

鄂武商 A (000501.SZ)

百货零售行业

评级：买入 首次评级

公司研究

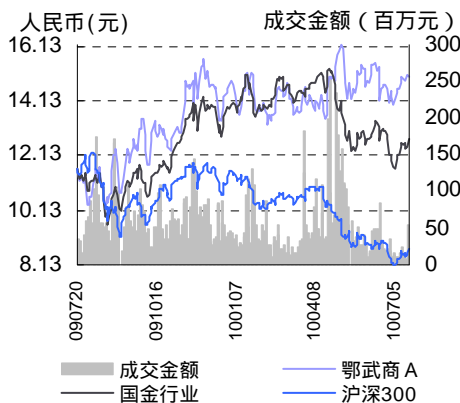
市价(人民币)：15.01元

目标(人民币)：17.70元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	507.20
总市值(百万元)	7,613.80
年内股价最高最低(元)	16.20/10.15
沪深 300 指数	2682.47
深证成指	10097.10



受益区域发展，快速扩张的中部零售业龙头

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.356	0.471	0.590	0.711	0.908
每股净资产(元)	2.51	2.78	3.37	4.73	5.43
每股经营性现金流(元)	1.64	1.85	2.37	2.25	2.83
市盈率(倍)	14.12	31.57	25.98	21.56	16.88
行业优化市盈率(倍)	29.12	59.57	59.57	59.57	59.57
净利润增长率(%)	15.56%	32.35%	25.28%	20.52%	27.71%
净资产收益率(%)	14.15%	16.91%	17.48%	11.56%	12.86%
总股本(百万股)	507.25	507.25	507.25	507.25	507.25

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **武汉区位优势明显，购物中心业态进入快速发展期**：1、从城市规模、经济总量和消费能力三方面看，武汉在中部六大省会中的排名居于前列，具备孕育大型零售企业的条件；2、武汉是中部交通枢纽，2009 被发改委批准为全国首个综合交通枢纽研究试点城市，交通网络的建设有利于零售企业的扩张；3、武汉的人均 GDP 和人均可支配收入已经达到上海 2005 年的水平，从经验数据看，武汉地区的购物中心业态即将进入快速发展阶段。
- **公司是武汉零售业龙头，百货领先地位巩固，超市加速发展**：1、鄂武商 2009 年百货业务在武汉地区的市场占有率第一，超市业务市场占有率居前列；2、主力百货店武汉广场和国际广场在 2009 年完成大规模品类调整和奢侈品招商，收入增长较快；3、仓储超市自 2007 年以来保持年均 10 家以上的开店速度，未来 3 年可保持 20% 以上的收入增长；
- **我们详细拆分预测摩尔城项目的盈利前景后认为，摩尔城项目位置优越，盈利前景乐观，公司长期增长动力强劲**：1、公司在核心商圈武广商圈新建 27 万平米摩尔城项目，2011 年 9 月建成开业，未来将与武汉广场和国际广场连通，形成建筑面积近 40 万平米的城市巨型购物中心；2、我们从项目规划、选址、定位和招商等多方面分析后认为其盈利前景乐观，通过对项目进行详细拆分预测，我们估计摩尔城项目有望在 2011 年实现盈亏平衡，2012-2013 年分别贡献 EPS 0.13 元、0.24 元。

投资建议

- 我们认为武汉地区的购物中心业态已经进入快速发展阶段，由于埠内缺少同类型竞争对手，且项目位置优越、公司招商能力强大，摩尔城项目的盈利前景较为乐观；随着湖北地区城市化率提高及交通网络加快建设，公司在省内的扩张具有可持续性，具备长期投资价值。

估值

- 我们预测公司 2010-2012 年实现净利润 2.99 亿元、3.60 亿元和 4.60 亿元，对应未配股前总股本的 EPS 分别是 0.59 元、0.711 元和 0.908 元，给予公司未来 6-12 个月 17.7 元目标价位，相当于 30x10PE。

风险

- 摩尔城招商计划未能按期完成，商铺出租率过低，项目培育周期延长导致盈利低于预期。

文瑶

联系人
(8621)61038260
wenyao@gjzq.com.cn

贾仁栋

联系人
(8621)61038200
jiard@gjzq.com.cn

张斌

分析师 SAC 执业编号：S1130206080208
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

内容目录

武汉区位优势明显，埠内购物中心业态进入快速发展阶段	4
城市规模中部第一，交通网络建设拓宽零售业成长空间	4
埠内单体百货仍是主导业态，综合服务型购物中心进入快速发展期.....	5
零售业务加速发展	7
百货业务：成熟店增长动力强劲，新开店进入成长期	8
量贩业务：门店数量和销售额保持快速增长	11
长期增长来源：摩尔城项目盈利前景乐观，扩张备选项目丰富	13
摩尔城项目规划.....	13
项目盈利前景分析：选址、定位、招商.....	13
项目未来 3 年收入及盈利预测	14
未来 5 年将保持扩张趋势	15
估值和投资建议.....	15
附录：三张报表预测摘要	18

图表目录

图表 1：武汉在中部六大省会城市中的整体规模排名居前（2009）	4
图表 2：湖北省公路及水路交通发展规划 单位：公里、万公里.....	5
图表 3：武汉是“两纵两横”铁路网的交汇点.....	5
图表 4：湖北省内城际铁路网规划图（远景）	5
图表 5：武汉主要核心商圈及次级商圈分布图.....	6
图表 6：武汉主要商圈内百货店及购物中心的基本情况.....	6
图表 7：武汉经济与上海 2005 年情况相当 单位：元	7
图表 8：2008 年底各区域购物中心开发体量对比.....	7
图表 9：各地区及国家已建成购物中心比较.....	7
图表 10：武汉市 2012 年轨道交通建成规划.....	7
图表 11：武汉市汽车及机动车保有量快速上升	7
图表 12：历年收入和净利率情况 单位：百万元.....	8
图表 13：历年百货和超市营业收入占总收入比重	8
图表 14：公司主要百货门店基本情况	8
图表 15：武广商圈核心区域主力百货店的分布情况.....	9
图表 16：武汉广场历年收入及利润情况 单位：百万元、元/平米.....	10
图表 17：公司主要百货门店的盈利及预测情况	11
图表 18：量贩超市经营情况及预测表 单位：百万元.....	12
图表 19：量贩超市收入及占比情况 单位：亿元.....	12
图表 20：门店数量及营业面积增长 单位：万平方米	12

图表 21：武商量贩与中百仓储基本情况比较（2009）	12
图表 22：单店平均销售额比较 单位：元.....	12
图表 23：Mall 城项目建筑规划及投资情况.....	13
图表 24：摩尔城项目总体面积及业态分布推算 单位：万平米	14
图表 25：摩尔城项目盈利预测 单位：百万元.....	15
图表 26：收入及盈利预测 单位：百万元.....	16
图表 27：可比公司估值比较（2010-7-16） 单位：万股	17

