

鄂武商 A (000501.SZ)

百货零售行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

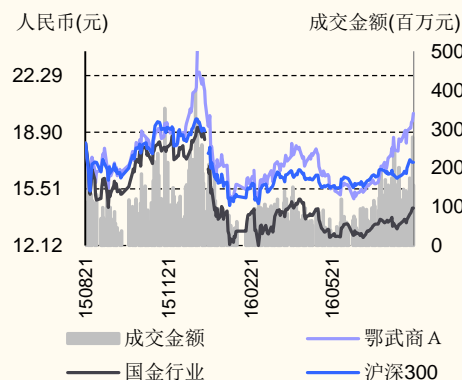
市场价格(人民币): 20.04元

目标价格(人民币): 24.47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) | 11,860.36 |
| 年内股价最高最低(元) | 23.74/14.66 |
| 沪深 300 指数 | 3365.02 |
| 深证成指 | 10872.71 |



相关报告

- 1.《湖北高端零售巨头，购物中心王者隐现-鄂武商 A 公司研究》，2016.8.2

徐问 分析师 SAC 执业编号: S1130516080002
xuwen@gjzq.com.cn

刘彪 联系人
liubiao@gjzq.com.cn

超市调整成效明显，股权激励推动业绩释放

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 1.301 | 1.511 | 1.631 | 1.887 | 2.128 |
| 每股净资产(元) | 7.01 | 7.81 | 9.71 | 11.29 | 13.12 |
| 每股经营性现金流(元) | 2.04 | 1.61 | 3.55 | 3.09 | 3.42 |
| 市盈率(倍) | 12.16 | 14.16 | 12.29 | 10.62 | 9.42 |
| 行业优化市盈率(倍) | 22.53 | 34.37 | 29.80 | 29.80 | 29.80 |
| 净利润增长率(%) | 41.83% | 21.16% | 20.77% | 15.67% | 12.76% |
| 净资产收益率(%) | 18.55% | 19.36% | 16.81% | 16.71% | 16.22% |
| 总股本(百万股) | 507.25 | 529.03 | 591.83 | 591.83 | 591.83 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 鄂武商发布 16 年半年报，上半年实现营业收入 85.88 亿元，同比下降 4.46%，实现净利润 5.15 亿元或 EPS 0.95 元，同比增长 18.22%，略高于市场预期。

经营分析

- **超市调整拖累营收，净利率大幅提升：**量贩业务继 15 年退出 1 家、降减租 23 家超市门店后，今年上半年公司继续加大调整力度，退出 5 家、降减租 27 家超市门店。虽然门店数量减少造成超市营收(-10.25%)出现较大下滑，拖累整体收入表现(-4.46%)，但随着亏损门店明显减少、控制低毛利团购以及推动直采直营、调整品类结构，超市毛利率水平明显提升，较 15 年同期增加 2.43%。从超市运营主体子公司武商量贩来看，上半年实现净利润 9783 万元，较上年同期增长 68.6%，净利率从 1.72% 提升至 3.24%，大幅增厚公司业绩。
- **购物中心精细化运营，梦时代广场稳步推进：**上半年，公司根据商场定位，积极采取措施提升体验性，进一步巩固市场优势地位。如：国际广场继续引入奢侈名品；武商广场吸纳风格性、时尚类、凸显性价比的新品牌；世贸广场打造美食新区。通过一系列精细化运营手段，公司购物中心在消费低迷的背景下仍较为稳定的销售表现，营收同比仅下降 1.52%，而毛利率水平提升 0.79%。目前，梦时代广场项目正稳步推进，已处于拆迁和筹备阶段，有望 19 年开业，成为公司未来的亮点。
- **费用管控能力强，降低负债轻装上阵：**长期来看，公司销售、管理费率基本保持在 14% 的水平线上，相比同业具有明显的优势，体现出公司极强的费用管控能力。上半年，公司销售费用率较去年同期升 0.21% 至 12.10%，管理费用率升 0.2% 至 1.87%，租金费用占比下降 0.02% 至 1.45%，人工费用上升 0.27% 至 6.22%，总体仍在合理区间。上半年，公司定增成功募集资金净额 8.12 亿元用于偿还银行贷款，负债率有所下降，季度财务费用率从 4Q2015 的 0.55% 下降至 2Q2016 的 0.34%。
- **股权激励/员工持股重仓介入，业绩有望加速释放：**15 年 4 月，公司公告限制性股票激励计划，向激励对象定向增发 2177.7 万股，占公司总股本比例的 3.68%。激励计划授予的限制性股票须达到达到业绩考核目标方可解锁条件。16 年 4 月，员工持股计划参与公司定增事项，认购 4305 万股，占发行

