

武汉中商 (000785.SZ) 批发和零售贸易

购置武昌一处物业，未来或有融资需求

公司研究简报
◆公告梗概：

公司同意全资子公司武汉中商平价超市连锁有限公司购买位于武汉市武昌区紫阳街南湖中央花园购物中心A区2、3楼商铺，该处房产建筑面积共计5559.72平方米，均价7118.83元/平方米，购房款总额3957.87万元，资金来源为自筹。

◆购买价格合理，未来升值潜力大：

目前武昌南湖地区商铺开发项目一楼均价每平米近两万元，二楼及以上均价每平米一至两万元。我们认为公司以相对低廉成本购买此处物业，与其周边房价相比有一定的价格优势，且该处房产地处武汉市中心城区，未来物业升值潜力较大。此外，公司在武汉较优势的武昌地区添置物业，我们认为有利于树立公司在中南商圈和武昌地区的品牌知名度和影响力。

◆避免未来租约到期后风险，扩大公司经营渠道：

公司已于2002年购买该物业一楼共计3300平方米，并租用二、三楼物业3998平方米，开设了中商平价南湖超市，按社区超市定位，突出社区特点，南湖超市经营能力逐年增强。此次购置二三楼物业，提高了公司自有物业比例，避免了未来租约到期后的经营风险，不但理顺资产关系，更能扩大和发展超市卖场，能进一步扩大公司经营渠道和市场占有率，增加中高档商品及商品品类管理，增强自身竞争实力。

◆上调至买入评级，未来或有融资诉求：

我们维持公司2011-2013年EPS分别为0.37/0.46/0.57元，以2010年为基期未来三年CAGR28.2%，认为公司合理价值在9.20元，对应2012年20倍市盈率。目前武商联重组议案悬而未决，我们预计未来重组进程或有一定变数，但即使不考虑重组因素，公司此次购买物业近四千万，以及2011年计划未来展店方面三个百货项目：十堰“文贸”项目、咸宁温泉购物中心、孝感宇辉星城项目，我们认为目前69.5%的负债率（截止2011年三季度）的情况下，公司未来或有融资诉求（无论是直接或是间接融资）。短期公司虽有中百集团重组事件的不确定性，但近期跌幅较大后，股价具有较强安全边际，未来若武商联旗下公司二次重组方案推出，还可享受一次性类似“可转债”收益。考虑目前股价仅5.95元（15亿市值），较低的市销率（2011年0.35），我们上调评级至买入，认为股价低估。

◆风险提示：公司财务费用率高企拖累企业业绩，重组后整合进程低于预期。
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	4,188	4,641	5,032
营业收入增长率	6.40%	10.12%	13.06%	10.83%	8.44%
净利润（百万元）	52	68	93	116	143
净利润增长率	35.22%	30.41%	36.82%	25.03%	23.16%
EPS（元）	0.21	0.27	0.37	0.46	0.57
ROE（归属母公司）	8.57%	10.07%	12.52%	13.54%	14.29%
P/E	29	22	16	13	10

买入（调升）

当前价/目标价：5.95/9.20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

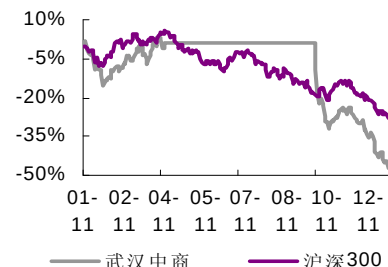
市场数据

总股本(亿股)：2.51

总市值(亿元)：14.95

一年最低/最高(元)：5.87/12.08

近3月换手率：85.92%

股价表现(一年)

收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-11.08	-31.84	-21.15
绝对	-21.19	-42.79	-47.67

相关研报

武汉中商：业绩超预期，毛利率大幅提升是主因---3Q2011 季报点评

.....2011-10-30

武汉中商：业绩符合预期，期待重组后的协同效应---1H2011 中报点评

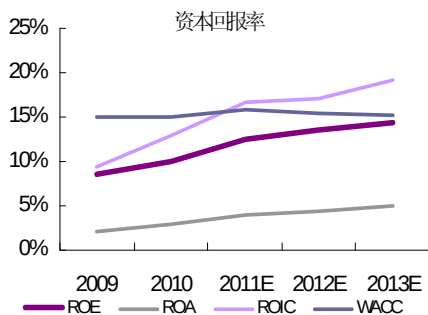
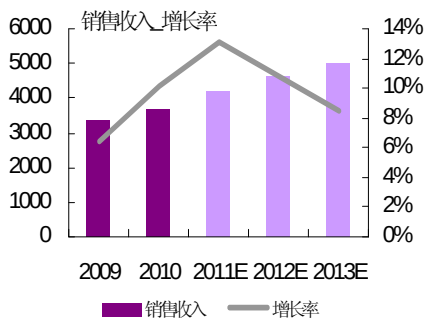
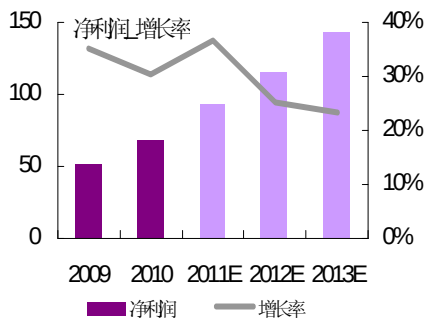
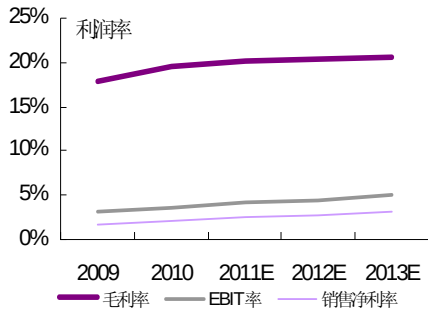
.....2011-08-20

武汉中商：业绩符合预期，武商联重组受益品种---1Q2011 季报点评

.....2011-04-25

相关报告：

- 20100823 业绩略超预期，收购销品茂旨在长远--1H2010 武汉中商中报点评
- 20101029 业绩符合预期，期待明年业绩反转---武汉中商 2010 年三季报
- 20110425 武汉中商：业绩符合预期，武商联重组受益品种----1Q2011 季报点评
- 20110820 武汉中商：业绩符合预期，期待重组后的协同效应----1H2011 中报点评
- 20111030 武汉中商：业绩超预期，毛利率大幅提升是主因---3Q2011 季报点评



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,363	3,704	4,188	4,641	5,032
营业成本	2,760	2,984	3,347	3,700	3,996
折旧和摊销	51	56	91	101	110
营业税费	34	40	46	51	55
销售费用	32	44	50	53	55
管理费用	117	122	570	627	674
财务费用	49	45	53	50	52
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	135	169	209
利润总额	73	99	135	169	209
少数股东损益	2	10	11	14	18
归属母公司净利润	51.91	67.69	92.61	115.79	142.61

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	2,496	2,637	2,631	2,915	3,258
流动资产	1,023	1,144	1,107	1,340	1,642
货币资金	562	693	639	815	1,069
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	18	7	13	14	15
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	100	58	75	84	91
存货	268	323	335	370	400
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	692	734	770
无形资产	57	56	55	53	52
总负债	1,838	1,908	1,823	1,978	2,160
无息负债	910	990	1,100	1,154	1,237
有息负债	927	918	724	824	924
股东权益	658	729	808	937	1,098
股本	251	251	251	251	251
公积金	269	275	275	275	275
未分配利润	85	146	214	329	472
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	335	268	347
净利润	52	68	93	116	143
折旧摊销	51	56	91	101	110
净营运资金增加	60	-39	-20	71	24
其他	35	276	171	-20	70
投资活动产生现金流	-137	-161	-116	-141	-141
净资本支出	139	139	150	150	150
长期投资变化	55	87	-1	-1	-1
其他资产变化	-331	-386	-265	-290	-290
融资活动现金流	50	-69	-273	50	48
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	94	-9	-194	100	100
无息负债变化	-33	79	110	54	83
净现金流	111	131	-54	176	254

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%	13.06%	10.83%	8.44%
净利润增长率	35.22%	30.41%	36.82%	25.03%	23.16%
EBITDA 增长率	6.00%	12.18%	-52.69%	14.91%	16.44%
EBIT 增长率	10.94%	20.90%	-65.38%	17.50%	19.95%
估值指标					
PE	29	22	16	13	10
PB	2	2	2	2	1
EV/EBITDA	4	3	6	5	4
EV/EBIT	4	3	9	8	6
EV/NOPLAT	22	16	12	10	8
EV/Sales	1	0	0	0	0
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	17.93%	19.44%	20.08%	20.27%	20.60%
EBITDA 率	6.73%	6.85%	6.43%	6.67%	7.16%
EBIT 率	3.23%	3.55%	4.25%	4.50%	4.98%
税前净利润率	2.17%	2.69%	3.21%	3.63%	4.14%
税后净利润率 (归属母公	1.54%	1.83%	2.21%	2.50%	2.83%
ROA	2.16%	2.93%	3.94%	4.45%	4.93%
ROE (归属母公司) (摊	8.57%	10.07%	12.52%	13.54%	14.29%
经营性 ROIC	9.37%	12.98%	16.68%	17.09%	19.18%
偿债能力					
流动比率	0.71	0.89	1.01	1.16	1.33
速动比率	0.52	0.64	0.70	0.84	1.00
归属母公司权益/有息债务	0.65	0.73	1.02	1.04	1.08
有形资产/有息债务	2.55	2.73	3.47	3.39	3.40
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.21	0.27	0.37	0.46	0.57
每股红利	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.79	1.43	1.33	1.07	1.38
每股自由现金流(FCFF)	-0.01	0.49	0.38	0.16	0.51
每股净资产	2.41	2.68	2.94	3.41	3.97
每股销售收入	13.39	14.74	16.67	18.47	20.03

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

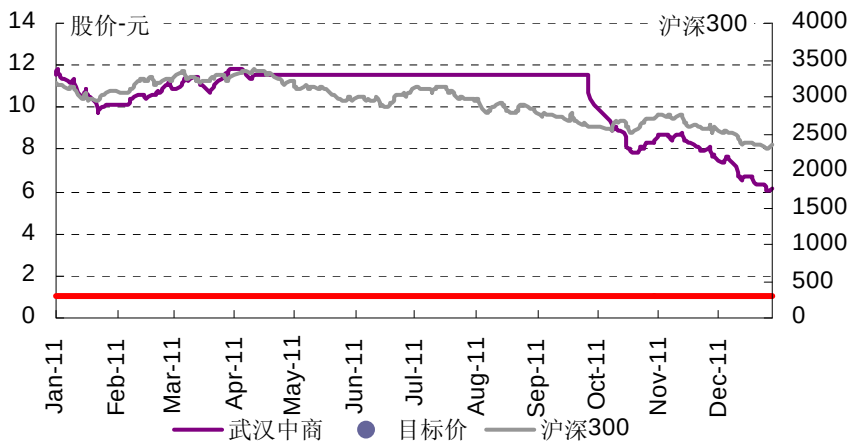
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿，毕业于德国波恩大学国民经济学，获得 CFA CAIA FRM 证书，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。2011 年获得商贸零售业“水晶球奖”第五名，“金牛奖”第五名，2011 年新财富最佳分析师商贸零售业第六名。

投资建议历史表现图

武汉中商（000785）



日期	股价	目标价	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
2011-04-24	11.55	12.50	增持
2011-08-20	11.55	12.00	增持
2011-10-30	8.28	10.00	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。

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。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。

本证券研究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，仅供本公司的客户使用。

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。

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。

光大证券股份有限公司研究所

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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com