

一七年业绩符合预期，一八年看高质量消费供给衍进效果

核心观点：

1. 事件摘要

公司发布 2017 年年度报告，2017 年公司实现营业收入 181.22 亿元，较上年同期增长 2.44 %；实现归属净利润 12.41 亿元，较上年同期增长 25.18 %；实现归属扣非净利润 11.83 亿元，较上年同期增长 22.36%；经营现金流量净额为 2.58 亿元，与去年相比增加 22.36%。

2. 我们的分析与判断

（一）一七年业绩符合预期，营收、利润双增长

2017 年公司实现营业收入同比增长 2.44%，营收增量达 4.32 亿元。拆分季度来看，2017 年 Q1-Q3 营收同比分别增长 0.81%/5.71%/5.80%，Q4 营收同比减少 1.15%。分行业来看，购物中心营收增加 7.28 亿元，增长源于摩尔城强势经营地位不动摇和区域购物中心竞争力显著增强两大动力。超市板块营收减少 2.98 亿元，主要系超市业态转型升级，全年新开门店 4 家，退出亏损门店 5 家，门店总面积减少 1.49 万平方米所致。

2017 年实现归属净利润 12.41 亿元，同比增长 25.18%。净利润端的增量一方面源于武汉广场清算完毕收回清算所得的投资收益的增加，另一方面源于成本与费用的控制。

（二）综合毛利率增加 0.5%，期间综合费用率下降 1.67%

公司 2017 年综合毛利率为 22.71%，相比于 2016 年增加了 0.50 个百分点，主要系超市公司降本增效成果显著，退出亏损门店 5 家，与 20 家门店达成降租协议，降低租金成本；同时，引进优质优品，加快渠道优化升级，拓宽进口商品经营，提升生鲜品质，开启“超市+餐饮”新模式。期间综合费用率为 19.06%，相比 2016 年降低了 1.67 个百分点，销售/管理/财务费用同比分别下降 0.71%/0.38%/0.57%，销售和管理费用下降主要得益于优秀的人工、租金费用管控能力；财务费用下降主要系归还银行贷款所致。

鄂武商 A (000501.SZ)

推荐 维持评级

分析师

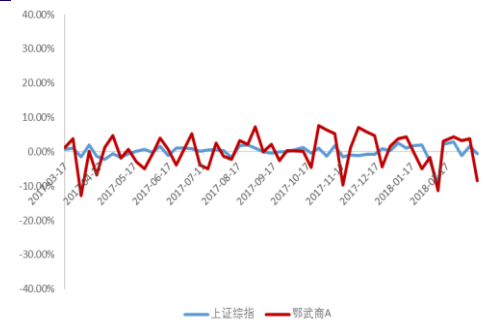
李昂

电话：010-83574538

邮箱：liang_zb@ChinaStock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

行业数据时间 2018.05.02



相关研究

《策略专题报告——百货转型猜想：借力新零售，能否推动自营比例提升？2018年2月28日》

《策略专题报告——新零售引领行业发展新阶段2018年1月22日》

(三) 高端消费持续回暖，新项目稳步推进，营收增长迎新机

2018年，以化妆品、珠宝为代表的高端消费复苏态势持续，公司作为湖北地区的龙头企业，旗下的国际广场、武商广场、世贸广场定位高端，在奢侈品运营方面具有绝对优势。18年公司还将不断夯实奢侈品经营，扩大优势品牌集群，拓宽黄金珠宝钟表覆盖面，巩固高端市场地位。与此同时，公司逆势扩张，梦时代四大主题项目完成可研分析，合作引入乐高探索中心项目，室内主题乐园、冰雪乐园进入设计深化阶段，项目招商筹备工作全面铺开，预计2019年开业经营，成为营收新的增长点。

(四) 全渠道场景加速探索，跨境电商不断扩张，创新转型前景可期

2018年，在宏观经济形势持续向好、现代信息技术应用步伐加快等利好因素作用下，零售企业创新转型不断升级，实体店铺资源重新成为线上线下企业竞逐的焦点。公司加速武商特色全渠道销售场景打造，加大与线下实体店融合，增强线上线下销售导流效果。探索自主运营项目跨境购新模式，推进B2B企业集采规模化、常态化。同时，在移动端发展、消费者体验等方面开展经营创新，加大技术研发投入，提升网站平日流量、日均活跃数，打造特色数字化智能零售模式，增强市场竞争力。

