

鄂武商 A (000501)

证券研究报告
2017年03月14日

华中零售魁首，低估值+高成长，充分享受三、四线城市消费升级！

华中地区国字号商业，是具备高物业重估价值+业绩稳健增长双重优势的零售龙头

公司是华中地区国资控股、民资参股商业龙头，深耕湖北，以购物中心为主、量贩超市为辅实现多业态布局。已在武汉及湖北省其他区域布局 10 余家购物中心，79 家量贩超市网点。同时积极拓展线上业务，成立“武商网”，把握“新零售”机遇。**高物业重估价值**：目前，公司自有百货门店建筑面积约 140 万²。我们测算其物业重估价值约 253 亿，考虑到货币资金、金融资产和有息负债，公司重估价值约 238 亿，当前市值仅 140 亿，重估空间 40%+。**业绩稳健增长**：百货业态转型购物中心提质增效，超市“减亏降租”以“2020 年经营门店无亏损”为目标，收效明显。公司业绩表现优于行业：16Q1-3 实现营收 125.27 亿，同比下滑 2.7%，归属净利 7.06 亿，同比增长 27.6%；其中 3Q2016 营收 39.39 亿，同比增长 1.37%；归母净利润 1.9 亿，同比增长 62.42%。此外，公司通过股权激励及员工持股计划，充分调动员工积极性，促进公司建立健全激励约束机制，为奠定区域零售翘楚地位作新探索。

“新零售” & 三、四线城市消费升级 & 国企改革，多重利好助零售板块再起航

2016 年 4 季度起，50 家、社零多维数据纷纷显示零售寒冬已过，呈现复苏回暖迹象：①进入 2017 年，阿里与百联再度将“新零售”主题推向风口，并逐步由概念阶段迈入实践期，同时我们也看到了诸如“盒马鲜生”、“超级物种”等落地的新零售载体，线上与线下深度融合在逐步重构商业模式；②80 90 后已逐渐切换为消费主流人群叠加疏解人口的政策背景，三、四线城市逐步展现出巨大消费潜力，线下购物中心、超市或成为承载消费升级需求的主要渠道；③国企改革将是贯穿 2017 年全年的确定性主题，商贸零售作为充分竞争型企业同时国资持股比例较大，将迎来改革红利释放期。

优质商业资产具备新零售融合基因，董事会换届或激发新活力

公司在巩固线下渠道及资产价值的同时，不断探索向线上布局，试水跨境电商，具备新零售融合的优质基因。**购物中心**：针对同质化竞争加剧，采取差异化定位，打造不同门店特色；区域上伴随武汉市场趋于饱和，逐步下沉渠道，向三、四线城市扩张销售低线城市消费升级带来的新能量；**超市**：实行“关店降租”计划，合理布局网点、确保提质增效；**线上**：“武商网”年度销量突破 2 亿，成为公司“新零售”主战场之一；伴随海外购成为黄金法则，开辟跨境电商新业务，湖北自贸区的落地也将全面推动“武商网”跨境购业务。公司未来大概率将凭借自身优质线下资源，联手电商巨头打造新零售时代区域龙头。此外，公司第七届董事会 & 监事会任期届满，预期董事会换届或将会为公司带来更多优质资源、注入新活力，快速实现转型升级。

维持买入评级

公司作为国资背景的区域零售龙头，线下渠道资源与高物业资产重估价值是同线上融合的先天气势；公司业绩稳健增长，董事会换届为转型升级带来新预期。我们预计 2016-18 年 EPS 分别为 1.49/1.88/2.16 元，当前股价对应 PE 分别为 16/13/11 倍，维持买入评级。

风险提示：零售终端依然低迷；三、四线城市消费升级落地缓慢；国企改革低于预期。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	17,160.84	17,523.66	18,101.59	19,499.43	21,899.44
增长率(%)	1.89	2.11	3.30	7.72	12.31
EBITDA(百万元)	1,201.66	1,474.21	1,795.30	1,970.21	2,183.07
净利润(百万元)	659.69	799.31	881.66	1,112.99	1,276.17
增长率(%)	41.83	21.16	10.30	26.24	14.66
EPS(元/股)	1.11	1.35	1.49	1.88	2.16
市盈率(P/E)	21.71	17.92	16.24	12.87	11.22
市净率(P/B)	4.03	3.47	2.88	2.38	1.99
市销率(P/S)	0.83	0.82	0.79	0.73	0.65
EV/EBITDA	6.17	7.00	7.31	4.73	4.09

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	商业贸易/一般零售
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	24.20 元
目标价格	30.25 元
上次目标价	24.05 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	591.83
流通 A 股股本(百万股)	507.20
A 股总市值(百万元)	14,322.39
流通 A 股市值(百万元)	12,274.22
每股净资产(元)	9.70
资产负债率(%)	67.50
一年内最高/最低(元)	24.86/14.76

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

吴晓楠 联系人
wuxiaonan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《鄂武商 A-半年报点评:中报点评:业绩大幅增长 18.22%，减亏降租取得实效》 2016-08-21

内容目录

1. 华中地区国字号零售翘楚	4
1.1. 多业态创新经营，稳步前进	4
1.2. 营收稳健增长，业绩表现优秀	5
1.3. 国改叠加员工持股，孕育增长新势力	7
2. 新零售&低线城市消费升级&国企改革 助力零售板块再起航	8
2.1. 终端零售复苏，体验式消费受追捧	9
2.1.1. 多维数据印证零售终端呈复苏迹象	9
2.1.2. 体验式消费兴起，重燃线下实体消费热情	10
2.1.3. 奢侈品市场本土回流，高端百货或直接受益	10
2.2. 线上、线下深度融合，“新零售”重构商业模式	11
2.2.1. 互联网红利消退，线上、线下融合趋势已定	11
2.2.2. 百货、超市掌控线下消费入口，成“新零售”载体	12
2.3. 消费升级向低线城市传导带来零售新机遇	12
2.4. 武汉消费中流砥柱作用突出	14
3. Online And Offline 融合互动，董事会换届或激发新活力	15
3.1. Offline：购物中心+超市多业态布局，提升体验价值	15
3.1.1. 购物中心：体验式消费+渠道优势，巩固区域龙头地位	15
3.1.2. 超市：“关店降租”注重提质增效	16
3.2. Online：上线武商网+试水跨境电商	17
3.2.1. “柜有网有”武商网成为公司新零售线上主战场	17
3.2.2. 海外直邮+保税区发货，试水跨境电商业务	18
3.3. 混改提速+湖北自贸区成立，或迎全新增长局面	19
3.3.1. 公司为武汉国资委发力改革的先锋力量，改革红利有望持续释放	19
3.3.2. 湖北自贸区落地，区域零售巨头或将全面受益	19
3.4. 董事会换届或注入新活力加快转型升级	19
4. 盈利预测与投资建议	19
4.1. 收入预测	20
4.2. 投资建议	20

图表目录

图 1：公司多业态布局	4
图 2：公司零售网点一览	4
图 3：2012-2016Q3 公司营收及增长率	5
图 4：2012-2015 公司分业态收入占比	5
图 5：2015 年各公司营业总收入（亿元）	5
图 6：2012-2016Q3 公司毛利率&净利率	6
图 7：2012-2016Q3 公司期间费用率	6

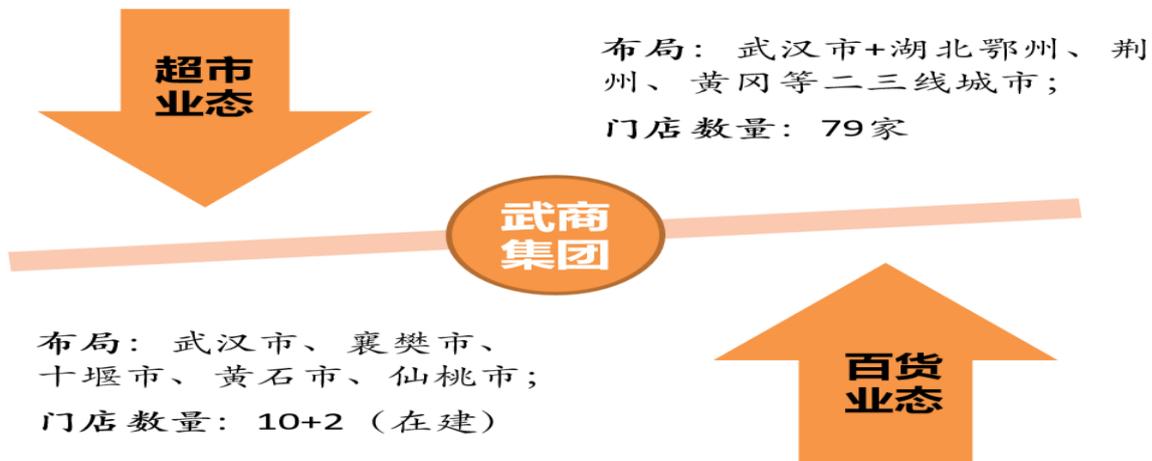
图 8: 2015 年各公司归母净利 (亿元, 左轴) 与净利率 (% , 右轴)	6
图 9: 公司股权结构	7
图 10: 股权激励计划授予对象	7
图 11: 限制性股票解锁条件	8
图 12: 员工持股计划	8
图 13: 全国社零总额当月值及同比	9
图 14: 50 家数据	9
图 15: 消费者信心指数	9
图 16: 2004-2017 春节黄金周全国百家重点大型零售额同比增速	9
图 17: 购物中心多种体验业态	10
图 18: 截止 2016 年全国大型购物中心存量	10
图 19: 大陆 2016 年营业额超过 20 亿的高端商场	11
图 20: 新零售进程	12
图 21: 一线城市常住外来人口变化 (单位: 万人)	13
图 22: 本地农民工增长显著高于外出农民工增长	13
图 23: 2015 年各省社会零售消费品总额 (亿)	14
图 24: 2015 年各省社会零售消费品总额增速	14
图 25: 2011-2015 历年武汉市社零总额同比增幅 (%)	14
图 26: 2011-2015 历年武汉市社零总额占湖北全省比例 (%)	14
图 27: 公司现有门店布局及定位	15
图 28: 公司购物中心布局	15
图 29: 梦时代广场规划图	16
图 30: 梦时代广场首个经营年度营收预测	16
图 31: 量贩超市外景	17
图 32: 量贩超市内景	17
图 33: 武商网	17
图 34: 武商网常态化营销	17
图 35: “武商网” 跨境购频道	18
图 36: 武汉国资委旗下 3 家商业上市公司	19
图 37: 公司武汉购物中心布局	20
表 1: 2013-2015 年各公司营收同比增速 (%)	5

