



**谨慎  
买入**

**15% ↑**

目标价格: 人民币 15.64

原目标价格: 人民币 14.44

000501.CH

价格: 人民币 13.60

目标价格基础: 13倍14年市盈率

板块评级: 中立

# 鄂武商

## 出台股权激励计划, 将有效激发管理层积极性

鄂武商发布公告: 公司将出台限制性股票激励计划。计划拟向激励对象授予的限制性股票数量不超过2,495.2万股, 行权价格为6.80元/股, 行权要求之一为15年扣除非经常性损益后的归母净利润较14年增速不低于18%, 显著高于目前行业平均水平, 15、16年净利润水平保持增长。我们认为2015年公司业绩增速18%可能性很高, 因为存在2014年低基数的可能性。我们暂时维持公司2014-16年每股收益预测1.20、1.36、1.54元, 目标价上调至15.64元/股, 对应2014年13倍市盈率, 维持**谨慎买入**评级。

### 支撑评级的要点

- **激励数量、有效期其行权价格:** 本激励计划拟向激励对象授予的限制性股票数量不超过2,495.2万股, 占公司总股本的4.92%。限制性股票来源为公司向激励对象定向发行的鄂武商普通股股票, 本次激励计划限制性股票的授予价格为6.80元/股。本计划的有效期为5年, 自限制性股票授予日起计算。本计划有效期包括2年锁定期和3年解锁期。
- **激励对象范围较广:** 本计划的激励对象包括上市公司董事(不含独立董事以及外部董事)、高级管理人员以及董事会认为需要以此方式激励的其他核心骨干人员不超过241人。(参考图表1)。
- **满足股权激励的条件:** 2013年度扣除非经常性损益后归属母公司股东净利润增长率、扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率分别不低于授予前一财务年度同行业可比公司50分位值; 主营业务收入占营业总收入90%以上(参考图表2)。
- **解锁时间:** 限制性股票授予后满24个月起为本激励计划的解锁期, 在解锁期内, 若达到本激励计划规定的解锁条件, 激励对象获授的限制性股票分三次解锁(参考图表3)。假设每股限制性股票的成本约为6.80元。授予的总会计成本约为16,967.36万元人民币(2,495.2万股×6.80元/股)。对各期会计成本的影响(参考图表4)。

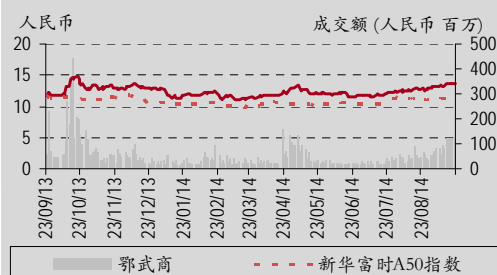
### 评级面临的主要风险

- 摩尔城培育期延长超市场预期, 大体量新店开业将影响短期业绩。

### 估值

- 实施股权激励将有效激发管理层积极性, 行权要求之一为15年扣除非经常性损益后的归母净利润较14年增速不低于18%, 显著高于目前行业平均水平, 但15、16年净利润水平要求保持增长即可。我们认为15年公司业绩增速18%应该较有底气(存在14年低基数的可能性), 短期公司估值相对处于行业中等偏下水平。我们暂时维持公司2014-16年每股收益预测1.20、1.36、1.54元, 目标价由14.44元/股上调至15.64元/股, 对应2014年13倍市盈率, 维持**谨慎买入**评级。

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	7	6	18	15
相对新华富时A50指数	6	7	13	22

发行股数(百万)	1,120
流通股(%)	100
流通股市值(人民币百万)	6899
3个月日均交易额(人民币百万)	51
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
武汉商联(集团)股份有限公司	24.01

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2014年9月22日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 批发和零售贸易

唐佳睿, CFA / CAIA / FRM

(8621) 2032 8511

jiarui.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513110001

林琳

(8621) 2032 8527

lin.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090005

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币百万)	14,902	16,842	17,892	19,070	20,417
变动(%)	17.0	13.0	6.2	6.6	7.1
净利润(人民币百万)	402	465	610	688	780
全面摊薄每股收益(人民币)	0.769	0.917	1.203	1.355	1.539
变动(%)	21.5	15.6	31.2	12.7	13.5
市场预期每股收益(人民币)			0.905	1.161	1.356
核心每股收益(人民币)	0.769	0.917	1.203	1.355	1.539
变动(%)	21.5	15.6	31.2	12.7	13.5
全面摊薄市盈率(倍)	15.5	13.0	9.9	8.8	7.7
核心市盈率(倍)	15.5	13.0	9.9	8.8	7.7
每股现金流量(人民币)	4.27	3.64	2.96	2.87	3.27
价格/每股现金流量(倍)	2.8	3.3	4.0	4.1	3.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	2.9	2.6	5.0	4.0	3.1
每股股息(人民币)	0.100	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**图表 1.激励对象获授的限制性股票分配情况**