3. 投资建议

我们认为，公司坚持提质效、保增长的战略目标，推进实现摩尔城做精、梦时代做新，众圆做实，超市做优，区域市场做强的战略规划，同时，积极开展国企改革、实施股权激励，提升内生经营效率；加速探索全渠道场景，布局跨境电商，落地创新转型，成为领跑湖北省乃至全国的零售企业。我们预测公司2018/2019年分别实现净利润12.35/13.15亿元。维持“推荐”评级。

4. 风险提示

市场竞争日益严峻；创新转型效果低于预期等。

附：1. 盈利预测和估值对比

表1 盈利预测

| 单位:百万元 | 2015A | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 17523.66 | 17689.64 | 18122.10 | 18879.00 | 20124.00 |
| 增长率(%) | 2.11% | 0.95% | 2.44% | 4.18% | 6.59% |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 799.31 | 991.63 | 1241.34 | 1234.57 | 1315.42 |
| 增长率(%) | 21.16% | 24.06% | 25.18% | -0.35% | 6.55% |
| EPS(元/股) | 1.039 | 1.290 | 1.611 | 1.605 | 1.711 |
| 销售毛利率 | 21.76% | 22.21% | 22.70% | 22.30% | 22.30% |
| 销售净利率 | 4.57% | 5.61% | 6.84% | 6.54% | 6.54% |
| 净资产收益率(ROE) | 19.36% | 16.38% | 17.26% | 14.86% | 13.83% |
| 市盈率(P/E) | 13.81 | 11.13 | 8.91 | 8.94 | 8.39 |
| 市净率(P/B) | 2.67 | 1.82 | 1.54 | 1.33 | 1.16 |
| 市销率(P/S) | 0.63 | 0.62 | 0.61 | 0.58 | 0.55 |

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究部整理及预测（股价为2018年5月02日收盘价）

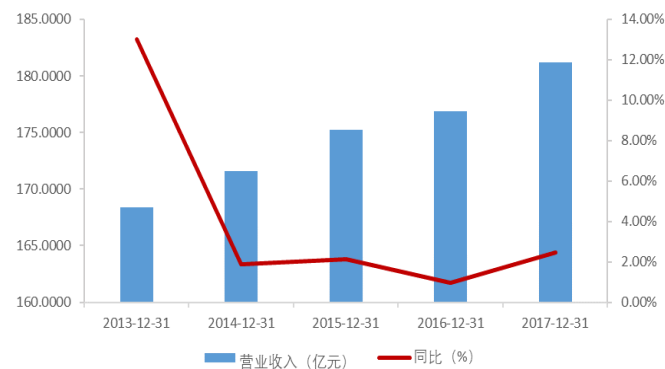
表 2 可比公司最新估值情况

| 国内主流零售公司 | | | | | | | |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 王府井 | 重庆百货 | 供销大集 | 南京新百 | 天虹股份 | 均值 | 中位数 |
| PE | 17.36 | 17.39 | 20.37 | 50.26 | 19.93 | 25.06 | 19.93 |
| PB | 1.51 | 2.41 | 0.94 | 4.58 | 2.50 | 2.39 | 2.41 |
| PS | 0.67 | 0.40 | 1.55 | 2.43 | 0.84 | 1.18 | 0.84 |
| 境外可比公司 | | | | | | | |
| | 柯尔百货 | 梅西百货 | 诺德斯特龙 | 狄乐百货 | 彭尼 | 均值 | 中位数 |
| PE | 12.21 | 6.35 | 19.81 | 9.84 | -- | 12.05 | 9.84 |
| PB | 1.93 | 1.73 | 8.86 | 1.28 | 0.71 | 3.45 | 1.73 |
| PS | 0.79 | 0.64 | 0.74 | 0.47 | 0.42 | 0.66 | 0.64 |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究部整理

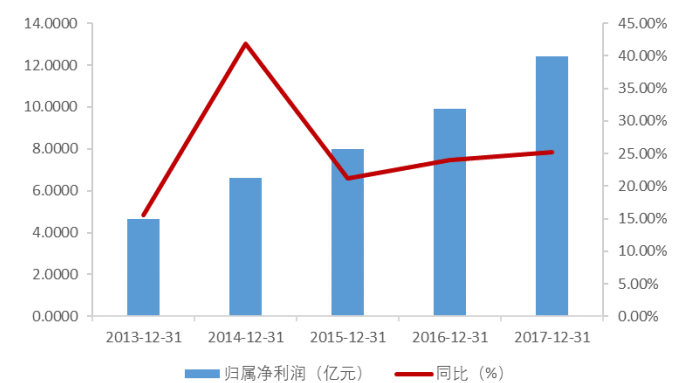
2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1 2013-2017 年度营业收入(亿元)及同比(%)