武汉区位优势明显，埠内购物中心业态进入快速发展阶段

城市规模中部第一，交通网络建设拓宽零售业成长空间

- 从城市规模、经济总量和消费能力看，武汉在中部六省中排名居前。
 - 城区面积和人口总量是决定消费市场容量的基石；
 - 经济总量反映区域经济活跃程度，各类商务、政务活动产生的多样化消费需求，影响零售业发展的深度和广度；
 - 居民消费能力的持续提升，支撑零售业的长期发展。

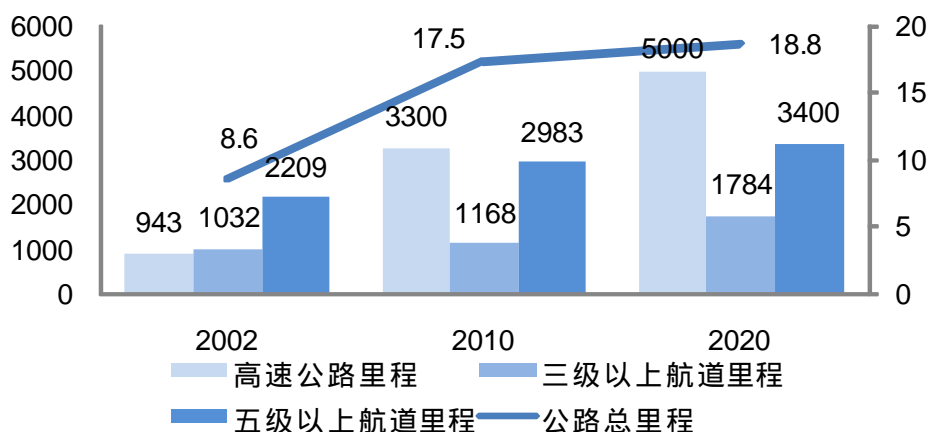
图表1：武汉在中部六大省会城市中的整体规模排名居前（2009）

	城市规模		经济总量		消费能力		
	城区面积 平方公里	总人口 万人	GDP 亿元	人均GDP 元	社会消费品零 售总额 亿元	城镇居民人均 可支配收入 元	人均消费性 支出 元
绝对额							
武汉	1615	836	4561	54582	2164	18385	12710
长沙	954	661	3745	56620	1525	20238	15020
郑州	1010	752	3300	44000	1435	17117	10804
合肥	596	491	2102	42776	703	17158	12695
太原	1460	350	1545	44319	722	15607	11708
南昌	617	497	1838	39669	634	16472	12406
排名							
武汉	1	1	1	2	1	2	2
长沙	4	3	2	1	2	1	1
郑州	3	2	3	4	3	4	6
合肥	6	5	4	5	5	3	3
太原	2	6	6	3	4	6	5
南昌	5	4	5	6	6	5	4

来源：各城市统计局、国金证券研究所

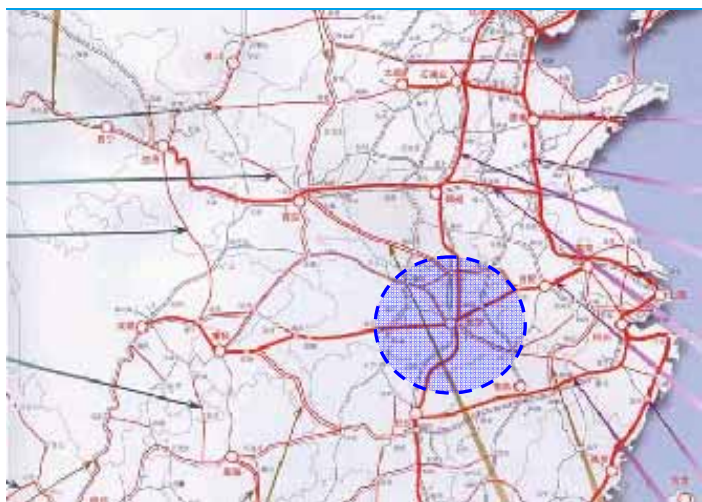
- 武汉是中部地区交通枢纽，2009 被发改委批准为全国首个综合交通枢纽研究试点城市；交通网络建设的全面推进将加快城市化进程和加速人口流动，有利于零售企业向区域纵深发展。
 - 湖北省计划在 2020 年使省内公路、水路交通建设达到现代化标准，主通道通达率由目前的 40%提高至 100%；
 - 2011 年，武汉将建成石武、汉宜客运专线和武汉城际铁路等 22 个铁路项目，成为全国“两纵两横”铁路网的交汇点，距离周边 1000 公里范围内城市的车程 4-5 小时，“1+8”城市圈内车程 0.5 小时。

图表2：湖北省公路及水路交通发展规划 单位：公里、万公里



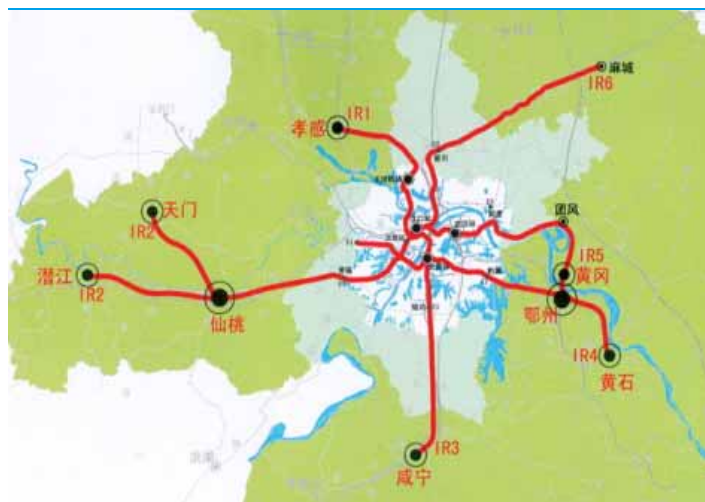
来源：湖北省交通运输厅、国金证券研究所

图表3：武汉是“两纵两横”铁路网的交汇点



来源：湖北省交通运输厅、国金证券研究所

图表4：湖北省内城际铁路网规划图（远景）



埠内单体百货仍是主导业态，综合服务型购物中心进入快速发展期

- 汉口、武昌、汉阳三地分布大小商圈 10 余个，其中武广商圈和汉江路商圈是核心商圈。
 - 武汉三镇的定位不同：汉口是经济贸易中心，重点发展物流、金融和服务业；武昌是科教文化中心，20 多所高校及省府分布于此；汉阳是工业基地，主要发展以汽车工业为支柱的制造产业；
 - 武广商圈和汉江路商圈地处汉口，是武汉市的核心商圈；徐东、中南、钟家村和王家墩属于次级商圈；司门口商圈是老商业街，唐家墩商圈主打家电、家居等连锁专业店；王家湾和光谷商圈则是伴随轨道交通建设兴起的新商业中心。

图表5：武汉主要核心商圈及次级商圈分布图



来源：国金证券研究所

- 武汉地区现有零售业态仍以百货业为主，各商圈内的主力百货门店超过 20 家，总面积接近 100 万平米；购物中心 4 家，总面积 44 万平米，其中超过 10 万平米的大型购物中心 2 家。

图表6：武汉主要商圈内百货店及购物中心的基本情况 单位：平米

百货业态			
商圈	主力店数量	单店面积	主力店名称
武广商圈	6	50,367	SOGO百货、世贸广场、武汉广场、武汉国际广场、新世界百货
汉江路商圈	5	36,400	大洋百货、王府井百货、新世界百货、中心百货
徐东商圈	2	22,325	凯旋门广场、新世界百货
中南商圈	7	41,857	群光广场、世纪中商、新世界百货、亚贸广场、银泰百货、中南广场、商业大楼
光谷商圈	2	47,500	大洋百货、鲁巷广场
钟家村商圈	1	25,000	汉阳商场

购物中心			
商圈	开业时间	建筑面积	购物中心名称
汉江路商圈	2004	130,000	万达商业广场
汉江路商圈	1997	40,000	新民众乐园
徐东商圈	2005	188,000	销品茂
钟家村商圈	2003	80,000	汉商21世纪购物中心

来源：国金证券研究所

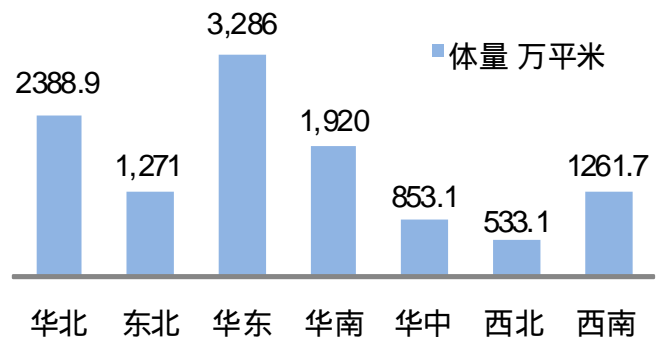
- 我们认为武汉地区综合服务型购物中心自 2003 年始现，经过 6 年的市场培育，即将进入快速发展阶段。
 - 从人均 GDP 和人均可支配收入角度分析，目前武汉与上海 2005 年的水平相当，2005 年底上海已建成的购物中心 36 家，其中 10 万平米以上规模的 16 家，实现营业收入 251 亿元，同比增长 20.3%；至 2009 年底上海有购物中心 94 家，其中建成 58 家，在建 36 家。

图表7：武汉经济与上海 2005 年情况相当 单位：元

时间	上海		武汉	
	人均GDP	人均可支配收入	人均GDP	人均可支配收入
2002	35,329	13,250	17,971	7,820
2003	39,128	14,867	19,569	8,525
2004	46,338	16,683	23,148	9,564
2005	51,529	18,645	26,279	10,850
2006	57,695	20,668	29,899	12,360
2007	66,367	23,623	35,500	14,358
2008	73,124	26,675	44,296	16,712
2009	80,193	28,838	54,546	18,385

来源：地方统计局、国金证券研究所

图表8：2008 年底各区域购物中心开发体量对比



图表9：各地区及国家已建成购物中心比较

	时间	人口 (百万人)	数量	面积 (万平方米)	平米/千人	坪销 (USD/平米)	市场份额
上海	2006	19	41	341	179	2107	9.29%
武汉	2010	8	4	44	52		
中国大陆	2006	1300	399	3058	24		
美国	2005	295	48695	56400	1911	2716	58%
欧洲34国	2005	530	4570	8810	166		
日本	2004	128	2660	4143	324	4975	20.59%

来源：购物中心协会、中购联、国金证券研究所

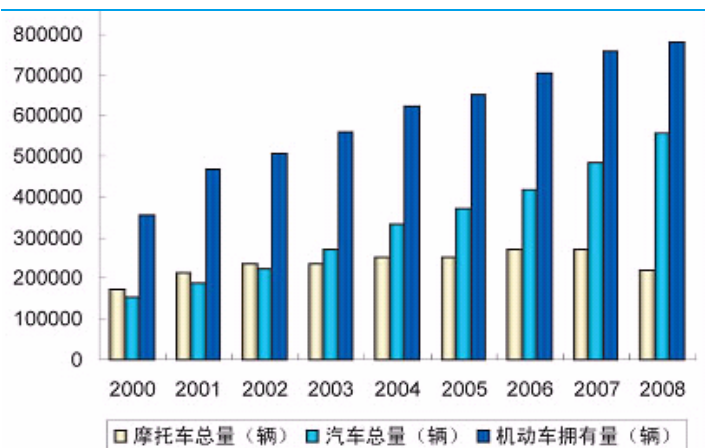
- 成熟商圈的主力百货店数量大都在 5 家以上，单体店扩张在选址和错位经营上的难度日益增加；
- 城市规模扩张建设带来新的人口聚集区域，需要在短时期内建立起完善的商业配套设施，购物中心的发展迎合了武汉地区经济发展和城镇建设的需要；
- 城市轨道交通建设和汽车保有量上升，提高了武汉当地居民出行的便利性，增加了对一站式购物、休闲娱乐和餐饮综合服务场所的需求。

图表10：武汉市 2012 年轨道交通建成规划



来源：湖北省交通运输厅、国金证券研究所

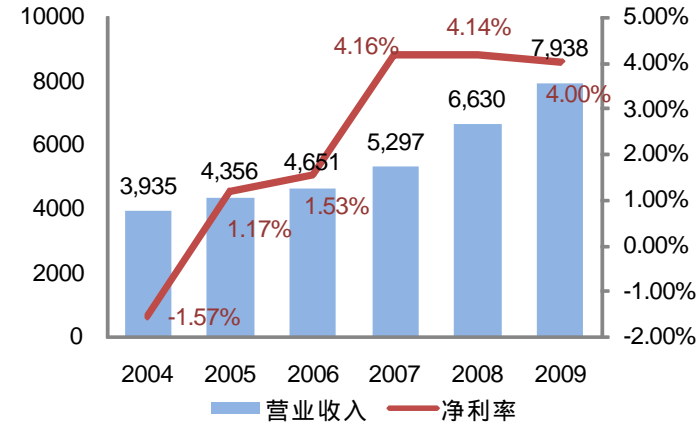
图表11：武汉市汽车及机动车保有量快速上升



零售业务加速发展

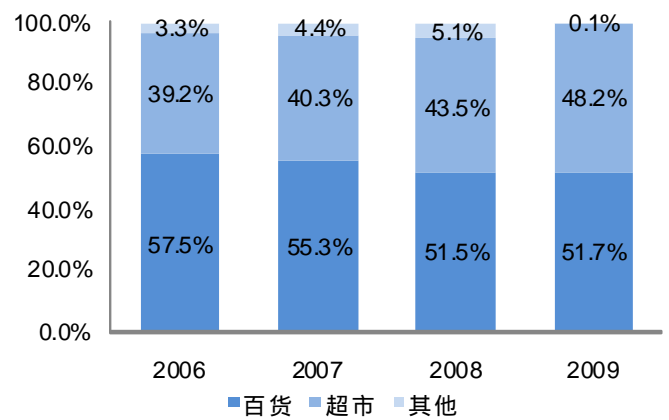
- 2006 年公司现任董事长刘江超上任后专注主业经营、剥离非核心业务，通过加快外延扩张与提高内生性增长使公司百货和超市业务进入快速发展期；2009 年合计实现主营业务收入 79.38 亿元，其中百货业务占比 51.7%，超市业务占比 48.2%。
- 根据商务部公布的数据，2009 年武汉地区以百货和超市为主的综合零售业实现主营业务收入 300.59 亿元，其中百货业实现 168.11 亿元；
- 鄂武商在武汉地区的百货店销售额约 39 亿元，占比达到 23%，居行业第一；仓储超市销售额占比约 15%，居行业前列。

图表12：历年收入和净利率情况 单位：百万元



来源：公司年报、国金证券研究所

图表13：历年百货和超市营业收入占总收入比重



百货业务：成熟店增长动力强劲，新开店进入成长期

- 公司拥有百货门店 7 家，其中武汉市内 5 家、襄樊 1 家、十堰 1 家，2009 年百货业务销售收入 41.05 亿元，占主营业务收入的 51.7%。

图表14：公司主要百货门店基本情况

百货门店	城市	营业时间	建筑面积	营业面积	物业性质
武汉广场购物中心	武汉	1995	7.35	5.76	自有
国际广场	武汉	2007	5.5	4.32	自有
世贸广场	武汉	1999	7	5.76	自有
亚贸广场	武汉	2002	6	4.32	租赁
建二广场	武汉	2003	2	1.44	租赁
襄樊购物中心	襄樊	2007	5.26	3.6	租赁
十堰人商	十堰	2009 年收购， 2010 年并表	1.5	1.5	自有

来源：国金证券研究所

- 武汉国际广场、武汉广场和世贸广场是公司三大主力门店，集中于武广商圈的核心地带，分别定位奢侈品、中高档和中档百货，门店之间以连廊相通；2009 年销售收入约 31 亿元，占百货业务总收入的比重达到 75%。

图表15：武广商圈核心区域主力百货店的分布情况



来源：国金证券研究所

- 国际广场于 2007 年 9 月在武汉商场原址重建开业，2008 年不停业重装后定位高端市场，2009 年 5 月完成招商调整及局部改造，1、2 楼主要经营 GUCCI、CARTIER 等 8 个奢侈品品牌及 34 个国际一、二线品牌，全部品牌组合与同商圈其余门店的不重合度达到 85%；2010 年有望实现高速增长。
 - 2009 年国际广场实现销售收入 5 亿元，其中下半年实现 3 亿元，毛利率 20%；2010 年 1 季度实现收入 2 亿元，同比增长 80%，毛利率约 19%；由于 09 年上半年低基数影响，预计 2010 年下半年增速将有所下滑；
 - 由于奢侈品消费没有明显的淡旺季，我们预计 2010 年国际广场销售收入在 7-8 亿元；尽管奢侈品销售将拉低毛利率水平，但是由于门店整体提档后，商家对品牌供应商的议价能力提高，可通过提高 3 楼以上服装品牌的扣点率平衡整体毛利率水平，因此毛利率下降幅度是可控的，预计 2010 年毛利率 19%左右。
- 武汉广场是公司核心门店，2009 年实现销售收入 18.35 亿元，同比增长 8%，占百货业务总收入的 44.7%，门店综合毛利率 24%左右；全年将保持稳定增长。
 - 武汉广场由武商集团与香港国际管理公司共同出资成立，合作将于 2013 年到期，预计到期后武商收回剩余 49%股权的可能性较大；目前武汉广场每年向母公司缴纳 1.5 亿元租金；
 - 2009 年武汉广场进行大规模品类调整，增加化妆品及女装比例，由于化妆品的平均扣点率为 20%-25%，女装的平均扣点率为 25%-30%，我们预计品类调整对整体毛利率影响不大；

图表16：武汉广场历年收入及利润情况 单位：百万元、元/平米

	2005	2006	2007	2008	2009
营业收入	1,075	1,309	1,642	1,700	1,835
YOY		21.8%	25.4%	3.5%	8.0%
建筑面积	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4
坪效	14,625	17,816	22,342	23,123	24,970
收入占比	45.5%	51.4%	56.1%	49.8%	44.8%
营业利润	236.2	279.4	327.8	369.8	365.4
利润率 %	22.0%	21.3%	20.0%	21.8%	19.9%

来源：公司公告、国金证券研究所；2008年以后营业利润含1.5亿元租金费用

- 2010年1季度，武汉广场收入增长10%，净利润增长20%；受到2009年品类调整及部分柜台不停业装修的影响，我们预计2010年武汉广场的收入将保持稳定增长，全年增速约8%。
- 世贸广场、亚贸广场和建二广场均属于成熟门店，其中世贸广场一楼2009年已经改造成武汉最大的黄金首饰品牌卖场，整体定位中端市场。
 - 世贸广场2010年销售收入受品类带动有所增长，1季度收入约2亿元，同比增长30%；由于黄金首饰的扣点率为15%-20%，综合毛利率将有所下降；由于固定成本增加不大，且黄金首饰的促销频率及力度低于服装鞋帽，因此利润率将有所上升，2010年1季度税前利润4000万元，同比增长40%。
- 襄樊购物中心于2007年开业，2009年实现盈亏平衡，2010年开始进入盈利期，第1季度实现收入1亿元，同比增长70%。
 - 购物中心为租赁物业，2010年租金约1800万元，2011年至2013年年租金2000万元，其后每三年增涨6%。
- 公司于2009年11月以1.31亿元全额收购十堰人商，该公司分别经营百货、家电和超市三种业态，在城区拥有3个综合商店、2个专营店和一个县级综合商店，总营业面积4.5万平米，2009年1-8月实现收入4.35亿元，净利润0.16亿元；2010年公司的目标是保持2009年的收入和盈利水平，全年净利润在1500万左右。
 - 十堰市是鄂、豫、陕、渝毗邻地区唯一的区域性中心城市，是以汽车工业为主的新型工业城市，城区人均居民收入在湖北全省居第二位；旅游业和商业是十堰市政府在未来重点打造的支柱产业；
 - 人商集团2008年拍卖购得本部百货大楼旁5260平米土地，公司拟在原址建设7-8万平米购物中心，本部大楼计划于2010年3季度拆除，购物中心将在2011年底建成开业，整体资本开支在4亿元左右；原人商百货整体迁移至北京路远洋国际-1-2楼经营，新址已于6月重新开业，经营面积1.5万平米左右；
 - 对于十堰的购物中心项目我们相对乐观：首先，十堰地区有比较好的经济基础，居民消费能力较强，而埠内的商业竞争尚不激烈；第二，购物中心在原人商本部大楼原址重建，不存在新商圈培育和选址不当的问题；第三，通过收购十堰零售龙头企业的办法实现跨区扩张，结合了人商的本地优势与武商的品牌号召力，招商问题较易解决。

图表17：公司主要百货门店的盈利及预测情况

项目		2009A	2010E	2011E	2012E
武汉广场	营业收入（百万元）	1,835	1,982	2,141	2,269
	YOY		8.0%	7.0%	5.0%
	建筑面积（万平米）	7.4	7.4	7.4	7.4
	单位坪效（元/平米）	24,970	26,968	29,125	30,873
	毛利率	23.5%	23.5%	23.5%	23.5%
	毛利额	431	466	503	533
武汉国际广场	营业收入（百万元）	500	750	938	1,031
	YOY	83.3%	50.0%	25.0%	10.0%
	建筑面积（万平米）	5.5	5.5	5.5	5.5
	单位坪效（元/平米）	9,091	13,636	17,045	18,750
	毛利率	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%
	毛利额	98	146	183	201
世贸广场	营业收入（百万元）	750	803	859	919
	YOY		7.0%	6.5%	5.0%
	建筑面积（万平米）	7	7	7	7
	单位坪效（元/平米）	10,714	11,464	12,267	13,125
	毛利率	22.0%	22.0%	22.5%	22.5%
	毛利额	165	177	193	207
亚贸广场	营业收入（百万元）	650	689	734	785
	YOY		6.0%	6.5%	7.0%
	建筑面积（万平米）	6	6	6	6
	单位坪效（元/平米）	10,833	11,483	12,230	13,086
	毛利率	20.5%	20.5%	21.0%	21.5%
	毛利额	133	141	154	169
建二商场	营业收入（百万元）	200	212	226	240
	YOY		6.0%	6.5%	6.5%
	建筑面积（万平米）	2	2	2	2
	单位坪效（元/平米）	10,000	10,600	11,289	12,023
	毛利率	20.0%	20.0%	20.5%	21.0%
	毛利额	40	42	46	50
襄樊购物中心	营业收入（百万元）	220	330	429	493
	YOY		50.0%	30.0%	15.0%
	建筑面积（万平米）	5.26	5.26	5.26	5.26
	单位坪效（元/平米）	4,183	6,274	8,156	9,379
	毛利率	21.0%	21.0%	21.5%	21.5%
	毛利额	46	69	92	106
合计	营业收入	4,155	4,766	5,325	5,738
	YOY		14.7%	11.7%	7.7%
	毛利额	913	1,042	1,155	1,236
	YOY		14.0%	12.5%	8.1%
	毛利率	22.0%	21.9%	22.0%	22.1%

来源：国金证券研究所

量贩业务：门店数量和销售额保持快速增长

- 武商集团截止 2009 年底拥有量贩超市 67 家，其中武汉 36 家，省内二线城市 31 家；未来 3 年公司计划年均新开门店 10-15 家，2010 年上半年已开 3 家。

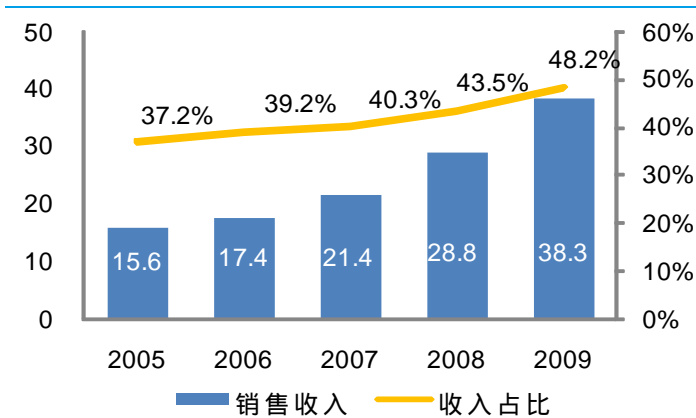
图表18：量贩超市经营情况及预测表 单位：百万元

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	3,059	3,827	4,641	5,646	6,741
%	35.9%	25.1%	21.3%	21.7%	19.4%
门店数	53	67	79	91	103
新增	14	14	12	12	12
主营业务成本	2,486	3,139	3,806	4,630	5,527
毛利额	574	688	835	1,016	1,213
毛利率	18.8%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	67	69	84	102	121
净利率	2.2%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%

来源：国金证券研究所

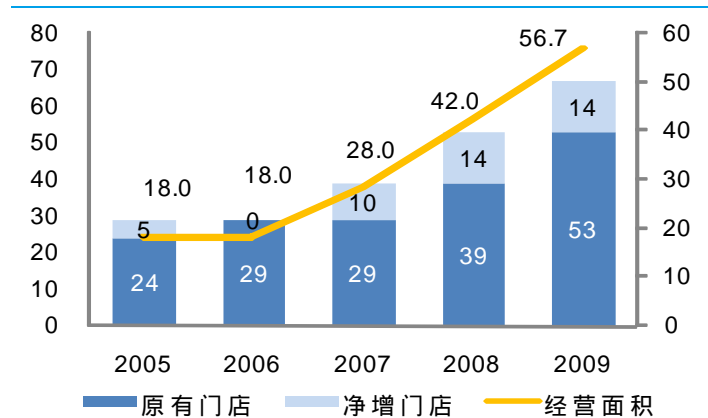
- 武商量贩新开门店的培育期在 2 年左右，公司 2007 年开始加速扩张，截止 2009 年底累计新开店 40 家，经营面积从 28 万平米增加至 56.7 万平米，销售收入保持 25%以上增幅。

图表19：量贩超市收入及占比情况 单位：亿元



来源：国金证券研究所

图表20：门店数量及营业面积增长 单位：万平米



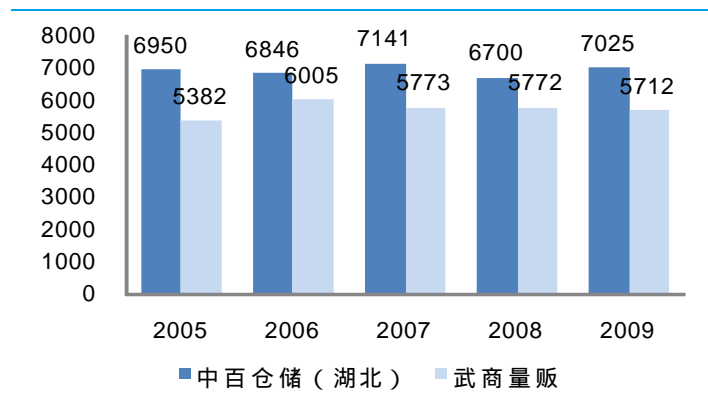
- 与中百仓储相比，武商量贩在门店总数及平均单店收入上逊于对手，但是企业综合毛利率与净利率的情况大致相当，我们推测中百仓储在超市的经营管理上略有优势，而武商量贩在销售规模和网点密度上的劣势对其通道费用的收取也产生一定影响。
- 随着近 3 年新开门店陆续进入盈利期，我们预计武商量贩未来 3 年的收入增长仍可保持 20%以上增速。

图表21：武商量贩与中百仓储基本情况比较 (2009)

	武商量贩	中百仓储
销售额 (亿元)	38.27	72.36
网点总数	67	103
武汉市内	36	52
湖北省内	31	51
单店平均面积	8463	5000 以上
单店销售额	5712	7025
综合毛利率	17.97%	17.95%
净利率	1.80%	1.90%

来源：国金证券研究所

图表22：单店平均销售额比较 单位：元



长期增长来源：摩尔城项目盈利前景乐观，扩张备选项目丰富

摩尔城项目规划

- 武商集团摩尔城项目规划建筑面积 27.04 万平米，总投资额 25.51 亿元，计划 2011 年 9 月底正式营业。
 - 摩尔城项目位于武广商圈，北临武汉广场和国际广场大楼，由国广管理层负责经营，建成后将与武汉广场和国际广场连通，整体建成一个集高端购物、休闲娱乐、餐饮于一体的综合型购物广场；
 - 按照公司规划，摩尔城项目中 10 万平米用于自主经营的百货和超市，其中零售区的面积 7 万平方米左右，停车场面积约 9 万平米，剩余 8 万平米用于餐饮娱乐等业务的出租；
 - 摩尔城建成后，丰富了武广商圈的餐饮、娱乐等业态；其百货区作为国际广场店的延伸，定位高端市场，大量引进国际一线奢侈品品牌，与主导化妆品和女装的武广店及以黄金首饰为主导的世贸店形成错位经营。

图表23：Mall 城项目建筑规划及投资情况

建筑规划	面积（万平方米）		
地上商业建筑	14.62	地上7层，包括购物中心、真冰滑场、三维电影院、高级中西餐厅等	
停车面积	2.43		
架空面积	0.68		
地下超市	2.50	城市精品超市	
地下车库及设备用房	6.81	2700个车位	
合计	27.04		
投资规划	投资额（亿元）		
已投资额:土地	10.70	拟募集资金	10.65
已投资额:工程建设	0.87	自筹资金	3.29
合计	25.51		

来源：国金证券研究所

项目盈利前景分析：选址、定位、招商

- 位置是商业项目成功的首要条件，也是公司摩尔城项目最大的优势之一。
 - 根据前文分析，武广商圈是武汉市的核心商圈，日均人流量约 50 万，国际广场成功引入 42 个国际品牌后，商圈定位已经居武汉各商圈之首；
 - 按照武汉轨道交通规划，武广商圈将成为地铁 1 号线和 2 号线的交汇点，摩尔城与 1 号线利济北路站相连，而 2 号线在国际广场旁设有出站口；
 - 项目地块北靠武汉广场和国际广场，其余三面临街，交通便利，建成后停车场和地下车库的总建筑面积可达 9.24 万平米，商圈的停车条件比周边商圈明显改善。
- 摩尔城建筑面积 27.04 万平米，与武汉广场和国际广场连通后的总面积达到 39.9 万平米，属于城市超区域巨型购物中心。
 - 按照一般经验，城市巨型购物中心适合定位于中高端市场，高、中、低端商品组合比例为 3:5:2，餐饮、娱乐和零售的黄金比率为 2:3:5，目标客户以家庭为主；
 - 根据项目规划和国内巨型购物中心的各业态经验比例，我们大致推算出摩尔城的零售区域营业面积约为 6.1 万平米，其中国际品牌专卖店

面积约 2.3 万平方米，可容纳约 60 个奢侈品及国际品牌；餐饮和娱乐区域的面积分别约为 3.4 万平方米和 5.1 万平方米；

- 如果奢侈品招商如期完成，摩尔城项目有望成为武汉的地标性建筑，武广商圈的辐射范围将由覆盖武汉市扩张至湖北全省及中部周边省份，大幅提高商圈的聚客能力。

图表24：摩尔城项目总体面积及业态分布推算 单位：万平方米

商场	总面积	营业面积	业态	占比	营业面积
武汉广场	7.35	5.76	餐饮	20%	3.4
国际广场	5.5	4.32	娱乐	30%	5.1
摩尔城	27.04	17.1	零售	50%	8.6
合计	39.89	27.2		100%	17.1

摩尔城零售面积推算

业态	内容	营业面积
零售	含奢侈品旗舰店和专卖店	6.1
	其中：奢侈品旗舰店	10x1000 m ² 1.0
	国际品牌专卖店	50x250 m ² 1.3
	其余品牌	3.8

来源：国金证券研究所

- 根据公司规划，摩尔城计划继续引入大量国际奢侈品品牌，我们认为摩尔城项目完成奢侈品招商计划的可能性较大。
 - 金融危机后，全球奢侈品市场陷入低迷，2009 年日本和北美奢侈品消费额剧降 35%，但中国市场保持了 22% 的强劲增长；中国商务部预计中国将在 2014 年成为全球最大的奢侈品消费市场，占全球总量的 23%；
 - 各大奢侈品品牌加快进入中国市场步伐，如 Armani 在 2009 年上半年在中国扩大了 20% 的业务，LV 和 Gucci 将销售网络从一级省会城市扩大至二级省会城市；
 - 由于对门店面积、装修、购物环境等有严格的要求，成熟商圈的购物中心一般会成为奢侈品品牌入驻的首选；从武商国际广场 2009 年一次引入 42 家国际一、二线品牌看，高端品牌对武广商圈及武商管理能力的认可度较高。

项目未来 3 年收入及盈利预测

- 根据武广商圈的成熟度及项目的位置优势，我们判断摩尔城项目的养场期在 3 年左右，即 2014 年进入相对成熟阶段；如果开业第一年的出租率可达到 65% 以上，则实现盈亏平衡的几率较大。
 - 通常情况下购物中心开业的出租率达到 65%，则表明未来经营成功的概率较高；目前公司招商进展顺利，部分商铺已进入签约阶段；由于国际广场与武汉广场和世贸广场的品牌不重合度达到 85%，商圈内错位经营情况良好，供应商对新品牌招商引发同质化竞争的担忧可以相对减轻，有利于招商工作的进行；我们预计摩尔城项目完成招商计划的概率较高；
 - 据我们了解，武广商圈的平均租金在 5-8 元/平米·天，购物中心的娱乐项目通常租金较低，滑冰场和电影院等均根据销售额计算提成，租金年均增幅可达到 8%-10%；餐饮业租金略高于娱乐项目，但租金年均增幅最少，平均在 6%-8%；
 - 由于购物中心的中央空调及照明系统比百货大楼复杂，我们按照收入的 2% 计算水电费，年均 3000 万元左右；购物中心由国际广场管理，

因此人员数量增加有限，我们按新增 500 人，工资年均增长 10% 计算人工费用；

- 根据测算，2011-2013 年，购物中心可分别贡献未摊薄 EPS 0.00 元、0.13 元和 0.24 元。

图表25：摩尔城项目盈利预测 单位：百万元

		2011E	2012E	2013E
营业收入				
出租	出租率	65%	80%	95%
餐饮	6元/天·平米 年递增6%	48.7	63.6	75.5
娱乐	4元/天·平米 年递增8%	48.7	64.8	76.9
毛利率		70%	75%	80%
奢侈品专卖	5元/天·平米+销售提成	30.0	47.1	62.1
毛利率		65%	65%	65%
地下车库	10元/小时，一天最高15元	4.4	5.9	7.4
毛利率		90%	90%	90%
收入小计		131.9	181.4	221.9
联营				
品牌专卖	3.8 万平米	228.0	456.0	570.0
坪效		6000	12000	15000
毛利率		18%	20%	22%
精品超市	2.5 万平米	75.0	150.0	225.0
坪效		3000	6000	9000
毛利率		16%	17%	18%
收入小计		303.0	606.0	795.0
收入总计		434.9	787.4	1,016.9
毛利额总计		144.8	248.9	334.8
毛利率		33%	32%	33%
固定成本及费用				
折旧和摊销		76.1	76.1	76.1
水电费	按成熟店收入占比 2%	30.0	30.0	30.0
人工费	500人 x 30000元/年·人	15.0	16.5	18.2
其他费用		30.0	40.0	50.0
费用总计		151.1	162.6	174.3
费用率		35%	21%	17%
税率		25%	25%	25%
净利润	2011年仅营业1个季度	-1.2	64.7	120.4
总股本		507.2	507.2	507.2
EPS		0.00	0.13	0.24

来源：国金证券研究所

未来 5 年将保持扩张趋势

- 据我们了解，公司在武昌、宜昌、黄冈等地区还有购物中心建设计划，其中武昌地区倾向于选择靠近中南商圈的亚贸广场附近，用地规模约 50 亩；根据我们判断，该地靠近武昌地区轨道交通 2 号线和 4 号线交汇处，商圈规模有望扩大，计划新建的武昌购物中心若定位于城市区域型购物中心，则可与武广摩尔城形成互补，发展前景较好。

估值和投资建议

- 根据测算，预计公司 2010-2012 年销售收入分别达到 100.07 亿元、116.8 亿元、139.66 亿元，其中百货成熟门店和量贩超市的收入占比分别为 94%、93.9%和 89.4%。
- 十堰人商购物中心预计于 2011 年底建成开业，2013 年以前较难贡献利润，人商整体 2010-2012 年可分别贡献 EPS0.03 元、0.04 元和 0.05 元；

- 摩尔城项目 2011 年仅营业 1 季度，预计可基本实现盈亏平衡，2012 年贡献 EPS 约 0.13 元。
- 我们预测 2010-2012 年，公司可实现净利润 2.99 亿元、3.60 亿元和 4.60 亿元，对应未配股前总股本的 EPS 分别是 0.59 元、0.711 元和 0.908 元，对应当前股价 15.10 元的 PE 分别是 26 倍、21 倍和 17 倍。

图表26：收入及盈利预测 单位：百万元

		2009	2010E	2011E	2012E
百货					
	销售收入	4,155	4,766	5,325	5,738
	YOY		14.7%	11.7%	7.7%
	毛利额	913	1,042	1,155	1,236
	毛利率	22.0%	21.9%	22.0%	22.1%
超市					
	销售收入	3,827	4,641	5,646	6,741
	YOY	25.1%	21.3%	21.7%	19.4%
	毛利额	688	835	1,016	1,213
	毛利率	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
	收入小计	7,982	9,407	10,971	12,479
	毛利额	1,601	1,877	2,172	2,449
	毛利率	20.1%	20.0%	19.8%	19.6%
十堰人商					
	销售收入		600	600	700
	YOY		0.0%	0.0%	16.7%
	毛利额		108	108	133
	毛利率		18.0%	18.0%	19.0%
	净利润		15	20	25
	EPS		0.03	0.04	0.05
摩尔城					
	销售收入			109	787
	毛利额			145	249
	毛利率			33.3%	31.6%
	净利润			-1.2	64.7
	EPS			0.00	0.13
	收入总计	7,982	10,007	11,680	13,966
	毛利额	1,601	1,985	2,424	2,831
	毛利率	20.1%	19.8%	20.8%	20.3%

来源：国金证券研究所

- 武汉在中部各省会城市中的城市规模、经济总量和消费能力均居于前列，公司在湖北省零售业的龙头地位稳固，未来区域扩张空间广阔；摩尔城项目的盈利前景乐观，可为公司长期增长提供动力；我们认为公司应该享有行业平均估值 2010 年 30 倍 PE，合理价格为 17.7 元/股，给予买入评级。

图表27：可比公司估值比较（2010-7-16） 单位：元、万股

股票代码	股票名称	价格	总股本	PE		
				2010E	2011E	2012E
600828.	成商集团	15.74	36567	35	22	16
600729.	重庆百货	42.56	20400	33	28	26
600631.	百联股份	13.8	110103	32	28	26
600858.	银座股份	24.18	28893	31	23	16
000417.	合肥百货	15.6	47972	31	25	20
600859.	王府井	34	39297	30	23	19
002419.	天虹商场	34.8	40010	29	22	17
600697.	欧亚集团	24.46	15909	29	24	19
002277.	友阿股份	18.55	34920	29	23	17
600628.	新世界	11.34	53180	28	24	21
600778.	友好集团	11.69	31149	27	16	13
000987.	广州友谊	24.79	35896	26	22	17
000501.	鄂武商A	15.1	50725	26	21	17
600785.	新华百货	30.49	20743	24	21	18
600655.	豫园商城	21.77	79851	24	20	17
002187.	广百股份	26.92	16888	22	19	16
000564.	西安民生	6.73	30431	22	17	14
行业一致预期PE均值（加权）				30	23	19

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	5,297	6,630	7,938	10,007	11,680	13,966	货币资金	1,295	1,418	1,378	2,000	3,000	3,500
增长率	25.2%	19.7%	26.1%	16.7%	19.6%		应收款项	161	164	202	294	344	411
主营业务成本	-4,195	-5,229	-6,337	-8,022	-9,256	-11,135	存货	244	384	428	527	634	763
% 销售收入	79.2%	78.9%	80.2%	79.2%	79.2%	79.7%	其他流动资产	150	658	102	241	278	334
毛利	1,102	1,401	1,600	1,985	2,424	2,831	流动资产	1,851	2,625	2,110	3,063	4,255	5,008
% 销售收入	20.8%	21.1%	20.2%	19.8%	20.8%	20.3%	% 总资产	43.5%	50.7%	36.1%	46.1%	49.7%	50.9%
营业税金及附加	-48	-64	-70	-90	-105	-126	长期投资	307	260	195	195	195	195
% 销售收入	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	1,736	1,853	1,873	2,331	3,217	3,869
营业费用	-564	-793	-909	-1,151	-1,419	-1,634	% 总资产	40.8%	35.8%	32.0%	35.1%	37.6%	39.3%
% 销售收入	10.6%	12.0%	11.4%	11.5%	12.2%	11.7%	无形资产	355	436	1,636	1,018	864	735
管理费用	-118	-124	-162	-220	-310	-363	非流动资产	2,405	2,553	3,739	3,579	4,312	4,834
% 销售收入	2.2%	1.9%	2.0%	2.2%	2.7%	2.6%	% 总资产	56.5%	49.3%	63.9%	53.9%	50.3%	49.1%
息税前利润 (EBIT)	372	420	460	524	591	708	资产总计	4,256	5,178	5,849	6,642	8,567	9,842
% 销售收入	7.0%	6.3%	5.8%	5.2%	5.1%	5.1%	短期借款	738	743	936	499	323	188
财务费用	-55	-61	-84	-30	-25	-20	应付款项	1,621	2,008	2,550	3,257	3,786	4,538
% 销售收入	1.0%	0.9%	1.1%	0.3%	0.2%	0.1%	其他流动负债	227	355	327	461	536	642
资产减值损失	-8	-11	-8	0	0	0	流动负债	2,586	3,106	3,812	4,216	4,644	5,368
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	371	534	480	480	480	481
投资收益	-2	27	45	25	35	45	其他长期负债	1	1	1	0	0	0
% 税前利润	n.a	7.1%	10.4%	4.8%	5.8%	6.1%	负债	2,958	3,641	4,293	4,697	5,125	5,849
营业利润	307	375	412	519	601	734	普通股股东权益	1,095	1,275	1,412	1,711	3,119	3,579
营业利润率	5.8%	5.7%	5.2%	5.2%	5.1%	5.3%	少数股东权益	202	262	143	233	323	413
营业外收支	22	0	15	0	0	0	负债股东权益合计	4,256	5,178	5,849	6,642	8,567	9,842
税前利润	328	375	428	519	601	734	比率分析						
利润率	6.2%	5.7%	5.4%	5.2%	5.1%	5.3%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-108	-101	-110	-130	-150	-183	每股指标						
所得税率	32.9%	26.8%	25.7%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.308	0.356	0.471	0.590	0.711	0.908
净利润	220	275	318	389	450	550	每股净资产	2.159	2.513	2.784	3.374	4.730	5.428
少数股东损益	64	94	79	90	90	90	每股经营现金净流	1.467	1.638	1.846	2.366	2.250	2.828
归属于母公司的净利润	156	180	239	299	360	460	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	2.9%	2.7%	3.0%	3.0%	3.1%	3.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	14.25%	14.15%	16.91%	17.48%	11.56%	12.86%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	3.67%	3.48%	4.08%	4.50%	4.21%	4.68%
净利润	220	275	318	389	450	550	投入资本收益率	10.38%	10.93%	11.48%	13.44%	10.43%	11.40%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	104	131	190	285	277	288	主营业务收入增长率	19.37%	25.16%	19.73%	26.07%	16.72%	19.57%
非经营收益	61	53	10	12	2	-9	EBIT增长率	85.76%	12.92%	9.29%	14.02%	12.71%	19.97%
营运资金变动	358	372	418	514	411	606	净利润增长率	443.26%	15.56%	32.35%	25.28%	20.52%	27.71%
经营活动现金净流	744	831	936	1,200	1,141	1,435	总资产增长率	25.17%	21.68%	12.96%	13.55%	28.99%	14.88%
资本开支	-282	-830	-737	-125	-1,010	-810	资产管理能力						
投资	-67	32	-57	0	0	0	应收账款周转天数	0.5	0.7	0.9	0.7	0.7	0.7
其他	1	0	0	25	35	45	存货周转天数	17.2	21.9	23.4	24.0	25.0	25.0
投资活动现金净流	-349	-799	-794	-100	-975	-765	应付账款周转天数	56.0	59.5	58.6	59.0	59.0	59.0
股权募资	0	0	0	0	1,047	0	固定资产周转天数	119.6	99.1	83.8	64.9	77.1	76.3
债权募资	-17	169	139	-437	-176	-134	偿债能力						
其他	-69	-78	-366	-41	-37	-36	净负债/股东权益	-14.39%	-9.16%	2.44%	-52.50%	-63.82%	-70.89%
筹资活动现金净流	-86	90	-227	-479	834	-170	EBIT利息保障倍数	6.7	6.8	5.5	17.4	23.7	36.1
现金净流量	308	123	-85	622	1,000	500	资产负债率	69.51%	70.32%	73.40%	70.72%	59.82%	59.43%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	3	8	13
买入	0	0	0	6	10
持有	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.00	1.35	1.48

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室