姓名	职务	授予额度 (万股)	占授予总量比例 (%)	占总股本比例 (%)
刘江超	董事长	60	2.4046	0.1183
王沅	副总经理	30	1.2023	0.0591
刘晓蓓	职工董事、副总经理	30	1.2023	0.0591
殷柏高	副总经理	30	1.2023	0.0591
方琳	副总经理	30	1.2023	0.0591
王斌	副总经理	30	1.2023	0.0591
郑嘉兴	副总经理	30	1.2023	0.0591
李轩	副总经理	30	1.2023	0.0591
其他核心骨干人员(合计 233 人)		2,225.20	89.1792	4.3868
<b>合计共 241 人</b>		<b>2,495.20</b>	<b>100</b>	<b>4.9191</b>

资料来源：公司公告

**图表 2.授予的限制性股票解锁日前一个财务年度，公司业绩达到以下条件**

解锁期	业绩考核目标
第一个解锁期	2015 年度，扣除非经常损益后的归属母公司股东净利润较上年增长不低于 18%，扣除非经常损益后的加权平均净资产收益率不低于 18%，且两个指标都不低于同行业可比公司 50 分位值；主营业务收入占营业总收入 90% 以上。
第二个解锁期	2016 年度，扣除非经常损益后的归属母公司股东净利润较上年保持增长，扣除非经常损益后的加权平均净资产收益率较上年有所增长，且两个指标都不低于同行业可比公司 50 分位值；主营业务收入占营业总收入 90% 以上。
第三个解锁期	2017 年度，扣除非经常损益后的归属母公司股东净利润较上年保持增长，扣除非经常损益后的加权平均净资产收益率较上年有所增长，且两个指标都不低于同行业可比公司 50 分位值；主营业务收入占营业总收入 90% 以上。

资料来源：公司公告

**图表 3.三期解锁时间**

解锁期	解锁时间	解锁数量占获授 数量比例(%)
第一个解锁期	自首期授予日起 24 个月后的首个交易日起至首期授 权日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	33
第二个解锁期	自首期授予日起 36 个月后的首个交易日起至首期授 权日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	33
第三个解锁期	自首期授予日起 48 个月后的首个交易日起至首期授 权日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	34

资料来源：公司公告

**图表 4.各期股权激励成本**

限制性股票数量 (万股)	公允价值 (元)	会计成本 (万元)	禁售期第 一年	禁售期第 二年	第一个解锁 年度	第二个解锁 年度
2,495.20	6.8	16,967.36	6,108.25	6,108.25	3,308.64	1,442.23

资料来源：公司公告

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	14,902	16,842	17,892	19,070	20,417
销售成本	(11,865)	(13,413)	(14,187)	(15,096)	(16,172)
运营费用	(2,239)	(2,512)	(2,771)	(2,792)	(3,021)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>1,012</b>	<b>1,213</b>	<b>1,181</b>	<b>1,323</b>	<b>1,488</b>
折旧与摊销	285	339	334	368	404
<b>营业利润 (息税前利润)</b>	<b>726</b>	<b>874</b>	<b>847</b>	<b>955</b>	<b>1,084</b>
净利息收入(费用)	(62)	(39)	(30)	(7)	21
<b>税前利润</b>	<b>731</b>	<b>861</b>	<b>847</b>	<b>955</b>	<b>1,084</b>
所得税	(210)	(255)	(237)	(267)	(304)
少数股东损益	(118)	(141)	(0)	(0)	(0)
<b>净利润</b>	<b>402</b>	<b>465</b>	<b>610</b>	<b>688</b>	<b>780</b>
<b>核心净利润</b>	<b>402</b>	<b>465</b>	<b>610</b>	<b>688</b>	<b>780</b>
每股收益(人民币)	0.769	0.917	1.203	1.355	1.539
核心每股收益(人民币)	0.769	0.917	1.203	1.355	1.539
每股派息(人民币)	0.100	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长率(%)	17.0	13.0	6.2	6.6	7.1
息税前利润增长率(%)	n.a.	19.9	(2.6)	12.0	12.5
息税折旧前利润增长率(%)	n.a.	20.4	(3.0)	12.7	13.5
每股收益增长率(%)	n.a.	19.2	31.2	12.7	13.5
核心每股收益增长率(%)	n.a.	19.2	31.2	12.7	13.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	731	861	847	955	1,084
折旧与摊销	285	339	334	368	404
净利息费用	(90)	(63)	(86)	(227)	(139)
运营资本变动	3,728	4,352	3,906	3,365	2,690
税金	(210)	(255)	(237)	(267)	(304)
其他经营现金流	(2,878)	(4,013)	(3,909)	(3,575)	(2,866)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>2,165</b>	<b>1,845</b>	<b>1,501</b>	<b>1,458</b>	<b>1,657</b>
购买固定资产净值	0	0	(500)	(500)	(500)
投资减少/增加	416	426	0	(15)	(10)
其他投资现金流	(2,498)	(2,022)	(0)	150	98
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(2,081)</b>	<b>(1,595)</b>	<b>(500)</b>	<b>(365)</b>	<b>(412)</b>
净资产增加	0	0	0	0	0
净负债增加	(101)	(53)	0	0	0
支付股息	0	(51)	0	0	0
其它筹资现金流	(25)	(200)	(413)	(276)	(160)
<b>筹资活动产生的现金流</b>	<b>(187)</b>	<b>(342)</b>	<b>(444)</b>	<b>(283)</b>	<b>(139)</b>
现金余额变动	(104)	(92)	557	810	1,107
年初现金	2,174	2,127	2,684	3,494	4,601
公司自由现金流	111	272	995	1,103	1,279
股权自由现金流	(79)	158	971	1,087	1,267

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及等价物	2,174	2,127	2,684	3,494	4,601
应收帐款	13	10	46	49	52
库存	858	973	993	1,057	1,132
其它流动资产	3,618	4,043	3,388	4,244	5,404
<b>流动资产合计</b>	<b>4,476</b>	<b>5,016</b>	<b>4,381</b>	<b>5,301</b>	<b>6,536</b>
固定资产	3,733	4,735	4,882	5,008	5,109
无形资产	1,602	1,710	1,667	1,625	1,585
其它长期资产	1,227	1,173	1,234	1,296	1,341
<b>长期资产合计</b>	<b>6,562</b>	<b>7,618</b>	<b>7,782</b>	<b>7,929</b>	<b>8,035</b>
<b>总资产</b>	<b>11,039</b>	<b>12,634</b>	<b>12,163</b>	<b>13,229</b>	<b>14,571</b>
应付账款	2,040	2,310	2,483	2,642	2,830
短期借款	614	614	56	0	0
其它流动负债	5,550	6,444	5,748	6,024	6,396
<b>流动负债合计</b>	<b>8,204</b>	<b>9,368</b>	<b>8,287</b>	<b>8,666</b>	<b>9,226</b>
长期借款	180	128	128	128	128
其他长期负债	15	12	12	12	12
股本	507	507	507	507	507
储备	1,923	2,388	2,999	3,686	4,467
<b>股东权益</b>	<b>2,431</b>	<b>2,896</b>	<b>3,506</b>	<b>4,193</b>	<b>4,974</b>
少数股东权益	118	141	0	0	0
<b>负债权益总计</b>	<b>11,039</b>	<b>12,634</b>	<b>12,163</b>	<b>13,229</b>	<b>14,571</b>
每股账面价值 (人民币)	4.79	5.71	6.91	8.27	9.81
每股有形资产 (人民币)	1.63	2.34	3.63	5.06	6.68
净负债/(现金) (人民币)	(0.64)	(0.67)	(0.93)	(0.96)	(0.97)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	7.3	7.5	7.1	8.1	8.0
息税前利润率	5.4	5.4	5.2	6.2	6.0
税前利润率	4.9	5.1	4.7	5.0	5.3
净利率	2.7	2.8	3.4	3.6	3.8
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
利息覆盖率	12.9	23.6	30.7	179.5	(57.1)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	15.5	13.0	9.9	8.8	7.7
核心业务市盈率	15.5	13.0	9.9	8.8	7.7
目标价对应核心业务市盈率					
盈率	17.5	14.7	11.2	10.0	8.8
市净率	2.5	2.1	1.7	1.4	1.2
价格/现金流	2.8	3.3	4.0	4.1	3.6
企业价值/息税折旧前利润	2.9	2.6	5.0	4.0	3.1
<b>周转率</b>					
存货周转天数	21.0	21.1	20.3	20.2	20.2
应收帐款周转天数	0.3	0.2	0.9	0.9	0.9
应付帐款周转天数	62.8	62.9	63.9	63.9	63.9
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	9.7	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率	16.6	16.1	17.4	16.4	15.7
资产收益率	3.6	3.7	5.0	5.2	5.4
已运用资本收益率	16.9	17.8	17.0	18.7	16.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371