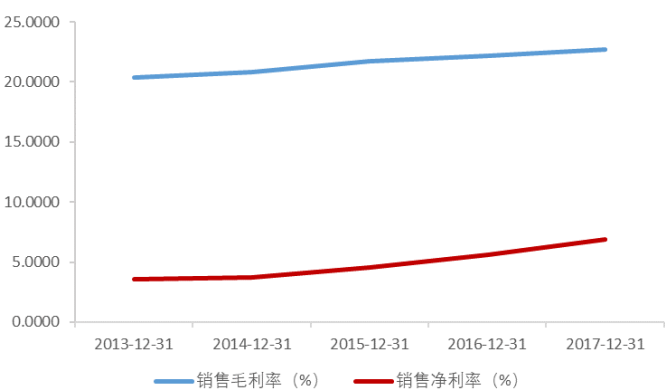
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

图 2 2013-2017 年度归属净利润(亿元)及同比(%)



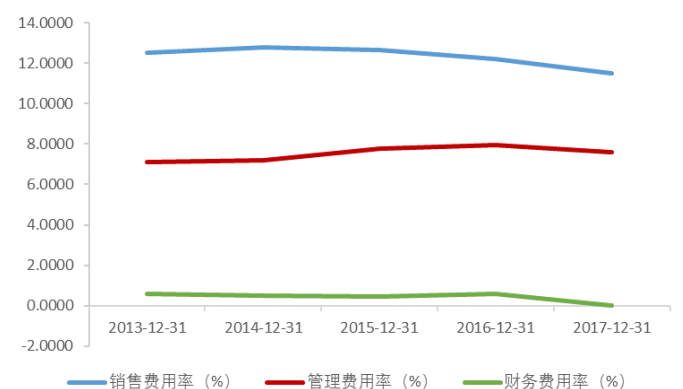
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

图 3 2013-2017 年度毛利率和净利率变动情况



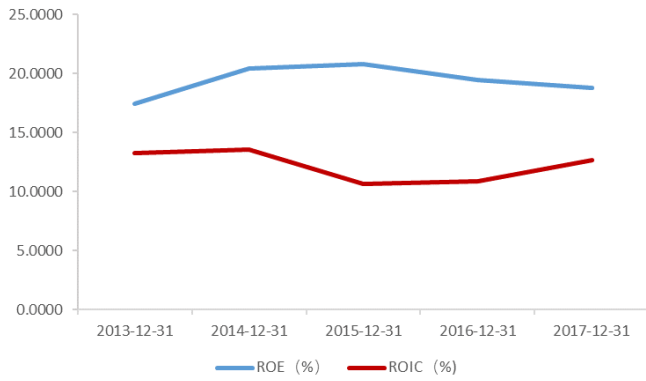
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

图 4 2013-2017 年度期间费用率变动情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

图 5 2013-2017 年度 ROE&ROIC 变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

表 3 鄂武商 A2017 年门店分布情况

主要购物中心分布情况：

| 购物中心名称 | 地址 | 建筑面积 | 开业时间 | 物业权属 | 租赁权属 |
|---------|--------|------------|-------------|------|------|
| 国际广场 | 武汉市汉江区 | 29.5 万平方米 | 2007 年 9 月 | 自有 | -- |
| 武汉广场 | 武汉市汉江区 | 9.6 万平方米 | 2014 年 1 月 | 自有 | -- |
| 世贸广场 | 武汉市汉江区 | 8 万平方米 | 1999 年 9 月 | 自有 | -- |
| 亚贸广场 | 武汉市武昌区 | 6 万平方米 | 2002 年 9 月 | 租赁 | 10 年 |
| 众圆购物中心 | 武汉市青山区 | 29.03 万平方米 | 2014 年 11 月 | 自有 | -- |
| 襄阳购物中心 | 湖北省襄阳市 | 5.26 万平方米 | 2007 年 6 月 | 租赁 | 20 年 |
| 十堰人民商场 | 湖北省十堰市 | 14 万平方米 | 2010 年 6 月 | 自有 | -- |
| 仙桃购物中心 | 湖北省仙桃市 | 14 万平方米 | 2013 年 9 月 | 自有 | -- |
| 黄石购物中心 | 湖北省黄石市 | 18 万平方米 | 2014 年 9 月 | 自有 | -- |
| 老河口购物中心 | 湖北省老河市 | 5 万平方米 | 2015 年 9 月 | 自有 | -- |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

