

零售

报告原因：公司调研

2011年1月11日

市场数据：2011年1月10日

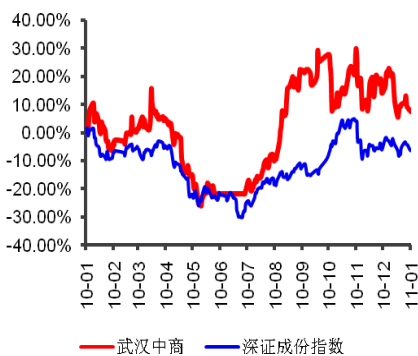
收盘价(元)	11.23
一年内最高/最低(元)	13.86/7.31
市净率	4.27
息率(分红/股价)	-/-
A股流通市值(亿元)	28.12

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2010年09月30日

每股净资产(元)	2.63
资产负债率%	73.72
总股本/流通A股(万)	25122/25109
流通B股/H股(百万)	-/-

近一年股价走势图



研究员：樊慧远

执业证书号 S0760210080005

010-82190365

fanhuiyuan@sxzq.com

联系人

孟军

010-82190365

mengjun@sxzq.com

张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

地址：北京市海淀区大柳树路17号 富海大厦808

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

武汉中商 (000785)

收购销品茂股权，步入快速增长通道

增持

维持评级

公司研究/调研简报

投资要点：

- **销品茂将会成为最大看点。**销品茂是武汉单体面积最大的购物中心，位于增长潜力大的徐东商圈核心位置。销品茂于2005年开业，2009年刚实现盈利，目前正处于业绩快速增长期。预计销品茂百货门店2010年实现净利润1000万元左右，其余租赁业务合计实现净利润900多万。据我们了解，销品茂平时的人流量超过5万人，周末可达8万-15万人。目前销品茂门前的徐东大道正在修高架桥，施工结束后将打消目前交通不便的负面影响同时还能有效增大客流量。销品茂百货部分实施品类升级和精细化管理后，我们预计毛利率水平还将有小幅上升。销品茂目前已度过培育期，未来两年租赁部分租约到期后将改变目前低租金的现状，逐步恢复市场化的租金水平，可以提租的短租期部分约占整体的40%左右。我们保守估计未来两年的提升幅度都可超过20%。销品茂楼内公共区域（一楼中庭和3、4、5层公共区域）目前尚未充分利用，该部分有效利用后有望新增可租面积10%，租金将会按市场化定价有所提升。销品茂目前财务费用高企，约合每年4000多万元，占净利润的90%以上。公司已通过定向增发收购销品茂49%股权的决议，未来计划通过现金增资或引入其他投资者改善资本结构，降低财务费用，业绩有望大幅释放。
- **外埠门店利在长远。**公司百货业务2010年录得个位数的同比增速，其中异地门店增长较快，大约有15%。公司外埠门店中目前除面积最大的沙市店一年贡献600-700万元利润外，其余门店经营情况尚待提高，毛利率只有14%-15%，其中随州、咸宁门店亏损合计约500万左右。但我们认为由于外埠门店占据各地核心商圈，随着三、四线城市购买力的提升，未来5年有望迎来较快的增长，毛利率也有较大提升空间。
- **超市毛利率尚有提升空间。**公司超市业务前台毛利率约为12.5%，比去年提升0.5个百分点，但仍略低于同行水平。随着业务扩张带来的溢价能力提升和公司加强供应联管理，我们认为公司超市业务毛利率未来仍有较大的提升空间。公司目前计划加大物流中心建设，将兴建1万平米物流中心。公司超市业务2010年新开三家门店，面积大约5000-6000平米，2011年计划新增两家，目前公司有些储备项目，没有正式签约。

- **考核制度完善有利于业绩释放。**公司在《中商集团经营者薪酬管理办法》中规定，考核 KPI 包括收入指标、净利润指标、净资产收益率指标各占 30%，净现金流量指标占比 10%，提取最低指标是计划值的 60%。我们认为考核指标和任务的进一步完善有利于增强公司的业绩释放动力。
- **投资建议。**我们预计公司 2010 年-2012 年的 EPS 分别为 0.3 元、0.45 元和 0.58 元，对应的动态 PE 分别为 37 倍、25 倍和 19 倍。考虑到公司销品茂购物中心较大的增长空间和未来公司降低财务费用带来的业绩弹性，我们给予“增持”评级。
- **风险因素：**1、商圈环境竞争激烈程度超出预期；2、销品茂财务改善状况低于预期；3、公司新扩张门店低于预期。4、增发事项未获批准或进展程度低于预期。

表 1: 公司百货门店概况

业态	门店	成立时间(年)	营业面积(万平米)	位置	物业	权益性质
百货	中南商业大楼	1984	3.3	武昌	自有	母公司
	沙市店	1996	3	沙市	自有	分公司
	中南广场购物中心	1997	4.1	武昌	自有	100%
	荆门店	2002	2	荆门	租赁	分公司
	十堰店	2003	1	十堰	租赁	分公司
	黄冈店	2004	2	黄冈	租赁	51%
	随州店	2007	2	随州	租赁	分公司
	咸宁店	2008	2	咸宁	租赁	分公司
购物中心	销品茂购物中心	2005	10	武昌	自有	51%股权

资料来源：公司公告、山西证券研究所

表 2: 公司门店分布

业态	门店数量(家)			营业面积(万平米)		
	武汉	外埠	总计	武汉	外埠	总计
超市大卖场	18	16	34	17.64	13.04	30.68
百货门店	3	6	9	9.3	12.93	22.23
购物中心	1	-	1	11.29	-	11.29

资料来源：公司公告、山西证券研究所

投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20%以上
增持: 相对强于市场表现 5~20%
中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持: 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现
中性: 行业与整体市场表现基本持平
看淡: 行业弱于整体市场表现

免责声明:

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,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。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。