

公司研究/年报点评

2017年04月24日

商业贸易/零售 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 22.37
合理价格区间(元): 24~26

许世刚 执业证书编号: S0570512080004
研究员 025-83387508
xushigang@htsc.com

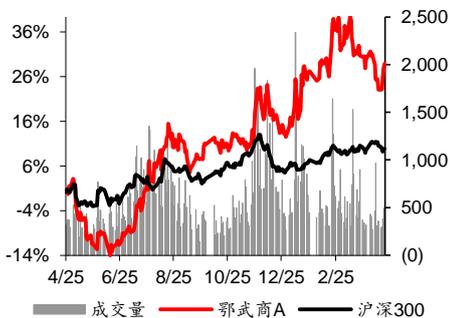
张坚 0755 82364269
联系人 zhang_jian@htsc.com

丁浙川 021-28972086
联系人 dingzhechuan@htsc.com

相关研究

- 1《鄂武商 A(000501):Q3 利润增长 62%，减亏降租成效显著》2016.10
- 2《鄂武商 A(000501):毛利率提高贡献业绩可观增长》2015.08
- 3《鄂武商 A(000501):外延扩张稳步推进，业绩实现不俗增长》2014.08

股价走势图



资料来源: Wind

净利增 24.06%，降租提效卓有成效

鄂武商 A(000501)

公司发布 2016 年年报，归母净利同比增长 24.06%

公司发布 2016 年度年报，2016 年度实现营业收入 176.9 亿元，较上年同比增长 0.95%；归属于上市公司股东的净利润 9.92 亿元，同比增长 24.06%；扣非后净利润为 9.67 亿元，同比增长 24.23%。经营活动产生的现金流量净额为 14.87 亿元，同比增长 74.24%。业绩表现良好，符合此前预期。

加速提档升级，综合毛利率同比提升 0.45 个百分点

分业态看，2016 年公司量贩业态贡献收入 58.2 亿元，同比减少 5.38%；百货业态贡献收入 118 亿元，同比增长 4.31%。从毛利率的角度看，2016 年公司量贩业态毛利率 21.09%，同比减少 0.6 个百分点；百货业态毛利率 22.4%，同比提升 0.92 个百分点。2016 年公司摩尔城加速提档升级带动整体毛利率同比提升 0.45 个百分点。

降租提效成效显著，期间费用率同比减少 0.84 个百分点

从费用角度看，2016 年公司销售费用 21.58 亿元，同比减少 2.57%；管理费用 2.68 亿元，同比减少 10.11%；财务费用 4838 万元，同比减少 43.3%。2016 年公司量贩公司降本增效，退出亏损门店 6 家，与 32 家门店达成降租协议，退出部分经营面积，降低租金成本，门店效益提升。同时公司开展合理用工实践，根据岗位特性灵活调整用工结构，提高了单位劳动时间的利用效率，集团员工人数同比下降 11.52%。2016 年公司租赁费同比减少 4690 万元，员工费用同比减少 1613 万元，公司降租提效卓有成效，期间费用率同比减少 0.84 个百分点。

湖北商业翘楚，运营能力强大，成立超市管理公司，加速超市业态升级

作为湖北商业翘楚，公司业态以购物中心为主、超市（量贩店）为辅。在整体消费疲软，行业不景气的大环境下，公司净利润同比增长 24.06%，业绩表现远优于同行，公司强大品牌运营能力可见一斑。为加速超市业态转型升级，公司此次拟出资 2 亿元成立武汉武商超市管理有限公司，未来公司将按照“优质优品”经营理念，扩大新型品类，加强直采力度，力争打造高端超市连锁品牌。

维持“买入”评级，建议投资者积极关注

预计 2017-2019 年归母净利润分别为 11.6 亿元/13.44 亿元/14.82 亿元，同比分别增长 17%/15.84%/10.29%。作为湖北商业翘楚，公司业绩显著优于同行，2017 年 PE 不到 12 倍，同时公司拥有 136 万平方米核心商圈自有物业，资产重估溢价高，建议投资者积极关注，维持“买入”评级。

风险提示：宏观消费环境景气度急剧下行。

公司基本资料

总股本 (百万股)	591.83
流通 A 股 (百万股)	507.20
52 周内股价区间 (元)	14.92-24.20
总市值 (百万元)	13,239
总资产 (百万元)	17,791
每股净资产 (元)	10.23

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

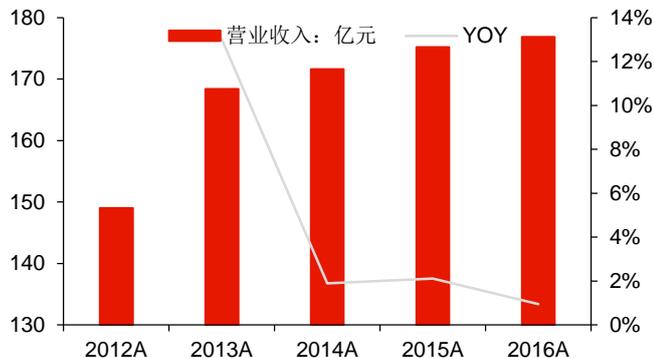
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	17,524	17,690	18,043	18,585	19,142
+/-%	2.11	0.95	2.00	3.00	3.00
归母净利润 (百万元)	799.31	991.63	1,160	1,344	1,482
+/-%	21.16	24.06	17.00	15.84	10.29
EPS (元)	1.35	1.68	1.96	2.27	2.50
PE (倍)	16.56	13.35	11.41	9.85	8.93

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司发布 2016 年年报，归母净利同比增长 24.06%

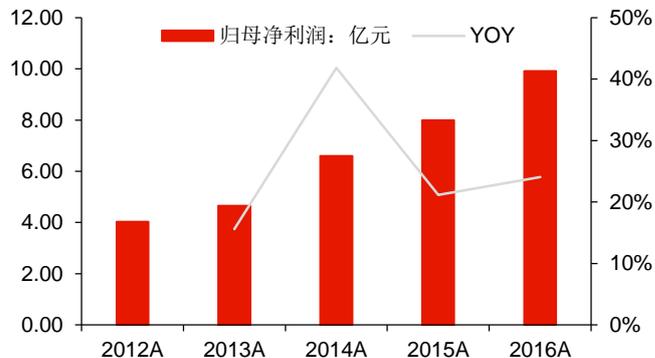
公司发布 2016 年度年报，2016 年度实现营业收入 176.9 亿元，较上年同比增长 0.95%；归属于上市公司股东的净利润 9.92 亿元，同比增长 24.06%；扣非后净利润为 9.67 亿元，同比增长 24.23%。经营活动产生的现金净流量净额为 14.87 亿元，同比增长 74.24%。业绩表现良好，符合此前预期。

图表1：鄂武商 A 营业收入及同比增速



资料来源：华泰证券研究所

图表2：鄂武商 A 归母净利润及同比增速



资料来源：华泰证券研究所

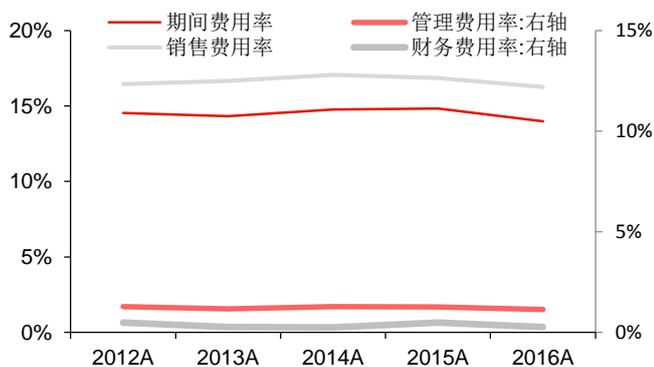
加速提档升级，综合毛利率同比提升 0.45 个百分点

分业态看，2016 年公司量贩业态贡献收入 58.2 亿元，同比减少 5.38%；百货业态贡献收入 118 亿元，同比增长 4.31%。从毛利率的角度看，2016 年公司量贩业态毛利率 21.09%，同比减少 0.6 个百分点；百货业态毛利率 22.4%，同比提升 0.92 个百分点。2016 年公司摩尔城加速提档升级带动整体毛利率同比提升 0.45 个百分点。

降租提效成效显著，期间费用率同比减少 0.84 个百分点

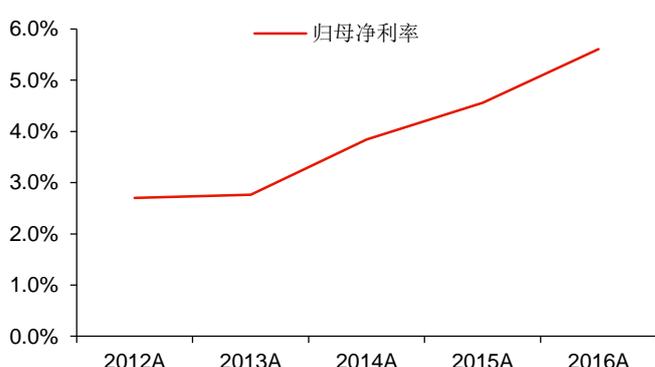
从费用角度看，2016 年公司销售费用 21.58 亿元，同比减少 2.57%；管理费用 2.68 亿元，同比减少 10.11%；财务费用 4838 万元，同比减少 43.3%。2016 年公司量贩公司降本增效，退出亏损门店 6 家，与 32 家门店达成降减租协议，退出部分经营面积，降低租金成本，门店效益提升。同时公司开展合理用工实践，根据岗位特性灵活调整用工结构，提高了单位劳动时间的利用效率，集团员工人数同比下降 11.52%。2016 年公司租赁费同比减少 4690 万元，员工费用同比减少 1613 万元，公司降租提效卓有成效，期间费用率同比减少 0.84 个百分点。

图表3：鄂武商 A 期间费用变化趋势图



资料来源：华泰证券研究所

图表4：鄂武商 A 归母净利率变化图



资料来源：华泰证券研究所

湖北商业翘楚，运营能力强大，成立超市管理公司，加速超市业态升级

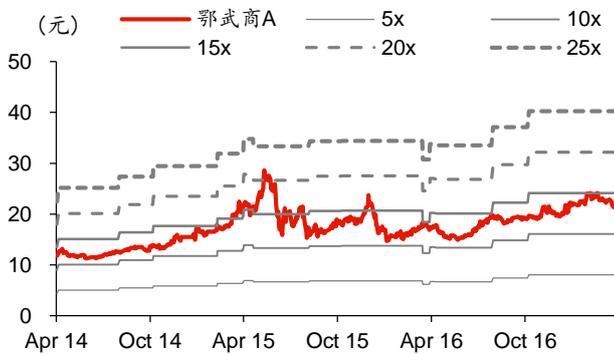
作为湖北商业翘楚，公司业态以购物中心为主、超市（量贩店）为辅。在整体消费疲软，行业不景气的大环境下，公司净利润同比增长 24.06%，业绩表现远优于同行，公司强大品牌运营能力可见一斑。为加速超市业态转型升级，公司此次拟出资 2 亿元成立武汉武商超市管理有限公司，未来公司将按照“优质优品”经营理念，扩大新型品类，加强直采力度，力争打造高端超市连锁品牌。

维持“买入”评级，建议投资者积极关注

预计 2017-2019 年归母净利润分别为 11.6 亿元/13.44 亿元/14.82 亿元，同比分别增长 17%/15.84%/10.29%。作为湖北商业翘楚，公司业绩显著优于同行，2017 年 PE 不到 12 倍，同时公司拥有 136 万平方米核心商圈自有物业，资产重估溢价高，建议投资者积极关注，维持“买入”评级。

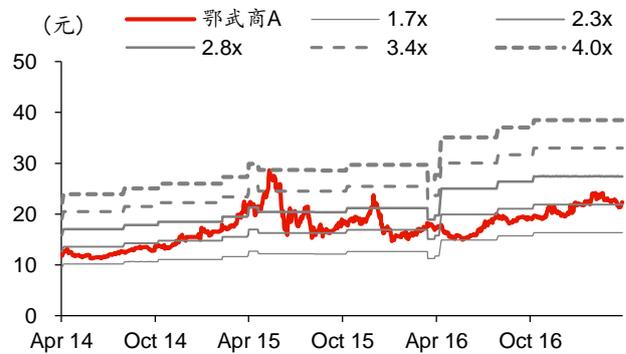
PE/PB-Bands

图表5：鄂武商 A 历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6：鄂武商 A 历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,846	4,079	5,104	6,220	7,932
现金	2,062	2,236	3,240	4,313	5,976
应收账款	9.25	7.98	9.13	9.13	9.37
其他应收账款	175.83	203.11	192.49	201.23	208.30
预付账款	492.99	491.51	596.01	560.15	583.91
存货	887.48	904.39	911.21	931.42	957.48
其他流动资产	218.62	236.39	154.86	204.32	197.25
非流动资产	13,907	13,711	13,002	13,034	12,792
长期投资	27.31	28.16	27.64	27.76	27.78
固定投资	7,357	7,128	7,057	7,000	6,946
无形资产	2,796	2,726	2,646	2,565	2,484
其他非流动资产	3,727	3,830	3,272	3,442	3,334
资产总计	17,753	17,791	18,106	19,254	20,724
流动负债	11,702	9,820	8,836	8,909	9,047
短期借款	2,871	1,324	0.00	0.00	0.00
应付账款	2,137	2,335	2,283	2,344	2,419
其他流动负债	6,694	6,161	6,553	6,564	6,628
非流动负债	1,923	1,917	1,921	1,920	1,919
长期借款	1,910	1,908	1,908	1,908	1,908
其他非流动负债	13.04	8.85	12.87	11.65	11.14
负债合计	13,625	11,737	10,756	10,828	10,966
少数股东权益	(1.42)	0.00	(3.84)	(5.01)	(6.93)
股本	529.03	591.83	591.83	591.83	591.83
资本公积	629.58	1,499	1,499	1,499	1,499
留存公积	3,110	4,102	5,262	6,339	7,674
归属母公司股	4,129	6,054	7,353	8,430	9,765
负债和股东权益	17,753	17,791	18,106	19,254	20,724

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	853.43	1,487	2,600	1,690	2,149
净利润	800.77	993.06	1,156	1,343	1,480
折旧摊销	406.02	404.24	398.81	403.73	409.60
财务费用	85.33	48.38	110.77	67.28	53.60
投资损失	(21.12)	(10.80)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(513.30)	(58.21)	396.05	111.29	170.53
其他经营现金	95.74	110.33	538.19	(235.32)	34.52
投资活动现金	(3,050)	(498.58)	(301.28)	(282.37)	(283.55)
资本支出	2,429	523.65	200.00	200.00	200.00
长期投资	41.91	20.00	14.95	(2.48)	(1.36)
其他投资现金	(578.57)	45.07	(86.33)	(84.85)	(84.90)
筹资活动现金	1,963	(803.50)	(1,294)	(334.42)	(202.45)
短期借款	396.95	(1,547)	(1,324)	0.00	0.00
长期借款	1,908	(2.39)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	21.78	62.81	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	95.75	869.85	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(458.97)	(186.83)	29.75	(334.42)	(202.45)
现金净增加额	(232.99)	184.92	1,005	1,073	1,663

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	17,524	17,690	18,043	18,585	19,142
营业成本	13,710	13,761	13,893	14,236	14,625
营业税金及附加	155.86	169.18	165.99	172.28	177.93
营业费用	2,215	2,158	2,093	2,081	2,106
管理费用	297.69	267.58	234.56	241.60	210.57
财务费用	85.33	48.38	110.77	67.28	53.60
资产减值损失	11.85	(4.08)	2.69	2.20	2.06
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	21.12	10.80	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,069	1,300	1,543	1,784	1,968
营业外收入	17.93	61.70	40.17	43.64	45.49
营业外支出	13.62	41.35	31.77	31.94	33.45
利润总额	1,073	1,320	1,551	1,796	1,980
所得税	272.26	327.18	394.99	452.87	499.46
净利润	800.77	993.06	1,156	1,343	1,480
少数股东损益	1.46	1.42	(3.84)	(1.17)	(1.92)
归属母公司净利润	799.31	991.63	1,160	1,344	1,482
EBITDA (倍)	1,560	1,753	2,053	2,255	2,431
EPS (元)	1.51	1.68	1.96	2.27	2.50

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	2.11	0.95	2.00	3.00	3.00
营业利润	17.97	21.63	18.70	15.62	10.30
归属母公司净利润	21.16	24.06	17.00	15.84	10.29
获利能力 (%)					
毛利率	21.76	22.21	23.00	23.40	23.60
净利率	4.56	5.61	6.43	7.23	7.74
ROE	19.36	16.38	15.78	15.94	15.18
ROIC	22.34	26.25	37.80	47.07	59.10
偿债能力					
资产负债率 (%)	76.75	65.97	59.41	56.24	52.91
净负债比率 (%)	35.11	27.55	17.79	17.67	17.44
流动比率	0.33	0.42	0.58	0.70	0.88
速动比率	0.25	0.32	0.47	0.59	0.77
营运能力					
总资产周转率	1.05	1.00	1.01	0.99	0.96
应收账款周转率	1,400	1,643	1,688	1,628	1,656
应付账款周转率	6.26	6.16	6.02	6.15	6.14
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.35	1.68	1.96	2.27	2.50
每股经营现金流(最新摊薄)	1.44	2.51	4.39	2.86	3.63
每股净资产(最新摊薄)	6.98	10.23	12.42	14.24	16.50
估值比率					
PE (倍)	16.56	13.35	11.41	9.85	8.93
PB (倍)	3.21	2.19	1.80	1.57	1.36
EV_EBITDA (倍)	6.98	6.21	5.30	4.83	4.48

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com