超市业态门店分布情况（营业收入前十名）：

| 门店名称 | 地址 | 建筑面积 | 开业时间 | 物业权属 | 租赁权属 |
|---------|------------|-----------|-------------|------|------|
| 国广生活馆 | 武汉市汉江区 | 2.15 万平方米 | 2007 年 9 月 | 自有 | -- |
| 百圣店 | 武汉市汉江区 | 1.07 万平方米 | 1997 年 9 月 | 自有 | -- |
| 珞喻店 | 武汉市洪山区 | 2.52 万平方米 | 2004 年 12 月 | 租赁 | 3 年 |
| 众圆生活馆 | 武汉市青山区 | 2.31 万平方米 | 2014 年 11 月 | 自有 | -- |
| 人商超市 | 湖北省十堰市 | 1.17 万平方米 | 2011 年 11 月 | 自有 | -- |
| 常青花园店 | 武汉市东西湖区 | 1.13 万平方米 | 2009 年 9 月 | 租赁 | 15 年 |
| 沌口店 | 武汉市沌口经济开发区 | 0.67 万平方米 | 2007 年 9 月 | 租赁 | 15 年 |
| 襄阳东街店 | 湖北省襄阳市 | 0.65 万平方米 | 2005 年 4 月 | 租赁 | 15 年 |
| 襄阳人民广场店 | 湖北省襄阳市 | 0.56 万平方米 | 2005 年 10 月 | 租赁 | 20 年 |
| 黄陂店 | 武汉市黄陂区 | 1.12 万平方米 | 2004 年 4 月 | 租赁 | 7 年 |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

表 4 鄂武商 A 主营业务收入构成

| 分项目 | 2017 年 | | | 2016 年 | | | 同比增减 |
|------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|
| | 金额 (亿) | 占营业收入比重 | 毛利率 | 金额 (亿) | 占营业收入比重 | 毛利率 | |
| 购物中心 | 125.24 | 69.11% | 77.06% | 117.96 | 66.68% | 77.60% | 3.64% |
| 超市 | 55.23 | 30.48% | 78.71% | 58.21 | 32.91% | 78.90% | -7.38% |
| 其他 | 0.75 | 0.41% | 12.00% | 0.72 | 0.41% | 19.44% | 1.68% |
| 合计 | 181.22 | 100% | | 176.90 | 100% | | |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

表 5 鄂武商 A2018 年和 2017 年经营计划对比

| | 2018 | 2017 |
|---------|---|--|
| 梦时代项目建设 | <p>梦时代项目按照 2018 年“露真容”的发展目标，工程建设要倒排工作计划表，确保 A 地块年内完成主体结构封顶，C、D 地块年内实现主体结构封顶。乐园及酒店项目尽快落地，经营招商要顺利推进。</p> | <p>梦时代项目建设</p> <p>梦时代广场 2017 年必须现雏形，五月底地下室工程土方局部见底，年内实现主体结构正负零。四大主题项目要反复论证项目落地性，确保四大项目年内完成深化设计方案及扩初设计，达到施工招标要求，确保工程建设有序进行。同时，经营招商工作下半年全面启动。</p> |
| 购物中心 | <p>实现对标超越。国际广场优化名品结构，引进国际、国内优质品牌，巩固高端市场地位。武商广场打造“精致、时尚、高端购物中心”，巩固化妆、女装和男装品类销售的强势地位。世贸广场加速品质提档升级，加快名表引进，加强优势品类与穿类商品联动，强化黄金珠宝全国购物中心卖场零售领先的经营目标。众圆广场丰富品类特色和组合，增强文娱互动体验，牢固占据青山商业龙头位置。亚贸广场开展经营调整，重塑区域优势。襄阳购物中心完成品牌定位重组和形象提档，</p> | <p>购物中心</p> <p>摩尔城三家要立足各自优势，品牌销售在全国同行业中保持领先地位。国际广场巩固国际奢侈品华中地区销售总量领先的强势地位。武商广场全力以赴保持利润及坪效持续增长，巩固化妆、女装和男装休闲品类销售的优势。世贸广场拓宽名表品牌覆盖面，确保黄金珠宝全国百货卖场零售优势地位不动摇。亚贸广场、襄阳购物中心、十堰人商夯实区域市场龙头地位。众圆广场、仙桃购物中心、黄石购物中心力争实现区域市场领先地位。老河口购物广场努力探索县域市场发展经营道路，力争成为全省县域商业企业销售规模排头兵。</p> |
| 超市业态 | <p>在经营质效上，以生鲜、进口两大品类为突</p> | <p>量贩公司</p> <p>量贩公司实现新型转型升级，在网点开发上，</p> |

破口，整合供应链，提升门店大客户档次，招商引进全国连锁性、生活服务类优质项目。在物业环境上，对门店进行标准化分级管理，打造标杆门店，优化门店软硬件环境提档和现场管理。在门店发展上，积极开发符合标准的新门店，对长期扭亏无望的门店选择退出经营。在创新用工模式上，扩大超市合伙人试点，激发员工积极性。通过转型升级，提升武商超市的市场形象及消费者口碑，利润总额持续领跑湖北省超市行业。

一是积极稳妥开店；二是完善网点合同内容，降低经营风险；三是谨慎关店，抓紧解决关店的遗留问题。武商超市坚持“优质优品”，全面实行“转型升级”，继续保持湖北省超市行业利润总额领先。电商公司加大探索步伐，实现与多家全球优质供应商的深度合作，力争进口贸易有新突破，成为新的效益增长点。

电商模式

加速武商特色全渠道销售场景打造，加大与线下实体店融合，增强线上线下销售导流效果。探索自主运营项目跨境购新模式，推进B2B企业集采规模化、常态化。同时，在移动端发展、消费者体验等方面开展经营创新，加大技术研发投入，提升网站平日流量、日均活跃数，打造特色数字化智能零售模式。

零售创新

电商公司加大探索步伐，实现与多家全球优质供应商的深度合作，力争进口贸易有新突破，成为新的效益增长点。加快新技术应用，建设以数字一卡通为基础的自有移动支付平台，打造“智慧武商”；积极推进“以机替人”新项目，促进零售创新和管理流程再造的系统升级。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

3. 重大事项回顾

表 6 鄂武商 A2017 年重大事项回顾

股权激励第一期解锁完成 2017 年 4 月 20 日，公司召开第七届十八次董事会及第七届十七次监事会审议通过《关于武商集团限制性股票激励计划第一期解锁的议案》，公司及激励对象均满足第一期解锁条件，同意公司为 214 名激励对象办理第一期解锁手续，第一期解锁数量为 718.641 万股，占公司目前股本总数的 1.21%。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

4. 公司前十大股东情况跟踪

表 7 鄂武商 A 前十大股东情况

| 排名 | 股东名称 | 股东性质 | 方向 | 持股数量 (股) | 持股数量变动 (万股) | 占总股本比例 (%) |
|----|------------------------|---------|-------|-------------|----------------|---------------|
| 1 | 武汉商联(集团)股份有限公司 | 国有法人 | | 165,703,232 | | 21.55 |
| 2 | 浙江银泰百货有限公司 | 境内非国有法人 | | 79,896,933 | | 10.39 |
| 3 | 武汉武商集团股份有限公司-第一期员工持股计划 | 其他 | | 55,969,160 | | 7.28 |
| 4 | 达孜银泰商业发展有限公司 | 境内非国有法人 | | 42,752,278 | | 5.56 |
| 5 | 武汉国有资产经营有限公司 | 国家 | | 29,888,346 | | 3.89 |
| 6 | 周志聪 | 境内自然人 | 比上期增加 | 21,295,555 | 1,203,301 | 2.77 |
| 7 | 中央汇金资产管理有限责任公司 | 国有法人 | | 15,634,190 | | 2.03 |
| 8 | 武汉金融控股(集团)有限公司 | 境内非国有法人 | | 13,198,363 | | 1.72 |
| 9 | 黄美珠 | 境内自然人 | 比上期增加 | 12,235,336 | 875,921 | 1.59 |
| 10 | 武汉汉通投资有限公司 | 境内非国有法人 | | 12,103,274 | | 1.57 |
| | 合计 | | | 448,676,667 | | 58.35 |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李昂，商贸零售行业分析师。2014 年 7 月加盟银河证券研究部从事社会服务行业研究工作，2016 年 7 月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn