

2015年04月24日

鄂武商 A (000501.SZ)

## 项目落地添助力 上下齐心谋发展

■业绩增长 21.59%，符合预期。公司 15Q1 实现营收 48.94 亿，同比增长 4.30% (14Q1-Q4 增速分别为 3.22%、-2.49%、2.76%、3.68%)；归母净利润 2.62 亿，同比增长 21.29% (14Q1-Q4 增速分别为 34.22%、41.77%、59.43%、41.48%)；扣非后归母净利润 2.59 亿，同比增长 12.75%；EPS0.52 元；加权平均 ROE 为 7.1%。

■受益黄石、青山门店开业，营收增长 4.3%。14 年 9 月、11 月黄石购物中心、众圆广场先后开业，助力公司营收增长，15Q1 实现营收 48.94 亿，同比增长 4.30%。此外，报告期内毛利率为 20.80%，同比增加 0.44 个百分点。

■精耕武汉本土市场，推进省内项目落地，凭借互联网支付构建 O2O 闭环。公司是湖北省最大零售商之一，百货、购物中心占据湖北龙头地位，公司在精耕武汉市场的基础上，积极推进省内门店拓展，规模效应+品牌效应持续增强，叠加消费者体验度增强，聚客能力有望再提高。此外，公司凭借消费者规模优势逐渐发力线上，14 年武商网线上交易额达 7000 万，未来伴随互联网支付牌照落地，将借助支付牌照打通线上、线下消费环节，构建完整 O2O 闭环，看好公司长期业绩增长。

■员工持股+股权激励为公司业绩增长添动力。第一、15 年 1 月公告以 13.57 元/股价格发行 6217 万股，推行员工持股计划；第二、15 年 4 月公告以 6.4 元/股价格向 214 名激励对象 (调整前为 241 人) 授予 2177.7 万股 (占总股本 4.29%)，推行股权激励计划。股权激励覆盖高管及核心员工，员工持股惠及普通员工，从上到下激发工作积极性，15 年业绩增长值得期待。

■维持盈利预测，维持增持-A 评级。考虑到定增导致的公司股本摊薄，我们预计 15-17 年 EPS 为 1.17 元、1.31 元、1.48 元，对应 PE 为 18 倍、16 倍、15 倍。

■风险提示：互联网金融牌照进展不达预期

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	16,842.1	17,160.8	19,129.0	21,884.0	24,204.5
净利润	465.1	659.7	772.8	866.6	974.8
每股收益(元)	0.92	1.30	1.17	1.31	1.48
每股净资产(元)	5.71	7.01	8.73	9.92	11.21

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	23.4	16.5	18.3	16.4	14.5
市净率(倍)	3.8	3.1	2.5	2.2	1.9
净利润率	2.8%	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%
净资产收益率	19.4%	17.0%	13.0%	12.9%	12.8%
股息收益率	0.0%	1.9%	0.6%	0.8%	1.3%
ROIC	104.2%	69.8%	27.6%	19.5%	55.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。  
各项声明请参见报告尾页。

## 公司快报

证券研究报告

百货

投资评级

增持-A

调低评级

6 个月目标价

24.30 元

股价 (2015-04-23)

21.50 元

### 交易数据

总市值 (百万元)	10,905.84
流通市值 (百万元)	10,904.46
总股本 (百万股)	507.25
流通股本 (百万股)	507.18
12 个月价格区间	11.48/22.91 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-0.90	-6.85	-40.80
绝对收益	18.46	25.88	75.22

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030  
zhanglong@essence.com.cn  
021-68766113

报告联系人

张璐芳

021-68766135

zhanglf2@essence.com.cn

### 相关报告

业绩增长符合预期，关注激励机制改善对改革运营的实际影响	2015-03-04
定增改善经营现状 员工持股增厚业绩表现	2015-01-19
股权激励保业绩稳健增长，兑现可期	2014-09-23

业绩增长 21.59%，符合预期。公司 15Q1 实现营收 48.94 亿，同比增长 4.30%（14Q1-Q4 增速分别为 3.22%、-2.49%、2.76%、3.68%）；归母净利润 2.62 亿，同比增长 21.29%（14Q1-Q4 增速分别为 34.22%、41.77%、59.43%、41.48%）；扣非后归母净利润 2.59 亿，同比增长 12.75%；EPS0.52 元；加权平均 ROE 为 7.1%。

**受益黄石、青山门店开业，营收增长 4.3%。**14 年 9 月、11 月黄石购物中心、众圆广场先后开业，助力公司营收增长，15Q1 实现营收 48.94 亿，同比增长 4.30%。此外，报告期内毛利率为 20.80%，同比增加 0.44 个百分点。由于新开网点房屋土地折旧、摊销增加，银行贷款增加，报告期内期间费用率 13.17%，同比增加 0.39 个百分点，其中销售费用率 10.72%，同比减少 0.44 个百分点；管理费用率 2.01%，同比增加 0.6 个百分点；财务费用率 0.44%，同比增加 0.23 个百分点。受益毛利率提升，报告期内净利率 5.37%，同比增加 0.72 个百分点。

**精耕武汉本土市场，推进省内项目落地，凭借互联网支付构建 O2O 闭环。**公司是湖北省最大零售商之一，百货、购物中心占据湖北龙头地位，公司在精耕武汉市场的基础上，积极推进省内门店拓展。武汉市场方面：汉口区，公司倾力打造的武商摩尔城（国际广场、武商广场、世贸广场），竞争优势突出，已呈区域垄断趋势；青山区，凭借 14 年 11 月青山众圆广场开业，强化青山区布局，众圆广场总营业面积达 27 万平，乃青山商业之首，竞争优势显著；在政治、文化中心的武昌区，公司仅布局亚贸广场，竞争力略显不足，未来将重点推进梦时代广场项目落地，项目整体规划包括 1 个商场+2 栋 50 层写字楼+1 个五星级酒店，商场部分由公司运营，将新增冰雪世界、海底世界、科技馆、室内主题公园四大体验中心，酒店和写字楼或将出售第三方，项目预计将于 2019 年开业。其他市场方面：目前省内项目储备尚存老河口和荆门，秉承“成熟一家、储备一家”原则，工作重心在于保证储备项目有序落地，老河口项目预计 15 年底开业，荆门项目预计 16 年开业。公司购物中心均在提升消费者体验度，室内溜冰场渐成购物中心标配之一。我们认为，公司在精耕武汉市场基础上，有序推进省内门店落地，规模效应+品牌效应持续增强，叠加消费者体验度增强，聚客能力有望再提高。此外，公司凭借消费者规模优势逐渐发力线上，14 年武商网线上交易额达 7000 万，未来伴随互联网支付牌照落地，将借助支付牌照打通线上、线下消费环节，构建完整 O2O 闭环，看好公司长期业绩增长。

**表 1：公司购物中心布局**

门店	地址	开业时间
武商广场	武汉市汉口区	1996 年
武商世贸广场	武汉市汉口区	1999 年 9 月
武汉国际广场	武汉市汉口区	2007 年 9 月
武商亚贸广场	武汉市武昌区	2012 年 12 月
武商梦时代广场	武汉市武昌区	2019 年
武商众圆广场	武汉市青山区	2014 年 11 月
武商襄阳购物中心	襄阳市	2007 年 6 月
武商红河口购物中心	襄阳市	2015 年
武商十堰人民商场	十堰市	2011 年 12 月
武商仙桃购物中心	仙桃市	2013 年 9 月
武商黄石购物中心	黄石市	2014 年 9 月
武商荆门购物中心	荆门市	2016 年

数据来源：安信证券研究中心

**员工持股+股权激励为公司业绩增长添动力。**第一、15 年 1 月公告以 13.57 元/股价格发

行 6217 万股，推行员工持股计划，认购对象包括高管 11 人、其他员工不超 1130 人。推行员工持股将进一步完善公司治理结构，并为稳定优秀人才提供良好契机。第二、15 年 4 月公告以 6.4 元/股价格向 214 名激励对象（调整前为 241 人）授予 2177.7 万股（占总股本 4.29%），锁定期 24 个月，第一解锁期主要业绩考核目标：15 年扣非归母净利润较 14 年增长不低于 18%，扣非加权平均 ROE 不低于 18%。本次激励对象覆盖范围广，涉及店长、分公司经理、总部部长、公司副总、董事长等各层级员工，且行权条件要求较高，将充分调动管理层与核心员工积极性，经营活力有望充分释放；股权激励覆盖高管及核心员工，员工持股惠及普通员工，从上到下激发工作积极性，15 年业绩增长值得期待。**维持盈利预测，维持增持-A 评级。**区域性商业龙头，自有商业体量丰富，在精耕武汉市场的基础上，积极推进省内门店拓展，规模效应逐渐彰显，叠加增强体验性业态合理布局，将大大提高聚客能力，增厚未来业绩；股权激励+员工持股组合拳出击，催化 15 年业绩增长率。考虑到定增导致的公司股本摊薄，我们预计 15-17 年 EPS 为 1.17 元、1.31 元、1.48 元，对应 PE 为 18 倍、16 倍、15 倍。

## 财务报表预测和估值数据汇总(2015年04月24日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>16,842.1</b>	<b>17,160.8</b>	<b>19,129.0</b>	<b>21,884.0</b>	<b>24,204.5</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	13,413.1	13,587.2	15,129.0	17,331.0	19,165.0	营业收入增长率	13.0%	1.9%	11.5%	14.4%	10.6%
营业税费	147.6	149.6	169.4	192.1	212.6	营业利润增长率	20.4%	3.6%	21.5%	12.4%	12.3%
销售费用	2,104.8	2,195.9	2,368.5	2,716.1	3,005.3	净利润增长率	15.6%	41.8%	17.2%	12.1%	12.5%
管理费用	261.8	293.8	314.6	365.2	388.3	EBITDA 增长率	13.3%	7.0%	15.5%	10.8%	10.9%
财务费用	44.4	43.0	46.0	48.0	50.0	EBIT 增长率	15.1%	3.3%	20.8%	12.1%	12.0%
资产减值损失	8.1	-0.2	6.4	4.8	3.7	NOPLAT 增长率	13.8%	6.1%	18.6%	12.1%	12.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	58.4%	200.2%	59.0%	-60.7%	119.3%
投资和汇兑收益	11.6	14.4	5.5	10.5	10.2	净资产增长率	18.5%	20.4%	58.3%	13.3%	12.7%
<b>营业利润</b>	<b>874.1</b>	<b>905.9</b>	<b>1,100.6</b>	<b>1,237.3</b>	<b>1,389.8</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-13.2	-19.3	-9.3	-13.9	-14.2	毛利率	20.4%	20.8%	20.9%	20.8%	20.8%
<b>利润总额</b>	<b>860.8</b>	<b>886.6</b>	<b>1,091.3</b>	<b>1,223.4</b>	<b>1,375.7</b>	营业利润率	5.2%	5.3%	5.8%	5.7%	5.7%
减:所得税	254.6	245.4	316.5	354.8	398.9	净利润率	2.8%	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%
<b>净利润</b>	<b>465.1</b>	<b>659.7</b>	<b>772.8</b>	<b>866.6</b>	<b>974.8</b>	EBITDA/营业收入	6.7%	7.0%	7.3%	7.0%	7.0%
						EBIT/营业收入	5.5%	5.5%	6.0%	5.9%	5.9%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	固定资产周转天数	91	126	139	124	115
货币资金	2,126.7	2,281.9	3,825.8	4,376.8	4,840.9	流动营业资本周转天数	-119	-137	-123	-122	-119
交易性金融资产	48.0	-	-	-	-	流动资产周转天数	101	99	109	120	121
应收帐款	174.0	175.2	274.2	217.0	317.9	应收帐款周转天数	4	4	4	4	4
应收票据	1.2	5.2	3.0	5.4	4.1	存货周转天数	20	20	20	20	20
预付帐款	1,692.8	1,064.2	1,779.2	1,732.3	2,059.0	总资产周转天数	253	297	322	312	300
存货	973.2	904.7	1,234.2	1,169.9	1,502.3	投资资本周转天数	17	41	72	54	44
其他流动资产	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	1.0	386.6	129.5	172.3	229.5	ROE	19.4%	17.0%	13.0%	12.9%	12.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.8%	4.1%	4.2%	4.5%	4.7%
长期股权投资	414.4	26.7	26.7	26.7	26.7	ROIC	104.2%	69.8%	27.6%	19.5%	55.5%
投资性房地产	104.7	92.8	92.8	92.8	92.8	<b>费用率</b>					
固定资产	4,735.2	7,285.8	7,446.7	7,630.2	7,857.8	销售费用率	12.5%	12.8%	12.4%	12.4%	12.4%
在建工程	48.9	4.8	315.6	523.2	607.9	管理费用率	1.6%	1.7%	1.6%	1.7%	1.6%
无形资产	1,709.6	2,871.2	2,785.0	2,698.9	2,612.7	财务费用率	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	14.3%	14.8%	14.3%	14.3%	14.2%
<b>资产总额</b>	<b>12,634.4</b>	<b>15,650.8</b>	<b>18,551.4</b>	<b>19,376.8</b>	<b>20,937.8</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	614.0	2,474.0	3,375.9	442.2	1,479.3	资产负债率	75.3%	75.9%	67.9%	65.2%	63.7%
应付帐款	3,978.3	5,261.8	3,584.9	6,812.8	5,099.8	负债权益比	304.1%	315.7%	211.4%	187.0%	175.2%
应付票据	7.3	7.2	33.1	2.9	34.3	流动比率	0.54	0.37	0.57	0.60	0.70
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.43	0.30	0.47	0.50	0.58
长期借款	127.6	2.7	2.7	-	873.7	利息保障倍数	20.69	22.07	24.93	26.78	28.80
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>9,507.8</b>	<b>11,886.3</b>	<b>12,593.3</b>	<b>12,624.7</b>	<b>13,329.5</b>	DPS(元)	-	0.40	0.12	0.18	0.27
少数股东权益	230.8	208.6	210.6	212.6	214.6	分红比率	0.0%	30.8%	10.3%	13.7%	18.2%
股本	507.2	507.2	658.4	659.4	659.4	股息收益率	0.0%	1.9%	0.6%	0.8%	1.3%
留存收益	2,388.5	3,047.6	5,089.1	5,880.1	6,734.4						
<b>股东权益</b>	<b>3,126.6</b>	<b>3,764.5</b>	<b>5,958.1</b>	<b>6,752.1</b>	<b>7,608.3</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	EPS(元)	0.92	1.30	1.17	1.31	1.48
净利润	606.2	641.2	772.8	866.6	974.8	BVPS(元)	5.71	7.01	8.73	9.92	11.21
加:折旧和摊销	339.1	355.2	240.8	251.5	263.9	PE(X)	23.4	16.5	18.3	16.4	14.5
资产减值准备	8.1	-0.2	-	-	-	PB(X)	3.8	3.1	2.5	2.2	1.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-214.9	24.2	-301.1	18.7	20.4
财务费用	62.7	67.2	46.0	48.0	50.0	P/S	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6
投资损失	-11.6	-14.4	-5.5	-10.5	-10.2	EV/EBITDA	4.1	6.2	9.4	6.2	6.4
少数股东损益	141.1	-18.4	2.0	2.0	2.0	CAGR(%)	12.7%	15.1%	14.2%	12.7%	15.1%
营运资金的变动	1,066.0	-322.7	-1,441.3	3,061.0	-2,026.7	PEG	1.8	1.1	1.3	1.3	1.0
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1,845.2</b>	<b>1,035.2</b>	<b>-385.1</b>	<b>4,218.6</b>	<b>-746.3</b>	ROIC/WACC	15.8	10.6	4.2	2.9	8.4
投资活动产生现金流量	-1,595.4	-2,259.4	-363.9	-588.7	-537.0	REP	0.3	0.2	0.7	1.7	0.3
融资活动产生现金流量	-342.0	1,379.5	2,292.9	-3,078.8	1,747.3						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

张龙声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

