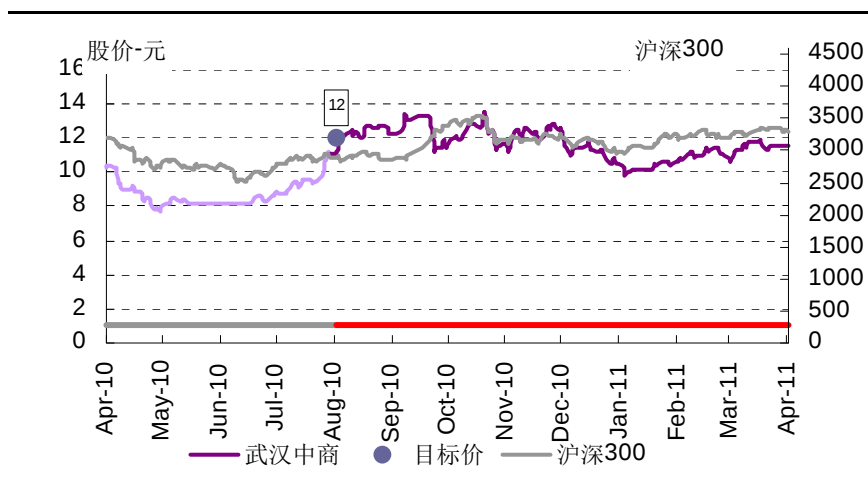
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

武汉中商 (000785)

分析师: 唐佳睿



日期	股价	目标	评级
2010-08-23	11.04	12.00	增持
2010-10-29	11.85	14.00	增持
2011-04-05	11.85	12.00	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源: 光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lxy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。