

# 鄂武商 A (000501)

## 董事会换届尘埃落定，关注低估龙头后续新布局

### 董事会换届

公司董事会审议【董事会换届】议案，第7届董事会&监事会届满，经董事会及相关股东推荐，提名陈军等六人为第8届董事会非独董候选人；提名喻景忠等四人为第8届董事会独董候选人。此前市场对换届有一定不确定性，今日尘埃落定，原董事长刘江超已达退休年龄不再连任，提名最前的陈军历任武商集团保卫部长、亚贸广场副总、武汉广场董事长，新一届董事会候选人多为内部培养起来的核心骨干，熟悉公司业务运营状况，能快速进入角色引导公司进一步优化发展！

### 公司真正具备“低估值+高成长”双重优质属性

①高物业重估价值：公司核心商圈自有物业约136万<sup>2</sup>，考虑到货币资金、金融资产和有息负债，公司重估价值约230亿，当前市值仅137亿。②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，2016年净利润同比增速达24.06%，收效明显。此外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。

### 百货+量贩不断调整升级，购物中心+武商网逐步培育成熟，伴随管理层换届+新零售契机，未来业绩持续向好。

①百货渠道升级。摩尔城加速提档升级，不断扩大高端市场占有率，世贸广场黄金珠宝及钟表区形象全面升级。②新开购物中心加速市场培育。众圆广场亲子主题乐园——松松小镇成功开业，扩大市场份额，提升企业效益；梦时代项目打造极致消费体验，打造湖北最大的家庭休闲娱乐综合体，以“冰雪世界、海洋王国、主题乐园、未来科技”四大主题为核心，多个体验业态联合发力，项目预计2019年竣工开业。③量贩公司进行结构调整优化。关闭量贩中经营不善的门店，并对产品进行品类调整，提升直采销售的占比份额。同时成立武汉武商超市管理有限公司，对量贩公司管理不断强化，有望改善其经营现状。④武商网开辟新型营运模式，线上线下全渠道拓展。开辟B2B网上集采模式和跨境电商，跨境购商品涵盖10余个国家和地区的8大品类、2000个品种，品类丰富及运营模式更新为公司后续增长提供动力。⑤国、民互补结构合理，管理层换届或带来新契机。第一大股东系属武汉国资委，银泰集团为第二大股东，国、民互补的模式使公司在国改享受政策红利的同时，具备效率更高、管理手段更先进的民资参与治理，充分发挥经营活力，助力创新和转型升级。

### 维持“买入”评级。

我们预计2017-19年EPS分别为1.41/1.60/1.80元，当前股价对应PE分别为13/11/10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等

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	17,523.66	17,689.64	18,624.67	20,594.13	23,514.72
增长率(%)	2.11	0.95	5.29	10.57	14.18
EBITDA(百万元)	1,474.21	1,670.76	1,885.55	2,052.19	2,237.95
净利润(百万元)	799.31	991.63	1,083.45	1,229.88	1,386.72
增长率(%)	21.16	24.06	9.26	13.51	12.75
EPS(元/股)	1.04	1.29	1.41	1.60	1.80
市盈率(P/E)	17.28	13.93	12.75	11.23	9.96
市净率(P/B)	3.34	2.28	1.91	1.66	1.47
市销率(P/S)	0.79	0.78	0.74	0.67	0.59
EV/EBITDA	7.00	5.23	4.52	3.23	1.46

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	17.95元
目标价格	27元
上次目标价	30.25元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	769.38
流通A股股本(百万股)	668.47
A股总市值(百万元)	13,810.46
流通A股市值(百万元)	11,998.95
每股净资产(元)	10.76
资产负债率(%)	63.68
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 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517050001  
wuxiaonan@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《鄂武商 A-年报点评报告:归母净利润增长 24.06%，业态优化+降本增效助力业绩改善》 2017-04-24
- 《鄂武商 A-公司深度研究: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！》 2017-03-15
- 《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

**事件：**公司董事会审议【董事会换届】议案，第7届董事会&监事会届满，经董事会及相关股东推荐，提名陈军等六人为第8届董事会非独董候选人；提名喻景忠等四人为第8届董事会独董候选人。此前市场对换届有一定不确定性，今日尘埃落定，原董事长刘江超已达退休年龄不再连任，提名最前的陈军历任武商集团保卫部长、亚贸广场副总、武汉广场董事长，新一届董事会候选人多为内部培养起来的核心骨干，熟悉公司业务运营状况，能快速进入角色引导公司进一步优化发展！

**公司真正具备“低估值+高成长”双重优质属性：**①**高物业重估价值：**公司核心商圈自有物业约136万 $m^2$ ，考虑到货币资金、金融资产和有息负债，公司重估价值约230亿，当前市值仅137亿。②**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，2016年净利润同比增速达24.06%，收效明显。此外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。

**百货+量贩不断调整升级，购物中心+武商网逐步培育成熟，伴随管理层换届+新零售契机，未来业绩持续向好。**公司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。①**百货渠道升级。**摩尔城加速提档升级，国际广场一线名品增幅显著，不断扩大高端市场占有率，武商广场化妆、女装、男装品类销售优势明显，世贸广场黄金珠宝及钟表区形象全面升级，与自2016年底黄金珠宝消费复苏相契合，未来或将彰显更大增长潜力。②**新开购物中心加速市场培育。**随着人们消费需求愈加多元化、场景化，传统百货难以满足市场需求，购物中心囊括购物、餐饮、娱乐等功能，逐渐赢得消费者青睐，将带来新的增长机会。报告期内众圆广场亲子主题乐园——松松小镇成功开业，扩大市场份额，提升企业效益；仙桃购物中心紧盯对手，抢占销售份额，不断提升同城占比；黄石购物中心持续提档升级，塑造在鄂东南市场领先地位；老河口购物广场结合县域市场特点，不断开拓新的经营模式，全力缩短市场磨合期；梦时代项目打造极致消费体验，打造湖北最大的家庭休闲娱乐综合体，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”，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，巨大体量购物中心将进一步巩固公司零售区域霸主地位。③**量贩公司进行结构调整优化。**三四线城市消费升级，原来的量贩大批量低价经营模式难以满足消费者对产品品类升级需求，公司选择关闭量贩中经营不善的门店，并对产品进行品类调整，如培育生鲜独有品牌，加大境外直采，降低成本的同时也能满足消费者对产品需求，全年海外采购单品数达109个，提升直采销售的占比份额。同时报告期内专门成立武汉武商超市管理有限公司，对量贩公司管理不断强化，有望改善其经营现状。④**武商网开辟新型营运模式，线上线下全渠道拓展。**除深耕线下零售市场外，公司积极开展线上销售，开辟B2B网上集采模式和跨境电商，实现海外直邮和保税区发货两种运营模式，跨境购商品涵盖10余个国家和地区的8大品类、2000个品种，品类丰富及运营模式更新为公司后续增长提供动力。⑤**国、民互补结构合理，管理层换届或带来新契机。**公司第一大股东为武汉商联股份有限公司，系属武汉国资委；银泰集团通过浙江银泰百货和湖北银泰投资管理有限公司持有公司15.94%股权为公司第二大股东，国、民互补的模式使公司在国改享受政策红利的同时，具备效率更高、管理手段更先进的民资参与治理，充分发挥经营活力，助力创新和转型升级。

**武汉地处华中腹地，因商而兴，是长江经济带的龙身商圈，新零售时代不断谋新。**如何在新常态下迎合消费需求，实现零售创新变革，是政府和企业共同面对的问题，5月下旬马云等民营企业与武汉政府层面座谈，会上马云重点展望了在汉发展，提出希望将武汉打造成“无现金城市”和“智慧出行城市”标杆，并计划在汉投资建设集创业、工作、生活一体的智慧产业社区；其中就商业层面重点提出希望加强银泰商业与武商集团资本合作深度，共同推动新零售在武汉的发展，强强联合，推动湖北省内百货、超市、购物中心业态的新零售发展。公司为武商集团重点商业上市平台凭借自身优质资产或将率先受益，本次

**董事会换届尘埃落定也将为公司增添新的战斗力，快速实现转型升级。**

**维持“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：  
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超市业态关店调整，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，或将充分受益三、四城市消费升级带来的红利；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 2017-19 年 EPS 分别为 1.41/1.60/1.80 元，当前股价对应 PE 分别为 13/11/10 倍，维持买入评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,061.68	2,235.73	2,573.06	3,898.04	7,406.30
应收账款	185.08	211.09	130.36	290.38	189.00
预付账款	492.99	491.51	201.15	932.66	103.12
存货	887.48	904.39	1,710.50	1,129.80	1,841.82
其他	218.62	236.39	159.68	204.39	204.68
<b>流动资产合计</b>	<b>3,845.85</b>	<b>4,079.11</b>	<b>4,774.76</b>	<b>6,455.27</b>	<b>9,744.92</b>
长期股权投资	27.31	28.16	28.16	28.16	28.16
固定资产	7,356.86	7,127.62	6,791.32	6,471.14	6,147.64
在建工程	1.29	23.00	49.80	77.88	76.73
无形资产	2,796.42	2,725.79	2,644.58	2,563.38	2,482.18
其他	3,725.58	3,806.89	2,714.32	3,268.23	3,112.38
<b>非流动资产合计</b>	<b>13,907.46</b>	<b>13,711.46</b>	<b>12,228.18</b>	<b>12,408.80</b>	<b>11,847.09</b>
<b>资产总计</b>	<b>17,753.31</b>	<b>17,790.57</b>	<b>17,002.94</b>	<b>18,864.07</b>	<b>21,592.00</b>
短期借款	2,870.94	1,324.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	5,307.74	5,025.36	5,604.09	6,409.09	7,196.20
其他	3,523.19	3,470.69	4,142.48	4,151.34	4,979.15
<b>流动负债合计</b>	<b>11,701.87</b>	<b>9,820.05</b>	<b>9,746.57</b>	<b>10,560.43</b>	<b>12,175.35</b>
长期借款	1,910.32	1,907.93	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	13.04	8.85	27.53	16.48	17.62
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,923.36</b>	<b>1,916.79</b>	<b>27.53</b>	<b>16.48</b>	<b>17.62</b>
<b>负债合计</b>	<b>13,625.23</b>	<b>11,736.84</b>	<b>9,774.10</b>	<b>10,576.91</b>	<b>12,192.97</b>
少数股东权益	(1.42)	0.00	(9.14)	(11.28)	(15.35)
股本	529.03	591.83	769.38	769.38	769.38
资本公积	629.58	1,499.43	1,484.97	1,494.61	1,493.00
留存收益	3,739.72	5,601.20	6,468.59	7,529.06	8,645.00
其他	(768.83)	(1,638.73)	(1,484.97)	(1,494.61)	(1,493.00)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,128.08</b>	<b>6,053.73</b>	<b>7,228.84</b>	<b>8,287.16</b>	<b>9,399.03</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>17,753.31</b>	<b>17,790.57</b>	<b>17,002.94</b>	<b>18,864.07</b>	<b>21,592.00</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	800.77	993.06	1,083.45	1,229.88	1,386.72
折旧摊销	406.02	404.24	450.71	453.30	455.86
财务费用	98.77	64.36	4.21	(29.27)	(51.13)
投资损失	(21.12)	(10.80)	(15.46)	(15.79)	(14.02)
营运资金变动	(3,708.30)	(200.43)	1,985.01	(92.36)	1,988.14
其它	3,277.29	236.58	(9.14)	(2.15)	(4.07)
<b>经营活动现金流</b>	<b>853.43</b>	<b>1,487.00</b>	<b>3,498.78</b>	<b>1,543.62</b>	<b>3,761.51</b>
资本支出	361.19	49.37	41.32	91.06	48.86
长期投资	0.58	0.86	0.00	0.00	0.00
其他	(3,411.32)	(548.81)	(74.40)	(164.90)	(83.23)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,049.55)</b>	<b>(498.58)</b>	<b>(33.08)</b>	<b>(73.85)</b>	<b>(34.38)</b>
债权融资	4,783.26	3,233.93	8.98	4.33	5.10
股权融资	(105.32)	887.06	301.03	41.76	52.37
其他	(2,714.81)	(4,924.50)	(3,438.38)	(190.88)	(276.35)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,963.12</b>	<b>(803.50)</b>	<b>(3,128.37)</b>	<b>(144.79)</b>	<b>(218.87)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(232.99)</b>	<b>184.91</b>	<b>337.33</b>	<b>1,324.98</b>	<b>3,508.26</b>

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>17,523.66</b>	<b>17,689.64</b>	<b>18,624.67</b>	<b>20,594.13</b>	<b>23,514.72</b>
营业成本	13,710.23	13,761.36	14,482.47	15,976.72	18,247.86
营业税金及附加	155.86	169.18	168.70	188.89	217.85
营业费用	2,215.09	2,158.14	2,272.21	2,533.08	2,915.83
管理费用	297.69	267.58	279.37	308.91	364.48
财务费用	85.33	48.38	4.21	(29.27)	(51.13)
资产减值损失	11.85	(4.08)	2.53	3.43	0.63
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	15.46	15.79	14.02
其他	(42.24)	(21.60)	(30.91)	(31.59)	(28.03)
<b>营业利润</b>	<b>1,068.72</b>	<b>1,299.89</b>	<b>1,430.63</b>	<b>1,628.16</b>	<b>1,833.22</b>
营业外收入	17.93	61.70	33.22	37.62	44.18
营业外支出	13.62	41.35	31.43	28.80	33.86
<b>利润总额</b>	<b>1,073.03</b>	<b>1,320.24</b>	<b>1,432.42</b>	<b>1,636.97</b>	<b>1,843.54</b>
所得税	272.26	327.18	358.11	409.24	460.88
<b>净利润</b>	<b>800.77</b>	<b>993.06</b>	<b>1,074.32</b>	<b>1,227.73</b>	<b>1,382.65</b>
少数股东损益	1.46	1.42	(9.14)	(2.15)	(4.07)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>799.31</b>	<b>991.63</b>	<b>1,083.45</b>	<b>1,229.88</b>	<b>1,386.72</b>
每股收益(元)	1.04	1.29	1.41	1.60	1.80

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	2.11%	0.95%	5.29%	10.57%	14.18%
营业利润	17.97%	21.63%	10.06%	13.81%	12.59%
归属于母公司净利润	21.16%	24.06%	9.26%	13.51%	12.75%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.76%	22.21%	22.24%	22.42%	22.40%
净利率	4.56%	5.61%	5.82%	5.97%	5.90%
ROE	19.36%	16.38%	14.97%	14.82%	14.73%
ROIC	29.18%	32.46%	33.16%	61.58%	119.10%

偿债能力	2015	2016	2017E	2018E	2019E
资产负债率	76.75%	65.97%	57.48%	56.07%	56.47%
净负债率	172.11%	112.00%	86.70%	86.79%	71.01%
流动比率	0.33	0.42	0.49	0.61	0.80
速动比率	0.25	0.32	0.31	0.50	0.65
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	97.27	89.30	109.09	97.89	98.11
存货周转率	19.56	19.74	14.25	14.50	15.83
总资产周转率	1.05	1.00	1.07	1.15	1.16
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.04	1.29	1.41	1.60	1.80
每股经营现金流	1.11	1.93	4.55	2.01	4.89
每股净资产	5.37	7.87	9.41	10.79	12.24
<b>估值比率</b>					
市盈率	17.28	13.93	12.75	11.23	9.96
市净率	3.34	2.28	1.91	1.66	1.47
EV/EBITDA	7.00	5.23	4.52	3.23	1.46
EV/EBIT	8.94	6.49	5.94	4.15	1.84

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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，并应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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com