1. 华中地区国字号零售翘楚

1.1. 多业态创新经营，稳步前进

公司是华中地区综合性商业零售，坚持区域发展战略，深耕湖北，以购物中心为主、量贩超市为辅多业态布局。①**购物中心**：公司旗下有国际广场、武商广场、世贸广场等 10 余家购物中心实体，分布在武汉市、襄樊市、十堰市、仙桃市、黄石市、老河口等地的黄金地段，总面积近 147 万平方米。公司通过综合性购物中心占据城市核心商圈的经营战略，一方面稳固品牌优势，锁定中高端消费人群，构筑区域竞争壁垒；另一方面大体量购物中心自有物业资产价值，为公司运营和扩张提供安全边际。②**量贩超市**：公司量贩超市布局武汉及湖北二三线城市，截止目前网点数量共计 79 家，总面积约 72 万平方米。超市渠道的高人气、快资金回流，助力公司规模扩张，抢占二三线城市市场高地。③**线上业务**：公司紧随时代脚步，积极探索转型之道，上线“武商网”，发展线上业务，线上线下互动融合，把握全渠道销售商机。

图 1：公司多业态布局



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 2：公司零售网点一览

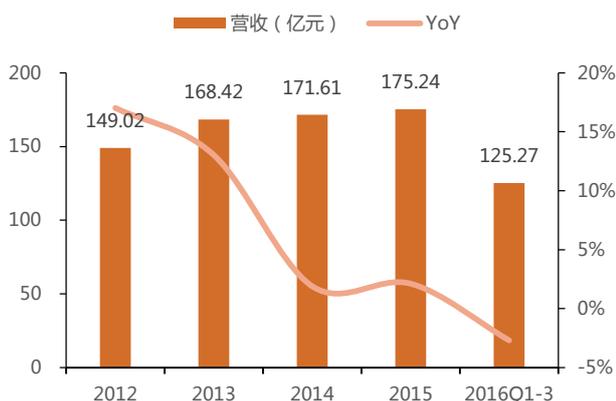
	门店	营业时间	建筑面积	物业性质	城市
百货业态	武商广场	1996	7.43	自有	武汉
	世贸广场	1999	8	自有	武汉
	亚贸广场	2002	6.21	租赁	武汉
	国际广场	2007	32	自有	武汉
	襄樊购物中心	2007	5.26	租赁	襄樊
	十堰人民商场	2011	10	自有	十堰
	仙桃购物中心	2013	14	自有	仙桃
	黄石购物中心	2014	17	自有	黄石
	众圆广场	2014	27	自有	武汉
	老河口购物中心	2015	4.69	自有	老河口
	荆门购物中心	预计2017	22.6	自有	荆门
梦时代广场	预计2019	60	自有	武汉	
超市业态	量贩超市	2005	72.93		武汉及湖北二三线城市

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 营收稳健增长，业绩表现优秀

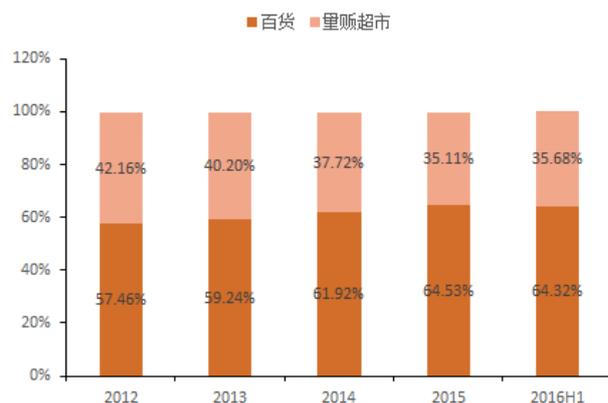
营收稳健增长，百货业态占比不断提升。得益于武汉消费市场增长红利及公司稳健扎实的经营战略，近年来公司收入实现稳健增长，2012-2015 年 CAGR 为 5.55%，但受黄金珠宝消费低迷、电商冲击等影响，2016Q1-3 营收 125.27 亿，同比下降 2.70%。其中，百货（购物中心）业态收入占比稳步提升，从 2012 年 57.46% 增至 2016H1 年的 64.32%。

图 3：2012-2016Q3 公司营收及增长率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

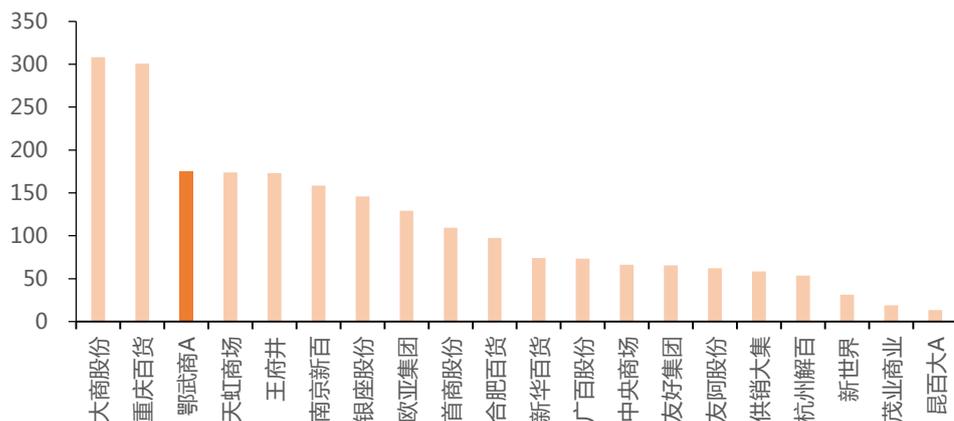
图 4：2012-2015 公司分业态收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

横向对比：当前国内百货零售领域呈现军阀割据、各据一方的局面，我们选取 20 家区域零售零售龙头进行横向对比。2015 年鄂武商实现营收 175 亿，位居第三，且经营较为稳健，自 2014 年起多数区域百货龙头营收出现不同程度的下滑，公司依然保持个位数的稳健增长。

图 5：2015 年各公司营业总收入（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

表 1：2013-2015 年各公司营收同比增速 (%)

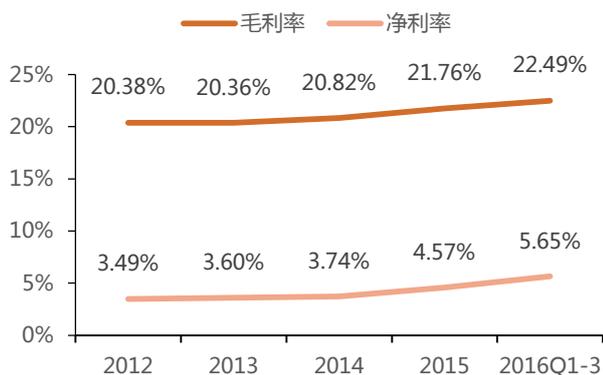
股票代码	公司名称	2013	2014	2015
600694.SH	大商股份	5.93	-4.59	-4.27
600729.SH	重庆百货	7.28	-3.94	-0.20
000501.SZ	鄂武商 A	13.02	1.89	2.11
002419.SZ	天虹商场	11.51	6.02	2.34
600859.SH	王府井	8.35	-7.64	-5.19
600682.SH	南京新百	17.66	133.35	102.52

600858.SH	银座股份	5.04	-2.81	5.60
600697.SH	欧亚集团	20.07	11.89	11.81
600723.SH	首商股份	-1.30	-2.09	-7.44
000417.SZ	合肥百货	8.84	0.63	-2.08
600785.SH	新华百货	10.09	3.21	8.60
002187.SZ	广百股份	5.59	-1.48	-4.14
600280.SH	中央商场	21.41	-6.11	-3.28
600778.SH	友好集团	21.39	-13.80	-21.00
002277.SZ	友阿股份	4.71	-0.57	3.83
000564.SZ	供销大集	9.09	2.76	3.18
600814.SH	杭州解百	-2.19	-8.90	-11.37
600628.SH	新世界	-2.75	-3.41	-6.56
600828.SH	茂业商业	3.06	-6.57	-7.62
000560.SZ	昆百大 A	-35.31	-8.43	-18.39

资料来源: wind, 天风证券研究所

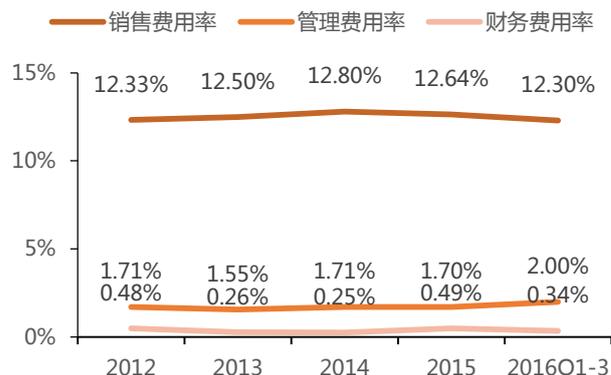
毛利率稳中有升, 费用管控良好。公司各项业务稳健扎实开展, 毛利率稳步上升, 由 2012 年的 20.38% 增至 2016Q1-3 的 22.49%。同时, 持续加强费用管控力度, 各项费用率保持稳定。2016Q1-3 公司销售费用率为 12.30%, 同比减少 0.08 个百分点; 管理费用率为 2.00%, 同比增加 0.11 个百分点; 财务费用率为 0.34%, 同比减少 0.13 个百分点。

图 6: 2012-2016Q3 公司毛利率&净利率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

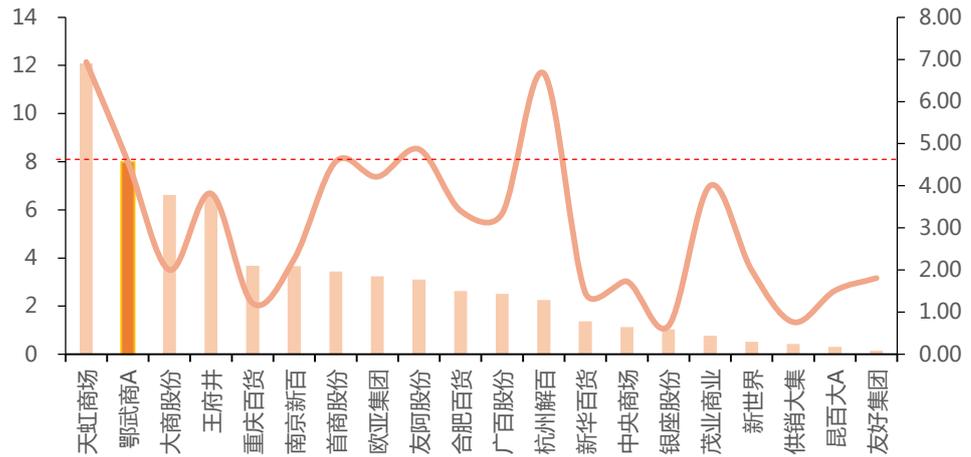
图 7: 2012-2016Q3 公司期间费用率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

业绩表现优于同行。围绕“到 2020 年全面实现经营门店无亏损”的目标, 公司不断提高经营质量与盈利能力, 2015 年实现归母净利 7.99 亿, 在选取的 20 家样本公司中仅次于天虹商场, 位列第二, 净利率为 4.57%, 处于上游水平。2016H1 公司继续关闭 5 家亏损量贩门店, 并与 27 家门店达成降减租协议, 实现净利率快速提升, 量贩业态减亏降租取得实效。

图 8: 2015 年各公司归母净利 (亿元, 左轴) 与净利率 (% , 右轴)

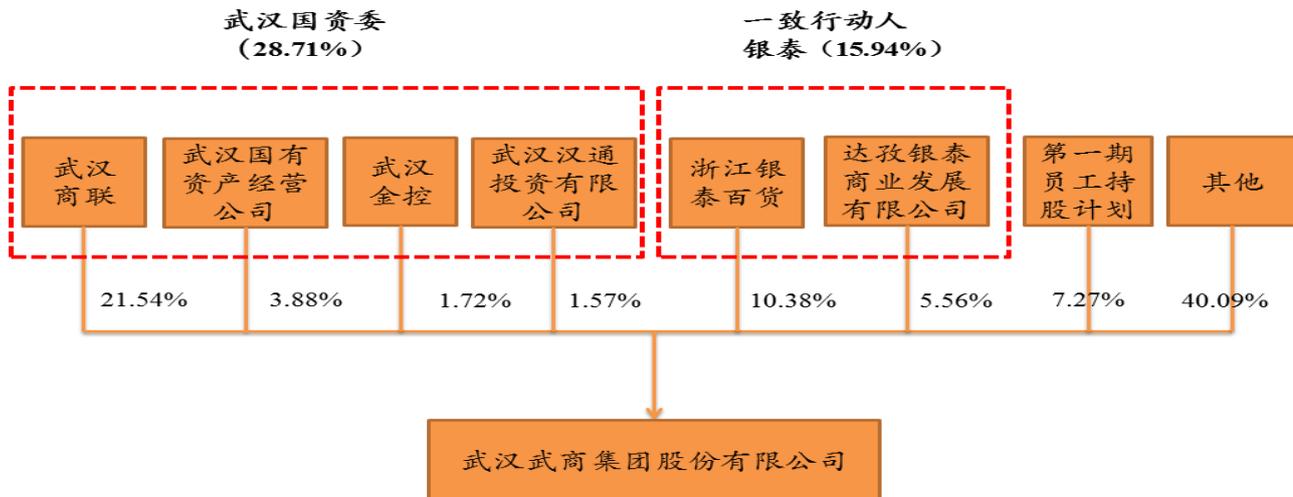


资料来源: wind, 天风证券研究所

1.3. 国改叠加员工持股，孕育增长新势力

国、民互补，公司治理结构合理。 公司实际控制人为武汉国资委，其通过武汉商联、武汉国有资产经营公司、武汉金控和武汉汉通投资共持有公司 28.71% 股权，是公司第一大股东。银泰集团通过浙江银泰百货公司和达孜银泰商业发展有限公司持有公司 15.94% 股权，是公司的第二大股东。国资控股，民企参股的合理股权结构，国、民优势互补，使公司在享受政策红利同时，引入效率更高、管理手段更先进的民企参与治理，充分发挥经营活力，助力创新和转型升级。

图 9: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

股权激励+员工持股，充分调动员工积极性。 2015 年 4 月，公司推出为期 5 年（2 年锁定期，3 年解锁期）的股权激励计划，向 214 名激励对象授予 2177.70 万股限制性股票，占公司总股本的 4.29%。2016 年 4 月，公司非公开发行股票事项过会，向公司董事、监事、高级管理人员及公司员工发放股票，员工通过员工持股计划认购 4305.32 万股，占公司总股本的 7.27%。股权激励以及员工持股计划，一方面使得员工与公司形成命运共同体，有利于增强员工归属感和责任感，充分调动员工工作的积极性，为公司创造更好的业绩；另一方面有利于完善公司的法人治理结构，促进公司建立健全激励约束机制。

图 10: 股权激励计划授予对象

序号	姓名	职务	授予额度 (万股)
1	刘江超	董事长	60
2	王沅	副总经理	30
3	刘晓蓓	职工董事、副总经理	30
4	殷柏高	副总经理	30
5	方琳	副总经理	30
6	王斌	副总经理	30
7	郑嘉兴	副总经理	30
8	李轩	副总经理	30
其他核心骨干人员 (206人)			1,907.70
合计214人			2,177.70

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：限制性股票解锁条件

解锁期	解锁比例	业绩考核目标
第1解锁期	33%	2015 年度 ，扣除非经常损益后的归属母公司股东净利润较上年增长不低於 18% ，扣除非经常损益后的加权平均净资产收益率不低於 18% ，且两个指标都不低於同行业可比公司 50 分位值 ；主营业务收入占营业总收入 90% 以上。
第2解锁期	33%	2016 年度 ，扣除非经常损益后的归属母公司股东净利润较上年保持增长，扣除非经常损益后的加权平均净资产收益率较上年有所增长，且两个指标都不低於同行业可比公司 50 分位值 ；主营业务收入占营业总收入 90% 以上。
第3解锁期	34%	2017 年度 ，扣除非经常损益后的归属母公司股东净利润较上年保持增长，扣除非经常损益后的加权平均净资产收益率较上年有所增长，且两个指标都不低於同行业可比公司 50 分位值 ；主营业务收入占营业总收入 90% 以上。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：员工持股计划

序号	发行对象	认购股份数量 (股)	限售期 (月)
1	前海开源定增9号资产管理计划	4,300,000	36
2	周志聪	15,455,580	36
3	2015年度员工持股计划	43,053,200	36
合计		62,808,780	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所

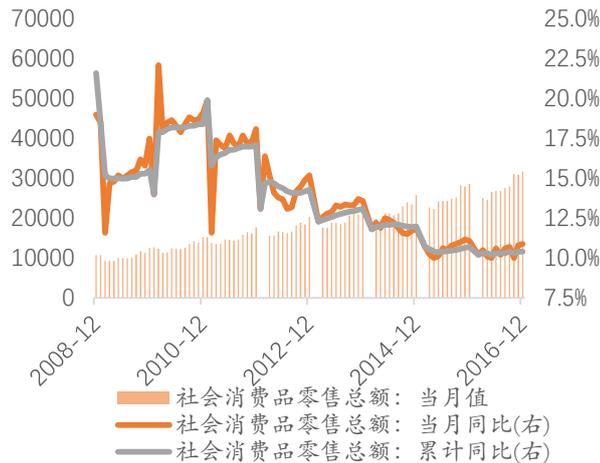
2. 新零售&低线城市消费升级&国企改革 助力零售板块再起航

2.1. 终端零售复苏，体验式消费受追捧

2.1.1. 多维数据印证零售终端呈复苏迹象

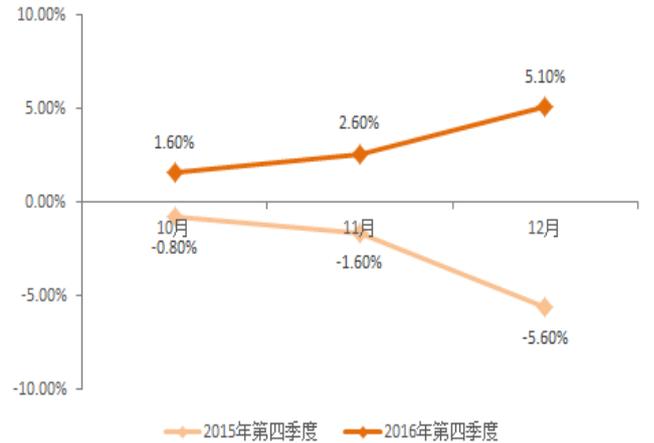
线下实体消费日渐回暖。自 2011 年以来，受房价快速上涨、电商冲击强烈的影响，线下零售开始进入寒冬。进入 2016 年四季度，多维数据显示线下实体消费出现回暖迹象：10 月、11 月、12 月社会消费品零售总额同比增速分别为 10.0%、10.8%、10.9%；11、12 月份全国 50 家重点大型零售企业零售额同比增速分别为 2.6%、5.1%，其中 12 月份达到全年最高月度增速。相比上年同期-1.6%、-5.6%的负增长，2016 年 11、12 月增幅由负转正且幅度较大。此外，2016 年第四季度消费者信心指数也逐步提高，居民消费意愿趋于好转。

图 13：全国社零总额当月值及同比



资料来源：中华商业信息网，天风证券研究所

图 14：50 家数据



资料来源：wind，天风证券研究所

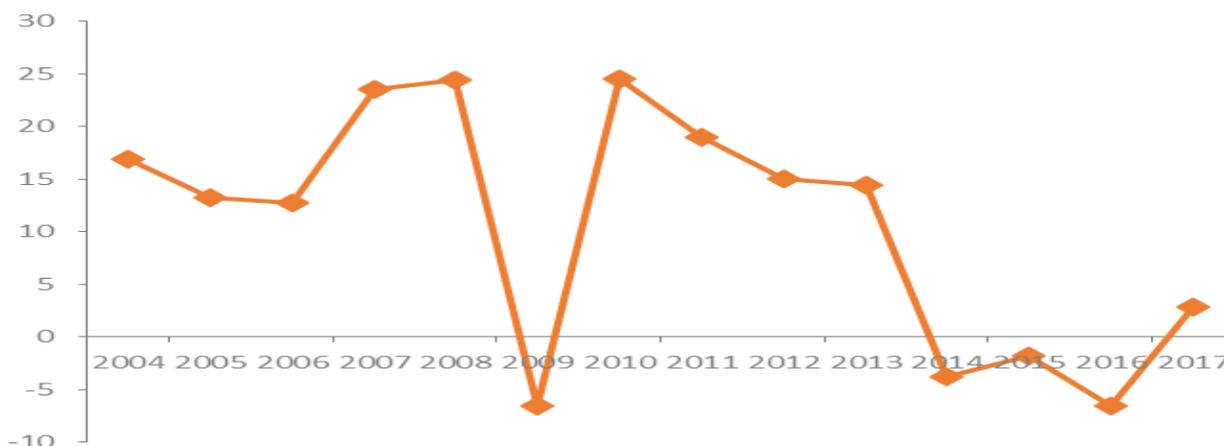
图 15：消费者信心指数



资料来源：wind，天风证券研究所

2017 开年消费火爆，春节黄金周表现抢眼。据中华商业信息中心统计，2017 年 1 月份全国 50 家重点大型零售企业零售额同比增长 17.8%；从全国百家重点大型零售企业零售额来看，春节黄金周（1 月 27—2 月 2 日）期间，其零售额同比增长 2.8%，增速相比上年回升了 9.4 个百分点，线下零售回暖大概率可持续。

图 16：2004-2017 春节黄金周全国百家重点大型零售额同比增速



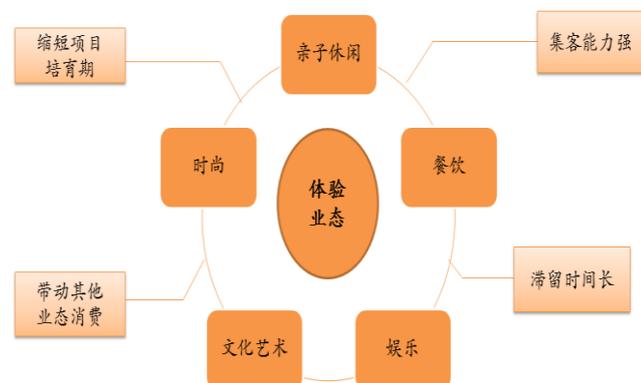
资料来源：中华商业信息网，天风证券研究所

我们认为，消费者结构变迁、互联网红利减退以及人民币汇率波动等现象推动了线下消费的回暖，提升了消费者的需求。2017 年在“新零售”的催化以及供给端改革新政的拉动下，线下零售所具有的传统网点价值将被市场重新发掘，实体消费有望继续保持增长势头。

2.1.2. 体验式消费兴起，重燃线下实体消费热情

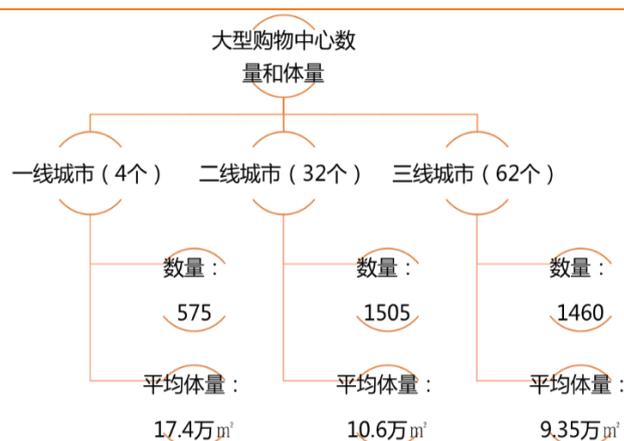
过去消费者购物多是关注价格，现在逐步转为追求品质，有更强的意愿为体验、情感、服务等买单。企业紧抓消费者心理转变，以消费者体验为中心，通过独特的设计安排、多样的主题风格、舒适自然的购物氛围，打造以休闲娱乐为主、购物为辅的综合性购物中心。近年来，全国范围内综合购物中心的发展一路高歌猛进。据搜铺网数据显示，截至 2016 年一季度，全国一二三线城市已开业购物中心达到 3547 家(不含港澳台)，仅 2015 年一年，全国就有 408 个大中型购物中心开业(不包含 3 万平方米以下的小型购物中心和专业市场)，较 2014 年进一步增加，并且一线城市在体量和数量上都具有绝对优势。综合购物中心所带来的体验式消费模式具备集客能力强、滞客时间长、带动多种业态消费的优势，既能用餐饮、亲子休闲、文化、娱乐、艺术、时尚等多样的体验业态吸引消费者购物，又能令消费者获得精神上的愉悦和满足，从而提高线下实体的竞争力，重燃线下实体的消费热情。

图 17：购物中心多种体验业态



资料来源：天风证券研究所

图 18：截止 2016 年全国大型购物中心存量



资料来源：联商网，天风证券研究所

2.1.3. 奢侈品市场本土回流，高端百货或直接受益

奢侈品销售本土回流趋势明显。2016 年至今，国际奢侈品市场表现平平，但最近各大品

牌的财报数据显示中国大陆奢侈品消费市场情况有所好转，部分轻奢品牌也取得很好的销售增长。我国居民对奢侈品的消费有从境外转移到境内的趋势，2016 年境内奢侈品消费同比增长 4%。奢侈品消费的本土回流预计将带动国内中高端零售的发展。**2016 年国内高端百货发展呈上升势头。**根据联商网和搜铺网对全国（包括港台地区）40 家拥有一线奢侈品服饰的高端商场 2016 年业绩所作的报告，2016 年大陆年营业额超过 20 亿的高端商场就达到了 26 家，还有多家商场营业额虽未达到 20 亿但已经超过 15 亿。

图 19：大陆 2016 年营业额超过 20 亿的高端商场

类型	中国大陆高端商场	2016年业绩/亿元
百货	北京SKP	96.0
购物中心	南京德基广场1-2期	76.0
购物中心	深圳万象城1-2期	66.3
百货	杭州大厦1-3期	66.0
购物中心	上海IFC国金中心1-2期	60.0
购物中心	北京国贸商城1-3期	56.5
免税购物中心	三亚海棠湾中免购物中心	55.0
购物中心	广州太古汇	39.6
购物中心	上海恒隆广场	38.5
购物中心	成都IFS	38.0
百货购物中心	武汉国际广场	37.0
购物中心	上海港汇广场	36.0
购物中心	北京三里屯太古里	34.0
购物中心	杭州银泰IN77一至三期	33.0
购物中心	南宁万象城	30.5
购物中心	上海IAPM	30.0
购物中心	沈阳万象城	30.0
百货	长春卓展	30.0
购物中心	成都太古里	29.0
百货购物中心	郑州丹尼斯大卫城	29.0
百货购物中心	烟台振华	27.4
购物中心	杭州万象城1-2期	27.3
百货购物中心	青岛海信1-2期	25.8
百货购物中心	石家庄北国先天下	22.4
购物中心	天津银河购物中心	22.0
百货	长沙友谊商店	21.0

资料来源：联商网，天风证券研究所

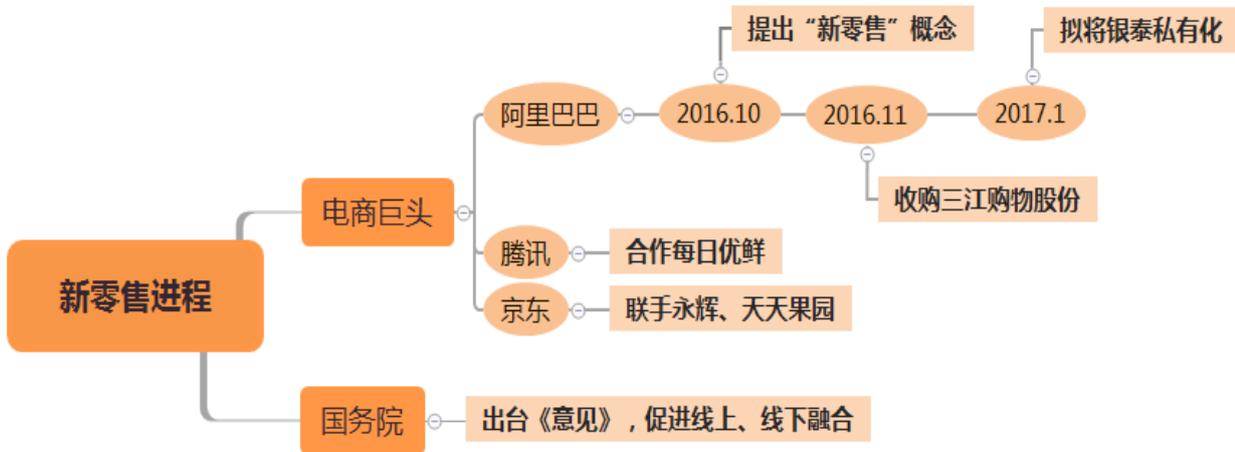
2.2. 线上、线下深度融合，“新零售”重构商业模式

2.2.1. 互联网红利消退，线上、线下融合趋势已定

互联网红利消退，“新零售”应运而生。2016 年 10 月马云在云栖大会上表示：“纯电商时代将要过去，未来没有电子商务，只有线上、线下和物流结合的新零售”。随后国务院出台《关于推动实体零售创新转型的意见》，旨在推动实体零售补短板、增优势，促进线上线下融合，通过融合协同构建零售新格局，《意见》整体思想与“新零售”概念不谋而合。在政策+资本双重推动下，阿里、京东为代表的电商巨头瞄准新零售蓝海，布局线下，通过股权合作，深化与线下实体零售的合作，克服轻度合作难以协调的问题，从流量、系统到供应链、物流全面推进业态融合。2016 年 11 月 18 日，阿里巴巴泽泰拟通过协议受让、认购定增股份、认购可交换公司债方式收购三江购物股份，跻身公司第二大股东；2017 年

1 月阿里拟将银泰商业私有化。此外，京东与永辉、天天果园，腾讯与每日优鲜的合作也都融合了线上线下元素，颠覆传统电商运营模式。“新零售”正在从单纯概念阶段逐步走向落地期。近日阿里联姻百联，两大商业巨头的融合再次将新零售推上风口。

图 20：新零售进程



资料来源：天风证券研究所

2.2.2. 百货、超市掌控线下消费入口，成“新零售”载体

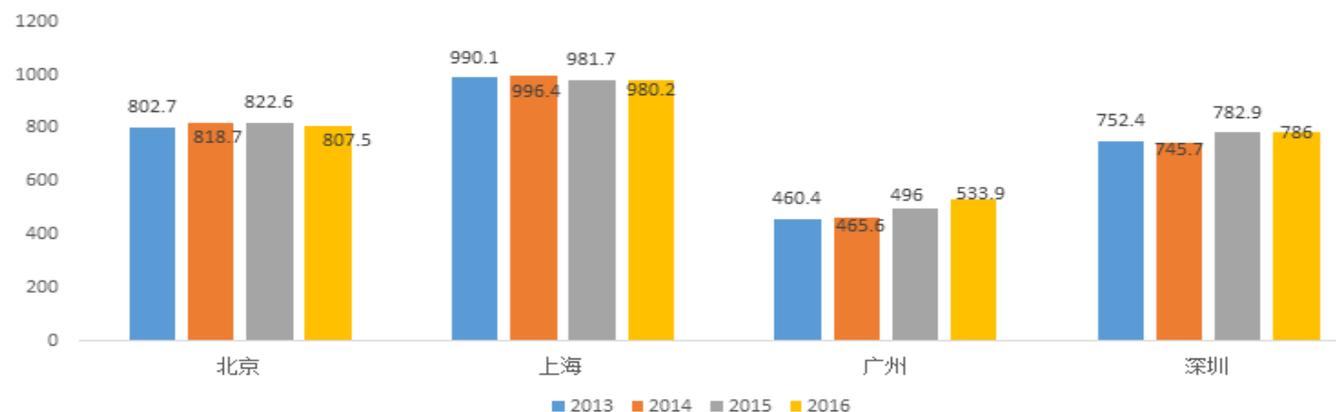
百货优质物业资产提供高安全边际。百货业态大多拥有城市核心商圈优质物业，且伴随地价增值、资产重估价值不断提升。但前期受电商压制、新型购物中心等新兴业态分流，百货财务数据表现欠佳，物业增值带来的资产升值得不到合理体现，公司市值通常被低估。年初阿里私有化银泰正是对百货拥有的大量隐蔽资产价值的深度挖掘，后续不排除会有更多电商巨头愈加看重线下零售板块重估价值，百货资产将重获重视。

超市网店渠道优势突出。传统超市拥有区域资源优势，门店密集、覆盖人群众多，能够给线上巨头发展提供丰富的用户资源与渠道价值。密集的门店布局一方面便利了物流的高效流转，带来更强的消费体验，促进线上线下进一步融合；另一方面有助于发挥门店间的协同作用，共享供应链、物流、用户资源，塑造强大的品牌认知度。此外，商超区域辐射范围广，为线上打开区域销售渠道，特别是渠道竞争激烈的超一线、一线城市和渠道资源稀缺的三四线城市。精品超市选择一线或省会城市布局，高端渠道渗透率是线下商超不可比拟的优势。三四线城市居民收入水平近年来显著提高，消费不断升级，强劲的发展空间，吸引了线上巨头的目光。

2.3. 消费升级向低线城市传导带来零售新机遇

主流消费群体出现代际切换，消费升级已经开始。伴随最小 90 后已经成年，主流消费群体的切换基本已经完成，80 后、90 后正式成为消费主力，这个群体更加追求产品品质，更加在意生活方式。35 岁以下人群主力消费地位不容忽视，而这个人群消费能力的提高，对于看待三四线城市的消费升级至关重要。**中低端产业从业者回聚低线城市。**高房价、高消费、高强度工作、拥挤的交通、醇厚的雾霾，是一线城市无法疏散的痛。一线城市承载着机会与梦想，却也充满着辛酸与泪水。在疏解人口的政策背景下，中低端产业从业者已经在逐渐选择或被选择离开。北京、上海常住外来人口数据于近 2 年首次出现下降。最新各地人口统计数据表明，一线城市人口增长迎来拐点，到 2016 年末，北京市常住人口 2172.9 万人(+2.4w)，上海 2419.7 万人(+4.4w)，广州 1404.4 万人(+54.3w)，深圳 1190.8 万人(+52.9w)。尽管仍然有小幅增加，但是从常住外来人口数据看，上海已经连续 2 年下降，而北京则是 18 年来首次出现常住外来人口减少，减少幅度为 15.1 万人。京沪外来人口数量的下降与城市人口调控政策相关（2020 年城市常住人口目标：京 2300w，沪 2500w），严控、疏解人口或是短期内人数下降的主因。

图 21：一线城市常住外来人口变化（单位：万人）



资料来源：统计局，天风证券研究所

中低端产业与服务业的从业者已经在被疏解的路上。伴随着一线城市人口红线的提出及产业在三四五线城市的转移，增量就业机会亦在下沉。根据统计局数据，外出农民工增速已经连续 2 年保持在 0.3%-0.4% 区间，而 2016 年本地农民工增速为 3.44%。越来越多的农民工选择在就近的低线城市中就业。而从人力资源市场中的反馈看，亦进一步证明了这个现象。北京市职业介绍服务中心统计显示，北京市 2016H1 服务业用人缺口高达 17.6 万人。而中国人力资源市场信息监测中心公布的数据也表明，2016Q1 上海市餐厅服务员、厨工的岗位缺口与求职人数比高达 9:1。低线城市亦将“土豪”遍地。根据经济学人智库预测，到 2030 年中国地方资源不平衡的现象将得到有效缓解，工业与就业的转移将带来低线城市经济与居民收入的增长。其针对 286 个地级市的统计分析显示，到 2030 年，地级市的居民人口中，高收入的比例将大幅增加，地级市中的富裕城市将越来越多，中高收入人群的分布将保持扩大，表明低线城市消费能力将会持续显著提高。

图 22：本地农民工增长显著高于外出农民工增长



资料来源：统计局，天风证券研究所

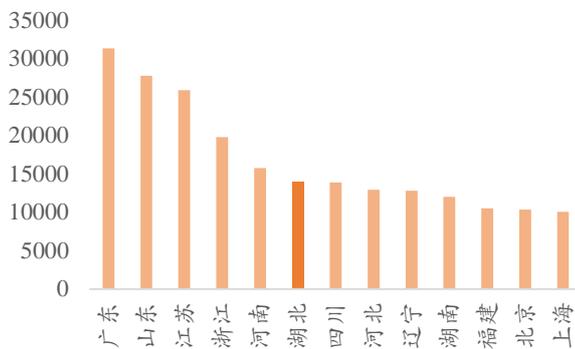
房价上涨对消费促进效应大于挤出效应，推动低线城市消费升级。在国家严控一线城市购房政策，鼓励三四线城市去库存的背景下。2016 年以来三四线城市库存去化周期下行趋势明显，且 2017 年初至今，相关统计显示，一线城市成交下滑显著，三四线城市成交上行。据记者调查，去年一二线城市楼市的火爆诱发三四线城市恐慌性购买，投资客的资金和需求向部分三四线城市涌入。投资需求的涌入和一二线城市人口回流购房推动了三四线城市

而房价的提高。而房价的提高对于已经完成刚性住房购买的三四线城市人口而言，其对财富的感知效应提升。尤其是工资收入仍保持上涨的情况下，三四线城市人口感受到的生活成本压力小于一二线城市，**财富提升的感知效应下，剩余可支配收入却呈现出相对提升，因此，可用于满足升级的消费需求的可支配收入相对提升。**

2.4. 武汉消费中流砥柱作用突出

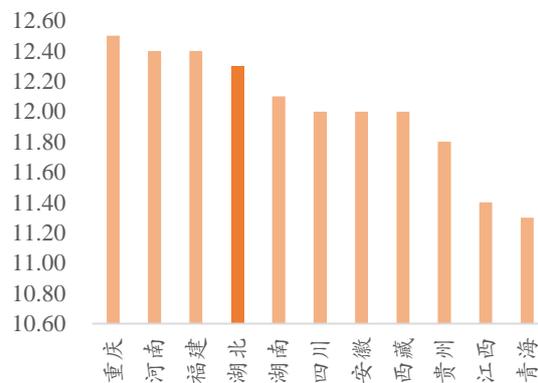
湖北省社零总额及增速位居全国前列。据统计 2015 年湖北省社会消费品零售总额以 13978.05 亿位列第六，同比增速 12.1% 位居第四，远高于全国平均增速 10.7%。**①从体量上看：**湖北省社会零售消费品总额在中部地区处于领先地位，这与我国东部沿海区域经济发展减缓，中部地区崛起有密切关系。**②从增速上看：**排名前列的不再是一线城市，二、三线城市社会零售消费品总额增速保持高水平增长，反映了消费主力有从一线城市往二、三线城市下沉趋势，未来低线城市消费市场或将成为零售企业争夺的主战场。

图 23：2015 年各省社会零售消费品总额（亿）



资料来源：《2016 年湖北省统计年鉴》，天风证券研究所

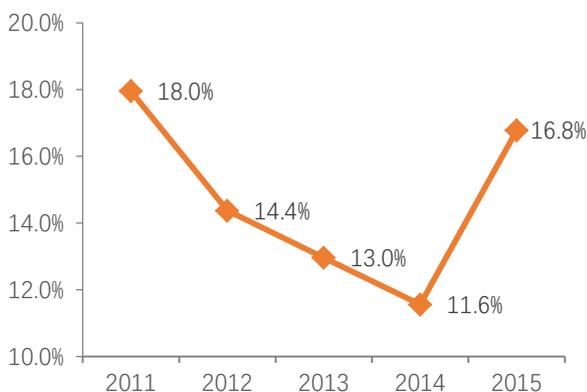
图 24：2015 年各省社会零售消费品总额增速



资料来源：《2016 年湖北省统计年鉴》，天风证券研究所

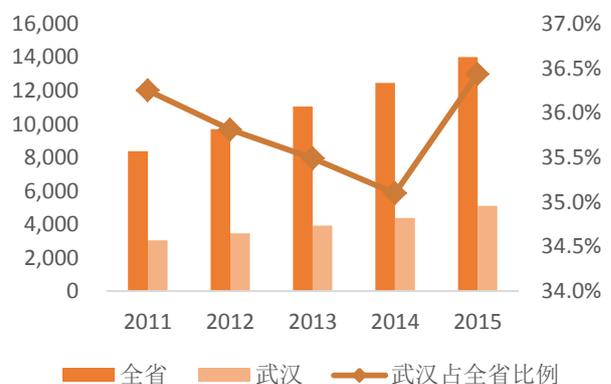
武汉市社零消费总额增幅巨大，购买力水平上涨明显。2015 年武汉市社会消费品零售总额达到 5102.24 亿，同比增长 16.8%，增幅相比上年同期提高 5.2%。从最近五年数据来看，自 2011 年武汉市社零总额同比增长率达到 18% 的高水平之后，2012-2014 年社零总额同比增长率出现三年连续下滑情况，2015 年这一趋势终结，增幅实现强力回弹。与全省社零总额对比来看，武汉市贡献达到 36.4%，创下 5 年来新高，**在社会消费品购买方面，武汉市在湖北起到了中流砥柱的作用，其购买力上涨趋势明显，消费潜力巨大。**

图 25：2011-2015 历年武汉市社零总额同比增幅 (%)



资料来源：《2016 年湖北省统计年鉴》，天风证券研究所

图 26：2011-2015 历年武汉市社零总额占湖北全省比例 (%)



资料来源：《2016 年湖北省统计年鉴》，天风证券研究所

天时地利汇聚，助力湖北商业快速发展。2016 年第四季度以来，线下零售日渐复苏且周期有望持续，同时湖北地区尤其是武汉市零售业加速回暖，全国范围内零售业的快速反弹及湖北省消费潜力的不断释放将给区域经济发展带来全面、持续利好，有助于湖北省及周边区域经济快速发展，区域优势不断扩大。

3. Online And Offline 融合互动，董事会换届或激发新活力

3.1. Offline：购物中心+超市多业态布局，提升体验价值

3.1.1. 购物中心：体验式消费+渠道优势，巩固区域龙头地位

针对同质化竞争，差异化定位、合理布局购物中心门店。摩尔城三家购物中心凸显自身经营优势：①国际广场继续扩大顶级奢侈品阵容，坚持以“中国奢侈品经营规模第一”为目标；②武商广场作为华中地区首家引进国际国内品牌的购物中心，以将国内国际品牌融合为经营策略，蝉联化妆品、女装销售全国第一；③世贸广场以黄金珠宝为主打商品，目标成为中国黄金珠宝零售销售第一店。④亚贸广场、襄阳购物中心、十堰人商不断提档升级进一步巩固区域市场龙头地位；⑤次新门店：众圆、黄石、仙桃购物中心进一步贴近消费者，逐步增强市场影响力；⑥2015 年新增门店老河口购物广场迈出公司县域市场探索的新步伐，为公司开辟县域市场提供先导经验。**通过打造不同门店的专业特色，加深消费者的品牌认知度，捍卫区域优势地位。**

图 27：公司现有门店布局及定位



资料来源：公司公告，天风证券研究所

占据武汉核心商圈，渠道下沉向低线城市扩张。公司在武汉武昌、汉口、青山三镇核心地带武广商圈、青山商圈、街道口商圈布局多家主力门店，其中地处武广商圈的武汉广场、世贸广场和国际广场更是成为武汉乃至湖北家喻户晓的购物中心，具有稳定的用户基础和强大的品牌竞争力。**核心商圈锁定中高端优质用户资源的同时，高物业成本筑造了隐形进入壁垒。**此外，高占比自有物业面积，为企业的外延扩张提供了极强安全边际，品牌招商能力占优。伴随武汉地区商业地产市场趋于饱和，零售市场竞争越发激烈，公司战略布局湖北省三、四线城市，在襄樊、十堰、仙桃、黄石、老河口等地黄金地段先后投资建设多家购物中心。伴随三、四线城市经济的迅速发展，消费能力日益提升，综合性的购物中心将迎来发展良机。

图 28：公司购物中心布局



资料来源：百度地图，天风证券研究所

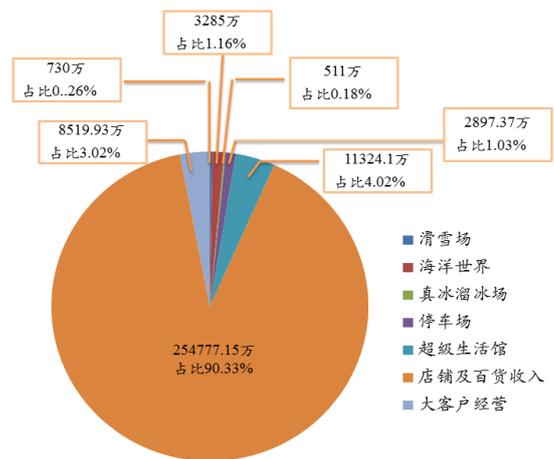
吃喝玩乐一体化消费，梦时代项目打造极致消费体验。公司不断调整经营思路，2011 年国际广场二期顺利完工开业，体量更大，休闲娱乐设施更为齐全的购物中心，将消费者吃喝玩乐的多样需求一网打尽。公司目前在全面推进的“梦时代”项目，更是将体验式消费玩到极致，意在打造湖北最大的家庭休闲娱乐综合体，拟投资 84.25 亿，建筑面积将达 59.93 万平米，购物中心以“冰雪世界、海洋王国、主题乐园、未来科技”四大主题为核心，建设华中最大的“室内滑雪场”、中部首家与商业综合体结合的“海底世界”、国内最全“奢侈品一条街”，还包括科技馆在内的百余项功能性服务项目和近千个服饰品牌专卖店及部分餐饮娱乐项目。多个体验业态联合发力，锁住区域高校、白领及中产家庭等消费群体。凭借国际广场、众圆广场等大型购物中心多年运营经验，公司有信心和能力驾驭梦时代这一超大体量购物中心。项目预计 2019 年竣工开业，这一巨大体量购物中心将进一步巩固公司零售区域霸主地位。

图 29：梦时代广场规划图



资料来源：天风证券研究所

图 30：梦时代广场首个经营年度营收预测



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.1.2. 超市：“关店降租”注重提质增效

网点合理布局，确保提质增效。公司量贩超市以“提供日日必需，享受天天低价”为经营理念，坚持“便民、利民、为民”的服务宗旨，为消费者提供丰富的商品、休闲电玩、餐饮等一站式购物服务。低价高质的商品使得超市业务经营状况良好，营收逐年攀升，营收占比超 35%，为公司经营与扩张提供了充裕的现金支持。近年来，随着电商冲击线下实体店和超市同业竞争的加剧，超市净利润增长缓慢且占比逐年下滑，为增强公司整体竞争力，

从 2012 年开始，公司开始对经营效益落后的超市进行关店调整，坚持“优质优品，提档升级”的路线，同时与众多商家达成降租协议，提升盈利水平，加快门店升级，网店数量从最高时期的 100 家降至 2016Q3 的 79 家。公司“关店降租”战略初具成效，在公司量贩门店不断减少的同时，超市的净利润水平得以提升，超市业态的净利润占比从 2013 年 11.56% 逐步提升至 2015 年的 20.66%，增幅显著，2016 年毛利率更是达到了 20.69% 的水平。

图 31：量贩超市外景



资料来源：百度图片，天风证券研究所

图 32：量贩超市内景



资料来源：百度图片，天风证券研究所

未来公司将继续围绕“到 2020 年全面实现经营门店无亏损”的目标，通过严格控制低毛利团购、加大直采直营力度以及调整商品的品类结构，提升进口商品采购及经营能力，从而提高毛利空间。在开设新店方面，公司将审慎推进新店发展计划，坚持以自有物业为主，注重量贩公司的提质增效，随着后期门店调整逐步到位，超市经营效益有望继续增强，为公司整体提供稳定现金流。

3.2. Online：上线武商网+试水跨境电商

3.2.1. “柜有网有”武商网成为公司新零售线上主战场

武商网打造区域电商龙头，上线三年业绩突出。在电商迅猛发展的潮流下，公司开始融入线上元素，于 2014 年 5 月正式上线“武商网”，加快线上线下融合互动。公司通过常态化营销及打造武商电商专属节日，如“5.20 爱 May 节”、“929 享购就 GO”、“三年之约周年庆典”等，使集团的线下经营优势在线上得到延伸。同时在全民跨界的时代，公司依托武商集团强大的招商引资能力，吸引多家国内外知名品牌入驻武商网，并将南方航空、神州专车、格瓦拉、悦兮半岛等吃喝玩乐四大项目共计 30 大优质品牌集结在一起，联手打造跨界营销，例如“武汉吃喝玩乐优惠令牌”活动，凭武商网“令牌”前往各合作商家可立享优惠折扣，充分发挥武商集团强大的实体优势，线上线下互动创新，打造湖北人自己的线上商城。在打造品牌的同时公司业绩稳步提高，2015 年年报显示，武商网的在线访问量同比增长突破 300%，销量同比翻番，突破 1.5 亿元。2016 年武商网在各次大促中表现出色，520 单日销量破 2000 万、929 武商 57 周年庆销量超过 3000 万、3 周年庆典活动结束已实现成立第 3 年销量突破 2 亿的成绩。

图 33：武商网

图 34：武商网常态化营销



资料来源：武商网，天风证券研究所

资料来源：武商网，天风证券研究所

依托优质线下资源，联手电商巨头实现特色新零售。随着“新零售”到来，优质的自有门店资源为融入“新零售”创造了先决条件。公司目前武汉市内的购物中心呈三点分布，主力三大门店武汉广场、世贸广场和国际广场分布在汉口，众圆广场分布在青山，亚贸广场以及即将开业梦时代广场分布在武昌，基本覆盖了武汉市所有核心的地段的人群。公司旗下购物中心以自有物业的形式建立为主，相较于租赁模式，降低了公司的运营成本，提升了经营的自由度，为未来融入新零售的大环境打下了坚实的基础。线下众多购物中心门店成为武商网线上购物的送货点、提货点，打通量贩店的最后一公里，线上和线下无缝连接，实现全渠道零售。目前从整个零售行业来看，阿里牵手苏宁、联姻百联，京东入股永辉，电商巨头加紧与线下优势资源的合作，公司未来大概率能够凭借自身优质的门店资源，联手电商巨头更快实现线上线下的融合发展，打造新零售时代区域企业龙头。

3.2.2. 海外直邮+保税区发货，试水跨境电商业务

随着消费的不断升级，海外购业务呈现黄金法则态势，公司也逐步试水跨境购业务，依托武商网，开辟跨境电商新业务，打造原产地直邮、保税区发货特色，力求将全世界的好货带回湖北，让消费者足不出户即可购遍全球。2016年5月20日海淘商品上线试水成功后，武商网开始积极发力跨境电商项目，将跨境购频道打造成为武商网的一大特色。目前，武商网跨境购已开通海外直邮和保税区发货两种运作方式，涵盖美妆护肤、母婴奶粉、营养保健、鞋包配饰等8大跨境电商热卖品类，实现原产国直邮发货的国家已经覆盖韩国、日本、美国、加拿大、英国、德国、法国及澳洲等十多个国家和地区。

图 35：“武商网”跨境购频道



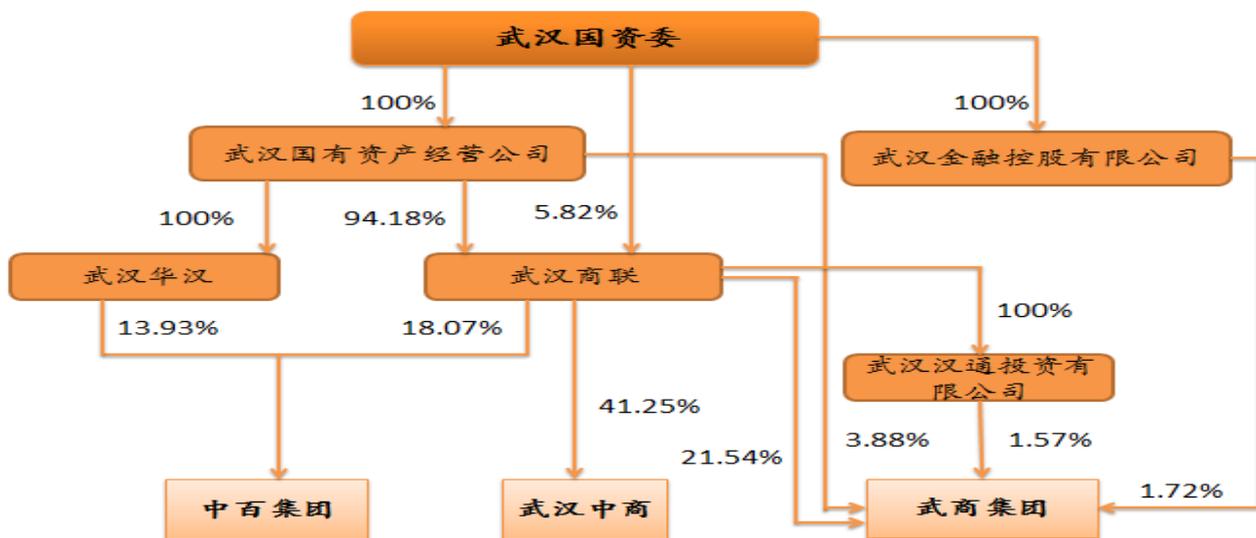
资料来源：武商网，天风证券研究所

3.3. 混改提速+湖北自贸区成立，或迎全新增长局面

3.3.1. 公司为武汉国资委发力改革的先锋力量，改革红利有望持续释放

2017 年是国企改革成效之年，混改仍将是顺势所趋，各地方国企改革政策相继落地，湖北也紧跟步伐，深入推进混改进程。2017 年 2 月，湖北省出资企业、市州国资委负责人会议上，湖北国资委提出从六个方面推进国企国资改革发展，确保全省地方国有企业利润总额同比增长 5%、争取达到 8%。公司实际控制人为武汉国资委，2015 年 1 月，通过定增募集稀释了武汉国资委和银泰百货公司股份，实行员工持股计划。员工持股计划保证国资控股的前提下，将公司员工与企业绑定，有助于激发企业经营活力，符合武汉国资委国企改革思路，在国企改革上拔得头筹。而武汉国资委旗下共有 3 家商业上市公司鄂武商 A、中百集团和武汉中商，三者同业竞争严重。这一难题限制了国资高效运作，也使得三家公司在资本市场融资存在困难，预计未来一段时间解决三家公司同业竞争，加快行业整合或成武汉国资委的工作重点。而武商集团有望成为主导力量，持续深化改革，进一步提高经营绩效。

图 36：武汉国资委旗下 3 家商业上市公司



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3.2. 湖北自贸区落地，区域零售巨头或将全面受益

第三批自贸区落地，湖北省属于 7 个自贸区试点之一。湖北自贸区涵盖 200 多项改革试验任务，实施范围 127.7 平方公里，涵盖武汉、宜昌、襄阳三个片区。公司作为湖北省零售行业标杆企业，在武汉、襄阳等地布局多家主力门店，借助自贸区的优势，自有物业价值或将得以重估。公司与诸多国外品牌合作，自贸区的设立有望将进一步丰富公司旗下品牌，给消费者提供更多高性价比商品。此外，借助自贸区天然的优势，公司跨境购业务全面推进，线上线下融合加速。

3.4. 董事会换届或注入新活力加快转型升级

公司第七届董事会和监事会于 2016 年 12 月 26 日任期届满，但由于第八届董事会董事候选人、监事会监事候选人提名工作尚未完成，换届工作顺延。公司线下渠道优势突出，在新零售起航的当下，线上拓展及全渠道融合方面尚且存在向上空间，未来将面临转型升级的机遇与挑战。预期新任董事会或将为公司带来更多优质资源、注入新生力量，打破现有壁垒、突破传统业务束缚，带领公司实现业绩腾飞。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 收入预测

购物中心：2011 年转型购物中心开始，引入餐饮、娱乐吸引大幅提升销售额，但近年来伴随购物中心数量不断增加，坪效得到一定提升后开始出现下降维稳态势，参考 2015 年武汉国际广场坪效 1.05 万/平/年，我们假设 2016-18 年：①公司在武汉地区购物中心坪效分别为：1.02/1.05/1.08/1.1 万/平/年；②在湖北其他城市购物中心坪效分别为 0.85/0.90/0.95/0.95 万/平/年。由此预测公司百货业态 2016-18 年收入分别为 119/131/153 亿。**超市：**公司对亏损的超市进行关店提效措施，截止 2016Q3 超市门店 79 家，我们假设到 2018 年达到 90 家，预测超市业态 2016-18 年收入分别为 61/63/65 亿。**综上，我们预测公司 2016-18 年营收分别为 181/195/219 亿，同比增速分别为 3.3%/7.7%/12.7%。**

4.2. 投资建议

高物业资产重估价值提供强安全边界。目前，公司自有百货门店建筑面积约 140 万²。我们测算其物业重估价值约 253 亿，考虑到货币资金、金融资产和有息负债，公司重估价值约 238 亿，当前市值仅 140 亿，重估空间 40%+。

图 37：公司武汉购物中心布局

鄂武商A资产价值重估表						
门店	所在省市	物业属性	建筑面积 (万平方米)	重估单价 (万/平米)	持股比例	重估价值 (亿)
百货店						
武商广场	武汉	自有	7.43	2.8	100%	21
世贸广场	武汉	自有	8.00	2.8	100%	22
国际广场	武汉	自有	32.00	2.8	100%	90
十堰人民商场	十堰	自有	10.00	1.2	100%	12
仙桃购物中心	仙桃	自有	14.00	1.2	100%	17
黄石购物中心	黄石	自有	17.00	1.2	100%	20
众圆广场	武汉	自有	27.00	1.6	100%	43
老河口购物中心	老河口	自有	4.96	1	100%	5
荆门购物中心	荆门	自有	22.60	1	100%	23
合计			142.99			253
货币资金						22.54
长期股权投资						0.28
长期+短期借款						37.82
重估价值终值						238
当前市值						140
折价率						41.12%

资料来源：百度地图，天风证券研究所

给予“买入”评级。公司是华中地区综合性商业零售龙头，坚持区域发展战略，深耕湖北，以购物中心为主、量贩超市为辅多业态布局。①旗下国际广场、武商广场、世贸广场等 10 余家百货实体区位优势凸显，同时有序推进储备项目落地；②超市业态通过关店调整，经营业绩不断提升。公司在稳固武汉核心商圈区位优势的基础上，渠道不断下沉，未来或将充分受益三、四城市消费升级带来的红利；同时董事会换届临近或将焕发新活力。综上，大量优质商业物业资产高重估价值提供安全边际，经营改善业绩稳健增长，是优质的低估值+高成长零售标的。我们预计 2016-18 年 EPS 分别为 1.49/1.88 / 2.16 元，当前股价对应 PE 分别为 16/13/11 倍，维持买入评级。

风险提示：零售终端依然低迷；三、四线城市消费升级落地缓慢；国企改革低于预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,281.89	2,061.68	1,448.13	3,103.55	3,207.38
应收账款	175.25	185.08	146.79	238.31	189.79
预付账款	1,064.20	492.99	195.85	1,545.16	726.20
存货	904.68	887.48	1,658.53	1,038.60	1,734.79
其他	5.27	218.62	79.95	102.19	137.09
流动资产合计	4,431.30	3,845.85	3,529.24	6,027.81	5,995.26
长期股权投资	26.72	27.31	27.31	27.31	27.31
固定资产	7,285.77	7,356.86	7,015.86	6,694.72	6,372.50
在建工程	4.78	1.29	36.77	70.06	72.04
无形资产	2,871.23	2,796.42	2,715.46	2,634.49	2,553.53
其他	1,031.04	3,725.58	1,672.15	1,987.90	2,301.47
非流动资产合计	11,219.55	13,907.46	11,467.55	11,414.48	11,326.84
资产总计	15,650.85	17,753.31	14,996.80	17,442.29	17,322.10
短期借款	2,473.99	2,870.94	1,851.82	0.00	0.00
应付账款	5,261.81	5,307.74	4,027.21	6,658.43	5,461.92
其他	4,087.10	3,523.19	4,060.35	4,653.85	4,535.59
流动负债合计	11,822.90	11,701.87	9,939.37	11,312.28	9,997.51
长期借款	2.70	1,910.32	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	60.70	13.04	28.54	34.10	25.23
非流动负债合计	63.41	1,923.36	28.54	34.10	25.23
负债合计	11,886.30	13,625.23	9,967.91	11,346.38	10,022.73
少数股东权益	208.61	(1.42)	63.51	79.18	116.08
股本	507.25	529.03	591.83	591.83	591.83
资本公积	533.83	629.58	472.13	562.64	554.78
留存收益	3,047.57	3,739.72	4,373.54	5,424.90	6,591.46
其他	(532.71)	(768.83)	(472.13)	(562.64)	(554.78)
股东权益合计	3,764.54	4,128.08	5,028.88	6,095.91	7,299.37
负债和股东权益总计	15,650.85	17,753.31	14,996.80	17,442.29	17,322.10

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	641.25	800.77	881.66	1,112.99	1,276.17
折旧摊销	355.20	406.02	446.48	448.81	451.21
财务费用	67.21	98.77	77.30	8.39	(23.31)
投资损失	(14.45)	(21.12)	(15.73)	(17.10)	(17.98)
营运资金变动	(322.69)	(3,708.30)	867.85	2,159.13	(1,504.74)
其它	308.64	3,277.29	64.93	15.67	36.90
经营活动现金流	1,035.16	853.43	2,322.49	3,727.90	218.25
资本支出	3,484.38	361.19	44.50	74.45	58.87
长期投资	(387.67)	0.58	0.00	0.00	0.00
其他	(5,356.16)	(3,411.32)	65.67	(227.85)	(83.03)
投资活动现金流	(2,259.44)	(3,049.55)	110.18	(153.41)	(24.16)
债权融资	2,499.64	4,783.26	1,860.13	11.09	7.14
股权融资	(39.62)	(105.32)	(29.85)	84.96	18.30
其他	(1,080.56)	(2,714.81)	(4,876.49)	(2,015.12)	(115.70)
筹资活动现金流	1,379.46	1,963.12	(3,046.21)	(1,919.07)	(90.26)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	155.19	(232.99)	(613.55)	1,655.42	103.83

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	17,160.84	17,523.66	18,101.59	19,499.43	21,899.44
营业成本	13,587.23	13,710.23	14,100.98	15,171.38	17,012.93
营业税金及附加	149.58	155.86	144.81	156.00	175.20
营业费用	2,195.93	2,215.09	2,208.39	2,339.93	2,627.93
管理费用	293.84	297.69	307.73	321.74	361.34
财务费用	43.00	85.33	77.30	8.39	(23.31)
资产减值损失	(0.18)	11.85	6.58	6.08	8.17
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	14.45	21.12	15.73	17.10	17.98
其他	(28.89)	(42.24)	(31.46)	(34.20)	(35.97)
营业利润	905.89	1,068.72	1,271.52	1,513.01	1,755.17
营业外收入	20.03	17.93	18.59	18.85	18.46
营业外支出	39.32	13.62	27.99	26.98	22.86
利润总额	886.60	1,073.03	1,262.12	1,504.89	1,750.76
所得税	245.35	272.26	315.53	376.22	437.69
净利润	641.25	800.77	946.59	1,128.66	1,313.07
少数股东损益	(18.45)	1.46	64.93	15.67	36.90
归属于母公司净利润	659.69	799.31	881.66	1,112.99	1,276.17
每股收益(元)	1.11	1.35	1.49	1.88	2.16

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	1.89%	2.11%	3.30%	7.72%	12.31%
营业利润	3.64%	17.97%	18.98%	18.99%	16.00%
归属于母公司净利润	41.83%	21.16%	10.30%	26.24%	14.66%
获利能力					
毛利率	20.82%	21.76%	22.10%	22.20%	22.31%
净利率	3.84%	4.56%	4.87%	5.71%	5.83%
ROE	18.55%	19.36%	17.76%	18.50%	17.77%
ROIC	69.80%	29.18%	32.38%	30.30%	128.28%

偿债能力	2014	2015	2016E	2017E	2018E
资产负债率	75.95%	76.75%	66.47%	65.05%	57.86%
净负债率	176.37%	172.11%	134.83%	109.25%	112.77%
流动比率	0.37	0.33	0.36	0.53	0.60
速动比率	0.30	0.25	0.19	0.44	0.43
营运能力					
应收账款周转率	98.27	97.27	109.09	101.27	102.31
存货周转率	18.28	19.56	14.22	14.46	15.79
总资产周转率	1.21	1.05	1.11	1.20	1.26
每股指标(元)					
每股收益	1.11	1.35	1.49	1.88	2.16
每股经营现金流	1.75	1.44	3.92	6.30	0.37
每股净资产	6.01	6.98	8.39	10.17	12.14
估值比率					
市盈率	21.71	17.92	16.24	12.87	11.22
市净率	4.03	3.47	2.88	2.38	1.99
EV/EBITDA	6.17	7.00	7.31	4.73	4.09
EV/EBIT	7.82	8.94	9.73	6.12	5.16

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com