

鄂武商A(000501)

“摩尔”扩张，基本面质变

推荐 (维持)

现价: 11.12 元

主要数据

行业	平安批发与零售贸易
公司网址	www.wushang.com.cn
大股东/持股	武汉商联集团/22.02%
实际控制人/持股	武汉市国资委/23.42%
总股本(百万股)	507
流通 A 股(百万股)	507
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	56.36
流通 A 股市值(亿元)	56.36
每股净资产(元)	4.59
资产负债率(%)	75.3

行情走势图



相关研究报告

20120829-中报点评-中期业绩低于预期，股权之争仍未平息

20121020-三季报点评-三季度环比改善明显

证券分析师

**耿邦昊** 投资咨询资格编号S1060512070001  
0755-22625433  
gengbanghao458@pingan.com.cn

**洪涛** 投资咨询资格编号S1060512070006  
0755-22627541  
hongtao908@pingan.com.cn

研究助理

**林浩然** 一般从业资格编号S1060112080041  
0755-22627559  
linhaoran074@pingan.com.cn

投资要点

作为武汉零售龙头，鄂武商一直是零售公司中的争议品种。一方面，公司无论经营规模、业态升级、品牌资源均遥遥领先于同类公司；但另一方面，股权之争、武广少数股东权益不确定性及公司管控不严带来的业绩漏出也饱受质疑。

13年武汉摩尔城进入盈利期给公司带来质的变化：国际大牌奢侈品云集带来的品牌效应以及充裕利润&现金流贡献使得公司在省内三四线城市扩张购物中心游刃有余，而这将成为未来五年公司规模、利润快速增长的基石。股权之争趋于平静，但“鲶鱼效应”下公司一旦治理结构改善、费用控制加强，未来公司有可能迎来业绩井喷。我们建议投资者关注公司基本面的明显改善，推荐评级。

■ 战略清晰领先，专注省内城市的购物中心扩张

公司是业内最早推进业态升级的公司之一，过去三年新开项目全部为城市型&社区型购物中心，较好抵御了网络零售带来的冲击。未来公司将加速向省内其他地级市渠道下沉，“1+8”城市圈将为主要目标区域。

■ 摩尔城进入盈利期，成为业绩发动机

公司07年起耗巨资兴建，位于武汉核心商圈的25万平摩尔项目云集 Hermès、LV 等国际大牌奢侈品，今年进入利润释放期，预计12-14年该项目盈利1323、5717、10204万元，业绩增量显著。不仅如此，通过该项目积累的品牌资源、运营管理经验，有助于公司未来摩尔式扩张。

■ 短期扩张带来折旧摊销费用压力，但预计14年起费率下降

根据我们的预测，公司储备中的仙桃、十堰、黄石、青山四大购物中心项目面积共计70万平方米，总投资额超过66亿元，导致12-14年折旧摊销费率为2.01%、2.35%和2.35%，但我们预计培育期结束后这些门店的业绩弹性很大。若参考09年摩尔城、10年十堰开工建设及此后几年的费率变化，我们预计2013年将是公司折旧摊销费率的阶段性高点，2014年起将随着项目盈利释放而逐步回落。

■ 股权之争趋于平衡，但鲶鱼效应下黑箱费用或为业绩弹性来源

要约收购后武商联与银泰系股权扩大至11.74%，股权之争趋缓，但鲶鱼效应下公司的治理结构存在改善的可能。相比行业平均水平，公司除刚性费用以外的黑箱费用占收入比例超过3%，这部分费用或存在压缩空间，带来巨大业绩弹性。

■ 武广少数股东权益收回，美好却不确定

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入 (百万元)	12,734	14,990	17,431	20,409
YoY(%)	20.8	17.7	16.3	17.1
净利润 (百万元)	331.3	356.4	416.0	506.2
YoY(%)	12.9	7.6	16.7	21.7
毛利率(%)	20.2	20.1	20.5	20.8
净利率(%)	2.6	2.4	2.4	2.5
ROE(%)	16.2	14.9	14.8	15.3
EPS(摊薄/元)	0.65	0.70	0.82	1.00
P/E(倍)	17.0	15.8	13.6	11.1
P/B(倍)	2.8	2.4	2.0	1.7

2013 年底是合资公司武汉广场管理有限公司存续终止期，该公司外资股东持有的 49% 股权以何种形式实现对价将是所有投资者密切关注的。虽然鄂武商多年前就已完全独立负责经营和管理武汉广场，不过考虑到外资方股东背景特殊，49% 少数股东权益收回的不确定性很大，我们对少数股东权益收回持谨慎态度。

■ **看好鄂武商摩尔式扩张，给予“推荐”评级**

“1+8” 城市圈的崛起给武汉带来巨大消费潜力。“华中地标” 摩尔城的成功带来公司基本面质变，大大提高了公司未来扩张的成功概率。鉴于治理结构改善及少数股东权益收回的不确定性，我们预测 2012-2014 年公司 EPS 分别为 0.7、0.82、1.0 元，现价对应 PE 分别为 15.8、13.6、11.1 倍，给予“推荐”评级！

■ **风险提示：摩尔城销售低于预期；行业需求不振；股权之争不确定性等。**

## 正文目录

一、	城市圈效应逐渐显现，区域布局重点突出 .....	5
	“1+8”城市圈消费潜力大 .....	5
	九省通衢，商家必争之地 .....	6
二、	战略清晰：扩张购物中心+省内渠道下沉 .....	7
	扩张购物中心，抵御网购冲击 .....	7
	加速渠道下沉，深耕省内城市 .....	8
	量贩“百货化”，规模稳健增长 .....	8
三、	摩尔城带来质变，存量门店稳健增长 .....	9
	武商摩尔，华中地标 .....	10
	存量门店，稳健增长 .....	11
四、	费用管控力度对业绩影响巨大 .....	11
	折旧摊销阶段性高点 .....	12
	高人工费率为遗留问题 .....	13
	黑箱费用或存改善空间 .....	13
五、	股权之争暂落幕，武广少数股东权益收回仍存变数 .....	14
	股权之争暂落幕 .....	14
	武广权益收回仍存不确定性 .....	15
六、	盈利预测 .....	15
七、	风险提示 .....	15

