

# 鄂武商 A (000501)

证券研究报告

2017年04月24日

归母净利润增长 24.06%，业态优化+降本增效助力业绩改善

16 年营收同比增长 0.95%，归母净利润同比增长 24.06%。

公告 2016 年全年实现营收 176.90 亿，同比增长 0.95%；归母净利润 9.92 亿，同比增长 24.06%；EPS 为 1.79 元。其中：16Q4 实现营收 51.62 亿，同比增长 11.03%（Q1-Q3 同比增速分别为-5.31%、-3.44%、1.36%）；归母净利润 2.86 亿，同比增长 16.26%（Q1-Q3 同比增速分别为-2.29%、48.85%、63.25%）。业绩增长主要系公司积极对业态布局进行调整，升级优化取得一定成效，带动收入增长，此外采取降本增效策略，量贩公司退出亏损门店 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；同时公告向全体股东每 10 股派发现金红利 4.20 元（含税）；资本公积金每 10 股转增 3 股。

百货营收增长 4.31%，核心商圈自有物业资源丰富。

报告期内实现营收 176.90 亿，同比增长 0.95%。分经营业态来看：百货实现营收 117.96 亿（占比 66.69%），同比增长 4.31%，系品类不断升级，店面形象改善，国际广场一线名品、武商广场化妆品和服饰、世贸广场钟表销售表现较好所致；量贩实现营收 58.21 亿（占比 32.91%），同比下降 5.38%，报告期内关闭了部分经营不善门店导致营收有所下滑；其他业务实现营收 0.72 亿（占比 0.41%），同比增长 14.86%。武商网开辟 B2B 网上集采及跨境电商业务，品类不断丰富带动销售增长。

毛利率增加 0.45 个百分点，费用率减少 0.84 个百分点。

报告期内公司全年毛利率 22.21%，同比增加 0.45 个百分点，其中百货和其他业务毛利率分别增长了 0.92 和 1.28 个百分点，摩尔城加速提档升级，国际一线名品以 17% 的增幅进一步提升高端市场影响力，武商网开辟 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，丰富商品品类提升收入的同时也减少了传统店面经营成本。期间费用率为 13.99%，同比减少 0.84 个百分点，其中销售费用率为 12.20%，同比减少 0.44 个百分点，报告期内公司采用自有员工为主，钟点工为辅的用工结构，员工成本同比减少 17.40%；管理费用率为 1.51%，同比减少 0.19 个百分点，系税费同比减少 64.46%；财务费用率为 0.27%，同比减少 0.22 个百分点，主要系募集资金归还银行贷款所致。

上调盈利预测，给予“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，以购物中心为主、量贩超市为辅多业态布局。我们预计 2017-19 年 EPS 分别为 1.93/2.16/2.37 元，当前股价对应 PE 分别为倍 12/10/9 倍，给予买入评级。

**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；国企改革低于预期

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	18,883.95	21,035.73	24,081.47
增长率(%)	2.11	0.95	6.75	11.39	14.48
EBITDA(百万元)	1,474.21	1,670.76	1,964.39	2,116.67	2,256.07
净利润(百万元)	799.31	991.63	1,143.63	1,279.83	1,403.57
增长率(%)	21.16	24.06	15.33	11.91	9.67
EPS(元/股)	1.35	1.68	1.93	2.16	2.37
市盈率(P/E)	16.56	13.35	11.58	10.34	9.43
市净率(P/B)	3.21	2.19	1.84	1.57	1.35
市销率(P/S)	0.76	0.75	0.70	0.63	0.55
EV/EBITDA	7.00	5.23	3.97	2.73	0.91

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	22.37 元
目标价格	30.25 元
上次目标价	30.25 元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	591.83
流通 A 股股本(百万股)	507.20
A 股总市值(百万元)	13,239.33
流通 A 股市值(百万元)	11,346.05
每股净资产(元)	10.23
资产负债率(%)	65.97
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** 联系人  
wuxiaonan@tfzq.com

## 股价走势



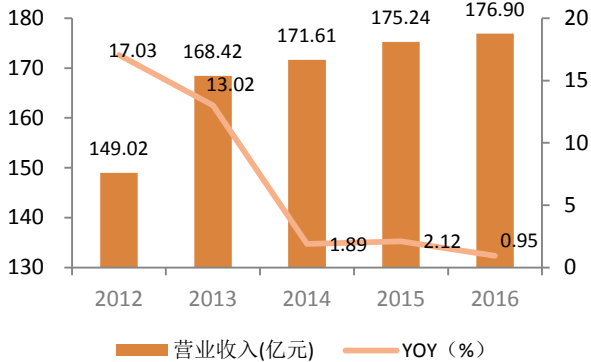
资料来源：贝格数据

## 相关报告

- 《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

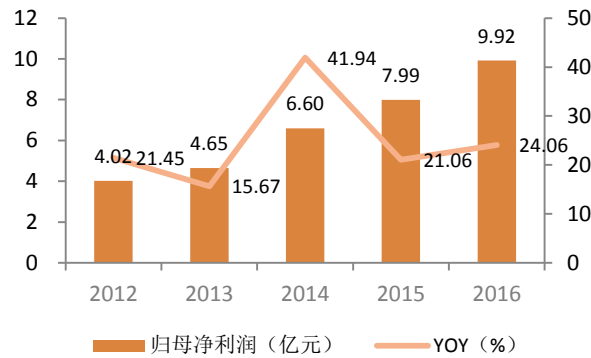
**16年营收同比增长0.95%，归母净利润同比增长24.06%。**公告2016年全年实现营收176.90亿，同比增长0.95%；归母净利润9.92亿，同比增长24.06%；EPS为1.79元。其中：16Q4实现营收51.62亿，同比增长11.03%（Q1-Q3同比增速分别为-5.31%、-3.44%、1.36%）；归母净利润2.86亿，同比增长16.26%（Q1-Q3同比增速分别为-2.29%、48.85%、63.25%）。业绩增长主要系公司积极对业态布局进行调整，升级优化取得一定成效，带动收入增长，此外采取降本增效策略，量贩公司退出亏损门店6家，与32家门店达成降减租协议，退出部分经营面积，降低租金成本，门店效益提升；开展合理用工实践，形成自有员工为主，钟点工为辅的用工结构，集团员工人数同比下降11.52%，三费中员工费用合计同比减少1.58%。同时公告向全体股东每10股派发现金红利4.20元（含税）；资本公积金每10股转增3股。

图1：营业收入同比增长0.95%



资料来源：wind，天风证券研究所

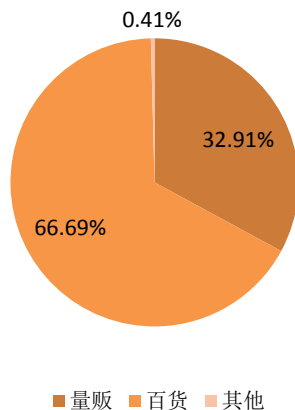
图2：归母净利润同比增长24.06%



资料来源：wind，天风证券研究所

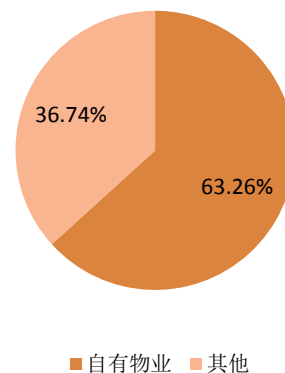
**百货营收增长4.31%，核心商圈自有物业资源丰富。**报告期内实现营收176.90亿，同比增长0.95%。**分经营业态来看：**百货实现营收117.96亿（占比66.69%），同比增长4.31%，系品类不断升级，店面形象改善，国际广场一线名品、武商广场化妆品和服饰、世贸广场钟表销售表现较好所致；**量贩**实现营收58.21亿（占比32.91%），同比下降5.38%，报告期内关闭了部分经营不善门店导致营收有所下滑；**其他业务**实现营收0.72亿（占比0.41%），同比增长14.86%**武商网**开辟B2B网上集采及跨境电商业务，品类不断丰富带动销售增长。**分地区来看：**主要集中在湖北地区，有10家百货零售业实体，总面积约147.39万平方米；量贩超市业务布局湖北省内武汉市及多个二级城市，拥有78家门店，超市门店总面积约为67.60万平方米，密集的门店布局有利于发挥规模优势，公司核心商圈自有物业面积达136万平方米，商业价值重估带来潜在收益。

图3：2016年公司各业务收入占比



资料来源：wind，天风证券研究所

图4：2016年公司门店自有物业占比63.26%

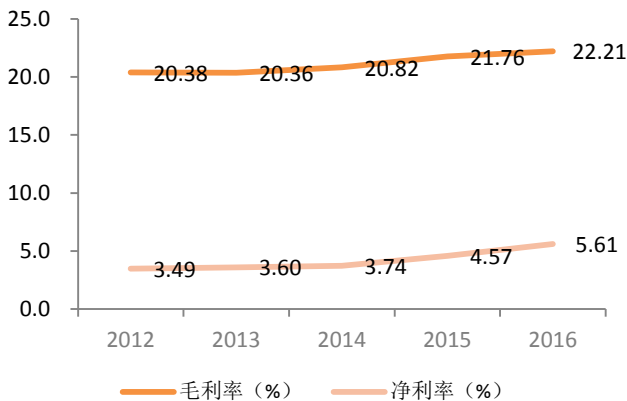


资料来源：wind，天风证券研究所

**毛利率增加0.45个百分点，费用率减少0.84个百分点，净利率增加1.04个百分点。**报告期内公司全年毛利率22.21%，同比增加0.45个百分点，其中百货和其他业务毛利率分

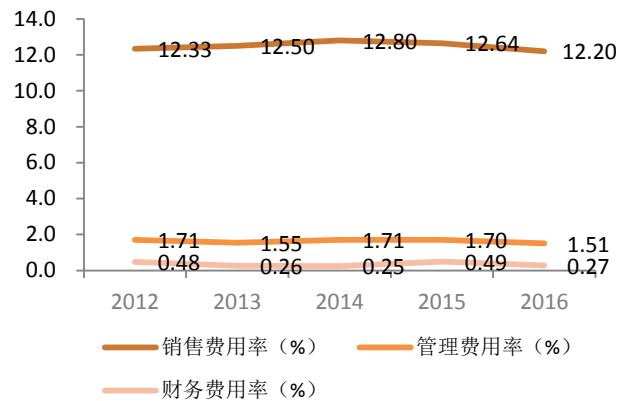
别增长了 0.92 和 1.28 个百分点，摩尔城加速提档升级，国际一线名品以 17% 的增幅进一步提升高端市场影响力，武商网开辟 B2B 网上集采模式和跨境电商，实现海外直邮和保税区发货两种运营模式，丰富商品品类提升收入的同时也减少了传统店面经营成本。期间费用率为 13.99%，同比减少 0.84 个百分点，其中销售费用率为 12.20%，同比减少 0.44 个百分点，报告期内公司采用自有员工为主，钟点工为辅的用工结构，员工成本同比减少 17.40%；管理费用率为 1.51%，同比减少 0.19 个百分点，系税费同比减少 64.46%；财务费用率为 0.27%，同比减少 0.22 个百分点，主要系募集资金归还银行贷款所致。报告期内净利率同比增长 1.04 个百分点为 5.61%。

图 5：2012-2016 年公司毛利率&净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2012-2016 年公司期间费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

**百货+量贩不断调整升级，购物中心+武商网逐步培育成熟，伴随国企改革和管理层换届契机，未来业绩持续向好。**

①**百货渠道升级。**摩尔城加速提档升级，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——青松小镇成功开业，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。

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**武商网开辟新型运营模式，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。此外，公司第七届董事会&监事会任期届满，预期董事会换届或将为公司带来优质资源、注入新活力，快速实现转型升级。

**上调盈利预测，给予“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，以购物中心为主、量贩超市为辅多业态布局。

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；此外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 1.93/2.16/2.37 元，当前股价对应 PE 分别为倍 12/10/9 倍，给予买入评级。

## 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	2,731.55	4,181.87	8,068.52
应收账款	185.08	211.09	135.12	294.65	196.28
预付账款	492.99	491.51	203.98	955.96	106.26
存货	887.48	904.39	1,747.35	1,158.44	1,889.06
其他	218.62	236.39	159.76	204.44	204.77
<b>流动资产合计</b>	<b>3,845.85</b>	<b>4,079.11</b>	<b>4,977.76</b>	<b>6,795.35</b>	<b>10,464.89</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>17,205.95</b>	<b>19,204.15</b>	<b>22,311.98</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	5,753.88	6,536.26	7,416.38
其他	3,523.19	3,470.69	4,229.21	4,212.60	5,105.27
<b>流动负债合计</b>	<b>11,701.87</b>	<b>9,820.05</b>	<b>9,983.09</b>	<b>10,748.86</b>	<b>12,521.65</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>10,010.63</b>	<b>10,765.34</b>	<b>12,539.27</b>
少数股东权益	(1.42)	0.00	(9.64)	(11.88)	(15.99)
股本	529.03	591.83	591.83	591.83	591.83
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	6,613.13	7,858.86	9,196.87
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>7,195.32</b>	<b>8,438.81</b>	<b>9,772.71</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>17,753.31</b>	<b>17,790.57</b>	<b>17,205.95</b>	<b>19,204.15</b>	<b>22,311.98</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	800.77	993.06	1,143.63	1,279.83	1,403.57
折旧摊销	406.02	404.24	450.71	453.30	455.86
财务费用	98.77	64.36	3.49	(31.27)	(55.41)
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)	2,177.01	(152.19)	2,144.52
其它	3,277.29	236.58	(9.64)	(2.23)	(4.12)
<b>经营活动现金流</b>	<b>853.43</b>	<b>1,487.00</b>	<b>3,749.74</b>	<b>1,531.65</b>	<b>3,930.41</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	124.20	43.76	56.65
其他	(2,714.81)	(4,924.50)	(3,354.03)	(55.57)	(71.13)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,963.12</b>	<b>(803.50)</b>	<b>(3,220.84)</b>	<b>(7.48)</b>	<b>(9.37)</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>495.82</b>	<b>1,450.32</b>	<b>3,886.66</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>18,883.95</b>	<b>21,035.73</b>	<b>24,081.47</b>
营业成本	13,710.23	13,761.36	14,686.57	16,345.06	18,713.73
营业税金及附加	155.86	169.18	151.07	168.29	192.65
营业费用	2,215.09	2,158.14	2,266.07	2,524.29	2,966.84
管理费用	297.69	267.58	279.48	347.09	421.43
财务费用	85.33	48.38	3.49	(31.27)	(55.41)
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>1,510.19</b>	<b>1,694.64</b>	<b>1,855.62</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>1,511.98</b>	<b>1,703.46</b>	<b>1,865.94</b>
所得税	272.26	327.18	378.00	425.86	466.49
<b>净利润</b>	<b>800.77</b>	<b>993.06</b>	<b>1,133.99</b>	<b>1,277.59</b>	<b>1,399.46</b>
少数股东损益	1.46	1.42	(9.64)	(2.23)	(4.12)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>799.31</b>	<b>991.63</b>	<b>1,143.63</b>	<b>1,279.83</b>	<b>1,403.57</b>
每股收益(元)	1.35	1.68	1.93	2.16	2.37

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%	6.75%	11.39%	14.48%
营业利润	17.97%	21.63%	16.18%	12.21%	9.50%
归属于母公司净利润	21.16%	24.06%	15.33%	11.91%	9.67%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.76%	22.21%	22.23%	22.30%	22.29%
净利率	4.56%	5.61%	6.06%	6.08%	5.83%
ROE	19.36%	16.38%	15.87%	15.14%	14.34%
ROIC	29.18%	32.46%	34.98%	71.07%	136.37%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	76.75%	65.97%	58.18%	56.06%	56.20%
净负债率	172.11%	112.00%	87.10%	86.15%	67.32%
流动比率	0.33	0.42	0.50	0.63	0.84
速动比率	0.25	0.32	0.32	0.52	0.68
<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	14.24	14.48	15.80
总资产周转率	1.05	1.00	1.08	1.16	1.16
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.35	1.68	1.93	2.16	2.37
每股经营现金流	1.44	2.51	6.34	2.59	6.64
每股净资产	6.98	10.23	12.17	14.28	16.54
<b>估值比率</b>					
市盈率	16.56	13.35	11.58	10.34	9.43
市净率	3.21	2.19	1.84	1.57	1.35
EV/EBITDA	7.00	5.23	3.97	2.73	0.91
EV/EBIT	8.94	6.49	5.15	3.47	1.14

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 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 10 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)-50165671	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com