

## 业绩亮眼超预期，低估值湖北龙头

——鄂武商 A (000501) 2016 半年度财报点评

2016 年 08 月 23 日

强烈推荐/首次

鄂武商 A

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号: S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn	010-66554017
史琨	联系人	
	shikun@dxzq.net.cn	010-66554063

### 事件:

鄂武商 2016 年 1-6 月实现营业收入 85.88 亿元, 同比下降 4.46%; 归属上市公司股东净利润 5.15 亿元, 同比增长 18.22%, 扣非归属净利润 5.00 亿元, 同比增长 18.98%; 稀释每股收益 0.95 元, 较上年同期增长 10.47%; 经营活动产生的现金流量 3.65 亿元, 较上年增长 59.43%。

### 公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入 (百万元)	4750.74	4894.26	4094.67	3885.96	4648.78	4634.4	3953.7
增长率 (%)	3.68%	4.30%	5.37%	1.42%	-2.15%	-5.31%	-3.44%
毛利率 (%)	22.31%	20.80%	21.50%	21.80%	22.97%	21.24%	24.40%
期间费用率 (%)	16.23%	13.17%	14.94%	16.49%	15.08%	14.31%	14.42%
营业利润率 (%)	4.88%	7.05%	5.90%	4.14%	6.90%	6.59%	9.26%
净利润 (百万元)	154.17	262.67	174.46	117.60	246.04	256.05	259.25
增长率 (%)	-04.93%	20.45%	14.21%	01.15%	59.59%	-02.52%	48.60%
每股盈利 (季度, 元)	0.34	0.52	0.33	0.22	0.47	0.43	0.44
资产负债率 (%)	75.95%	73.81%	76.40%	77.28%	76.75%	71.21%	68.37%
净资产收益率 (%)	4.10%	6.52%	4.58%	2.97%	5.96%	4.90%	4.70%
总资产收益率 (%)	0.99%	1.71%	1.08%	0.67%	1.39%	1.41%	1.49%

### 观点:

- 毛利率改善+费用管控, 驱动扣非净利大幅增长18.98%。** 2016年1-6月, 实现营业收入85.88亿元, 同比下降4.46%; 归属净利润5.15亿元, 同比增长18.22%, 扣非净利润5.00亿元, 同比增长18.98%, 业绩表现超预期。分业态来看, 百货实现营业收入52.86亿元, 同比下滑1.52%; 超市实现营业收入29.32亿元, 同比下滑10.25%, 主要受国内消费环境疲软影响。得益于公司经营管控能力的不断提高, 2016年上半年的综合毛利率同比增加1.58个百分点至22.7%。其中, 百货和超市业务的毛利率分别为18.78%、20.69%, 同比增加0.79、2.43个百分点。期间费用率同比增加0.39个百分点至14.36%, 其中, 销售费用率和管理费用率同比增长0.22、0.20个百分点至12.1%、1.87%, 财务费用率同比下降0.03个百分点至0.39%, 主要是员工成本的刚性上涨。公司营业外收入同比增加302%至4224万元, 主要来源于报告期内

收到拆迁补偿款。因此, 毛利率持续改善、费用开支有效管控以及营业外收入的大幅增长, 驱动2016年上半年归属净利润同比大幅增长18.22%, 不惧行业低迷稳步增长, 业绩表现亮眼大超预期。

- **减亏降租战略成效凸显, 梦时代项目推进强化区域优势。**公司上半年围绕“2020年全面实现经营门店无亏损”的目标展开工作, 退出亏损门店5家, 并与27家门店达成降减租协议, 目前量贩门店共计79家。通过减亏降租政策、品牌结构优化、加大直采直营、加强费用管控等措施, 公司门店结构和经营质量改善效果明显, 2016年二季度的归属净利润大幅增长48.6%至2.59亿元。60万平米梦时代广场项目建设筹备工作已全面启动, 下半年筹建工作将有序推进, 预计2019年开业。梦时代广场以高端零售为市场定位, 项目规划集华中最大的“室内滑雪场”、“海底世界”、国内最全“奢侈品一条街”商业于一体的零售综合体, 打造“华中MALL城”。截止报告期末, 公司拥有11家购物中心、79家超市, 其中自有物业面积136万平米(占比90%), 摩尔城国际广场与武商广场、世贸广场、国际广场等购物中心阶梯布局协同发展, 有助于进一步巩固在湖北的商业龙头地位。
- **武汉“1+13”国企改革步伐领先, 股权激励改善公司经营效率。**武汉国资委在国改中已迈出实质性步伐, 制定“1+13”国企改革方案。作为武汉国资委旗下三家商贸企业之一, 公司于2015年4月调整《限制性股票激励计划》, 向董事、高管及骨干等214名员工, 以6.4元/股价格发行2178万股, 占总股本的3.68%。此外, 公司于2016年4月以13.17元/股价格非公开发行6281万股, 募集资金8.13亿元, 发行对象包括周志聪、前海开源定增计划、公司2015年度第一期员工持股计划, 占总股本的比重分别为0.73%、2.65%、7.27%。公司限制性股票与员工持股计划合计持股10.95%, 解锁条件为2016-2017年扣非净利润增速达到20%以上。我们认为, 公司强管理叠加充分的激励机制, 有助于激发企业经营活力促进经营效率提升, 保持公司业绩持续稳健高速增长可期。

### 结论:

公司是武汉国资委旗下三家商贸企业之一, 占据武汉市核心商圈, 拥有136万平米自有物业, 区域竞争优势显著。武汉国企改革步伐领先, 公司股权激励机制充分促使治理结构优化、经营效率提升, 未来有望保持业绩稳健增长。预计公司2016-2018年的EPS分别为1.6元、1.8元和2.0元, 对应PE分别为12.2、10.8、9.7倍, 具有估值优势。参考行业可比公司平均估值水平, 给予2016年20倍PE, 目标价32元, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

### 风险提示:

终端消费不及预期、新开门店培育期较长

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	4431	3846	3458	2883	2425	<b>营业收入</b>	17161	17524	17748	18449	19303
货币资金	2282	2062	2224	2241	2382	<b>营业成本</b>	13587	13710	13719	14206	14824
应收账款	11	9	10	10	11	<b>营业税金及附加</b>	150	156	158	164	172
其他应收款	164	176	178	185	194	<b>营业费用</b>	2196	2215	2236	2269	2374
预付款项	1064	493	-110	-735	-1386	<b>管理费用</b>	294	298	302	314	328
存货	905	887	901	926	970	<b>财务费用</b>	43	85	89	92	39
其他流动资产	0	0	0	0	0	<b>资产减值损失</b>	-0.18	11.85	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	11220	13907	12731	11578	10425	<b>公允价值变动收益</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	27	27	27	27	27	<b>投资净收益</b>	14.45	21.12	15.00	20.00	20.00
固定资产	7285.77	7356.86	6483.23	5609.61	4735.98	<b>营业利润</b>	906	1069	1259	1424	1586
无形资产	2871	2796	2517	2237	1957	<b>营业外收入</b>	20.03	17.93	22.36	22.36	22.36
其他非流动资产	0	2696	2696	2696	2696	<b>营业外支出</b>	39.32	13.62	17.99	17.99	17.99
<b>资产总计</b>	15651	17753	16189	14461	12850	<b>利润总额</b>	887	1073	1264	1428	1590
<b>流动负债合计</b>	11823	11702	11258	10916	10627	<b>所得税</b>	245	272	321	362	403
短期借款	2474	2871	2672	2672	2672	<b>净利润</b>	641	801	943	1066	1187
应付账款	2245	2137	2172	2216	2330	<b>少数股东损益</b>	-18	1	2	2	2
预收款项	3210	2874	2503	2118	1714	<b>归属母公司净利润</b>	660	799	941	1064	1185
一年内到期的非	23	2	12	12	12	<b>EBITDA</b>	4004	4189	2501	2670	2777
<b>非流动负债合计</b>	63	1923	1923	1922	1922	<b>EPS (元)</b>	1.30	1.58	1.59	1.80	2.00
长期借款	3	1910	1910	1910	1910	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	11886	13625	13180	12838	12549	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	209	-1	0	2	3	<b>营业收入增长</b>	1.89%	2.11%	1.28%	3.95%	4.63%
实收资本(或股	507	529	592	592	592	<b>营业利润增长</b>	3.64%	17.97%	17.83%	13.09%	11.34%
资本公积	534	630	630	630	630	<b>归属于母公司净利润</b>	17.78%	13.07%	17.78%	13.07%	11.32%
未分配利润	2028	2507	2383	2243	2088	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	3556	4129	4910	5564	6292	<b>毛利率(%)</b>	20.82%	21.76%	22.70%	23.00%	23.20%
<b>负债和所有者权</b>	15651	17753	18091	18404	18844	<b>净利率(%)</b>	3.74%	4.57%	5.31%	5.78%	6.15%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					<b>总资产净利润(%)</b>	5.06%	4.22%	4.50%	5.82%	7.36%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	<b>ROE(%)</b>	18.55%	19.36%	19.17%	19.13%	18.83%
<b>经营活动现金流</b>	1035	853	2499	2542	2667	<b>偿债能力</b>					
净利润	641	801	943	1066	1187	<b>资产负债率(%)</b>	76%	77%	73%	70%	70%
折旧摊销	3055.25	3034.53	0.00	1153.27	1153.27	<b>流动比率</b>	0.37	0.33	0.31	0.26	0.23
财务费用	43	85	89	92	39	<b>速动比率</b>	0.30	0.25	0.23	0.18	0.14
应收账款减少	0	0	-1	0	-1	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	-371	-385	-403	<b>总资产周转率</b>	1.21	1.05	0.99	1.01	1.04
<b>投资活动现金流</b>	-2259	-3050	37	20	20	<b>应收账款周转率</b>	1739	1750	1820	1804	1828
公允价值变动收	0	0	0	0	0	<b>应付账款周转率</b>	7.54	8.00	8.24	8.41	8.49
长期股权投资减	0	0	22	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	14	21	15	20	20	<b>每股收益(最新摊薄)</b>	1.30	1.58	1.59	1.80	2.00
<b>筹资活动现金流</b>	1379	1963	-2374	-2545	-2547	<b>每股净现金流(最新摊薄)</b>	0.31	-0.44	0.27	0.03	0.24
应付债券增加	0	0	0	0	0	<b>每股净资产(最新摊薄)</b>	7.01	7.81	8.30	9.40	10.63
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	22	63	0	0	<b>P/E</b>	14.95	12.30	12.22	10.80	9.70
资本公积增加	-1	96	0	0	0	<b>P/B</b>	2.77	2.49	2.34	2.07	1.83
<b>现金净增加额</b>	155	-233	162	17	141	<b>EV/EBITDA</b>	2.52	3.10	5.55	5.19	4.94

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 徐昊

会计学硕士, 2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究, 8 年食品饮料行业研究经验。

## 联系人简介

---

### 史琨

投资银行与金融学硕士, 2015 年加入东兴证券从事商贸零售行业研究, 获 2015 年度“今日投资”商贸零售行业最佳选股分析师第三名

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。