

16Q1 营收净利微降，激励机制落地激发成长活力

■ **营收减少 2.25%，归母净利润减少 5.31%**：公司发布一季报，16Q1 实现营收 46.34 亿元，同比减少 5.31%；归母净利润 2.56 亿元，同比减少 2.25%；扣非后归母净利润 2.28 亿元，同比减少 11.98%；EPS 为 0.5 元，同比减少 3.85%，非经常性损益主要来自于拆迁款（4064.31 万，同比增长 1081.06%）。营收业绩下降主要系目前实体经济整体增长压力依旧存在。

■ **毛利率同比增长 0.44 个百分点，费用管控合理**：公司 16Q1 毛利率为 21.24%，同比增长 0.44 个百分点，主要系公司加强产品成本管控所致。期间费用率为 14.31%，同比增加 1.14 个百分点。其中，销售费用率 12.10%，同比增加 1.38 个百分点，主要系销售增长和人员增加所致；管理费用率 1.79%，同比减少 0.22 个百分点，主要系公司加强相关人员薪酬、差旅费管理所致；财务费用率 0.44%，同比减少 0.01 个百分点，本期净利率为 5.53%，同比增加 0.16 个百分点，小于毛利率增幅，主要系期间费用率增长所致。

■ **激励机制提升经营效率，激发优质商业龙头经营活力**：公司是湖北省最大零售商之一，占据湖北大型商场龙头地位。一方面，摩尔城经营优势凸现，区域市场打造龙头优势，①摩尔城三家经营单位独立经营，各有侧重，武汉国际广场以“中国奢侈品经营第一”为目标；武汉广场持续扩大化妆品经营优势；世贸广场以黄金珠宝经营为特色。此外，梦时代项目有序开展。②亚贸广场、建二商场、襄阳购物中心、十堰人民商场坚持“区域为王”经营战略，打造省内二线城市购物中心样板。另一方面，激励机制落地激发经营活力，限制性股权激励已于 2015 年 5 月完成授予；2016 年 4 月公司定增落地，员工持股计划购买 4305 万股；公司员工总持股比例达到 10.94%，大规模员工持股计划以及此前的限制性股票激励将实现核心员工与公司利益高度绑定，充分调动高管及骨干积极性，后续强效激励机制将显著优化激励机制提升经营效率。

■ **维持盈利预测，维持增持-A 评级**：我们预计 16-18 年 EPS 分别为 1.55 元、1.69 元、1.83 元，当前股价对应 PE 分别为 11 倍、10 倍、10 倍，6 个月目标价 21.00 元。

■ **风险提示**：整体消费环境低迷

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	17,160.8	17,523.7	19,635.0	22,082.0	24,640.1
净利润	659.7	799.3	1,020.7	1,113.7	1,209.1
每股收益(元)	1.11	1.35	1.55	1.69	1.83
每股净资产(元)	6.01	6.98	7.83	9.42	11.09

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	15.7	13.0	11.3	10.4	9.5
市净率(倍)	2.9	2.5	2.2	1.9	1.6
净利润率	3.8%	4.6%	5.2%	5.0%	4.9%
净资产收益率	17.0%	19.4%	19.8%	18.0%	16.6%
股息收益率	2.0%	0.0%	0.9%	1.3%	0.8%
ROIC	69.8%	29.2%	33.6%	33.6%	105.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

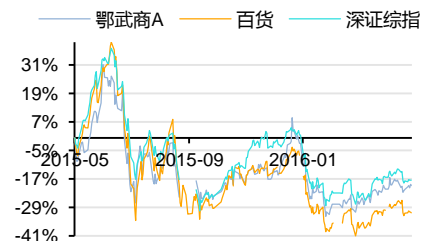
投资评级 **增持-A**
维持评级

6 个月目标价：**21.00 元**
股价 (2016-04-29) **17.50 元**

交易数据

总市值(百万元)	10,357.10
流通市值(百万元)	8,875.99
总股本(百万股)	591.83
流通股本(百万股)	507.20
12 个月价格区间	14.66/28.66 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	1.33	3.96	-9.39
绝对收益	-0.11	16.05	-21.52

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515050001
liuzm@essence.com.cn
021-35082336

张璐芳

报告联系人

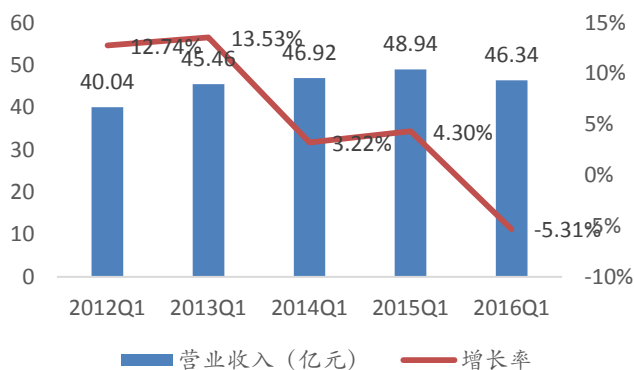
zhanglf2@essence.com.cn
021-68766135

相关报告

- 鄂武商 A：主营收净利双增长，大规模员工持股计划激发经营活力 2016-04-21
- 鄂武商 A：项目落地添助力 上下齐心谋发展 2015-04-24
- 鄂武商 A：业绩增长符合预期，关注激励机制改善对改革运营的边际影响 2015-03-04

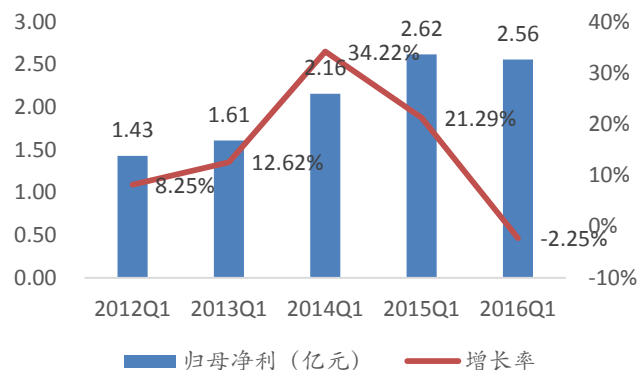
营收减少 2.25%，归母净利减少 5.31%。公司发布一季报，16Q1 实现营收 46.34 亿，同比减少 5.31%；归母净利 2.56 亿元，同比减少 2.25%；扣非后归母净利润 2.28 亿元，同比减少 11.98%；EPS 为 0.5 元，同比减少 3.85%，非经常性损益主要来自于拆迁款（4064.31 万，同比增长 1081.06%）。营收业绩下降主要系目前实体商业整体增长压力依旧存在。

图 1：16Q1 实现营收 46.34 亿，同比减少 5.31%



资料来源：公司公告 安信证券研究中心

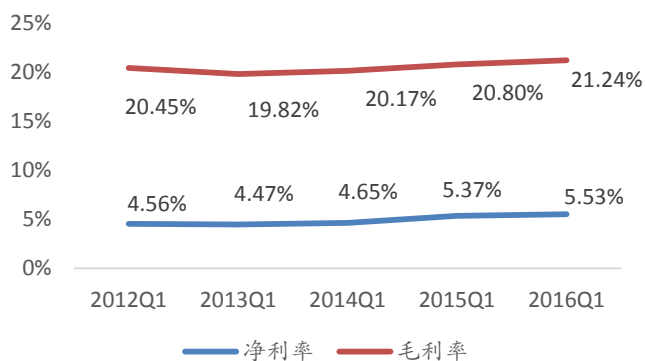
图 2：归母净利 2.56 亿元，同比减少 2.25%



资料来源：公司公告 安信证券研究中心

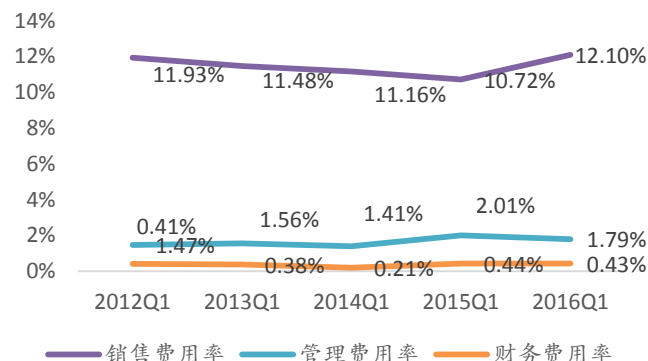
毛利率同比增长 0.44 个百分点，费用管控合理。公司 16Q1 毛利率为 21.24%，同比增长 0.44 个百分点，主要系公司加强产品成本管控所致。期间费用率为 14.31%，同比增加 1.14 个百分点。其中，销售费用率 12.10%，同比增加 1.38 个百分点，主要系销售增长和人员增加所致；管理费用率 1.79%，同比减少 0.22 个百分点，主要系公司加强相关人员薪酬、差旅费管理所致；财务费用率 0.44%，同比减少 0.01 个百分点，本期净利率为 5.53%，同比增加 0.16 个百分点，小于毛利率增幅，主要系期间费用率增长所致。

图 3：毛利率为 21.24%，同比增长 0.44 个百分点



资料来源：公司公告 安信证券研究中心

图 4：净利率为 5.53%，同比增加 0.16 个百分点



资料来源：公司公告 安信证券研究中心

激励机制提升经营效率，激发优质商业龙头经营活力，公司是湖北省最大零售商之一，占据湖北大型商场龙头地位。一方面，摩尔城经营优势凸现，区域市场打造龙头优势，①摩尔城三家经营单位独立经营，各有侧重，武汉国际广场以“中国奢侈品经营第一”为目标；武汉广场持续扩大化妆品经营优势；世贸广场以黄金珠宝经营为特色。此外，梦时代项目有序开展，冰雪世界、海洋王国、主题乐园、未来科技四大主题项目稳步推进。②亚贸广场、建二商场、襄阳购物中心、十堰人民商场坚持“区域为王”经营战略，打造省内二线城市购物中心样板。另一方面，激励机制落地激发经营活力，限制性股权激励已于 2015 年 5 月完成授予（共 214 人，其中董监高 8 人，以 6.40 元/股共计授予 2177.7 万股）；2016 年 4 月公司定增落地，员工持股计划购买 4305 万股；公司员工总持股比例达到 10.94%，2015 年度公司限制性股

权激励已完成解锁条件，大规模员工持股计划以及此前的限制性股票激励将实现核心员工与公司利益高度绑定，充分调动高管及骨干积极性，后续强效激励机制将显著优化激励机制提升经营效率。

表 1：公司非公开发行各发行对象认购情况

	认购股份数量 (万股)	认购金额 (万元)	限售期 (月)
前海开源定增 9 号资产管理计划	430	5663.1	36
周志聪	1545.56	20355.00	36
鄂武商 2015 年度员工持股计划	4305.32	56701.06	36
合计	6280.88	82719.16	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 2：公司部分董监高认购本次员工持股计划情况

	认购金额 (万元)	担任职务	认购数量 (万股)
刘江超	7902	董事长	600
王沅	921.9	董事、总经理	70
其他 7 名董监高	1712.1		130
合计	10536		800

资料来源：公司公告，安信证券研究所

表 3：截至 16 年 4 月 8 日公司前十名股东情况

	股东名称	持股 (万股)	占比
1	武汉商联 (集团) 股份有限公司	12746.40	21.54%
2	浙江银泰百货有限公司	6145.92	10.38%
3	武汉武商集团股份有限公司—第一期员工持股计划	4305.32	7.27%
4	湖北银泰投资管理有限公司	3288.64	5.56%
5	武汉国有资产经营公司	2299.10	3.88%

资料来源：公司公告，安信证券研究所

维持盈利预测，维持增持-A 评级。公司是湖北省最大零售商之一，下属有国际广场、武商广场、世贸广场等 10 家百货零售业实体，区位优势明显，有序推进储备项目落地；此外，公司积极推动落实员工持股计划，充分调动高管及骨干积极性，显著优化激励机制提升经营效率。我们预计 16-18 年 EPS 分别为 1.55 元、1.69 元、1.83 元，当前股价对应 PE 分别为 11 倍、10 倍、10 倍。维持盈利预测，给予增持-A 评级。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	17,160.8	17,523.7	19,635.0	22,082.0	24,640.1	成长性					
减:营业成本	13,587.2	13,710.2	15,222.8	17,331.0	19,165.0	营业收入增长率	1.9%	2.1%	12.0%	12.5%	11.6%
营业税费	149.6	155.9	172.6	194.3	217.5	营业利润增长率	3.6%	18.0%	34.2%	8.6%	9.6%
销售费用	2,195.9	2,215.1	2,434.7	2,649.8	3,080.0	净利润增长率	41.8%	21.2%	27.7%	9.1%	8.6%
管理费用	293.8	297.7	353.4	331.2	443.5	EBITDA 增长率	7.0%	22.7%	22.6%	7.6%	8.4%
财务费用	43.0	85.3	46.0	48.0	50.0	EBIT 增长率	3.3%	21.6%	28.2%	8.5%	9.4%
资产减值损失	-0.2	11.8	6.6	6.1	8.2	NOPLAT 增长率	6.1%	25.5%	22.0%	8.5%	9.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	200.2%	5.9%	8.7%	-65.2%	66.6%
投资和汇兑收益	14.4	21.1	35.0	36.0	30.7	净资产增长率	20.4%	9.7%	24.9%	20.5%	17.8%
营业利润	905.9	1,068.7	1,433.8	1,557.5	1,706.6	利润率					
加:营业外净收支	-19.3	4.3	6.6	13.8	-0.1	毛利率	20.8%	21.8%	22.5%	21.5%	22.2%
利润总额	886.6	1,073.0	1,440.4	1,571.3	1,706.4	营业利润率	5.3%	6.1%	7.3%	7.1%	6.9%
减:所得税	245.4	272.3	417.7	455.7	494.9	净利润率	3.8%	4.6%	5.2%	5.0%	4.9%
净利润	659.7	799.3	1,020.7	1,113.7	1,209.1	EBITDA/营业收入	7.0%	8.4%	9.2%	8.8%	8.6%
						EBIT/营业收入	5.5%	6.6%	7.5%	7.3%	7.1%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	126	150	135	122	111
货币资金	2,281.9	2,061.7	3,927.0	4,416.4	4,928.0	流动营业资本周转天数	-137	-146	-129	-135	-134
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	99	85	105	116	114
应收账款	175.2	185.1	236.4	222.7	293.2	应收账款周转天数	4	4	4	4	4
应收票据	5.2	2.2	5.3	3.4	6.5	存货周转天数	20	18	19	19	19
预付账款	1,064.2	493.0	2,214.0	641.7	2,272.5	总资产周转天数	297	343	346	323	309
存货	904.7	887.5	1,170.1	1,164.4	1,394.6	投资资本周转天数	41	62	60	37	23
其他流动资产	0.1	216.4	72.2	96.2	128.3	投资回报率					
可供出售金融资产	386.6	429.9	272.5	363.0	355.1	ROE	17.0%	19.4%	19.8%	18.0%	16.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.1%	4.5%	5.1%	5.7%	5.3%
长期股权投资	26.7	27.3	27.3	27.3	27.3	ROIC	69.8%	29.2%	33.6%	33.6%	105.6%
投资性房地产	92.8	81.1	81.1	81.1	81.1	费用率					
固定资产	7,285.8	7,356.9	7,423.5	7,513.2	7,646.4	销售费用率	12.8%	12.6%	12.4%	12.0%	12.5%
在建工程	4.8	1.3	313.8	522.1	607.3	管理费用率	1.7%	1.7%	1.8%	1.5%	1.8%
无形资产	2,871.2	2,796.4	2,715.5	2,634.5	2,553.5	财务费用率	0.3%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	14.8%	14.8%	14.4%	13.7%	14.5%
资产总额	15,650.8	17,753.3	19,975.8	19,598.4	22,669.1	偿债能力					
短期债务	2,474.0	2,870.9	2,904.1	1,730.4	2,134.1	资产负债率	75.9%	76.7%	74.2%	68.3%	67.7%
应付账款	5,261.8	5,307.7	4,769.9	7,436.8	6,216.7	负债权益比	315.7%	330.1%	287.3%	215.5%	209.7%
应付票据	7.2	16.2	10.6	15.6	16.2	流动比率	0.37	0.33	0.56	0.49	0.60
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.30	0.25	0.47	0.40	0.51
长期借款	2.7	1,910.3	1,124.5	-	245.5	利息保障倍数	22.07	13.52	32.17	33.45	35.13
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	11,886.3	13,625.2	14,818.6	13,386.2	15,349.6	DPS(元)	0.34	-	0.16	0.23	0.15
少数股东权益	208.6	-1.4	0.6	2.6	5.0	分红比率	30.8%	0.0%	10.3%	13.7%	8.0%
股本	507.2	529.0	658.4	659.4	659.4	股息收益率	2.0%	0.0%	0.9%	1.3%	0.8%
留存收益	3,047.6	3,739.7	4,498.3	5,550.2	6,655.1						
股东权益	3,764.5	4,128.1	5,157.3	6,212.2	7,319.5						
						现金流量表					
							2014	2015	2016E	2017E	2018E
						净利润	641.2	800.8	1,020.7	1,113.7	1,209.1
						加:折旧和摊销	355.2	406.0	328.1	339.4	352.6
						资产减值准备	-0.2	11.8	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	67.2	98.8	46.0	48.0	50.0
						投资损失	-14.4	-21.1	-35.0	-36.0	-30.7
						少数股东损益	-18.4	1.5	2.0	2.0	2.4
						营运资金的变动	-322.7	-3,708.3	1,723.3	2,037.4	-1,111.3
						经营活动产生现金流量	1,035.2	853.4	3,085.1	3,504.5	472.1
						投资活动产生现金流量	-2,259.4	-3,049.5	-434.0	-610.9	-451.4
						融资活动产生现金流量	1,379.5	1,963.1	-785.8	-2,404.2	490.9
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.11	1.35	1.55	1.69	1.83
						BVPS(元)	6.01	6.98	7.83	9.42	11.09
						PE(X)	15.7	13.0	11.3	10.4	9.5
						PB(X)	2.9	2.5	2.2	1.9	1.6
						P/FCF	23.0	3.6	5,913.3	11.2	10.8
						P/S	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
						EV/EBITDA	6.2	7.0	5.4	3.3	2.9
						CAGR(%)	20.3%	14.8%	19.0%	20.3%	14.8%
						PEG	0.8	0.9	0.6	0.5	0.6
						ROIC/WACC	7.9	3.3	3.8	3.8	11.9
						REP	0.3	1.0	0.8	1.5	0.3

资料来源: 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

刘章明声明，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	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@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： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3楼

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编： 100034