后公司总股本的 7.27%。我们认为公司员工持股计划重仓买入，彰显公司员工以及管理层对公司未来发展的高度信心，而大比例的股票激励更是将公司利益和员工深度绑定。在两大计划的联系下，员工与公司的利益高度趋同，未来业绩将加速释放。

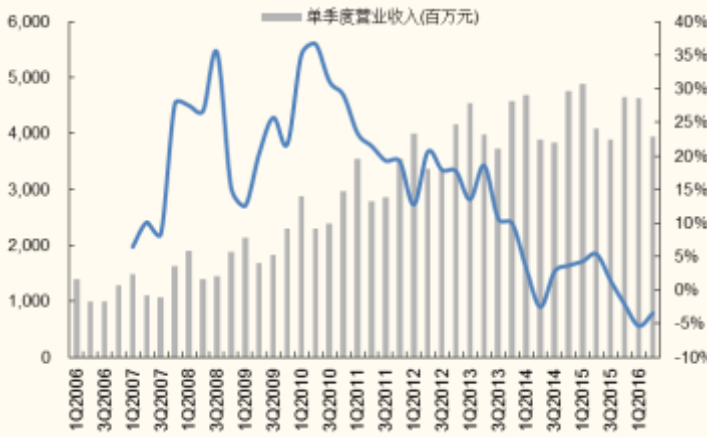
盈利预测

- 公司主力门店为核心商圈的大体量购物中心，客流量和销售规模稳定，近两年新开购物中心项目逐步渡过培育期，量贩超市调整和关停亏损门店，经营性现金流持续增加，为业绩提供稳定支撑。虽然一季度公司受销售费用率上升影响，业绩表现不佳，但二季度毛利率上升、费用率稳定，中报业绩表现亮眼，我们将公司盈利预测，2016-18 年净利润增速从 17.96%、14.02%、10.66%上调至 20.77%、15.67%、12.76%，16-18 年 EPS 从 1.59、1.82、2.01 上调 1.63、1.89、2.13 元，对应 PE 分别为 12.3X、10.6X、9.4X。

投资建议

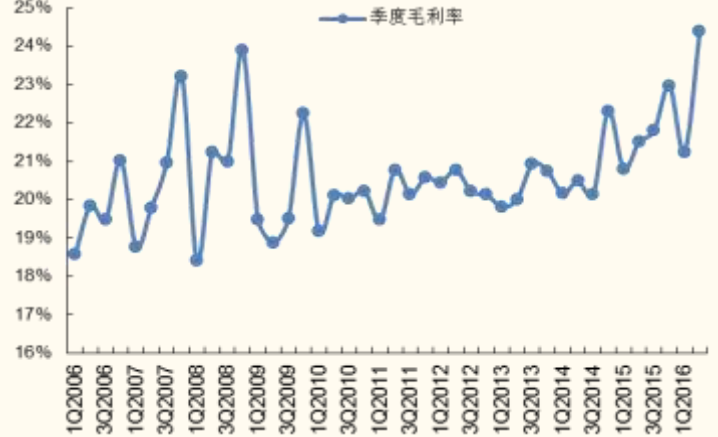
- 公司是较早介入购物中心的龙头企业，具备较强的商业运营能力，在消费升级/业态变迁趋势下，占据先发优势，有望长期受益。短期来看，公司主力门店稳健经营+培育期门店扭亏+超市亏损店关闭将保证业绩高增长，长期来看，梦时代广场项目的稳步推进打开外延式扩张的空间。股权激励业绩目标/员工持股计划将管理层和公司高度绑定，推动公司利润释放，武汉国企改革也有望进一步催化。我们看好公司未来发展前景，认为未来 2 年将继续保持远高于行业的业绩增速，维持“买入”评级，目标价 24.47 元(对应 2016 年 15X PE)。

图表 1：公司季度营业收入情况



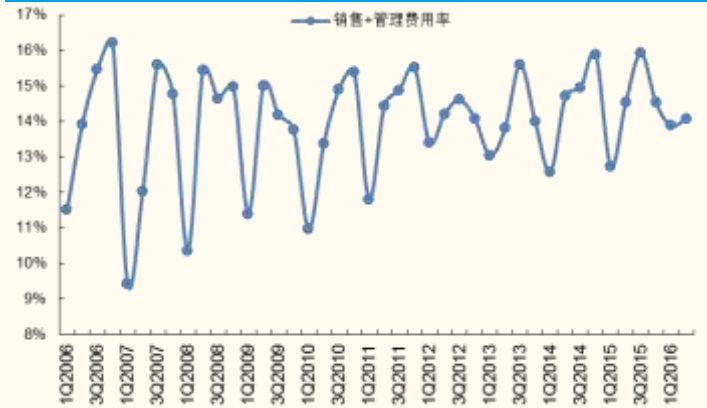
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：公司季度毛利率水平



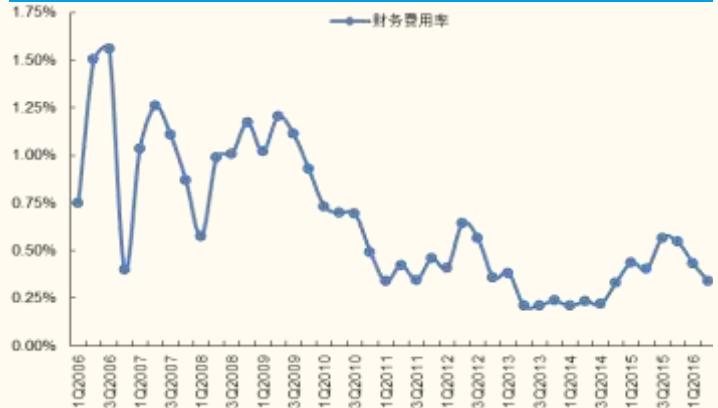
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：公司季度销售+管理费用率



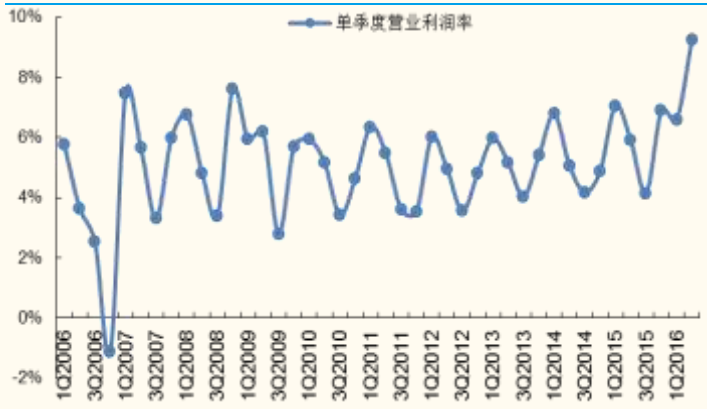
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：公司季度财务费用率



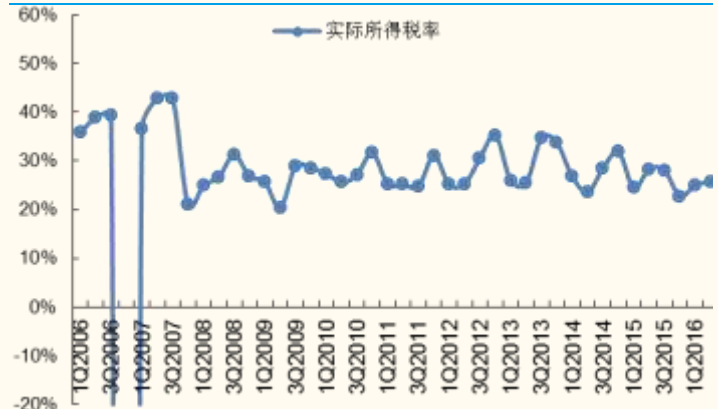
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：公司季度营业利润率



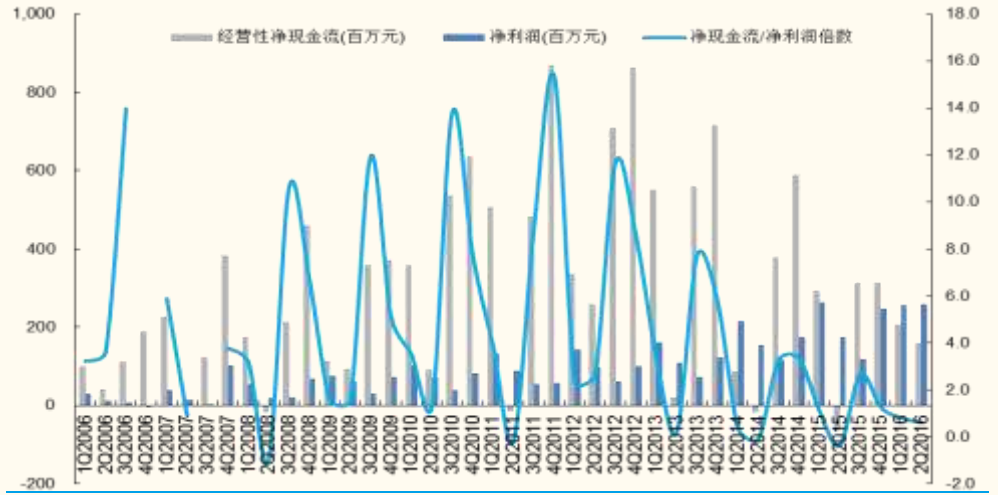
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：公司季度实际所得税率



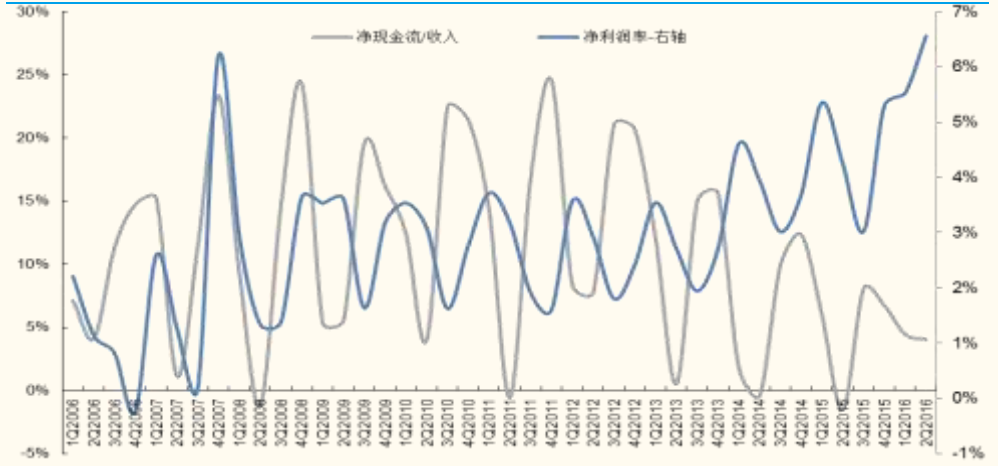
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：公司季度经营性净现金流变化



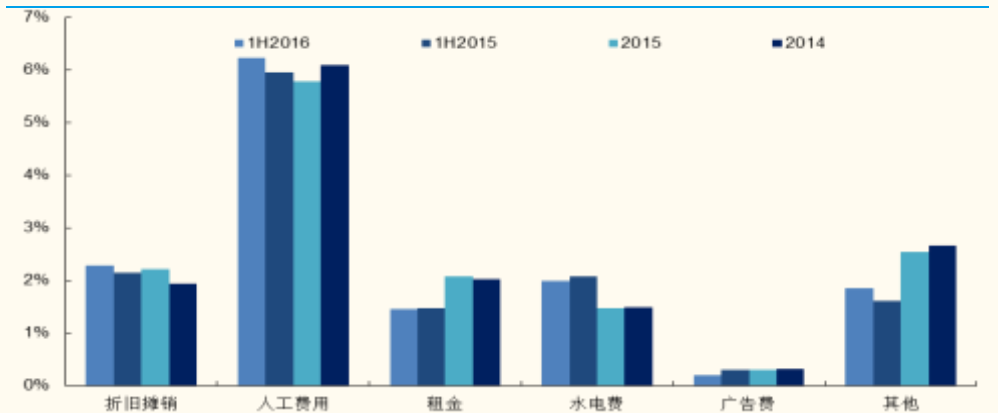
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：公司净现金流/收入与净利润率的变化情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：公司各项费用变化情况



来源：公司公告，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) | | | | | | |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 主营业务收入 | 16,842 | 17,161 | 17,524 | 18,181 | 18,881 | 19,704 | 货币资金 | 2,127 | 2,282 | 2,062 | 1,539 | 1,602 | 1,629 |
| 增长率 | 1.9% | 2.1% | 3.7% | 3.9% | 4.4% | | 应收款项 | 175 | 180 | 187 | 212 | 215 | 225 |
| 主营业务成本 | -13,413 | -13,587 | -13,710 | -14,116 | -14,562 | -15,158 | 存货 | 973 | 905 | 887 | 967 | 997 | 1,038 |
| %销售收入 | 79.6% | 79.2% | 78.2% | 77.6% | 77.1% | 76.9% | 其他流动资产 | 1,741 | 1,064 | 709 | 565 | 582 | 606 |
| 毛利 | 3,429 | 3,574 | 3,813 | 4,065 | 4,319 | 4,546 | 流动资产 | 5,016 | 4,431 | 3,846 | 3,283 | 3,397 | 3,498 |
| %销售收入 | 20.4% | 20.8% | 21.8% | 22.4% | 22.9% | 23.1% | %总资产 | 39.7% | 28.3% | 21.7% | 18.8% | 18.4% | 18.6% |
| 营业税金及附加 | -148 | -150 | -156 | -164 | -170 | -177 | 长期投资 | 520 | 506 | 538 | 538 | 538 | 538 |
| %销售收入 | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 固定资产 | 4,784 | 7,291 | 7,358 | 8,175 | 9,116 | 9,526 |
| 营业费用 | -2,105 | -2,196 | -2,215 | -2,236 | -2,322 | -2,384 | %总资产 | 37.9% | 46.6% | 41.4% | 46.7% | 49.5% | 50.6% |
| %销售收入 | 12.5% | 12.8% | 12.6% | 12.3% | 12.3% | 12.1% | 无形资产 | 2,203 | 3,295 | 3,168 | 2,657 | 2,524 | 2,398 |
| 管理费用 | -262 | -294 | -298 | -309 | -321 | -315 | 非流动资产 | 7,618 | 11,220 | 13,907 | 14,220 | 15,028 | 15,312 |
| %销售收入 | 1.6% | 1.7% | 1.7% | 1.7% | 1.7% | 1.6% | %总资产 | 60.3% | 71.7% | 78.3% | 81.2% | 81.6% | 81.4% |
| 息税前利润 (EBIT) | 915 | 934 | 1,145 | 1,356 | 1,506 | 1,669 | 资产总计 | 12,634 | 15,651 | 17,753 | 17,503 | 18,425 | 18,810 |
| %销售收入 | 5.4% | 5.4% | 6.5% | 7.5% | 8.0% | 8.5% | 短期借款 | 614 | 2,497 | 2,873 | 1,423 | 1,479 | 522 |
| 财务费用 | -44 | -43 | -85 | -86 | -34 | -7 | 应付款项 | 7,583 | 8,479 | 8,198 | 8,576 | 8,870 | 9,231 |
| %销售收入 | 0.3% | 0.3% | 0.5% | 0.5% | 0.2% | 0.0% | 其他流动负债 | 1,171 | 847 | 631 | 1,049 | 1,079 | 1,117 |
| 资产减值损失 | -8 | 0 | -12 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 9,368 | 11,823 | 11,702 | 11,048 | 11,429 | 10,870 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 128 | 3 | 1,910 | 710 | 310 | 170 |
| 投资收益 | 12 | 14 | 21 | 20 | 20 | 20 | 其他长期负债 | 12 | 61 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 1.4% | 1.6% | 2.0% | 1.6% | 1.3% | 1.2% | 负债 | 9,508 | 11,886 | 13,625 | 11,758 | 11,739 | 11,041 |
| 营业利润 | 874 | 906 | 1,069 | 1,290 | 1,492 | 1,682 | 普通股股东权益 | 2,896 | 3,556 | 4,129 | 5,744 | 6,683 | 7,765 |
| %营业收入 | 5.2% | 5.3% | 6.1% | 7.1% | 7.9% | 8.5% | 少数股东权益 | 231 | 209 | -1 | 1 | 3 | 5 |
| 营业外收支 | -13 | -19 | 4 | 0 | 0 | 0 | 负债股东权益合计 | 12,634 | 15,651 | 17,753 | 17,503 | 18,425 | 18,810 |
| 税前利润 | 861 | 887 | 1,073 | 1,290 | 1,492 | 1,682 | | | | | | | |
| 利润率 | 5.1% | 5.2% | 6.1% | 7.1% | 7.9% | 8.5% | 比率分析 | | | | | | |
| 所得税 | -255 | -245 | -272 | -322 | -373 | -420 | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 所得税率 | 29.6% | 27.7% | 25.4% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 每股指标 | | | | | | |
| 净利润 | 606 | 641 | 801 | 967 | 1,119 | 1,261 | 每股收益 | 0.917 | 1.301 | 1.511 | 1.631 | 1.887 | 2.128 |
| 少数股东损益 | 141 | -18 | 1 | 2 | 2 | 2 | 每股净资产 | 5.709 | 7.010 | 7.806 | 9.706 | 11.293 | 13.120 |
| 归属于母公司的净利润 | 465 | 660 | 799 | 965 | 1,117 | 1,259 | 每股经营现金净流 | 3.638 | 2.041 | 1.613 | 3.552 | 3.094 | 3.417 |
| 净利率 | 2.8% | 3.8% | 4.6% | 5.3% | 5.9% | 6.4% | 每股股利 | 0.000 | 0.400 | 0.000 | 0.300 | 0.300 | 0.300 |
| | | | | | | | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 16.06% | 18.55% | 19.36% | 16.81% | 16.71% | 16.22% |
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 总资产收益率 | 3.68% | 4.22% | 4.50% | 5.52% | 6.06% | 6.69% |
| 净利润 | 606 | 641 | 801 | 967 | 1,119 | 1,261 | 投入资本收益率 | 16.66% | 10.79% | 9.59% | 12.91% | 13.32% | 14.79% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 增长率 | | | | | | |
| 非现金支出 | 347 | 355 | 418 | 373 | 393 | 416 | 主营业务收入增长率 | 13.02% | 1.89% | 2.11% | 3.75% | 3.85% | 4.36% |
| 非经营收益 | 39 | 70 | 68 | 101 | 46 | 21 | EBIT 增长率 | 13.17% | 2.12% | 22.53% | 18.44% | 11.03% | 10.85% |
| 营运资金变动 | 853 | -31 | -433 | 662 | 273 | 325 | 净利润增长率 | 15.58% | 41.83% | 21.16% | 20.77% | 15.67% | 12.76% |
| 经营活动现金净流 | 1,845 | 1,035 | 853 | 2,102 | 1,831 | 2,022 | 总资产增长率 | 14.46% | 23.88% | 13.43% | -1.41% | 5.27% | 2.09% |
| 资本开支 | -1,526 | -2,326 | -2,429 | -683 | -1,200 | -700 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 投资 | -81 | 48 | -42 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转天数 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 其他 | 12 | 19 | -579 | 20 | 20 | 20 | 存货周转天数 | 24.9 | 25.2 | 23.9 | 25.0 | 25.0 | 25.0 |
| 投资活动现金净流 | -1,595 | -2,259 | -3,050 | -663 | -1,180 | -680 | 应付账款周转天数 | 59.2 | 61.2 | 58.3 | 60.0 | 60.0 | 60.0 |
| 股权募资 | 1 | 0 | 139 | 827 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 102.6 | 155.0 | 153.2 | 159.1 | 167.5 | 173.7 |
| 债权募资 | -154 | 1,458 | 2,238 | -2,663 | -344 | -1,097 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | -188 | -79 | -414 | -126 | -244 | -218 | 净负债/股东权益 | -45.84% | 5.78% | 65.93% | 10.35% | 2.80% | -12.05% |
| 筹资活动现金净流 | -342 | 1,379 | 1,963 | -1,962 | -588 | -1,315 | EBIT 利息保障倍数 | 20.6 | 21.7 | 13.4 | 15.7 | 44.3 | 225.8 |
| 现金净流量 | -92 | 155 | -233 | -523 | 63 | 27 | 资产负债率 | 75.25% | 75.95% | 76.75% | 67.18% | 63.71% | 58.69% |

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 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1 | 2016-08-02 | 买入 | 17.80 | 21.40~23.10 |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |

来源：国金证券研究所

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



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：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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，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，国金证券不作出任何担保。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唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

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：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD