

摩尔城铸就业绩高速增长

■ **摩尔城实现“1+1+1>3”**。百货业务占据湖北绝对市场领先地位，也是业绩的主要贡献点和增长点。公司共有9家百货店，其中国际广场、武汉广场和世贸广场三者连通形成的摩尔城，实现“1+1+1>3”。随着2011年国际广场的开业，公司的百货市场份额还将继续提高。

■ **超市稳步扩张，协助百货业务发展**。公司共有武商量贩87家，计划未来2-3年，每年新开10家左右门店，总体对盈利贡献不大。

■ **竞争优势**：1) 摩尔城巩固公司湖北百货领先地位；2) 发展战略清晰，品牌优势明显；3) 百货辐射广，VIP客户销售占比高；4) 核心门店物业自有，重估价值高。

■ **业绩增长确定**。国际广场有望打造成华中区第一百货，我们认为该门店未来收入将达40亿元以上，贡献利润在2亿元以上；武汉广场如果2016年收回自营将直接增厚业绩1亿元以上。公司新五年计划将重点发展湖北地级市购物中心项目，力争打造区域第一品牌。

■ **投资建议**：我们预计公司2012-2014年净利增长为12.8%、15.3%和16.9%，折合每股收益为0.74、0.85和0.99元。鉴于公司作为湖北百货龙头领先优势明显，且收入和盈利的增长较为确定，给予2013年17倍PE，12个月目标价14.45元，给予增持-A的投资评级。

■ **风险提示**：1) 湖北百货竞争格局加剧；2) 资本开支较大导致财务费用大幅上升；3) 资产重组风险；4) 银泰系减持公司股票。

摘要(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	10,537.0	12,733.8	14,651.0	16,625.9	18,682.2
净利润	293.5	331.3	373.7	430.9	503.8
每股收益(元)	0.58	0.65	0.74	0.85	0.99
每股净资产(元)	3.37	4.02	4.61	5.29	6.09

盈利和估值	2010	2011	2012E	2013E	2014E
市盈率(倍)	19.5	17.3	15.3	13.3	11.4
市净率(倍)	3.3	2.8	2.4	2.1	1.9
净利润率	2.8%	2.6%	2.6%	2.6%	2.7%
净资产收益率	20.4%	19.9%	18.9%	18.3%	17.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	1.3%	1.5%	1.8%
ROIC	18.0%	19.8%	20.0%	19.1%	19.6%

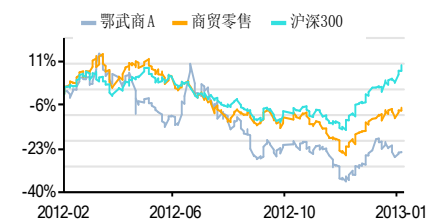
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **增持-A**
首次评级
12个月目标价 **14.45元**
股价(2013-02-04) **11.50元**

交易数据

总市值(百万元)	5,833.36
流通市值(百万元)	5,832.79
总股本(百万股)	507.25
流通股本(百万股)	507.20
12个月价格区间	9.67/17.20元
十大股东(%)	65.36%

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	%	1M	3M	12M
相对收益	-14.29	-21.17	-34.39	
绝对收益	-5.43	-2.04	-24.74	

张静

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511100001
zhangjing5@essence.com.cn
021-68763865

报告联系人

王园园

021-68765661

wangyy7@essence.com.cn

相关报告

1. 公司概况：摩尔城实现“1+1+1>3”

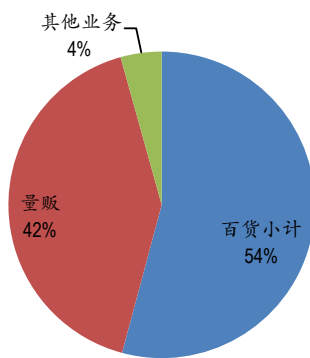
1.1. 发展历程

公司前身为 1959 年成立的中苏友好商场，于 1967 年更名为武汉商场。1986 年 12 月，由武汉商场、工行武汉信托等企业发起，改组设立。1992 年，公司在深交所上市，成为中国商业第一股。公司与控股股东武汉商联旗下的中百集团、武汉中商存在同业竞争，武汉国资委有意将三者整合。2005 年和 2006 年三家公司完成股权改制，2007 年武商联成立，作为三者整合的唯一平台。重组整合一波三折，中百集团和武汉中商的重组去年底遭遇股东大会否决，目前仍在继续推进，但与鄂武商的资产重组计划却被中止。

1.2. 主营业务

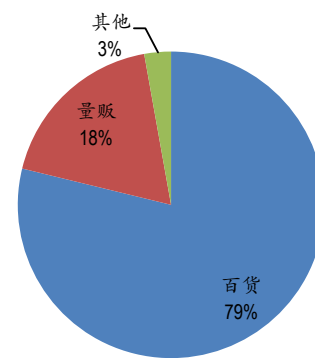
公司是湖北省最大的综合零售商之一，经营业态为百货和超市。坚持双业态齐头并进——百货购物中心占据湖北龙头地位，量贩保持较快发展。截止 2012 年 9 月 30 日，公司共拥有 9 家百货店和 87 家量贩超市，其中百货业务占总收入的一半以上，占净利的 80% 左右，是盈利的主要贡献点。其中 3 家百货店——世贸广场、武汉广场和国际广场打通连成“摩尔城”，位于武汉汉口解放大道商圈，错位经营，实现“1+1+1>3”，在武汉占据市场领先优势，百货销售在湖北省，甚至华中地区，商圈辐射非常广。还有建二商场、亚贸广场位于武汉的区商业中心，其他 4 家分别位于湖北省的襄阳和十堰。超市业务方面，1997 年成立武商量贩连锁，2007 年起开始较快扩张，每年新开门店 10 家以上超市，未来仍将计划每年新开 10 家左右门店。

图 1：公司主营业务收入占比（2012 年上半年）



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 2：公司主营业务净利占比（2012 年上半年）

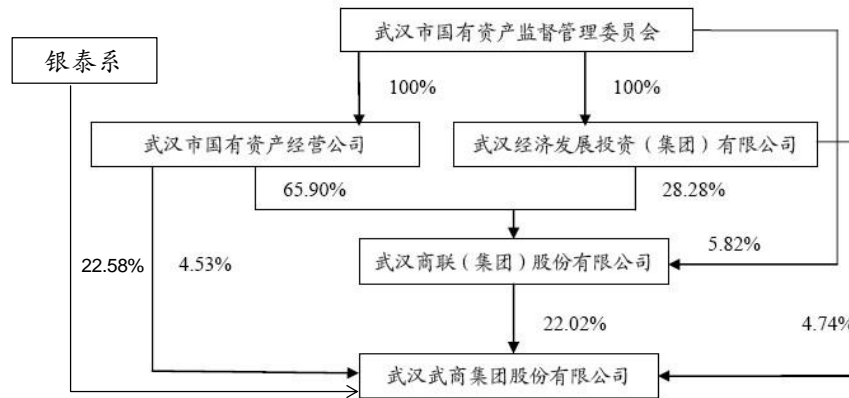


数据来源：公司公告、安信证券研究中心

1.3. 股权结构

公司第一大股东为武商联，实际控制人为武汉国有资产经营公司。之前与银泰系发生股权之争，成为市场焦点（两者股权之争详见附注一）。但武商联及其一致行动人通过二级市场增持和要约收购，现合计持有公司 34.32% 的股权，巩固了其控股地位。武商联增持和要约收购的成本高达 20-21.21 元/股，远远高于当前的市价。而银泰系在面对武商联要约收购时，全面接受要约收购，其持有的公司股权由 24.48% 下降至 22.58%，未来极有可能逐步退出。

图 3：公司股权结构最新情况



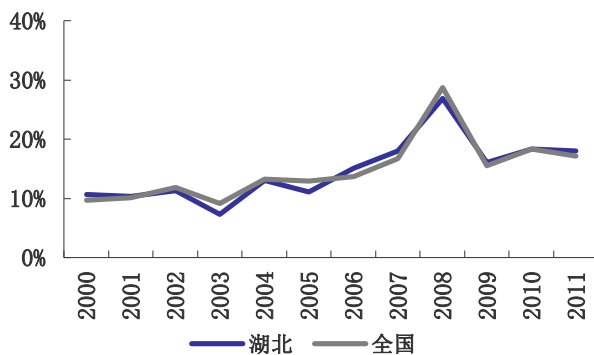
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

2. 湖北零售市场：百货市场高度集中

2.1. 湖北零售市场增速与全国持平

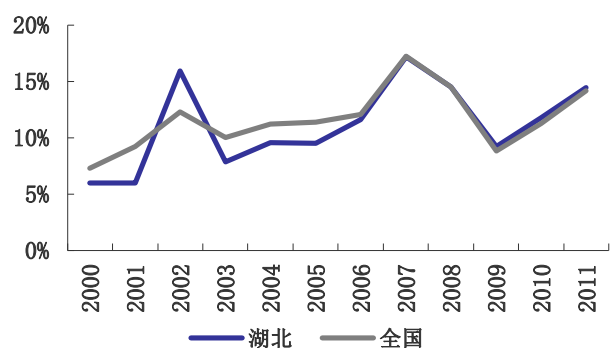
近年来，我国社会消费品零售总额一直保持上升趋势，10年来平均增速高达14.76%。湖北省社会消费品零售总额增速基本与全国持平，2011年同比增长17.98%。湖北省人均可支配收入增速也基本与全国增长水平趋同。湖北省GDP总量占全国4%，社会零售商品总额占全国约4.5%，消费市场增速同步全国平均水平，零售市场发展空间较大。

图 4：社会消费品零售总额增长



数据来源：国家统计局、安信证券研究中心

图 5：人均可支配收入增长



数据来源：国家统计局、安信证券研究中心

2.2. 湖北省商业竞争激烈，省内企业占领先地位

2011年我国连锁百强企业榜，湖北省有三家本土零售集团上榜，分别为鄂武商、中百集团和中商集团。三家企业2011年销售规模达552亿元，占湖北省社会消费品零售总额的6.96%，处于行业领先地位。

表 1：湖北省内连锁百强企业（2011年）

百强名次	企业	销售规模 (亿元)	门店数
17	中百集团	231	838
19	鄂武商	206	92
46	中商集团	115	46

数据来源：中国连锁经营协会、安信证券研究中心

湖北省百货市场竞争激烈，但市场集中度非常高。湖北百货市场主要集中于武汉市，武汉百货市场集中于解放路商圈。而公司在武汉解放路商圈占据核心位置，并形成强大的人流，因此公司在湖北省百货市场占据举足轻重的地位。另外，公司的兄弟公司——武汉中商旗下也有 10 家百货店，但百货收入估计仅有 20 亿元左右，还不如公司一家百货店（如武汉广场）的收入。还有宜昌国贸集团旗下的国贸百货，旗下六家门店几乎占领了宜昌百货市场。另外，湖北省内的外来竞争对手，如香港新世界百货、银泰百货、万达广场等在省内百货市场也有一定的影响力。但近年来，中商百货、中百百货、汉商集团、新世界百货、王府井武汉店等百货销售增长乏力，但公司百货销售却快于行业增长，显示了“强者更强”的竞争格局。随着 2011 年国际广场的开业，公司的百货市场份额还将继续提高。

表 2：湖北市场主要百货店（截止至 2011 年底）

	门店数	门店分布
中商集团	10 (2)	武汉 3 家、十堰 1 (1) 家、荆门、黄冈、咸宁 1 (1) 家、荆州、随州、孝感
鄂武商 A	9 (4)	武汉 5 (1) 家、十堰 3 家、襄阳 1 (1) 家、(黄石)、(仙桃)
国贸集团	9 (3)	宜昌 6 家、(天门)、(潜山)、(恩施)
中百集团	8 (4)	武汉 5 (1) 家、荆州、随州、施恩、(荆门)、(仙桃)、(十堰)
万达广场	7 (2)	武汉 5 (2) 家、宜昌、襄阳
新世界百货	6	武汉 6 家
大洋百货	5 (1)	武汉 3 家、宜昌、(荆州)
银泰百货	6	武汉、鄂州、襄阳、咸宁、仙桃、随州
汉商集团	3	武汉 3 家
王府井	1	武汉 1 家
永旺百货	(4)	武汉 (4) 家

注：括弧中为已签约即将开业的门店

数据来源：公司网站、安信证券研究中心

湖北省超市主要有省内三巨头——中百集团、鄂武商和中商集团统领。中百集团拥有省内 147 家仓储超市和 584 家便民超市，门店遍布湖北省内各地级市，并占据湖北省超市龙头地位。鄂武商旗下共有 90 家超市，主要集中于武汉市，规模排行第二。中商集团旗下共有 36 家超市，规模排名第三。其他外来超市，例如沃尔玛、家乐福、卜蜂莲花、麦德龙、大润发则主要在武汉市市区内发展，湖北省其他地区鲜有布局。

表 3：湖北市场主要超市（截止至 2011 年底）

	门店数	门店分布
中百集团	731	仓储超市分布：武汉 71 家、黄石 5 家、天门仙桃潜江共 4 家、襄樊 5 家、恩施 6 家、荆门 6 家、黄冈 7 家、孝感 14 家、咸宁 6 家、荆州 8 家、随州 5 家、宜昌 8 家
鄂武商 A	90	武汉、荆州、黄冈、咸宁、孝感、十堰等
中商集团	36	武汉 19 家、黄石 7 家、荆州 5 家、荆门 4 家、随州
沃尔玛	15	武汉 10 家、荆州、宜昌 3 家、襄阳
家乐福	8	武汉 7 家、孝感
卜蜂莲花	3	武汉 3 家
麦德龙	2	武汉 2 家
大润发	2	武汉、荆州

数据来源：公司网站、安信证券研究中心

2.3. 零售企业竞相由武汉向省内扩张

的主要任务是：发展仙桃、黄石、宜昌、襄阳、恩施、咸宁现代商业城，加快武商量贩网点建设，推进江南摩尔城项目选址和土地落实。另外，公司的“武商”、“武汉广场”品牌，在武汉市乃至湖北省的消费者中具有较强的影响力和很高的美誉度。尤其是武汉广场在全国单体百货排行中名列前茅。品牌优势使得公司在与物业提供商、供应商等其他各方的商业合作中相对于竞争对手均具有一定优势。

3.3. 百货辐射广，VIP 客户销售占比高

公司百货门店立足武汉，辐射湖北省及全国。购物中心 61% 的顾客来自武汉，30% 的顾客来自省内城市，9% 的顾客来自全国各地。随着高速公路的建设发展，武汉到达 8+1 城市圈只需 90 分钟，动车和高铁的开通，更加快城市之间的速度。公司的百货辐射将进一步拓展。目前，全公司 VIP 顾客近 220 万人，VIP 顾客销售额占总销售的 40%，且呈现出不断增长态势。稳定且持续增长的 VIP 客户资源成为公司销售增长的有效保障。

3.4. 核心门店物业自有，重估价值高

公司共有 9 家百货门店，建筑面积共计 77.5 万平米，自有物业占比 82%。其中武商摩尔城——国际广场、武汉广场和世贸广场和十堰人商均为自有物业，总建筑面积合计 63.2 万平米。我们对其自有物业按照市场价格的一定折价（约 6 折），物业重估价值为 162.90 亿元，增厚公司净资产 109.28 亿元，即公司资产重估后净资产价值为 132.58 亿元，折合每股收益为 26.14 元，明显高于当前股价。

表 4：公司价值重估

	建筑面积	假设价格 (元/平米)	市场价值 (亿元)
国际广场	325,000	30,000	97.50
武汉广场	73,500	30,000	22.05
世贸广场	100,000	30,000	30.00
十堰人民商场	133,500	10,000	13.35
自有物业价值合计 (亿元)	632,000		162.90
固定&无形资产净值			53.62
净资产账面价值			23.30
重估后净资产价值 (亿元)			132.58
折合每股净资产 (元/股)			26.14

注：世贸广场经营面积为 8 万平米，估算建筑面积为 10 万平米

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

4. 公司主营业务分析：百货和超市

4.1. 百货业态：盈利主要贡献点和增长点

截至 2012 年三季度底，公司共有百货门店 9 家，其中武汉市有 5 家，襄樊 1 家，十堰 3 家。公司百货门店的单店经营面积大，平均单店面积达 7 万平方米左右（不包括国际广场 32 万平米），集购物、娱乐及餐饮为一体。主力门店全部是自有物业，保证长期可持续发展。其中武汉的门店中位于解放大道的三家门店——世贸广场、武汉广场和国际广场组成摩尔城，是核心门店，也是业绩增长的核心驱动力。公司前瞻性的定位，顺应了零售行业业态变迁的趋势。

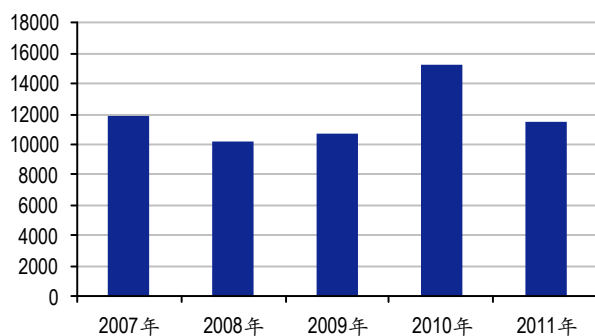
表 5: 公司百货门店基本概况

序号	门店	开业时间	建筑面积 (平米)	物业	位置	备注
1	武汉广场	1996 年	73,500	自有	武汉解放大道	
2	世贸广场	1999 年 9 月	100,000	自有	武汉解放大道	
3	建二商场	2001 年	30,000	租赁	武汉青山区	
4	亚贸购物中心	2002 年	60,116	租赁	武汉武昌区	
5	国际广场一期	2007 年 9 月	55,000	自有	武汉解放大道	原武汉商场
	国际广场二期	2011 年 9 月	270,000			
6	襄樊购物中心	2007 年 9 月	52,600	租赁	襄阳	
7	十堰人民商场	2011 年 12 月		自有	十堰	
8	十堰人商北京路店	2010 年 6 月	133,500	租赁	十堰	2009 年收购
9	郟阳购物中心	2012 年		自有	十堰郟县	

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

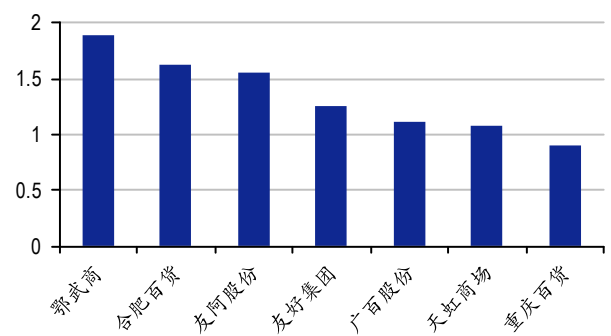
公司不仅拥有多个明星店, 而且单位坪效在同类公司中居前列, 这将有利于向省内二三线城市的渠道下沉。旗下的武汉广场、世贸广场和国际广场单店收入均超 10 亿元, 三者组建的摩尔城 2012 年总收入将近 60 亿元, 而且未来仍有很大的增长空间。公司百货的单位坪效在区域零售商中位列第一。2010 年公司百货单位坪效为 15,252 元/平米, 2011 年为 11,537 元/平米, 2011 年大幅下降主要是由于 27 万平米的国际广场二期当年 9 月份月底才开业, 以及十堰人商整体改造后 2011 年底新开 10 万平米, 剔除以上因素影响, 公司 2011 年百货单位坪效为 18,890 元/平米, 处较高水平。

图 7: 公司百货单位坪效 (元/平米)



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 8: 2011 区域零售公司百货单位坪效比较(万元/平米)



数据来源: wind 资讯、安信证券研究中心整理

➤ **武商摩尔城: 一举占领中原区域行业至高点**

武商摩尔城由三家主力百货店构成——武汉广场、世贸广场和国际广场。1996 年武汉广场开业, 1999 年世贸广场开业, 2007 年原武汉商场整体改建竣工后国际广场营业, 2011 年 9 月国际广场二期营业, 由此武商摩尔城完美收官, 规模效应凸显。2011 年摩尔三家百货店进行了较大的品牌调整, 武汉广场定位中高档品牌, 打造化妆品经营特色, 经营业绩稳居全国前列; 世贸广场定位略低档些, 做大做强黄金珠宝专业卖场; 国际广场定位高档百货+现代 Shopping Mall, 引入多个奢侈品牌。2012 年国际广场加速提档升级, 引入国际名牌, 销售将保持较快增长。摩尔三家百货店经营各具特色, 商圈影响力和市场份额越做越大, 真正实现 1+1+1>3。近几年摩尔三家百货店的合计销售增长在 35% 以上, 其中 90 年代开业的武汉广场和世贸广场增长也在 20% 左右, 即便是 2012 年百货行业增长大幅放缓, 全国明星店普遍出现同店下滑的背景下, 武汉广场和世贸广场的销售增长仍有 10% 左右, 远远高于行业平均增速。我们预计, 国际广场二期的开业, 将继续提升该商圈的消费人气, 武汉广场和世贸广场仍将继续保持较快增长, 而国际广场二期刚开业一年多, 未来增长空间非常大。

表 6: 武商摩尔城销售情况 (单位: 百万元)

	2009 年	2010 年	2011 年	2012Q3 年
武汉广场	1,835	2,073	2,577	2,017
同比增长	7.99%	12.93%	24.31%	11.37%
世贸广场	685	879	1,059	817
同比增长	8.52%	28.23%	20.54%	7.55%
国际广场	550	875	1,162	1,282
同比增长	59.39%	58.95%	32.76%	68.28%
3 家门店合计	3,071	3,826	4,797	4,116
占收入的比重	38.69%	36.31%	37.67%	38.34%

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

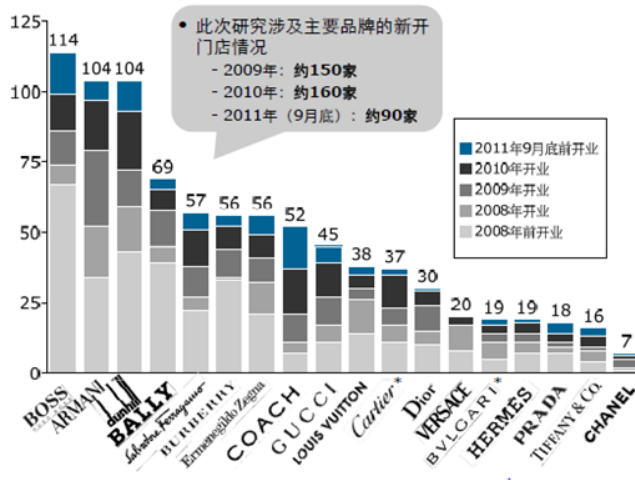
国际广场有望打造成华中区第一百货。国际广场二期开业后, 相继引入了 LV、Hermès、PRADA、CHANEL 等, 国际一线品牌几乎全部到位。国际广场二期的品牌档次已列居全国百货前列, 在华中区短期内更是“无人能比”。国际广场的巨大投入、超大面积、优越位置、超强人气等是该店成功的秘笈。国际广场二期虽然营业仅 1 年多, 2012 年销售收入约 10 亿元, 国际广场一、二期合计收入约 20 亿元。参考全国高档百货的单店收入和单位坪效, 我们预计未来 2、3 年内国际广场销售收入将达 40 亿元问题不大。届时国际广场的单店销售收入将超过武汉广场, 成为湖北省销售排名第一的百货店, 甚至是华中地区第一。国际广场二期投资约 25 亿元, 其中土地 11 亿元, 建造成本 14 亿元, 该店的折旧和摊销估计约 1 亿元, 再考虑人工费用、水电费等其他费用, 如果国际广场二期销售收入达 30 亿元, 则净利预计在 2 亿元以上。

表 7: 国际广场一期和二期先后引入的主要国际品牌情况

	国际广场一期	国际广场二期
主要国际品牌	GUCCI、CARTIER、HUGO BOSS、DAVID MAYER NAMAN、CORNELIANI、EMOPRIO ARMANI、BALENCIAGA、BOTTEGA VENETA、DIOR HMME、TOD’ S、MAXMARA、BURBERRY、YSL	LV、DIOR、VERSACE、TIFFANY、BVLGARI、DOLCE&GABBANA、HERMES、SWAROVSKI、SEPHORA、I.T、DAKS、COACH、BALLY、BRIONI、FERRAGAMO、ZEGNA、CHAUMET、MONTBLANC、PRANCIS SMAL TO、PAUL&SHARK、TAG HEUER、ZENITH、VERSACE COLLECTION、Y-3、HOGAN、ARMANI COLLEZIONI、SERGIO ROSSI、KENT&CURWEN、GIEVES&HAWKES、CERRUTI 1881、GIVENCHY、DUNHILL

数据来源: 安信证券研究中心整理

图 9: 国际奢侈品牌中国门店拓展 (截止 2011 年 9 月)



数据来源: 贝恩咨询、安信证券研究中心

表 8: 全国主要奢侈品百货经营概况

百货店名称	2011 年零售额 (亿元, 含税)	建筑面积 (万平方米)	单位坪效 (万元/平方米)
新光天地	65	18.0	3.6
杭州大厦	60	18.0	3.3
深圳万象城	52	18.0	2.9
长春卓展	34	13.3	2.6
南京德基	34	15.0	2.3
沈阳卓展	30	9.1	3.3
济南银座	25	5.3	4.7
天津友谊	22	3.5	6.3

数据来源: 商业信息中心、安信证券研究中心

值得关注的是, 武汉广场 (公司持股比例 51%) 物业现为向公司租赁, 租赁合同期为 1996 年 9 月至 2016 年 5 月。租赁合同约定, 前三年租金为 5000 万元/年, 第 4—10 年为前一

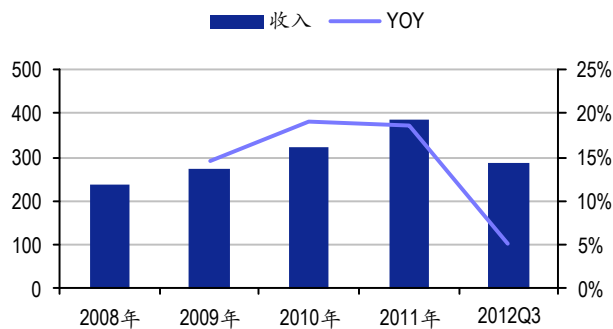
年租金加利息，2006 年和 2007 年租金费用提高至为 1.5 亿元；2008 年 10 月后租金每年递增 257.5 万元。公司有意在租赁合同到期后将武汉广场的物业收回自营。如果武汉广场收回自营，收回的少数股东损益和少交的租金物业费将直接增厚公司业绩。2011 年武汉广场的净利为 2.11 亿元，其租金收入所缴纳的物业费 2800 万元，因此武汉广场收回自营的话将直接增厚公司净利 1 亿元以上。

➤ **建二、亚贸：武汉同城门店，定位“区”中心百货店**

2001 年和 2002 年公司分别开设建二商场和亚贸广场，走出武汉解放大道商圈向外区域扩张。建二商场位于青山区，建筑面积 3 万平米，物业租赁（租期 20 年）。青山区素有“钢都”之称，该区内主要有建二商场和中百旗下的青山百货商场，分布在青山区南北两端共享该区域消费市场的增长。2011 年，建二商场的销售收入为 3.85 亿元，同比增长 18.65%；2012 年前三季度销售收入 2.87 亿元，同比增长 5.07%，门店销售增速基本随同行业增长。

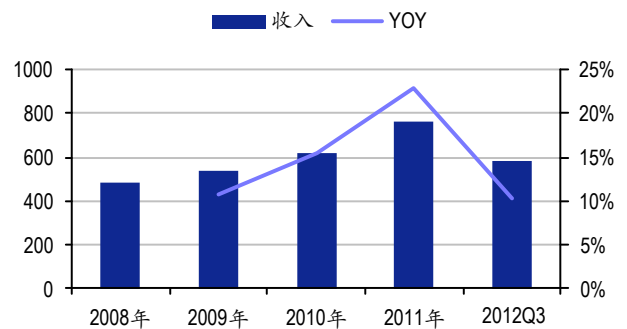
亚贸广场 2002 年在中南商圈开业。该商圈早期是武汉中商的天下，随后武商亚贸、台资的群光广场（2008 年）、银泰百货（2008 年）陆续进驻。目前群光广场凭借超大体量和中高档定位，2011 年实现含税销售额 18 亿元，位居湖北省单体百货销售排名第二，在武昌地区占据重要地位。相比较，公司旗下的亚贸广场增长也基本随同行业增长，2011 年销售收入 7.62 亿元，同比增长 22.95%；2012 年前三季度销售收入 5.86 亿元，同比增长 10.22%。

图 10：建二商场收入及其增长（单位：百万元）



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 11：亚贸广场收入及其增长（单位：百万元）

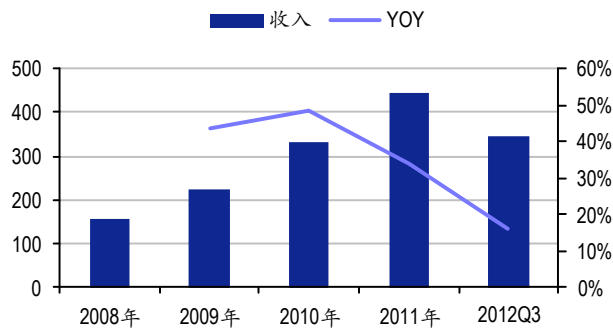


数据来源：公司公告、安信证券研究中心

➤ **武汉外门店：稳步推进外延扩张，定位购物中心为主**

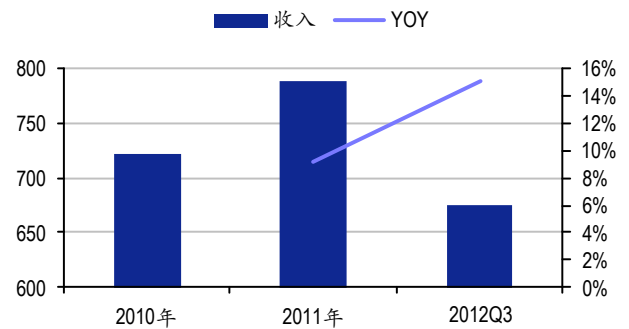
公司 2007 年开始进行湖北省内渠道下沉，共在襄樊和十堰分别开设了 1 家和 3 家百货店。其中，襄樊购物中心于 2007 年开业，2011 年实现销售收入 4.46 亿元，当地销售第一。2009 年收购十堰当地销售规模最大的人民商场，并于 2010 年迁址租赁经营，对原商场进行整体改造。改造后的人民商场总体量达 13.35 万平米，为当地规模最大的商场，其中一期于 2011 年底开业，二期计划 2013 年完工。2012 年前三季度，十堰人商实现销售收入 6.75 亿元，该门店在 2013 年销售规模突破 10 亿元将是大概率事件。

图 12: 襄樊购物中心收入及其增长 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 13: 十堰人商收入及其增长 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

➤ 购物中心建设拉开公司新五年发展规划序幕

公司将在新的五年内 (2012-2016 年) 重点发展湖北地级市购物中心项目。目前, 仙桃、黄石和武汉青山区的购物中心项目土地已落实, 将在 2013-2015 年逐步开出。另外, 还计划在襄阳、宜昌、恩施、咸宁开设购物中心项目。公司渠道下沉凭借较好的硬件设施, 品牌号召力和供应商资源, 将力争打造区域第一品牌。

表 9: 公司在建项目基本情况

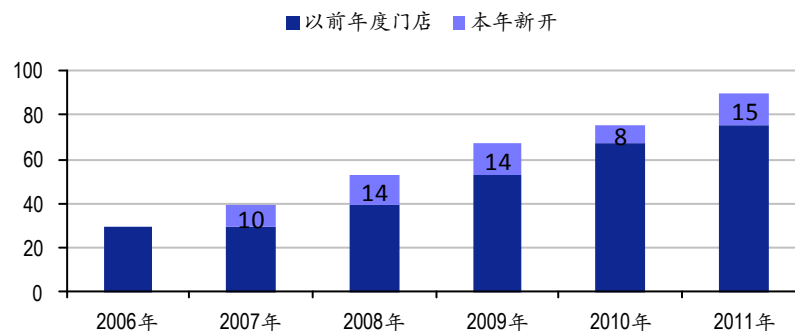
项目名称	开工时间	计划完工时间	总投资	建筑面积 (单位: 平米)
十堰人商改造	2010 年	2013 年	9.2 亿元	133,500
仙桃购物中心	2012 年	2013 年	5.0 亿元	100,000
黄石购物中心	2013 年	2014 年	10.1 亿元	180,000
青山现代商业	2013 年	2015 年	16.5 亿元	250,000

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

4.2. 超市: 稳步扩张, 协助百货业务发展

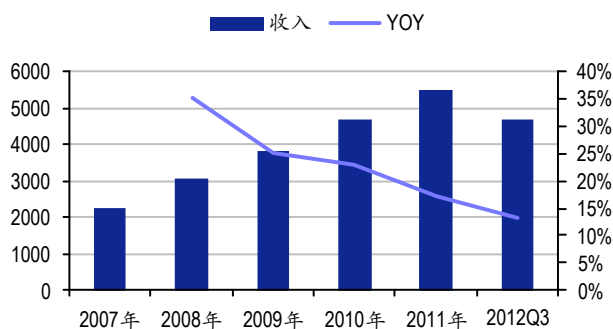
截至 2012 年 9 月末, 公司共有武商量贩 87 家, 门店分布约有一半在武汉。其中 5 家为自有物业, 剩余 82 家为租赁物业, 租赁物业的租赁合同期限一般在 10 年左右。计划未来 2-3 年, 每年新开 10 家左右门店, 其中为巩固武汉市的市场份额会在武汉新开门店 5-7 家, 在区域优势明显的地级城市将继续渠道下沉。

图 14: 武商量贩门店数 (单位: 家)



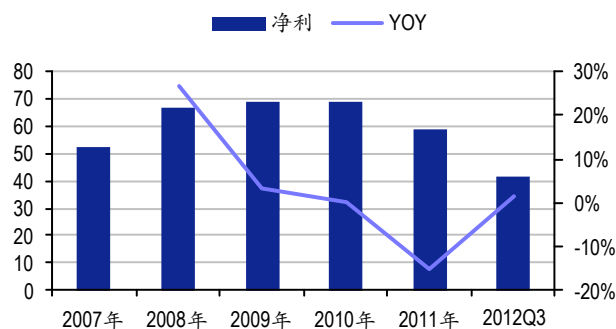
数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 15: 武商量贩收入及其增长 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

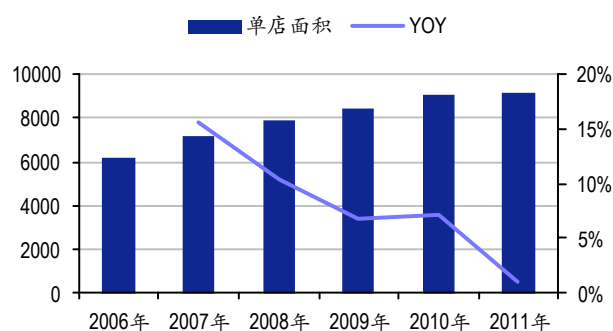
图 16: 武商量贩净利及其增长 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

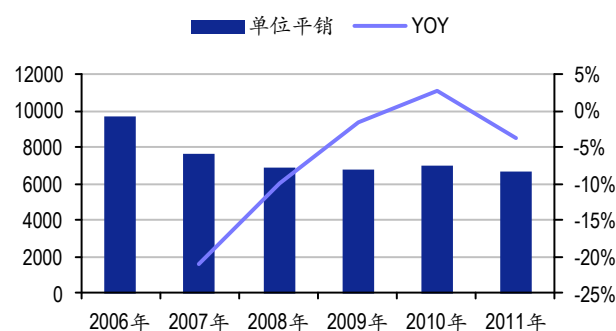
2011年,武商量贩实现销售收入55亿元,同比增长17%。近几年,公司超市门店的物业面积不断提高,平均单店面积由2006年的6,207平方米提高到了2009年的9,162平方米。单店收入基本维持在6,000万元左右,单位坪效近年来也基本在6000元/平方米左右,与中百仓储的基本情况差不多。受制于人工费用和租金的上涨压力,我们预计武商量贩的未来盈利增量不大,而且对公司盈利贡献敏感性也不大,因此可忽略此项业务的盈利分析。

图 17: 武商量贩单店面积 (单位: 平米)



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 18: 武商量贩单位坪效 (单位: 元/平米)



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

4.3. 其他业务逐步退出

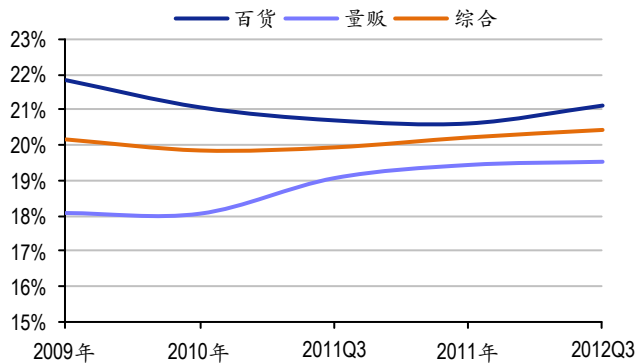
公司重点发展百货和超市业务,其他业务逐步退出。公司曾于2005年成立武商家电连锁公司,并开设了8家家电连锁店。由于家电竞争格局的变化,家电业务基本无盈利。2007年起逐步退出家电连锁业务,目前已全部退出经营,家电连锁子公司正处于清算阶段。

5. 公司财务分析

5.1. 品牌与规模效应使得毛利率趋于提升

摩尔城的品牌效应使得公司百货业务毛利率趋于上升。虽然国际广场定位高档百货,使得其毛利率从2008年的21.46%下滑到2010年最低的18.42%,但由于武汉广场、国际广场及摩尔城的品牌效应,使得百货门店对上游品牌商的议价能力在提高。同时,超市业务主要在湖北省内加密布点,随着规模的提升毛利率也趋于上升。

图 19: 鄂武商毛利率变动趋势



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

表 10: 鄂武商各百货门店毛利率同期对比

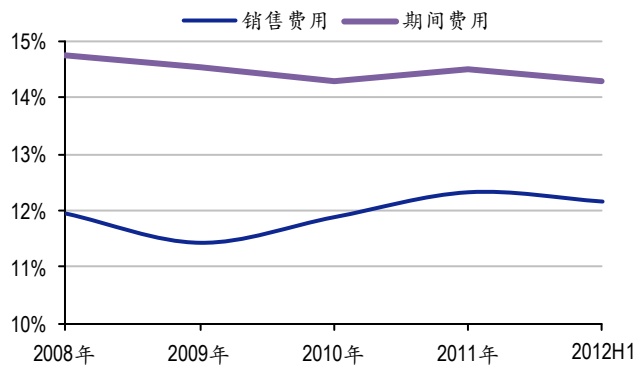
	2011Q3	2012Q3	提升
国际广场	17.97%	19.55%	1.58%
武汉广场	22.98%	23.06%	0.08%
世贸广场	21.73%	22.54%	0.81%
建二商场	17.87%	18.33%	0.46%
亚贸广场	20.04%	18.97%	-1.07%
襄樊购物中心	18.99%	19.72%	0.73%
十堰人商	16.94%	20.52%	3.58%
襄阳购物中心	11.61%	13.90%	2.29%
百货	20.68%	21.10%	0.42%

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

5.2. 费用率由于新开门店略有提升

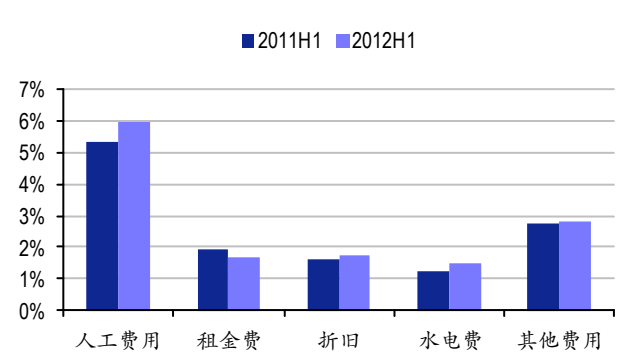
公司期间费用率整体较平稳, 其中人工费用率提升较明显, 而其他费用率趋于下降。人工费率的上升主要是由于员工平均工资的大幅上涨, 我们估计 2011 年公司人均工资上涨约 25%, 预计 2012 年仍有 20% 的涨幅。而水电费率和折旧率的短期内上涨, 主要是由于国际广场二期等新项目尚处培育期, 未来这两项费用率将处于下降。其他费用, 如经营费用、物业管理费用、CI 费用、税费、聘请中介机构费等以固定费用居多, 随着收入的增长, 处于下降趋势。因此, 我们判断在员工平均工资上涨的背景下, 费用率有望保持平稳的态势。

图 20: 鄂武商销售费用率和期间费用率变动趋势



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 21: 鄂武商主要费用占收入的比重

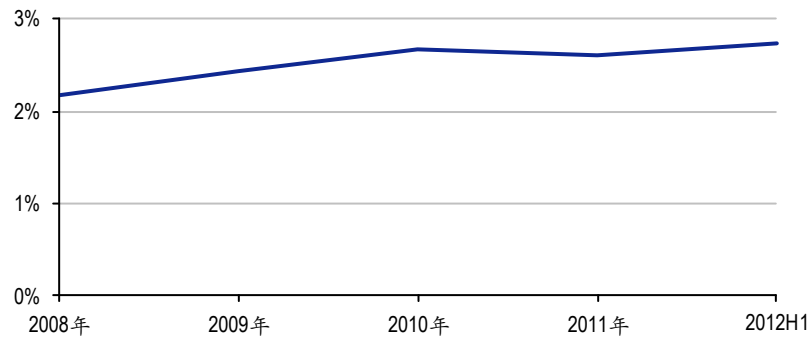


数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

5.3. 盈利水平仍有提升空间

近几年, 由于毛利率的提升以及对期间费用的有效控制, 使得扣非后的净利率趋于上升。2011 年, 公司净利率为 2.6%, 较 2008 年提高了 0.42%。我们分析认为, 随着摩尔城的收入规模不断扩大, 盈利水平仍有提升空间。如果 2016 年武汉广场收回自营后, 盈利有望大幅提升。

图 22：鄂武商扣非后净利率变动趋势



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

6. 盈利预测及投资建议

1) 收入假设：我们对公司主要百货门店收入增速的假设如下：

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
国际广场	1,162	1,859	2,602	3,383
YOY	32.76%	60.00%	40.00%	30.00%
武汉广场	2,577	2,886	3,174	3,492
YOY	24.31%	12.00%	10.00%	10.00%
世贸广场	1,059	1,133	1,190	1,249
YOY	20.54%	7.00%	5.00%	5.00%
十堰人民商场	789	947	1,089	1,198
YOY	9.20%	20.00%	15.00%	10.00%

数据来源：wind 资讯、安信证券研究中心预测

综合以上主要百货门店的收入假设，我们预计公司 2012-2014 年百货业务收入增速分别为 18.92%、15.94%和 13.96%。同时基于公司超市业务仅在湖北省内加密布点，每年新开门店 10 家左右，我们简单假设超市业务 2012-2014 年的收入增速均为 10%。综上，我们对公司收入的整体假设如下：

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
百货	7,216	8,581	9,949	11,338
YOY	23.94%	18.92%	15.94%	13.96%
超市	5,478	6,026	6,629	7,292
YOY	17.06%	10.00%	10.00%	10.00%
其他业务	40	44	48	53
YOY	13.52%	10.00%	10.00%	10.00%
收入合计	12,734	14,651	16,626	18,682
YOY	20.85%	15.06%	13.48%	12.37%

数据来源：wind 资讯、安信证券研究中心预测

2) 毛利率假设：基于上文我们对公司业务分析，我们认为百货业务毛利率趋于上升，同时由于高毛利的百货业务收入占比的提升，公司综合端毛利率在 2012-2014 年也趋于提升。以下是我们对主要百货门店和各业务毛利率的假设：

	2011	2012E	2013E	2014E
武汉广场	22.96%	23.06%	23.16%	23.26%
国际广场	18.86%	19.36%	19.56%	19.56%
世贸广场	22.03%	22.03%	22.13%	22.23%
百货	20.59%	20.63%	20.64%	20.64%
超市	19.42%	19.42%	19.42%	19.42%
其他业务	60.51%	100.0%	100.0%	100.0%

综合端毛利率	20.21%	20.37%	20.38%	20.39%
--------	--------	--------	--------	--------

数据来源: wind 资讯、安信证券研究中心预测

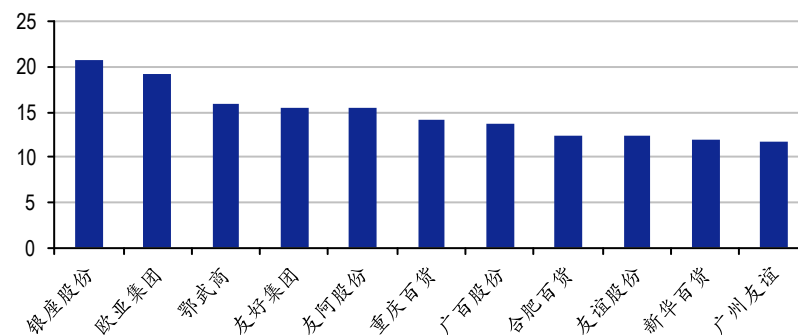
3) 期间费用率假设: 假设人工费用中的员工数和人均工资增长分别为 5%和 10%-20%; 经营物业以自有为主, 租金增幅不大; 折旧及摊销的增加主要来自新建项目, 其他费用率略有下降。

	2011	2012E	2013E	2014E
销售费用率	12.3%	12.5%	12.6%	12.6%
管理费用率	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
财务费用率	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%
期间费用率	14.5%	14.8%	14.9%	14.8%
其中: 各费用明细占收入比重				
人工费用	5.63%	6.16%	6.56%	6.74%
租金费用	1.99%	1.79%	1.71%	1.73%
折旧及摊销	1.66%	1.82%	1.67%	1.53%
水电费	1.53%	1.37%	1.32%	1.33%

数据来源: wind 资讯、安信证券研究中心预测

综合假设和分析, 我们预计公司 2012-2014 年的归属于母公司的净利润为 3.74 亿元、4.31 亿元和 5.03 亿元, 净利增速分别为 12.8%、15.3%和 16.9%, 折合每股收益 0.74 元、0.85 元和 0.99 元。公司作为湖北百货龙头, 2011 年全面拉开序幕的武商摩尔城将发展成湖北乃至华中区域定位最全面、收入规模最大的 mall, 鉴于公司收入和盈利的增长较为确定, 给予 2013 年 17 倍 PE, 12 个月目标价 14.45 元, 给予增持-A 的投资评级。

图 23: 区域零售商最新 PE (TTM) 对比



数据来源: wind 资讯、安信证券研究中心

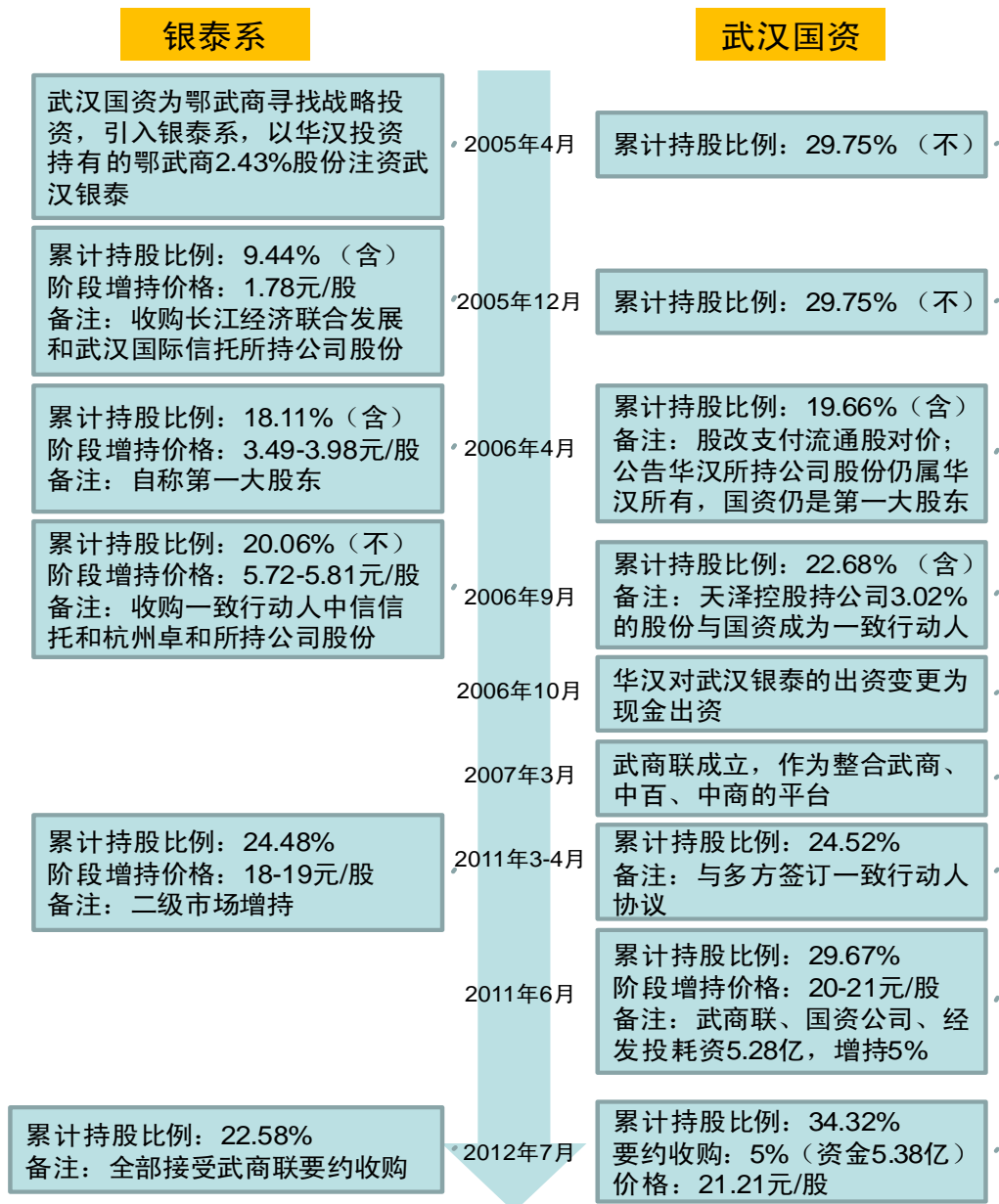
7. 风险提示

- 1) 湖北百货竞争格局加剧。虽然公司在湖北百货龙头的地位, 以及摩尔城在湖北首屈一指的地位都不可动摇, 但一些优秀外来百货和购物中心企业, 如新世界、大洋、银泰和万达百货在武汉及湖北地级市的加密布点, 会抢占公司在湖北省的市场份额, 并延长公司在湖北地级市新开门店的培育时间。
- 2) 资本开支较大导致财务费用大幅上升。公司新的五年将大力拓展湖北地级市的购物中心项目, 这些项目公司都计划从拿地开始, 通过自建的形式获得经验物业。这将导致公司近几年的资本开支仍然较大, 财务费用存在大幅上升的风险。
- 3) 资产重组风险。武汉国资委有意将中百集团、武汉中商和鄂武商的重组合并, 虽然去年年底中百集团和武汉中商的吸收合并遭股东大会否决, 但目前仍在推动中。鄂武商

与两者的合并短期内被搁置，但未来势必与其进行资产重组，以避免同业竞争问题。我们判断，鄂武商的超市业务可能剥离给中百集团，而中百集团和武汉中商的百货业务可能注入鄂武商，最终解决同业竞争问题。

- 4) 银泰系可能在二级市场减持公司股票，造成短期股价下跌风险。

附注一：武商联与银泰系股权纷争



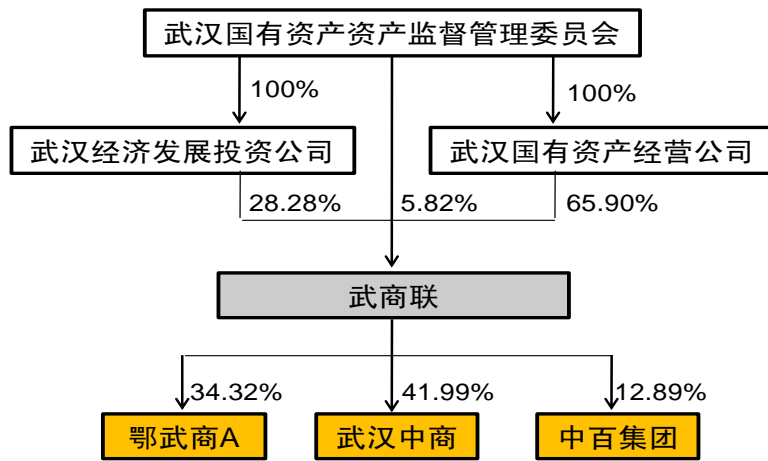
注：累计持股比例中的含与不含是指是否包括华汉投资所持有的公司2.43%的股份。

数据来源：公司公告、安信证券研究中心整理

附注二：武商联介绍

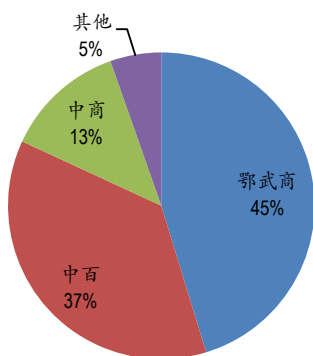
2007 年，武汉国资与武汉经济发展投资共同发起设立武商联，为旗下三家上市零售公司的整合搭建平台。其中，武汉国资以持有的鄂武商、武汉中百和武汉中商三家上市公司国有股作为出资；武汉经济发展投资以 5 亿元作为出资。2011 年，武商联的营业收入为 307 亿元，净利润为 8.13 亿元，其中鄂武商为武商联净利的主要来源，占净利构成的 55%。

图 24：武商联股权结构



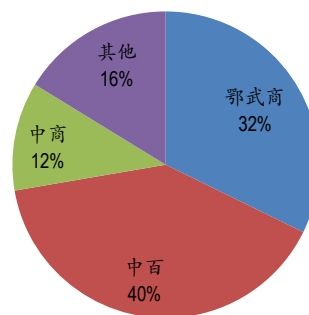
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 25：2011 年末武商联总资产构成



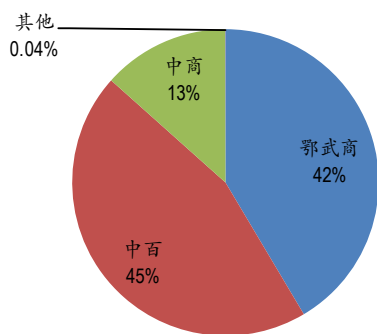
数据来源：公司公告、wind 资讯、安信证券研究中心

图 26：2011 年末武商联净资产构成



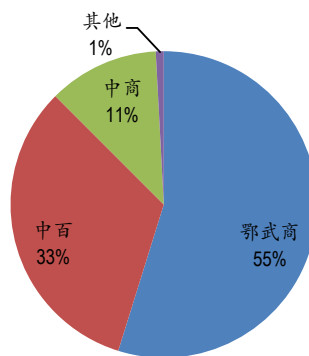
数据来源：公司公告、wind 资讯、安信证券研究中心

图 27：2011 年武商联收入构成



数据来源：公司公告、wind 资讯、安信证券研究中心

图 28：2011 年武商联净利构成



数据来源：公司公告、wind 资讯、安信证券研究中心

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张静声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	律烨	0755-82558076	lvye@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

