

鄂武商 A(000501)深度报告

大摩尔、大量贩、大龙头

可选消费/百货

推荐

维持评级

发布时间: 2012 年 1 月 16 日

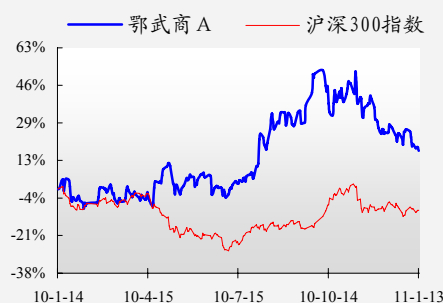
投资要点:

- **区域经济营造良好经营环境:** 湖北省是我国中部经济及人口大省, 2011 年前三季度, 湖北省实现 GDP13578.42 亿元, 同比增长 14%, 高于全国平均水平, 位于中部六省首位; 2010 年湖北省常住人口为 5723.77 万人, 其中武汉市常住人口 978.54 万人, 主城区人口长期居全国第四, 仅次于上海、北京和广州。
- **雄踞汉口核心商圈:** 公司主要门店中的国际广场(含二期)、武汉广场和世贸广场连为一体, 构成象征武汉高档消费环境的武广商圈, 我们估算, 目前 3 家门店销售额占武汉社零总额 1.75% 左右, 随着国广二期的成熟, 摩尔城销售规模将进一步扩大, 垄断地位明显。
- **基本面扎实, 双业态做强:** 公司主营购物中心业务和大型量贩超市业务, 其中购物中心业务已有门店增长稳健, 未来增量主要来自于国广二期、新十堰人商的成熟及渠道下沉; 量贩超市业务每年将新增 10-15 家门店, 扩张空间较大。
- **盈利预测:** 我们认为公司主要优势在于(1) 位于中部经济和人口大省, 经营环境较好, 更易规避系统性风险; (2) 经营业态为购物中心和大型量贩超市, 符合当地消费者需求的发展方向; (3) 占据核心商圈及把握高端市场, 龙头地位稳固; (4) 已有门店经营稳健, 次新门店前景乐观。我们认为公司目前股价已经反映出治理风险, 基于基本面的投资价值显现。预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.72 元、0.94 元、1.23 元, 2012 年动态市盈率不到 15 倍, 估值较低, 维持推荐评级。
- **风险提示:** 经济增速放缓带来行业系统性风险, 武汉其他商圈兴起及竞争对手加速布局造成区域竞争更加激烈, 新店培育期过长, 网购冲击, 股权变化导致公司治理风险, 整合的不确定性等。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	1,053,704	32.75	29,352	22.95	0.58	20.43	23.1	
2011E	1,303,879	23.74	36,356	23.86	0.72	20.98	18.6	
2012E	1,617,285	24.04	47,736	31.30	0.94	22.08	14.3	
2013E	1,928,760	19.26	62,190	30.28	1.23	22.95	10.9	

走势图



市场数据

2011-1-13

收盘价:	13.40 元
52 周最高价:	22.87 元
52 周最低价:	13.00 元
平均持仓成本:	18.02 元

基本数据

2011Q3

总股本(万股):	50,725
流通 A 股(万股):	50,725
每股收益(元):	0.54
每股净资产(元):	3.91
每股经营现金流(元):	1.92
市净率:	3.43

分析师: 罗旷怡

执业证书编号: S0550511020002

TEL: (8621)2036 1102

FAX: (8621)2036 1159

Email: luoky@nesc.cn

地址: 上海市源深路 305 号

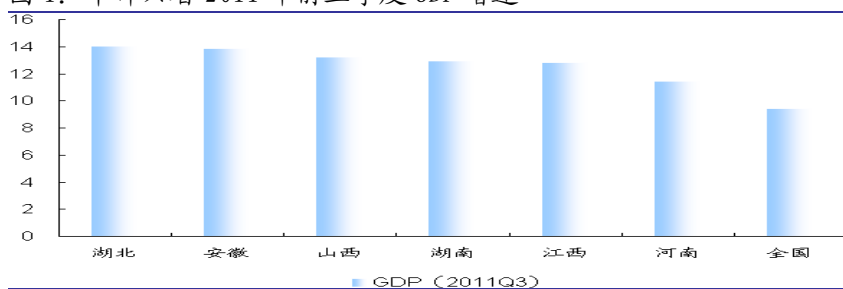
邮编: 200135

1. 区域经济营造良好经营环境

武商集团是湖北省商业龙头企业，经营购物中心和大型量贩超市两种业态，网点布局武汉、襄樊、十堰和宜昌等地，我们认为公司所处区域经济的高速增长及高人口基数为公司营造了良好的发展环境。

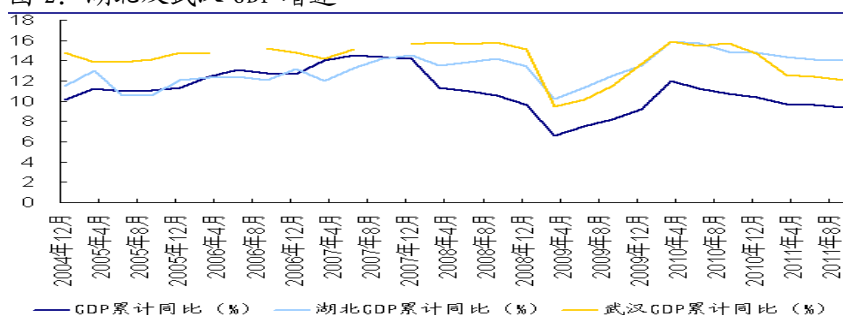
湖北省是我国中部经济大省，拥有汽车、机械、钢铁、石化、电子信息、旅游观光、食品加工及建筑业等重要支柱产业，2011 年前三季度，湖北省实现 GDP13578.42 亿元，同比增长 14%，高于全国平均水平，位于中部六省首位；武汉市 GDP 增速为 12.1%，位于全国水平之上。

图 1：中部六省 2011 年前三季度 GDP 增速



资料来源：WIND，东北证券

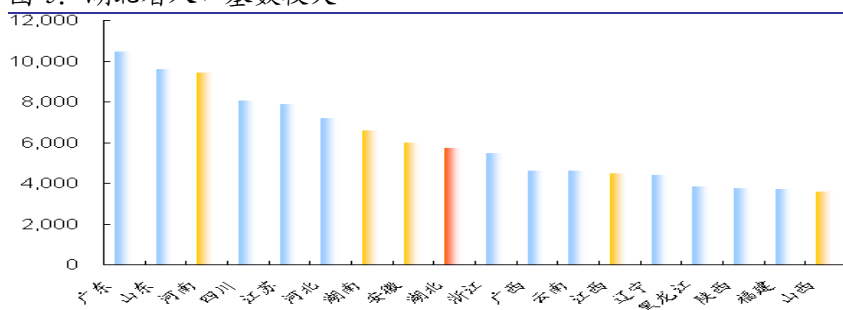
图 2：湖北及武汉 GDP 增速



资料来源：WIND，东北证券

湖北省是我国人口大省，根据第六次人口普查数据，2010 年湖北省常驻人口为 5723.77 万人，武汉市常驻人口 978.54 万人，其中城镇人口 578 万，主城区人口长期居全国第四，仅次于上海、北京和广州。

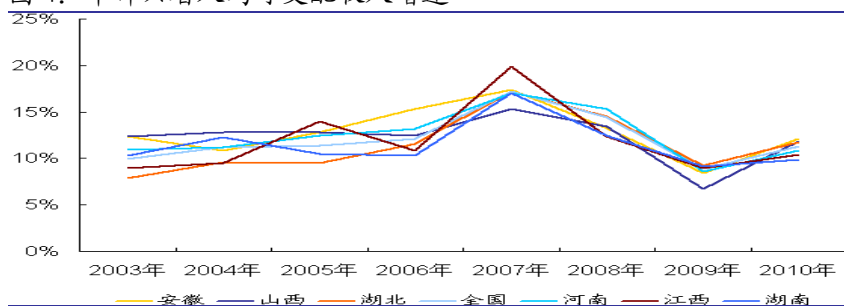
图 3：湖北省人口基数较大



资料来源：WIND，东北证券

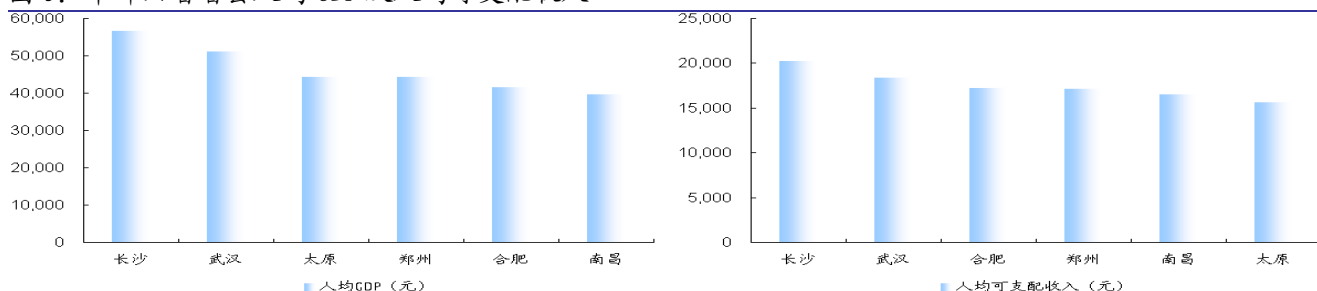
从人均指标看，湖北省人均可支配收入增速从 2008 年起超出全国水平，在中部六省中排名第三，其中武汉市人均 GDP 和人均可支配收入在中部六省省会中均仅次于长沙。

图 4：中部六省人均可支配收入增速



资料来源：WIND，东北证券

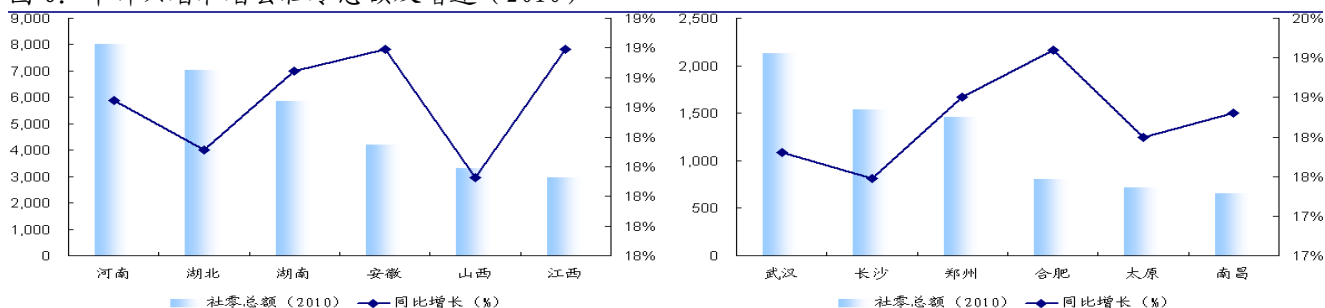
图 5：中部六省省会人均 GDP 及人均可支配收入



资料来源：WIND，东北证券

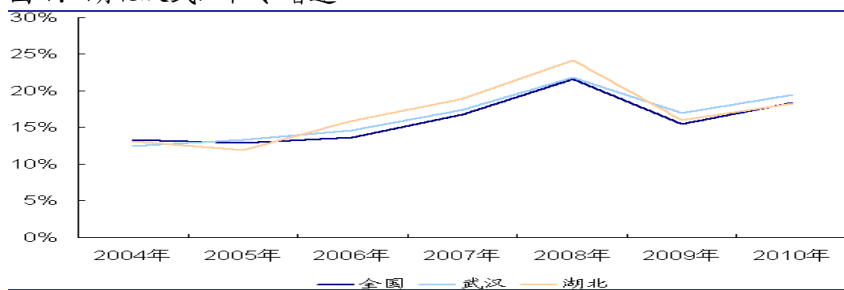
在经济快速增长的拉动和高人口基数的保障下，湖北省社零总额在中部六省中排名第二，仅次于河南省，武汉市社零总额则在中部六省省会中居首，消费环境畅旺。增速方面，湖北省 2010 年社零增速略低于全国水平，但武汉市社零增速明显高于全省及全国水平，主要源于湖北省经济发展比较集中，武汉市经济发展优势突出。

图 6：中部六省和省会社零总额及增速（2010）



资料来源：WIND，东北证券

图 7：湖北及武汉社零增速



资料来源：WIND，东北证券

武汉“8+1”城市圈的建设为公司未来扩张打开了空间，建设“1+8”武汉城市圈（简称武汉城市圈）是指打造以武汉为核心，包括黄石、鄂州、孝感、黄冈、咸宁、仙桃、潜江、天门等周边 100 公里 8 个周边城市的经济联合体，逐步将其发展成内陆

地区最重要的经济增长极之一。“8+1”城市圈概念提出后，有效改善了武汉“一城独大”的形势，增添了更多的城市副商圈，有利于将商业蛋糕进一步做大。

图 8: 武汉城市经济圈



资料来源：东北证券

表 1: 武汉城市经济圈发展历程

时间	内容
2002 年	《发展“大武汉”集团城市的构想》和《“大武汉”集团城市发展方略》两篇论文发表，两篇论文被公认为是武汉城市圈理论的奠基之作。
2003 年	形成《关于加快推进武汉城市圈建设的若干意见》，在《推进武汉城市圈建设的理论研讨会》会议后，武汉城市圈正式进入中央高层的视野。
2004 年	省政府下发《关于武汉城市圈建设的若干意见》，明确了“武汉城市圈”的叫法。
2005 年	“中部崛起”10 号文件，“武汉城市圈”被列为中部四大城市圈之首，上升到了国家层面。
2006 年	签署《武汉城市圈建委主任联席会合作协定》。国家发改委把武汉城市圈列为了重点跟踪考察点。
2007 年	城市圈建设全面展开，正式公布国家关于批准武汉城市圈为全国“两型社会”建设综合配套改革试验区的通知。
2010 年	武汉城市圈被列为国家“十二五”重点发展区域，武汉被国务院批准成为中部地区的中心城市，为中部城市群起到积极的领头作用。

资料来源：东北证券

目前，湖北省除武汉外人口在 300 万以上的城市有十堰、荆州、宜昌、襄阳等 7 个，均为适合大型商业企业发展的潜在区域，与湖南等省的二级城市相比，我们认为武汉下属地级市仍有较大的发展潜力。

表 2: 湖北主要城市情况

地区	人口 (万人)	GDP (亿元)	社零总额 (亿元)	人均可支配收入 (元)
武汉	978.54	4620.86	2164.09	18385
黄石	242.93	571.59	256.09	13897
十堰	334.08	550.96	254.25	14454
荆州	569.17	709.58	344.72	13304
宜昌	405.97	1272.33	470.41	14058
襄阳	550.03	1201.01	500.56	13409
鄂州	104.87	323.71	126.68	13408
荆门	287.37	600.10	228.82	13857
黄冈	616.21	730.19	340	13636
孝感	481.45	672.88	326.90	13562
咸宁	246.26	405.15	165.88	12589
随州	216.22	341.91	182.05	-
恩施	329.03	72.63	-	-
天门	141.89	186.86	-	-
潜江	94.63	234.01	-	-
仙桃	117.51	242.55	-	-

资料来源：东北证券

注：人口为 2010 年数据，其余为 2009 年数据

2. 雄踞汉口核心商圈

武汉商业发展迅猛，随着徐东、光谷、汉街等商圈的逐步兴起，武汉市商业布局已从三镇各一个主要商圈发展成多点开花、新老商圈共同发展的多极格局。公司主要门店中的国际广场（含二期）、武汉广场和世贸广场连为一体，构成象征武汉高档消费环境的武广商圈，在武汉市具有明显的竞争优势。

表 3: 武汉市主要商圈情况

区域及人口	商圈	主要商业
汉口 人口 240.77 万 人口占比 24.61%	武广商圈	国际广场、国广二期、武汉广场、世贸广场、庄胜崇光 SOGO、武展、新世界百货
	江汉路商圈	大洋百货、王府井、中心百货、万达广场、新世界百货，步行街
	汉正街商圈	汉正街品牌服饰城、汉正街第一大道
	王家墩商圈	王家墩中央商务区
武昌 人口 119.91 万 人口占比 12.26%	中南商圈	中南商业大楼、中商百货、银泰百货
	司门口商圈	天丽百货、司门口明日广场、各类商业零售店
	徐东商圈	销品茂、新世界百货、徐东平价广场
	街道口商圈	群光广场、亚贸广场、新世界百货
	光谷商圈	大洋百货、光谷步行街、光谷国际广场、鲁巷广场、光谷世界广场
	汉街商圈	万达楚河汉街
汉阳 人口 48.55 万 人口占比 4.96%	王家湾商圈	广百百货、大洋百货、汉商 21 世纪购物中心
	钟家村商圈	汉阳商场、武汉铜锣湾广场、新世界百货

资料来源：东北证券

从近年来武汉市商圈发展趋势来看，商业发展逐步东移，武昌地区新兴商业中心较多，我们认为这种趋势一方面由于汉口地区商业趋于饱和，且武商垄断地位明显；另一方面则由于武昌地区旅游、文化、新兴产业带动经济快速发展、相对充裕的物业资源及较高的人口基数为商家创造了巨大的商机，且从武昌到汉口并不尽人意的交通现状也促进了武昌地区新兴商圈的培育。

图 9: 武汉是商圈布局图



资料来源：东北证券

公司主要门店所处的武广商圈是武汉最繁华的商圈之一，位于汉口解放大道中段，城市内环线上，毗邻江汉路商圈和汉正街商圈，聚集了汉口地区众多中高档写字楼、商业街和商业广场，规模日趋扩大。区域内主要商家除公司 3 家大型商场外，还包括新世界百货、庄胜崇光 SOGO 等，区域内还有武汉国际会展中心，为商圈聚集了更多人气。武商国际广场二期投入使用后，公司以 50 万平米的巨型体量独霸商圈，成为汉口地区乃至整个武汉的地标性建筑。

图 10：武广商圈商业布局



资料来源：互联网，东北证券

公司另一武汉主要门店亚贸广场位于街道口商圈，街道口商圈为市级副商业中心，是武昌区的核心商圈，与中南、司门口、光谷并称“武昌四大商业中心”，商圈内有群光广场、新世界百货等竞争对手，商圈内业态以数码产品为主，销售规模占比 40% 左右。

图 11：街道口商圈商业布局



资料来源：互联网，东北证券

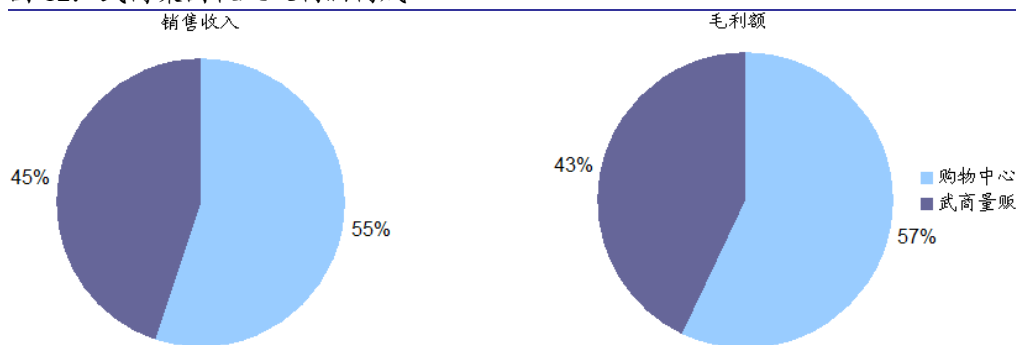
武汉市其他商圈分布于不同区域，定位不同且各有特色，涵盖了多家商业企业，造就了武汉激烈的商业竞争环境，我们认为不同商业企业的进驻和新商业项目的开发将带来武汉市商业格局向多极化方向发展，而在格局转变的过程中，公司在武昌的亚贸广场和建二广场对公司业绩的贡献依然较小。我们认为作为武汉市的商业龙头，公司未来可能在武昌有进一步布局，但相比其他竞争对手来说，起步相对较晚，虽然公司有较高的品牌知名度，但由于武汉地理位置的特殊性，公司更类似于以竞争者姿态进入武昌，并面临中南、光谷、汉街等商圈的竞争，因此我们认为公司未来在武汉的竞争优势仍将主要集中在武广商圈，向三四线城市的布局是未来发展的方向。

3. 基本面扎实，双业态做强

3.1 业务构成——购物中心+大卖场协同发展

公司主营业态为购物中心和量贩超市，截至 2011 年上半年，二大业态营业收入分别占公司主营业务收入的 55% 和 45%，毛利额分别占比 57% 和 43%，其中购物中心业务贡献了公司大部分的收入和毛利额。目前公司有购物中心 7 家，量贩超市 90 家，网点主要布局在武汉市及湖北省内其他城市，双业态协同发展，在湖北省具备一定垄断地位。

图 12: 武商集团收入及利润构成



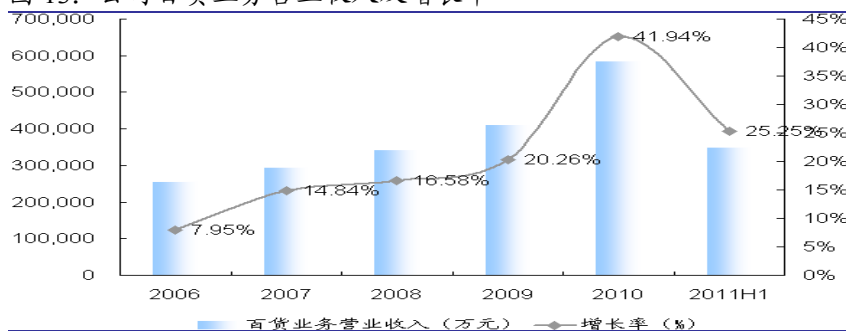
资料来源：公司公告，东北证券

注：忽略小部分其他收入

3.2 百货业务——大摩尔垄断市场

公司目前共有 7 家百货店，多为大型购物中心，2010 年，公司百货业务实现营业收入 58.22 亿元，同比增长 41.94%（高增长源于十堰店全面并表），今年上半年，公司百货业务实现营业收入 34.76 亿元，同比增长 25.25%。

图 13: 公司百货业务营业收入及增长率



资料来源：公司公告，东北证券

公司 7 家购物中心中有 5 家位于武汉市内，其中最重要的为位于武广商圈的国际广场（一、二期）、武汉广场和世贸广场，三者楼体相连，总建筑面积近 50 万平米，成为国内最大的中心城区摩尔城——“武商国际摩尔城”。

国际广场是公司上市时的母体，2007 年 9 月重建开业后定位高端奢侈，总建筑面积 5.5 万平米（含办公区）。门店有 100 多个独有品牌，引进 Hogo、Sisley、Boss、Y-3、Cartier 等 60 个国际名品旗舰店及近 200 个百货精品概念店。其中国际名品中的 Cartier 旗舰店面积达 200 余平米，销售腕表、手袋、配饰等全系列商品，是全国最大、最全 Cartier 综合旗舰店；德国顶级品牌 HUGO BOSS 开设的 200 余平方米的旗舰店，是得到德国审批的国内唯一的综合旗舰店，囊括 HUGO BOSS black、orange、green

高级男女服饰、鞋类、皮具等众多产品。国际广场向高端品牌的调整提升了武汉市零售业的发展空间，促进了武汉高端消费需求的释放，起到了引领消费的作用，从门店经营效果看，国际广场开业后实现当月盈利，可见武汉市高端市场空间巨大。

在国际广场经营乐观的背景下，2008年12月，公司以10.7亿元竞得国际广场后侧51.4亩商业金融用地，进行摩尔城扩建，建设国际广场二期并与国广一期无缝对接。国广二期定位集商场、娱乐、餐饮、休闲为一体的超大型综合性商业服务项目，总建筑面积27.04万平方米，其中商场建面约15万平，超级生活馆建面约2.5万平，停车位超过2000个。我们认为国广二期的建设可以解决武广商圈大牌经营面积供不应求，停车位紧张，娱乐配套设施欠缺等发展制约，优化门店品牌结构，增强商圈的竞争力和辐射力。

表4：摩尔城扩建基本情况

定位	集商场、娱乐、餐饮、休闲为一体的 超大型综合性商业服务项目
地点	东临武展西路，南临京汉大道，西临武商路（原滑坡路）， 北临武汉广场及武汉国际广场大楼
规划用地	3.45 万平方米
总建面	27.04 万平方米
地上建面	17.05 万平方米
其中	商业建筑面积 14.62 万平方米
	停车楼建筑面积 2.43 万平方米
地下建面	9.31 万平方米
其中	商业建筑（超级生活馆）2.5 万平方米
	车库及设备用房 6.81 万平方米
	架空面积 0.68 万平方米
投资预算	25.51 亿元

资料来源：公司公告，东北证券

国广二期已于2011年9月29日顺利开业，Hermes、LV、Dior、Versace等近百个国际奢侈品牌陆续进驻，其中，Hermes、Dior等都是首次进驻武汉。开业当日，国广一天销量就突破2000万元。其中，burberry单日销售突破百万元，NOVO、优衣库等时尚品牌日均销售量均超过了5000单。由于大牌对店面设计、装修及门店成熟度等要求较高，Hermes、LV等品牌尚未营业，我们认为随着门店逐步度过培育期，影院、真冰溜冰场、餐饮等全方位服务进一步完善，各大品牌将会陆续开业。预计到2013年，国广二期将达到100%营业。

国广二期总投资25.51亿元，土地成本较低，每年约增加费用9000万左右，假设二期今明两年分别实现营业收入3.5亿元和10亿元，毛利率分别为18%和18.5%，预计12个自然月内即可实现盈利。

表 5: 国广二期费用估算

项目	金额 (万元)	摊销折旧年限 (年)	增加费用 (万元)
土地及其他	128282	40	3200
土建工程	85513	30	2850
平面工程及基础设施	10058	30	300
设备及安装	9916	10	1000
其他费用 (万元)	-	-	2000
合计	-	-	9350

资料来源: 公司公告, 东北证券

表 6: 国广二期盈利预测

	2011E	2012E	2013E
营业收入 (万元)	35000	100000	130000
毛利率 (%)	18	18.5	19
毛利额 (万元)	6300	18500	24700
平效 (万元)	-	8300	10800
费用 (万元)	7100	11350	13000
营业利润 (万元)	-800	7150	11700
净利润 (万元)	-800	5363	8775
EPS (元)	-0.02	0.10	0.17

资料来源: 公司公告, 东北证券

武汉广场是公司 1996 年设立的合资子公司, 公司持有 51% 股权, 是公司百货业务中最重要的门店, 2010 年, 武广实现营业收入 20.73 亿元, 占公司百货业务收入的 35.6%, 营业利润 2.33 亿元, 占百货业务营业利润的 19%, 权益净利润占公司总利润比例高达 30%。

武汉广场定位时尚大众, 建筑面积 7.6 万平米, 为公司自有物业, 出租给武汉广场经营使用, 年租金 1.5 亿元。该店自开业以来始终在国内单体百货销售中名列前茅, 作为成熟门店, 其收入和利润增速均比较稳健, 2008-2009 年品牌大幅调整期间, 收入利润增速受到了一定影响。目前, 武广 1F 已成为华中区最重要的化妆品卖场, 囊括了众多化妆品品牌。我们预计武广今年收入和利润增速将有明显的恢复, 未来成长情况也比较乐观。

表 7: 武汉广场经营情况

	2006	2007	2008	2009	2010
营业收入 (万元)	130,946.75	164,212.88	169,954.79	183,530.72	207,267.52
YOY	21.82%	25.40%	3.50%	7.99%	12.93%
净利润 (万元)	7,773.32	11,779.07	17,027.18	16,374.81	17,144.04
YOY	-18.27%	51.53%	44.55%	-3.83%	4.70%

数据来源: 公司公告, 东北证券

世贸广场是摩尔城三家门店中定位相对较低的门店, 但由于其受众范围较广, 面积较大, 也为公司贡献了可观的收入。世贸广场定位大众消费, 建筑面积 8 万平米,

一楼主营黄金珠宝和国际名表，已经发展成为华中地区黄金珠宝的首席卖场。世贸广场在服装品牌上与武广有一定重合，但由于两店定位不同，商家在商品结构方面会进行一定差别配置，两店独立经营，总体上可以达到“1+1≥2”的经营效果。

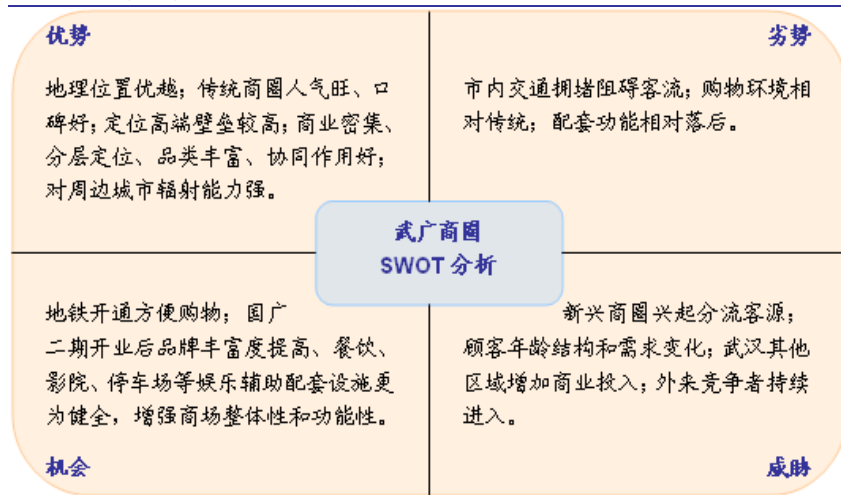
表 8：公司 3 家主要门店情况

门店	开业时间	建筑面积	权益比例	物业属性	经营定位	特色商品
国际广场	2007	5.5 万平米	母公司	自有	高端奢侈	奢侈品
国广二期	2011	15 万平米	母公司	自有	高端奢侈	奢侈品、商业配套
武汉广场	1995	7.6 万平米	51%	自有	时尚大众	化妆品
世贸广场	1999	8.0 万平米	母公司	自有	大众消费	黄金珠宝

资料来源：公司公告，东北证券

公司上述三家主要门店是公司最重要的收入和利润来源，我们估算，目前 3 家门店营业收入占公司总营业收入 65%左右，销售额占武汉社零总额 1.75%左右，随着国广二期的逐步成熟，摩尔城销售规模将进一步扩大，垄断地位明显。作为公司集中盈利点，我们认为摩尔城最大的优势在于地理位置优越，汉口地区核心商圈不具备可复制性，且大体量摩尔“大而全”的经营模式配以现代化配套商业模块，奠定了其持续发展的基础。未来随着地铁的开通及国广二期培育成熟，摩尔城将有新一轮的增长。面对其他商圈兴起所带来的竞争，公司将适时在其他区域开设门店并致力于渠道下沉，发展思路清晰。

图 14：武广商圈 SWOT 分析



资料来源：东北证券

十堰市人民商场是公司于 2009 年 11 月收购的项目，是十堰市体量最大、经营情况最好的零售企业，由于十堰市市场需求旺盛，门店几次扩建仍无法满足市场需求，公司于 2010 年 7 月将本部大楼爆破重建，在此期间人商租赁北京路商圈物业正常经营。新人商已于 2011 年 12 月 15 日开业，商场共 10 层，建筑面积近 11 万平米。人商项目总投资 9.22 亿元，其中建设投资估算为 8.71 亿元，预计每年折旧摊销为 3500 万左右，总费用 5000 万左右，按照 18%毛利率计算，新人商年销售收入达到 3 亿以上即可实现盈亏平衡，平效仅需达到 4200 元，我们认为这一水平 2012 年即可达到，人商有望 12 个月内盈利。

其他门店对公司利润贡献相对较小，其中亚贸广场位于武昌区街道口商圈，是公司在武昌区比较重要的门店，盈利状况较好，我们认为未来公司在亚贸广场的基础上，在武昌区可进行进一步扩张；建二广场为公司唯一一家小于5万平的门店，也可为公司贡献一定的收益；襄樊购物中心于2007年开业，2010年盈亏平衡，2011年将实现盈利，培育比较顺利，未来公司将在襄樊再开一店，引进高端品牌，与原有门店错位经营，提高公司在襄樊的市场占有率。

表 9: 公司其他 3 家门店情况

门店	开业时间	建筑面积	权益比例	物业属性
亚贸广场	2002	5 万平米	母公司	租赁
建二广场	2001	2 万平米	母公司	租赁
襄樊购物中心	2007	5 万平米	母公司	租赁

资料来源：公司公告，东北证券

公司未来扩张将主要集中在湖北省内其他二、三线城市目前已公告的项目有襄樊、黄石和仙桃现代城项目，均为购地自建，定位大型购物中心，另外据公开报道显示，公司在武昌地区也有意向兴建建筑面积 20 万平的江南摩尔城，选址可能与亚贸广场毗邻，按工程进度推测，公司 2012 年可能不会有新店开业。

表 10: 公司储备门店情况

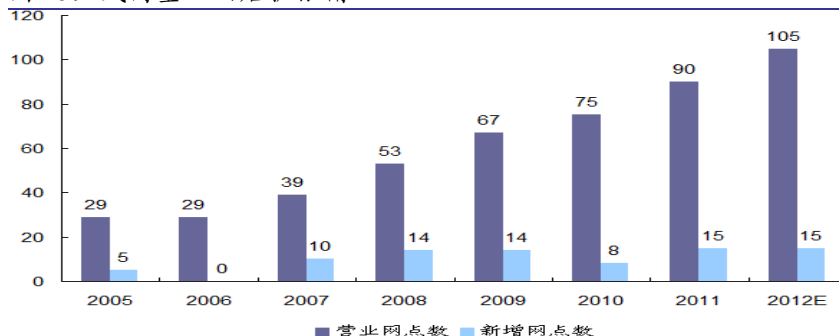
项目名称	公告时间	土地价格	土地面积	总投资	建筑面积
襄樊现代商业城	2010-11-27	≤6 亿元	50 亩	-	-
黄石现代商业城	2010-11-27	≤4.6 亿元	40 亩	-	-
仙桃现代商业城	2011-08-29	3 亿元	104 亩	5 亿元	约 10 万平米

资料来源：公司公告，东北证券

3.3 超市业务——大量贩错位竞争

超市业务是公司另一项主营业务，2010 年，公司超市业务收入达 47.17 亿元，占公司主营业务收入的 45%，截至目前，公司共有量贩超市 90 家左右，平均单店面积在 8000 平以上。在定位上，武商量贩始终致力于面积较大的本土化超市经营，在武汉及省内二线城市与中百集团、中商平价及其他外资卖场差别竞争，并采取稳步扩张的战略，武商量贩未来扩张计划为每年新开门店 10-15 家，到 2012 年，门店数有望超过 100 家。

图 15: 武商量贩门店扩张情况



数据来源：公司公告，东北证券

得益于公司门店的扩张,近年来武商量贩收入增速较快,但由于开办费及新店费用的增加,利润增速较慢,我们认为以公司 2007 年开始加速扩张为基点看,随着成熟门店的逐步增多,公司利润增速会有所提高。

表 11: 武商量贩经营情况

	2006	2007	2008	2009	2010
营业收入(万元)	174,142.65	225,142.59	305,935.85	382,698.35	471,740.71
YOY	11.56%	29.29%	35.89%	25.09%	23.27%
净利润(万元)	3,988.30	5,270.58	6,682.27	6,891.20	6909.10
YOY	77.51%	32.15%	26.78%	3.13%	0.26%
总面积(万平米)	18	28	45	60	68
单店面积(平米)	6200	7100	8500	8900	9000
平效(元)	9675	8041	6799	6378	6937

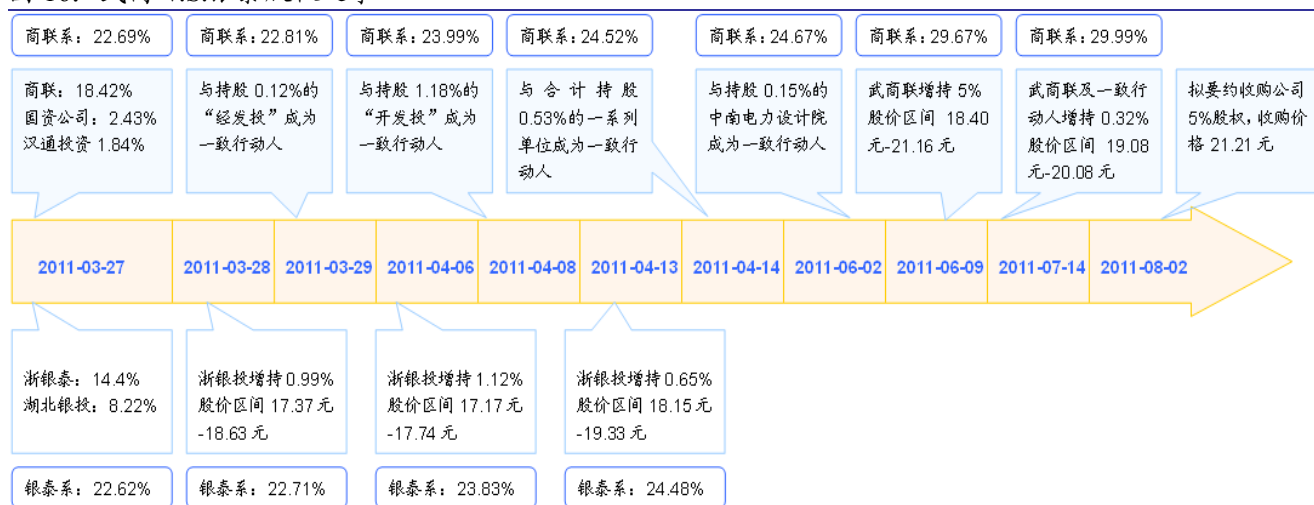
数据来源:公司公告,东北证券

公司超市业务在十堰、襄樊和宜昌已经确立了龙头地位,公司将以优势地域为中心,向周边辐射。目前公司拥有 1 万平米的高桥物流中心和 2.4 万平米的庙山物流配送中心,襄阳、沙市、宜昌、十堰区域配送中心架构已基本形成,为公司进一步扩张奠定了基础。

4. 股权之争不改价值

公司股权问题一直是投资者的重要关注点,其一方面涉及商联整合,一方面涉及公司控制权问题。目前中百集团和武汉中商已提出整合方案,武商则暂时退出;在控制权方面,2011 年 3 月 28 日起,银泰与武商联展开了新一轮的股权争夺战(期间伴随着商联整合停牌),银泰三次增持公司股票,商联则采取联合一致行动人、二级市场增持等方式保卫控制权,最终商联极其一一致行动人持有公司 29.99%股权,仍为公司第一大股东。武商银泰双方在股权争夺过程中,增持成本分别在 17.00-19.00 元和 18.00-21.00 元之间,体现出双方对公司质地的信心。虽然从银泰系过往的资本运作中,我们不能排除其与公司发展战略之间存在冲突的可能,但公司本身良好的经营状况和清晰的发展战略仍成就了公司较高的投资价值。

图 16: 武商 V.S. 银泰股权之争



数据来源:公司公告,东北证券

5.盈利预测与投资建议

我们认为公司主要优势在于：（1）位于中部经济和人口大省，经营环境较好，更易规避系统性风险；（2）经营业态为购物中心和大型量贩超市，符合当地消费者需求的发展方向；（3）占据核心商圈及把握高端市场，龙头地位稳固；（4）已有门店经营稳健，次新门店前景乐观。即公司主营业务经营情况良好，管理团队思路清晰，主要风险则在于股权之争的不确定性，而我们认为公司目前股价已经反映出公司治理风险，基于基本面的投资价值显现。公司 2012-2013 年的增长将主要来自于次新门店国广二期和新十堰人商的成熟以及超市的稳步扩张，从长远看，区域经济发展、渠道下沉及股权问题的解决都将促进公司业绩持续增长。

假设公司（1）百货业务由于 2011 年新开国广二期定位高端及十堰人商，毛利率略有下降，之后逐年提高，国广二期和十堰人商经营 12 个自然月后可实现盈利；（2）2012 年至 2013 年上半年无新百货店开业；（3）武商量贩每年新开 10-15 家，毛利率随规模扩大逐年提高；（4）公司 2011-2013 年综合毛利率分别为 19.92%、20.15%和 20.37%；（5）费用率由于国广二期增加费用较少逐年下降。预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.72 元、0.94 元、1.23 元，2012 年动态市盈率不到 15 倍，估值较低，维持推荐评级。

表 12：公司利润表预测

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31
营业收入	1,053,703.55	1,303,878.99	1,617,285.15	1,928,759.55
营业成本	844,344.79	1,044,151.46	1,291,321.75	1,535,894.49
营业税金及附加	9,143.93	11,734.91	14,555.57	17,358.84
主营业务利润	200,214.83	247,992.62	311,407.83	375,506.23
销售费用	125,308.32	160,377.12	194,074.22	227,593.63
管理费用	18,385.56	19,558.18	21,833.35	24,109.49
财务费用	6,834.79	6,519.39	16,172.85	23,145.11
营业利润	50,862.22	61,537.92	79,327.41	100,657.99
营业外收支净额	1,690.59	783.72	0.00	0.00
利润总额	52,552.80	62,321.65	79,327.41	100,657.99
所得税费用	14,762.11	15,580.41	19,831.85	25,164.50
归属母公司净利润	29,351.50	36,355.86	47,736.49	62,189.85
每股收益（元）	0.58	0.72	0.94	1.23

资料

来源：公司公告，东北证券

6.风险提示

经济增速放缓带来行业系统性风险，武汉其他商圈兴起及竞争对手加速布局造成区域竞争更加激烈，新店培育期过长，网购冲击，股权变化导致公司治理风险，整合的不确定性等。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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征价。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。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。