## 图表目录

图表 1	湖北 GDP 增速 .....	5
图表 2	中部省份社零总额及人均 GDP .....	5
图表 3	武汉主要商圈情况.....	6
图表 4	武汉主要百货公司面积及门店数 .....	6
图表 5	武汉地区百货业态市场份额 .....	6
图表 6	鄂武商开业&储备&在建购物中心 .....	7
图表 7	2010-2015E 鄂武商经营面积 .....	7
图表 8	鄂武商现有百货门店情况 .....	7
图表 9	鄂武商未来在三四线城市的购物中心布局 .....	8
图表 10	2005-2011 量贩收入占比 .....	9
图表 11	2005-2011 量贩业务净利润占比 .....	9
图表 12	超市行业净利率及主要费用率情况 .....	9
图表 13	2006-2011 武商量贩扩张情况 .....	9
图表 14	鄂武商收入增长情况 .....	10
图表 15	鄂武商净利润增长情况.....	10
图表 16	摩尔城盈利能力测算 .....	10
图表 17	武汉国际广场入驻品牌资源介绍 .....	10
图表 18	鄂武商主要百货门店经营情况 .....	11
图表 19	2011 年 A 股连锁百货费用率比较 .....	11
图表 20	2008-2014E 折旧摊销费率情况 .....	12
图表 21	鄂武商在建购物中心未来盈亏测算.....	12
图表 22	零售公司人工费用占收入比例比较.....	13
图表 23	鄂武商员工构成 .....	13
图表 24	鄂武商其它费用构成 ( 1H2012 ) .....	13
图表 25	2009-2012E 鄂武商其他费用占比.....	13
图表 26	鄂武商股权之争回顾 .....	14

作为武汉零售龙头，鄂武商一直是零售公司中的争议品种。一方面，公司无论经营规模、业态升级、品牌资源均遥遥领先于同类公司；但另一方面，股权之争、武广少数股东权益不确定性及公司管控不严带来的业绩漏出也饱受质疑。

13 年武汉摩尔城进入盈利期给公司带来质的变化：国际大牌奢侈品云集带来的品牌效应以及充裕利润&现金流贡献使得公司在省内三四线城市扩张购物中心游刃有余，而这将成为未来五年公司规模、利润快速增长的基石。股权之争趋于平静，但“鲶鱼效应”下公司一旦治理结构改善、费用控制加强，未来公司有可能迎来业绩井喷。我们建议投资者关注公司基本面的明显改善，推荐评级。

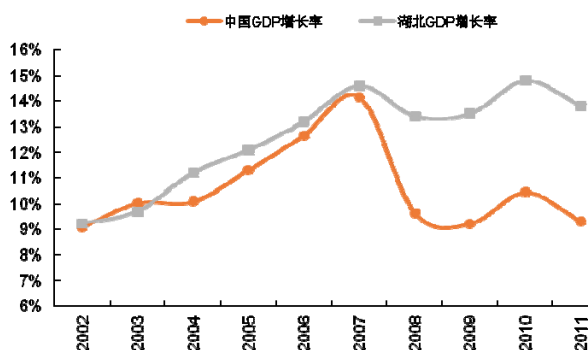
## 一、城市圈效应逐渐显现，区域布局重点突出

以武汉为核心的“1+8”城市圈对湖北地区整体收入和消费水平推动巨大，2011 年湖北省限额以上百货店实现销售额 251.8 亿元，近五年 CAGR=13%。武汉自古以来就是商家必争之地，截至 2010 年共有连锁百货店 82 个。除了鄂武商等四家本土零售上市公司外，新世界百货、国贸集团、万达百货、大洋百货等门店也均超过 3 家，其中鄂武商以 28.7% 的市场份额占据领先地位（其次为新世界百货 8.8%），龙头地位稳固。

### 1.1 “1+8”城市圈消费潜力大

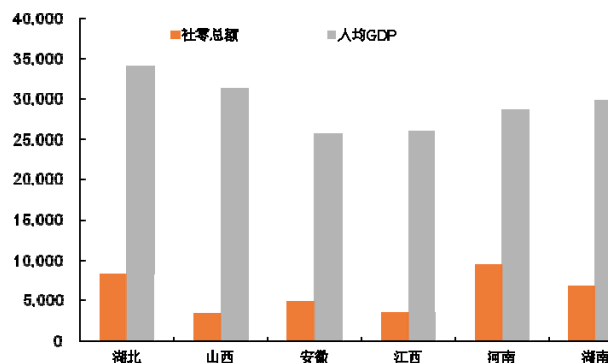
湖北是华中经济大省，常住人口达 5758 万。2011 年人均 GDP 超过 3.4 万元，高于河南、湖南、江西等中部省市；社零总额达到 8275 亿元，在中部仅仅落后于人口众多的河南省。随着以武汉为核心的“1+8 城市圈”概念形成并快速发展，武汉地区各个零售业态都将得到推动。

图表1 湖北GDP增速



资料来源：CEIC，平安证券研究所整理

图表2 中部省份社零总额及人均GDP



资料来源：CEIC，平安证券研究所整理

作为湖北省会，武汉是中西部地区第一大城市，也是上海、北京外人口最多的城市。2011 年人均 GDP 约 6.6 万元，实现社零总额近 3000 亿元，在所有省会城市中仅仅落后于广州。武汉商业主要集中于 11 个商圈，并以武广商圈和江汉路商圈为核心。武广商圈随着“摩尔城”的建成开业，已经形成集购物、休闲、餐饮等功能于一体的大型购物中心。在 LV、GUCCI 等国际豪华品牌纷纷入驻后，武广商圈实现了向高级购物中心商圈的转变，已经成为武汉乃至整个中部最有吸引力的商圈。

武汉“1+8”城市圈包括武汉、黄石、天门、鄂州、孝感、黄冈、咸宁、仙桃和潜江 9 个城市，占湖北全省面积的 33%，是中国中部经济区及长江中游最大、最密集的城市群。2011 年“1+8”城市圈实现 GDP 1.19 万亿元，同比增长 20% 以上，占比湖北省 GDP 约 59%。

图表3 武汉主要商圈情况

商圈	位置	商圈内主要门店
武广商圈	江汉区解放大道	武汉广场、武汉国际广场、世贸广场、新世界、SOGO崇光百货等
中南商圈	武昌区中南、民主路交汇处	亚贸广场、银泰百货、新世界、群光广场、世纪中商等
徐东商圈	武昌区徐东大街	凯旋门广场、新世界等
江汉路商圈	江岸区江汉路步行街	王府井、大洋百货、新世界、中心百货、万达广场等
建设大道商圈	江汉区建设大道	武汉中心等
徐东商圈	武昌区徐东大街	凯旋门广场、徐东平价等
光谷商圈	武昌区	大洋百货、光谷步行街、鲁巷广场
街道口商圈	洪山区街道口	亚贸广场、新世界百货、群光百货等
钟家村商圈	汉阳区钟家村	汉阳商场、新世界百货、汉商21世纪购物广场等
司门口商圈	武昌解放路、民主路交口	天丽百货、司门口明日广场等
王家湾商圈	汉阳区汉阳、龙阳大道交口处	大洋百货、汉商21世纪购物中心等

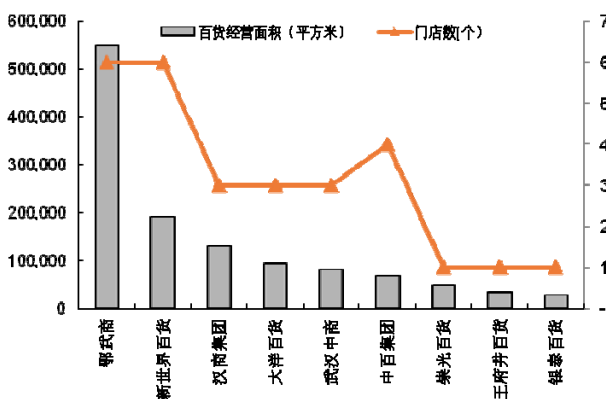
资料来源：互联网，平安证券研究所

## 1.2 九省通衢，商家必争之地

素有“九省通衢”美誉的武汉市，一直为商家必争之地，仅当地就有鄂武商、中百集团、武汉中商、汉商集团四家零售上市公司，此外包括新世界百货、银泰百货、太平洋百货等多家零售企业也有门店分布，根据统计局数据，2010年底武汉限额以上百货门店共有82家。

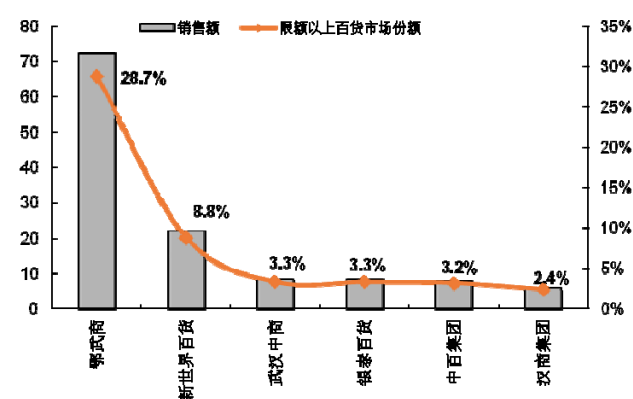
2011年武汉限额以上百货店实现销售额251.8亿元，近五年CAGR=13%。如仅考虑百货业态，鄂武商以28.7%的市场份额遥遥领先，其次为新世界百货和武汉中商。鄂武商摩尔城云集国际一线奢侈品品牌，无论是规模还是市场影响力都无人能及。根据我们的预测，鄂武商未来三年百货业务收入CAGR=14.7%，假设业态整体增长率保持13%的水平不变，3年后鄂武商百货市场份额将提升至30%以上。

图表4 武汉主要百货公司面积及门店数



资料来源：公司年报，公司调研，平安证券研究所整理

图表5 武汉地区百货业态市场份额



资料来源：公司年报，平安证券研究所整理

PS：新世界与银泰销售额为根据年报测算值，所有公司均不考虑非百货业态

## 二、战略清晰：扩张购物中心+省内渠道下沉

作为武汉区域零售龙头，公司未来战略清晰，主要体现为以下三点：

- 1、以自建大体量购物中心为主业，陆续将要开出的仙桃、黄石、青山三店都超过 10 万平米；
- 2、深耕湖北，向省内三四线城市做渠道下沉，“1+8”城市圈将为主要目标区域；
- 3、量贩超市作为辅助业态，年扩张规模放缓至 10 家左右，并逐步实现卖场“百货化”。

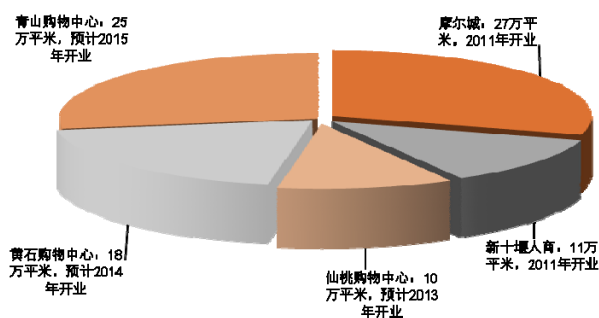
### 2.1 扩张购物中心，抵御网购冲击

由于能够弥补网购体验感方面的天然缺失，大型购物中心是抵御网络零售冲击的有效业态，但自建购物中心对零售企业真正的考验是其运营商业地产的能力。拿地建设、招商运营、资产管理三个环节中，拿地建设取决于渠道与规划能力，招商运营决定购物中心的档次定位，而后续资产管理能力则是购物中心能够较快进入成熟期的保障。

鄂武商充分考虑了网络零售对传统经营模式可能产生的冲击，因此从 07 年开始起基本上停止了纯百货业态的扩张。国广二期摩尔城的建成对鄂武商具有重要意义，一方面这是公司首次尝试购物中心业态并大获成功、对公司短期业绩将有明显拉动；另一方面公司藉此积累了强大的品牌资源以及购物中心运营管理和资金运作的经验。

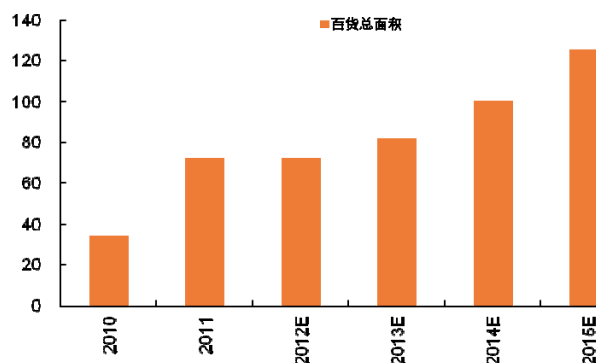
公司目前拥有零售门店 8 家，总建筑面积 72 万平方米，其中自有物业面积占比高达 82%，今年公司将继续新建多家购物中心，包括仙桃、黄石、青山、十堰人商二期等项目。无论从盈利能力还是业态成长性考量，鄂武商的“摩尔战略”已经领先同业竞争对手两到三年。

图表6 鄂武商开业&储备&在建购物中心



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 2010-2015E鄂武商经营面积



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 鄂武商现有百货门店情况

商场名称	开业时间	物业性质	所占权益	建筑面积	所属商圈
<b>百货门店：</b>					
武汉广场	1996	自有	51%	7.6万平米	武汉武广商圈
武汉世贸广场	1999	自有	100%	8万平米	武汉武广商圈
武汉亚贸商场	2002	租赁	100%	5万平米	武汉街道口商圈
武汉建二商场	2003	租赁	100%	2万平米	武汉青山区
襄阳购物中心	2007	租赁	100%	6万平米	襄阳



武汉国际广场一期	2007	自有	100%	5.5万平米	武汉武广商圈
武汉国际广场二期	2011	自有	100%	27万平米	武汉武广商圈
新十堰人商	2011	自有	100%	11万平米	十堰

资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 2.2 加速渠道下沉，深耕省内城市

公司已经明确了近几年的扩张区域，即立足武汉、深耕省内的周边城市，短期内不会考虑走出湖北省。目前已经公告的项目包括仙桃、黄石、青山、十堰人商二期等四座购物中心，共计建筑面积为70万平米。

我们认为公司开发三四线城市购物中心的成功率较高：

- 1、公司早在 2007 年就试水襄樊购物中心，2009 年收购十堰人商后将其扩建成购物中心，目前这两个项目盈利情况都很好，公司已经积累了不少经验；
- 2、由于公司在武汉市的垄断地位卓著、品牌资源极其丰富，其对品牌商有充分的溢价能力，能够帮助未来新开设的购物中心快速渡过培育期；
- 3、根据我们之前调研的长沙、江苏、河南、四川等地区的经验，三四线城市本身也到了需求爆发而供给不足的黄金时机。

区域零售龙头往往对明星店有较强的依赖性，武汉广场 2011 年实现净利润 2.23 亿元，占鄂武商净利润总额的 50%以上。出于成长性考虑，通过外延扩张来优化店龄结构，进行渠道下沉不仅必要，也是公司未来业绩可持续发展的保障。

图表9 鄂武商未来在三四线城市的购物中心布局

购物中心	详细信息
襄阳购物中心	2007年开业，建筑面积6万平米，租约20年。
新十堰人商	2011年开业，建筑面积11万平米。预计2012年销售额约7亿元，实现净利润4000万元左右。
仙桃购物中心	项目总投资约5亿元，建筑面积约10万平米。将通过移植武商摩尔城现有的经营渠道、经营品类、经营品牌、经营管理模式。2012年开工建设，预计2013年底对外营业。
黄石购物中心	项目总投资10.07亿元，地上八层，地下三层，总面积约18万平方米。预计2012年开工建设，2014年底对外营业。
青山购物中心	项目总投资16.5亿元，地上六层、地下两层，总面积为25万平米，目前青山区仅仅有建二商场等两家不足2万平米商场。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

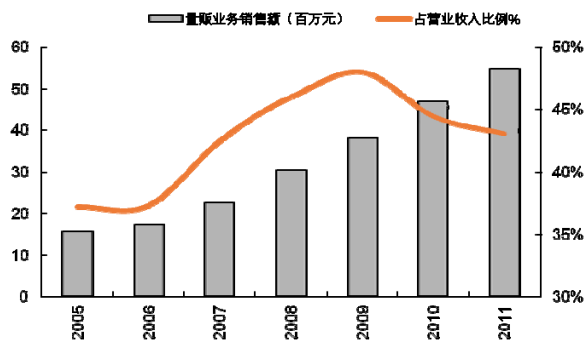
## 2.3 量贩“百货化”，规模稳健增长

国内超市目前仍未摆脱对资金及人力投入的高度依赖，也无力应对人工、租金等成本的刚性上涨，这使得行业所面临的成本压力和扩张资金需求将越来越大，回报率越来越低。由于短期将不再新开传统百货店，鄂武商量贩业务将出现更多的百货元素，且新开门店多为1万平方米以上。这也意味着量贩业务未来的方向可能为类似大润发的“百货化”模式，我们认为这是公司的超市业务从薄利润困境突围的有效方式。



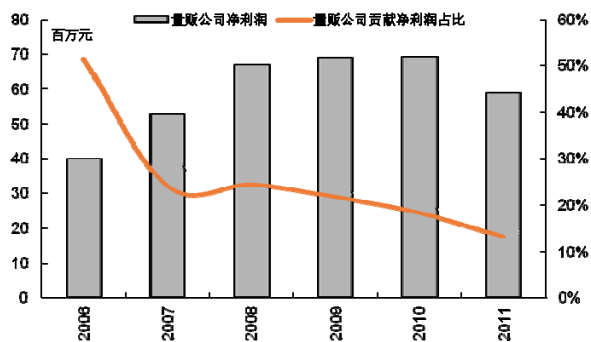
近些年来量贩业务对业绩的贡献率不断走低，一方面是由于租金、人工等成本的不断上涨使得量贩业态利润率被摊薄；另一方面则是由于公司未来主打大体量购物中心而量贩超市业务外延扩张相对放缓（作为辅助业态），与此同时新开的购物中心正逐渐进入成熟期释放业绩所致。

图表10 2005-2011量贩收入占比



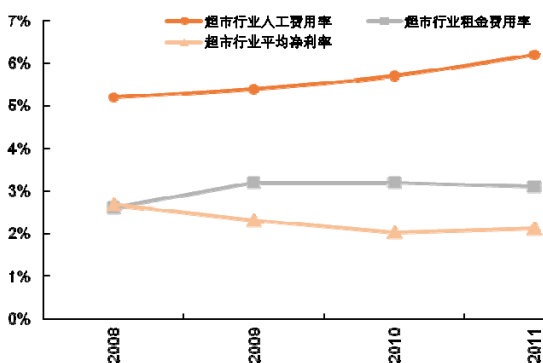
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表11 2005-2011量贩业务净利润占比



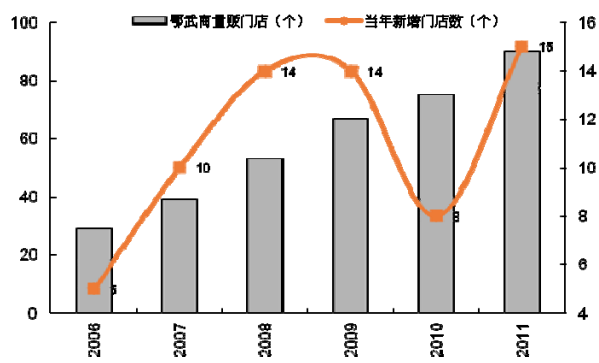
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表12 超市行业净利率及主要费用率情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表13 2006-2011武商量贩扩张情况

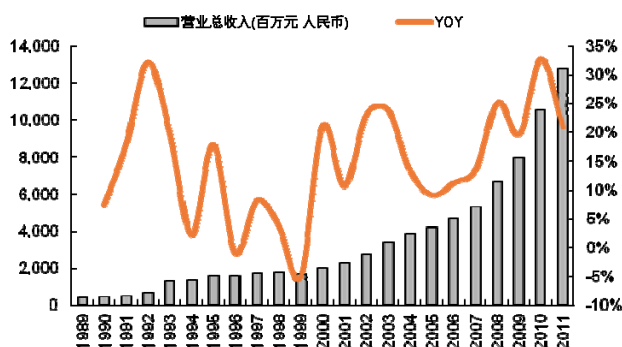


资料来源: 公司年报, 平安证券研究所

### 三、摩尔城带来质变，存量门店稳健增长

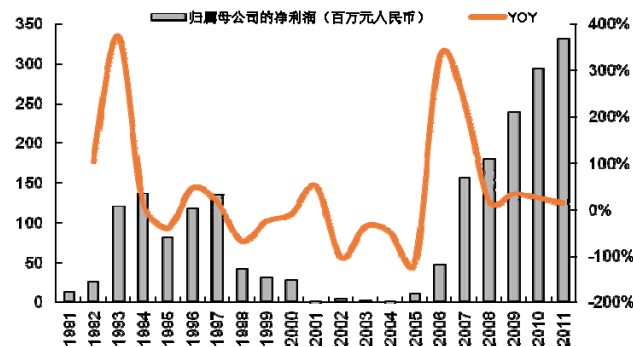
过去五年里，鄂武商百货+量贩经营面积由 63 万平米扩大到 145 万平米，CAGR 为 18.1%，门店从 48 家发展到 100 家。已经开业的门店中，自有物业面积占比达 82%，位于核心商圈门店面积为 52.9 万平米，占比接近 70%（且除亚贸广场外均为自有物业）。核心商圈物业不仅资产价值相对具有安全边际，也是公司利润的主要贡献力量。

图表14 鄂武商收入增长情况



资料来源: wind, 平安证券研究所整理

图表15 鄂武商净利润增长情况



资料来源: wind, 平安证券研究所整理

### 3.1 武商摩尔，华中地标

应该说公司 2007 年决定投巨资建立摩尔城项目的时候,绝大多数投资者并不看好如此大体量项目能够成功。但时至今日,相信所有投资者都应佩服公司管理层的前瞻决策。摩尔城目前已经成为华中地区品牌最高端、规模最大的购物中心,未来的盈利贡献和资产升值空间巨大。

- ✓ 占据核心商圈,体量巨大并集购物、休闲、商务配套一体,资产价值提升空间大。随着核心商圈物业租金水平的不断提升,大型商业项目难以复制。武商摩尔城合计投资约 25.5 亿元,每平方米商业物业地价+配套设施不足 15000 元,仍然有很大的价值增长空间。
- ✓ 摩尔城已经成为武汉乃至华中地区的商业地标,在各品牌纷纷入驻后,品牌效应形成的集客能力使得项目可以较快实现盈利。另外由于购物中心的经营成本相对固定,一旦跨过盈亏平衡点,收入增长对利润增长的推动将具有杠杆效应。

根据摩尔城项目公告的数据,我们做了相关假设对摩尔城项目的盈利能力进行测算:

图表16 摩尔城盈利能力测算

项目	2011	2012E	2013E	2014E
自营坪效假定(元)	13,000	15,000	18,000	21,000
毛利率假定	18.0%	18.5%	18.8%	19.5%
租金假定(元每平方米每天)	2.5	3.0	4.0	4.5
出租率假定	75%	80%	85%	90%
收入合计(万元)	25,293	117,044	141,446	165,199
费用合计(万元)	6,274	22,097	22,290	22,501
折旧摊销(万元)	4,324	17,294	17,294	17,294
净利润(万元)	-1,280.1	1,322.9	5,716.9	10,204.0

资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表17 武汉国际广场入驻品牌资源介绍

楼层	商铺风格	品牌商铺
地上9层		
1-2F	国际奢侈品馆	LV、GUCCI、Hermès、DIOR、CARTIER、TIFFANY、LOEWE、BOTTEGA VENETA、VERSACE、TOD'S、BVLGARI、COACH、EMPORIO ARMANI、DUNHILL、GIVENCHY、GOLCE&GABBANA、BURBERRY、HUGO BOSS、CORNELIANI、BALENCIAGA等42家国际奢侈品品牌

3-4F	时尚名品馆	NOVO、3C4U、MUJI、I.T、优衣库、APPLE APR、CELLCARE、东田造型、莎茜美甲、Biyaya美容院、柏莎美甲、Y-3、ZILERI、CERRITI 1881、VERRI、KENT&CURWEN、GIEVE&HAWKES、LUBIAM、BRAX、D'URBAN、MANGO、CIRCLE、粉红玛莉、W.、ON&ON、哈芭、安姬奥、路易莎美、卡利亚里、圣罗兰等
5F	潮流魅力馆	FOX、FUBU、G-star牛仔、TOUCH等
6F	家居生活馆&超级儿童城	玩具反斗城、鱼寿司、哆乐巴巴等
7-9F	畅想生活馆	全明星真冰场、武商国际影城、新概念电玩城、星聚点会所KTV、麻辣空间、鹿港小镇、四海一家、俏江南、国锦轩、艾玛美发
地下三层		
地下负1层	武商超级生活馆，各式都市便利店、速食店；A座专设贵宾泊车专区	
地下负2-3层	停车场：提供3500个标准泊车位，24小时全天开放。	

资料来源：公司网站，平安证券研究所

### 3.2 存量门店，稳健增长

摩尔城之外，武广、世贸广场、亚贸商场和建二商场都已处于成熟期，收入增长稳定；国际广场一期和新十堰人商在经过装修之后也已经盈利，并逐步进入业绩回报期；未来三年仙桃、黄石、青山三座大型购物中心将建成开业，为公司发展注入新鲜血液，增长势头将更为强劲！

图表18 鄂武商主要百货门店经营情况

商场名称	详细信息
武汉广场	华中地区最大的化妆品卖场，也是鄂武商目前的主力门店。2011年实现净利润2.23亿元，占公司净利润总额的50%，净利率达8.7%，我们认为该水平未来可以保持，预计2012年销售额27亿元。
武汉世贸广场	华中地区最大的黄金珠宝钟表专业卖场，与武广和国广进行差异化错位经营。
武汉亚贸商场	2002年通过租赁方式获得，租期为12年，定位年轻时尚，预计2012年实现销售额7亿元。
武汉建二商场	2001年开业，建筑面积2万平米，租期20年，年租金约400万元，目前青山区两个仅有百货之一，预计2012年实现销售额约4亿元。
武汉国际广场一期	2007年和2008年完成两次改造，改建后建筑面积5.5万平米，加上新建成的国广二期摩尔城，国际广场建筑面积超过32万平米，未来将成为公司业绩的重要来源。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 四、费用管控力度对业绩影响巨大

费用控制能力较弱一直是资本市场对鄂武商最主要的诟病。一方面，公司作为国企承担了较重的历史包袱，冗员压力只能缓慢消化，另一方面，激励机制的缺乏和治理结构缺陷也导致公司主观控制费用的意愿不强。2011年鄂武商销售+管理费用率位列A股18家连锁百货类上市公司的第5位，如果公司期间费用率能达到行业平均水平即减少1.6个百分点，公司2011年净利润能增厚30%。

我们列出了三个费用状况的关注点，其中人工费用压力仍将持续；短期由于购物中心项目扩张带来的折旧摊销压力应能随公司经营效益体现而化解；公司黑箱费用较多、可能是业绩弹性的来源。

图表19 2011年A股连锁百货费用率比较

	期间费用率	销售+管理费用率	销售费用率	管理费用率	财务费用率
均值	12.9%	12.5%	8.1%	4.4%	0.4%
鄂武商A	14.5%	14.1%	12.3%	1.8%	0.4%
大商股份	15.5%	15.2%	6%	9.2%	0.3%
王府井	12.5%	12.1%	9.0%	3.1%	0.4%

天虹商场	16.3%	16.6%	14.9%	1.7%	-0.3%
友谊股份	17.8%	18.2%	14.3%	3.9%	-0.4%
银座股份	15.5%	14.0%	10.8%	3.1%	1.5%
重庆百货	11.0%	11.1%	8.9%	2.2%	-0.1%
首商股份	13.6%	13.6%	5.3%	8.3%	0.0%
合肥百货	9.3%	9.4%	3.0%	6.4%	-0.1%
友阿股份	9.5%	9.5%	4.4%	5.1%	0.0%
东百集团	12.8%	11.7%	9.3%	2.4%	1.1%
欧亚集团	11.1%	10.6%	3.1%	7.4%	0.5%
成商集团	12.6%	11.0%	9.3%	1.7%	1.6%
新华百货	11.2%	11.2%	8.9%	2.3%	0.0%
广州友谊	9.6%	10.5%	7.8%	2.7%	-0.9%
南京中商	14.8%	12.7%	4.4%	8.3%	2.1%
广百股份	13.8%	13.5%	11.5%	2.0%	0.3%
文峰股份	8.1%	7.9%	4.8%	3.1%	0.3%
友好集团	16.0%	15.4%	5.7%	9.7%	0.6%

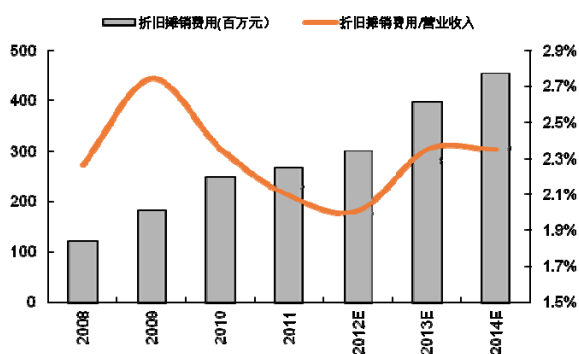
资料来源：公司年报，平安证券研究所

#### 4.1 折旧摊销阶段性高点

继摩尔城建成开业后，公司未来三年内将完成的大型项目有四个：新十堰人商二期项目、仙桃购物中心、黄石购物中心以及青山购物中心，总投资额超过 66 亿元。多个大型项目集中进行也使得公司在折旧摊销方面费用压力凸显，根据测算鄂武商 12-14 年资本开支分别为 15.4、14.5、14.3 亿元，折旧摊销费用占收入的比例为 2.01%、2.35%和 2.35%。

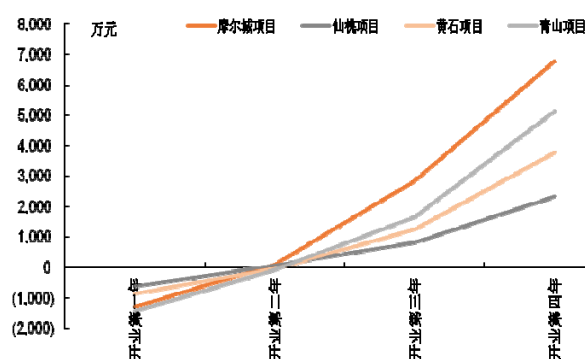
对于购物中心综合体项目来说，前期投入大、固定成本占比高，因此在培育期收入较低的时候折旧摊销压力大，但一旦渡过盈亏平衡点后的业绩弹性也大。从 2009-2012 年细项费率来看，由于摩尔城和十堰人商的投入导致 2009 年公司折旧摊销费率处于阶段性高点，但此后随着上述项目进入盈利释放期费率出现明显下行。我们根据未来四个项目的投入做了相应测算，预计 2013 年将是公司折旧摊销费率的阶段性高点，2014 年起将随着项目盈利释放而逐步回落。

图表20 2008-2014E折旧摊销费率情况



资料来源：公司年报，平安证券研究所整理

图表21 鄂武商在建购物中心未来盈亏测算



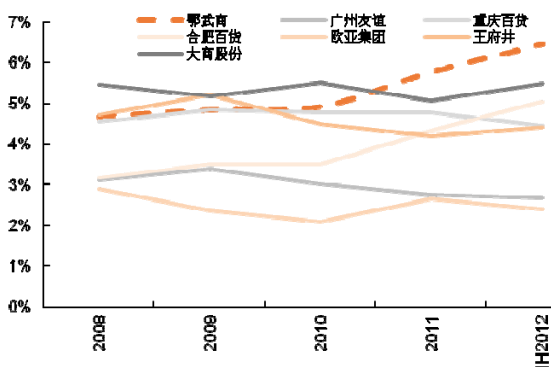
资料来源：公司年报，平安证券研究所整理。注：摩尔城项目开业时间为2010.9.26，仙桃、十堰二期项目开业预计为2013.9.26，黄石项目开业预计为2014.9.26，青山项目开业预计为2015.9.26

## 4.2 高人工费率为遗留问题

截止 1H2012，公司员工总数为 15903 人，人工费率约 6.45%，高于行业平均水平 1.61 个百分点，在所有百货类上市公司中排第三位。人工费用率的大幅上涨，一方面来自员工工资基数的上升，另一方面也可能是由于公司为在建大型商业地产项目做了人员储备。

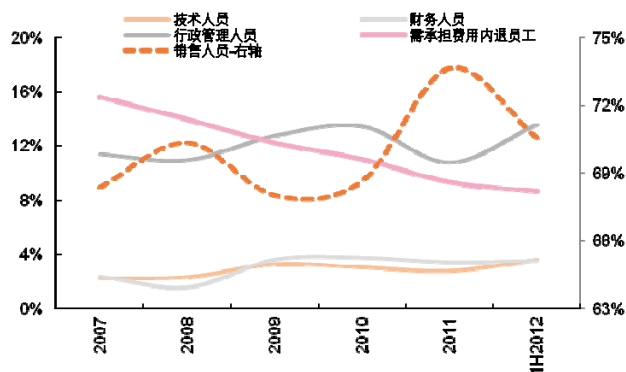
摩尔城是公司首次以自建方式规划大型商业地产项目，因此先期各方面技术人员配备都较为充沛。公司未来平均每年将开设一家大型购物中心，考虑到公司已有摩尔城项目经验、量贩业务开店有所放缓，加上需要公司承担费用的内退员工比例也在逐年减少（图 27），我们认为鄂武商人工费用率继续快速上涨的可能性不大。

图表22 零售公司人工费用占收入比例比较



资料来源：公司年报，平安证券研究所整理

图表23 鄂武商员工构成

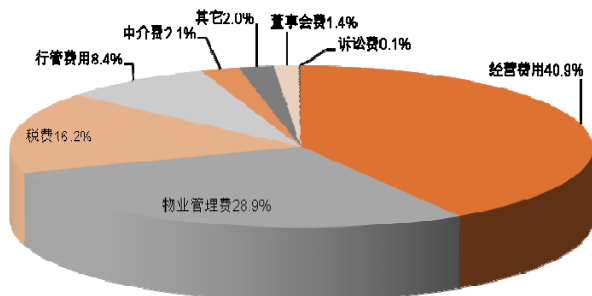


资料来源：公司年报，平安证券研究所整理

## 4.3 黑箱费用或存改善空间

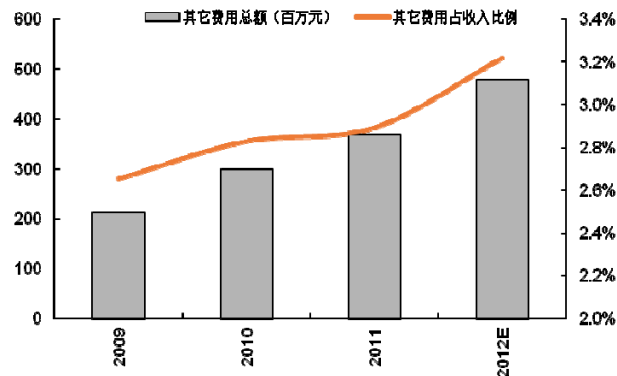
应该说，公司近几年加强了对费用端的管控并取得了一定成果，费用率总体处于缓慢下降通道，并已经接近行业平均水平。但我们认为，鄂武商费用端仍然有很大的改善空间：1H2012 其它费用率高达 2.5%，而港股零售公司此项费用率通常低于 1%。其它费用项是极容易产生跑冒滴漏的科目，半年高达 7400 万的经营费用、超过 1500 万的行管费用等都存在不小的改善空间。

图表24 鄂武商其它费用构成 (1H2012)



资料来源：公司年报，平安证券研究所整理

图表25 2009-2012E鄂武商其他费用占比



资料来源：公司年报，平安证券研究所整理

## 五、股权之争暂落幕，武广少数股东权益收回仍存变数

武商联与银泰系的股权之争以及武广少数股东权益能够收回是近几年公司较惹人关注的事件。要约收购完成后，武商联与银泰系股权差距扩大至 11.74%，股权争斗基本落幕。银泰系几欲取得控股权虽然极有可能无果而终，但其可能对公司现存的治理结构问题产生一定冲击；武广少数股东权益目前占公司整体利润约 26%，其收回与否对公司最终业绩的影响巨大。

### 5.1 股权之争暂落幕

2012 年 7 月 25 日，鄂武商公告武汉商联（集团）股份有限公司及其一致行动人（武汉经发投、武汉国资公司）要约收购公司 5% 股份，收购价为 21.21 元/股。收购完成后，武商联及其一致行动人持有股份增为 34.32%，银泰系持股比例降为 22.58%，双方股权差距扩大至 11.74%，这也是自 2005 年银泰系增持以来双方股权差距首次拉大到 10% 以上。我们认为在要约收购完成后，武商联与银泰系之间的股权战已经基本落幕，未来公司将集中精力发展零售业务。

图表26 鄂武商股权之争回顾

时间	武商联动作	银泰动作	武商联及一致行动人持有股权%	银泰系合计持有股权%	差额%
<b>第一次股权之争</b>					
2005/4/29	武汉市政府战略投资方引进，武汉国资委旗下华汉投资管理公司以拥有的鄂武商 A 2.43% 的股份，折价 2119.38 万元与银泰系两家公司成立武汉银泰商业发展有限公司。		29.75	2.43	27.32
2005.10-2006.1		武汉银泰通过转让等方式获得 1 0.68% 的股权	29.75	13.11	16.64
<b>股改之后</b>					
2006/4/3		武汉银泰二级市场增持 1.58% 鄂武商股份	17.23	14.72	2.51
2006/4/11		武汉银泰与浙江银泰分别购买 0.56% 与 1.25% 鄂武商股权	17.23	18.11	-0.88
2006/4/13	华汉投资与武汉国资委为一致行动人，武汉国资委仍为第一大股东		17.23	18.11	-0.88
2006/4/14		银泰系发出收购报告书	17.23	18.11	-0.88
2006/8/9	武商监事会回复意见“近期不宜召开临时股东大会”	银泰系发出关于董事任免剔除召开临时股东大会请求	17.23	18.11	-0.88
2006/9/2		银泰系自行召集召开 2006 年第二次临时股东大会	17.23	18.11	-0.88
2006/9/14		银泰系通过集中竞价购入 4.38% 股权	17.23	20.24	-3.01
2006/9/18	武汉国资公司与天泽控股成为一致行动人，合计持有 22.68% 股权。		22.68	20.24	2.44
2006/10/18	武汉华汉投资公司变更出资方，由股权出资变更为现金出资。	银泰系撤回《收购报告书》等材料	22.68	20.24	2.44
<b>第二次股权之争</b>					
2011/3/4-2011/4/13	与武汉经发投、武汉开发投、武钢实业、市总工会、阿华美制衣、市统建办成为一致行动人	银泰系通过二级市场增持公司 1.86% 股权	24.52	24.48	0.04
2011/4/19	以银泰涉嫌违反我国外资收购上市公司法律法规、在二级市场违规增持公司股份为由，提起诉讼。		24.52	24.48	0.04
2011/6/1	与中南电力设计院结为一致行动人		24.67	24.48	0.19
2011/6/8	中止之前提交的重大资产重组事件		24.67	24.48	0.19
2011/6/9	武商联及一致行动人增持 2.79% 股		29.67	24.48	5.19



2011/7/7	以侵权为由,对武商联、总工会、阿华制衣、刘江超、湖北山河律师事务所提起诉讼	29.67	24.48	5.19
2011/7/14	武商联及一致行动人通过二级市场增持 0.32% 股权	29.99	24.48	5.51
2011/8/2	拟以 21.21 元/股价格,与武汉经发投、武汉国资公司要约收购公司 5% 股权,现金支付需 5.38 亿元。	29.99	24.48	5.51
2012/6/30	武商联正式公告要约收购书,拟以 21.21 元每股价格,收购 5% 股权。	34.32	22.58	11.74

资料来源:公司公告,平安证券研究所

双方之所以对控股权“明争暗斗”，正是看中鄂武商较高的自有物业面积和极高的资产价值。鄂武商目前自有物业占比超过 80%且门店多位于核心商圈内，国际广场、武汉广场、世贸广场经营在武广商圈形成垄断优势。银泰系几欲取得控股权虽然最终极有可能无果而终，但不排除其继续体现“鲑鱼效应”。

## 5.2 武广权益收回仍存不确定性

武汉广场管理有限公司由鄂武商与香港德信于 1993 年合资成立，注册资本为 2100 万美元，其中鄂武商持有 51% 股权、香港德信持有 49% 股权，经营场地为从鄂武商租赁获得、产权属于鄂武商，法人有效期为 20 年。

2013 年底，由于法人有效期终止，武汉广场管理有限公司应进入清算程序，而该公司外资股东持有的 49% 股权以何种形式实现对价将是所有投资者密切关注的。从目前我们了解的情况来看，鄂武商早在多年前就已经完全独立负责经营和管理武汉广场，不过考虑到外资方股东背景特殊，49% 少数股东权益收回的不确定性很大，我们对少数股东权益收回持谨慎态度。

## 六、盈利预测

要约收购完成后，股权斗争基本结束，公司未来将集中精力发展零售业务；1+8” 城市圈的逐步崛起给武汉地区带来巨大消费潜力，且“摩尔城”区域竞争优势明显逐渐进入业绩回报期。看好公司未来的发展，鉴于目前股权争斗未完全结束、费用等不确定因素依然存在，预测 2012-2014 年公司 EPS 分别为 0.7、0.82、1.0 元，现价对应 PE 分别为 15.8X、13.6X、11.1X，给予推荐评级！

## 七、风险提示

- 1、摩尔城销售低于预期；
- 2、行业需求不振；
- 3、股权之争不确定性。



资产负债表

单位：百万元

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	3,861	4,269	4,578	5,951
现金	2,278	2,249	2,266	3,103
应收账款	40	30	35	41
其它应收款	0	270	314	367
预付账款	490	599	624	809
存货	914	1,102	1,317	1,585
其他	139	20	22	47
非流动资产	5,834	7,073	8,130	9,110
长期投资	36	36	36	36
固定资产	3,813	4,339	5,346	6,035
无形资产	1,292	1,357	1,576	2,056
其他	694	1,341	1,173	983
资产总计	9,695	11,342	12,708	15,061
流动负债	3,949	4,471	4,128	4,533
短期借款	750	819	166	80
应付账款	1,883	2,252	2,662	3,153
其他	1,316	1,400	1,300	1,300
非流动负债	282	205	595	995
长期借款	281	181	571	971
其他	0	24	24	24
负债合计	4,230	4,676	4,723	5,529
少数股东权益	194	324	467	619
股本	507	507	507	507
资本公积	546	546	546	546
留存收益	987	1,343	1,759	2,265
归属母公司股东权益	2,234	2,721	3,280	3,937
负债和股东权益	9,695	11,342	12,708	15,061

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1,843	1,582	1,768	1,993
净利润	331	356	416	506
折旧摊销	266	300	397	454
财务费用	50	43	36	37
投资损失	2	-2	-2	0
营运资金变动	1,059	730	779	845
其它	136	154	143	151
投资活动现金流	-1,387	-1,537	-1,452	-1,434
资本支出	-1,387	-1,539	-1,454	-1,434
长期投资减少	0	0	0	0
其他	0	2	2	0
筹资活动现金流	-162	-74	-299	278
短期借款增加	0	69	-653	-86
长期借款增加	0	-100	390	400
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-162	-43	-36	-37
现金净增加额	294	-29	17	837

利润表

单位：百万元

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	12,734	14,990	17,431	20,409
营业成本	10,160	11,979	13,865	16,172
营业税金及附加	116	135	157	184
营业费用	1,569	1,889	2,249	2,674
管理费用	227	300	383	469
财务费用	50	43	36	37
资产减值损失	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	(2)	2	2	0
营业利润	606	647	743	874
营业外收入	21	15	15	10
营业外支出	23	13	13	7
利润总额	604	649	745	877
所得税	158	162	186	219
净利润	445	487	559	658
少数股东损益	114	130	143	151
归属于母公司净利润	331	356	416	506
EBITDA	1,054	1,142	1,432	1,542
EPS (元)	0.65	0.70	0.82	1.0

主要财务比率

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	20.8%	17.7%	16.3%	17.1%
营业利润	19.1%	6.8%	14.9%	17.6%
净利润	12.9%	7.6%	16.7%	21.7%
获利能力				
毛利率	20.2%	20.1%	20.5%	20.8%
净利率	2.6%	2.4%	2.5%	2.5%
ROE	16.2%	14.9%	14.8%	15.3%
ROIC				
偿债能力				
资产负债率	43.6%	41.2%	37.2%	36.7%
净负债比率				
流动比率	0.54	0.51	0.52	0.59
速动比率	0.75	0.71	0.79	0.96
营运能力				
总资产周转率	0.37	0.36	0.36	0.37
应收账款周转率	159	107	134	135
应付账款周转率	1.50	1.45	1.41	1.39
每股指标 (元)				
每股收益	0.65	0.70	0.82	1.00
每股经营现金流	3.63	3.12	3.49	3.93
每股净资产	4.02	4.72	5.54	6.54
估值比率				
P/E	17.0	15.8	13.6	11.1
P/B	2.8	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	10.5	10.8	9.3	9.3

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

**平安证券综合研究所**

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257