

定增改善经营现状 员工持股增厚业绩表现

定增发行1.5亿股，提高可持续性经营。公司公告以13.57元/股向开源基金、周智聪及武商集团非公开发行1.52亿股（占发行后总股本23%），三者分别现金认购7500万股、1500万股、6200万股，募集资金20.65亿。武商集团认购属员工持股计划（存续期2年，锁定期3年），募集现金用于偿还银行贷款、补充流动性资金，保证未来项目拓展。

推行员工持股完善公司治理，提振长期增长信心。武商集团本次员工持股计划对象包括公司董事（不含独立董事、外部董事）、监事（不含外部监事）、高级管理人员和其他员工，合计不超1141人（占14年底在册员工总数7.46%），董事、监事和高级管理人员（共11人）认购总份额的30%。本次持股计划涉及各层级员工，自上而下调动整体公司经营积极性，建立合理激励约束机制，公司业绩锁定员工切身利益，搭建公司、员工互利共生良性发展模式，长期稳健增长。

区域商业龙头，价值回归预期强烈。第一、区域优势显著，有序拓展抢占市场先机，14年9月、11月黄石购物广场、青山众圆广场陆续开业后，坐拥9家核心购物中心及百货，资产价值极高，未来三线城市布局日益完善，将加大对荆门、老河口等地项目拓展力度。第二、线上线下协同发展，继13年成立一卡通公司、组建武商网试水电商后，14年公司又以7000万增资全资子公司一卡通科技，同时申请互联网支付许可证，实现武商网、武商一卡通、第三方支付有机整合，借助一卡通实现实体门店服务连锁化，借助第三方支付实现线上武商网独立商品结算，线上线下协同效应彰显。第三、积极响应国家政策，争做国企改革先锋。14年6月，中国证监会发布《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》，明确上市公司可以根据员工意愿实施员工持股计划，通过合法方式使员工获得本公司股票并长期持有，股份权益按约定分配给员工。公司作为湖北省重要的国资控股混合所有制上市公司，建立和完善公司与员工的利益共享机制，进一步增强职工的凝聚力和公司发展的活力，提升公司治理水平，巩固公司长期可持续发展的基础，拟通过非公开发行方式实行员工持股计划。

维持“买入-A”评级。区域性商业龙头，自有商业体量丰富，百货+超市双业态区域扩张，规模效应彰显；国企改革方案逐渐落地催生股权激励、员工持股计划执行，提升公司治理，改善经营效率。考虑到本次定增导致的公司股本摊薄，我们预计14-16年EPS为0.96元、1.17元、1.31元，对应PE为16倍、14倍、12倍。维持“买入-A”评级。

风险提示：员工持股计划对公司业绩的刺激具有不确定性；第三方支付处于试探期，培育需要一定时间。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	14,901.5	16,842.1	17,163.1	19,129.0	21,157.4
净利润	402.4	465.1	487.5	594.6	665.6
每股收益(元)	0.79	0.92	0.96	1.17	1.31
每股净资产(元)	4.79	5.71	8.11	9.28	10.59

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	19.9	17.3	16.5	13.5	12.1
市净率(倍)	3.3	2.8	2.0	1.7	1.5
净利润率	2.7%	2.8%	2.8%	3.1%	3.1%
净资产收益率	19.7%	19.4%	11.3%	12.1%	11.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	128.2%	104.2%	53.5%	53.6%	57.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

21.69元

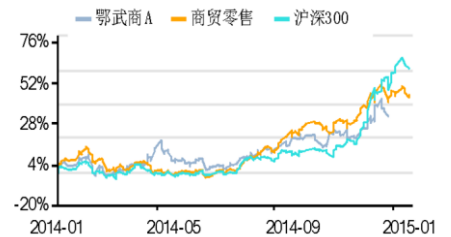
股价(2015-01-15)

15.82元

交易数据

总市值(百万元)	8,024.67
流通市值(百万元)	8,023.66
总股本(百万股)	507.25
流通股本(百万股)	507.18
12个月价格区间	11.02/16.22元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	3.44	-29.44	-40.05
绝对收益	15.47	16.84	23.11

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030
zhanglong@essence.com.cn
021-68766113

相关报告

股权激励保业绩稳健增长， 兑现可期	2014-09-23
武广回收增厚业绩，商业经营 平稳	2014-08-25
业绩符合预期 武汉广场收 回自营值得关注	2013-10-28

财务报表预测和估值数据汇总(2015年01月16日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	14,901.5	16,842.1	17,163.1	19,129.0	21,157.4	成长性					
减:营业成本	11,864.6	13,413.1	13,855.0	15,347.0	16,998.0	营业收入增长率	17.0%	13.0%	1.9%	11.5%	10.6%
营业税费	135.4	147.6	130.4	162.3	175.2	营业利润增长率	19.9%	20.4%	-18.8%	19.6%	12.4%
销售费用	1,837.6	2,104.8	2,167.2	2,425.8	2,674.3	净利润增长率	21.5%	15.6%	4.8%	22.0%	11.9%
管理费用	255.4	261.8	268.2	310.7	335.0	EBITDA 增长率	23.3%	13.3%	-16.2%	16.2%	10.0%
财务费用	71.9	44.4	31.6	31.6	20.8	EBIT 增长率	21.7%	15.1%	-19.3%	18.8%	10.7%
资产减值损失	11.4	8.1	6.5	8.7	7.7	NOPLAT 增长率	17.5%	13.8%	-18.6%	18.8%	10.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	40.0%	58.4%	18.7%	3.0%	-3.2%
投资和汇兑收益	0.9	11.6	5.5	6.0	7.7	净资产增长率	18.1%	18.5%	38.9%	13.7%	13.5%
营业利润	726.1	874.1	709.6	849.0	954.0	利润率					
加:营业外净收支	4.7	-13.2	-21.0	-9.8	-14.7	毛利率	20.4%	20.4%	19.3%	19.8%	19.7%
利润总额	730.8	860.8	688.6	839.2	939.3	营业利润率	4.9%	5.2%	4.1%	4.4%	4.5%
减:所得税	210.2	254.6	199.7	243.4	272.4	净利润率	2.7%	2.8%	2.8%	3.1%	3.1%
净利润	402.4	465.1	487.5	594.6	665.6	EBITDA/营业收入	6.6%	6.7%	5.5%	5.7%	5.7%
						EBIT/营业收入	5.4%	5.5%	4.3%	4.6%	4.6%
						运营效率					
						固定资产周转天数	91	91	101	94	89
						流动营业资本周转天数	-119	-119	-127	-119	-113
						流动资产周转天数	101	101	106	119	120
						应收帐款周转天数	5	4	5	5	4
						存货周转天数	21	20	21	21	21
						总资产周转天数	250	253	271	275	268
						投资资本周转天数	13	17	23	22	20
						投资回报率					
						ROE	19.7%	19.4%	11.3%	12.1%	11.9%
						ROA	4.7%	4.8%	3.7%	3.7%	4.3%
						ROIC	128.2%	104.2%	53.5%	53.6%	57.6%
						费用率					
						销售费用率	12.3%	12.5%	12.6%	12.7%	12.6%
						管理费用率	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
						财务费用率	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%
						三费/营业收入	14.5%	14.3%	14.4%	14.5%	14.3%
						偿债能力					
						资产负债率	76.1%	75.3%	67.0%	69.3%	63.5%
						负债权益比	318.3%	304.1%	203.2%	226.0%	173.9%
						流动比率	0.55	0.54	0.58	0.68	0.67
						速动比率	0.44	0.43	0.46	0.58	0.54
						利息保障倍数	11.10	20.69	23.45	27.83	46.94
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	520.6	606.2	487.5	594.6	665.6	EPS(元)	0.79	0.92	0.96	1.17	1.31
加:折旧和摊销	285.5	339.1	199.5	212.8	228.1	BVPS(元)	4.79	5.71	8.11	9.28	10.59
资产减值准备	11.4	8.1	-	-	-	PE(X)	19.9	17.3	16.5	13.5	12.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.3	2.8	2.0	1.7	1.5
财务费用	89.5	62.7	31.6	31.6	20.8	P/FCF	-132.0	-158.1	12.4	17.0	17.7
投资损失	-0.9	-11.6	-5.5	-6.0	-7.7	P/S	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
少数股东损益	118.2	141.1	1.5	1.2	1.3	EV/EBITDA	4.1	4.1	5.4	4.1	3.2
营运资金的变动	1,719.3	1,066.0	171.1	229.9	250.9	CAGR(%)	4.6%	3.2%	3.2%	4.6%	3.2%
经营活动产生现金流量	2,165.1	1,845.2	885.7	1,064.2	1,159.0	PEG	4.3	5.3	5.2	2.9	3.7
投资活动产生现金流量	-2,081.3	-1,595.4	-620.8	-550.4	-482.3	ROIC/WACC	18.5	15.0	7.7	7.7	8.3
融资活动产生现金流量	-187.4	-342.0	1,041.1	-120.6	-271.1	REP	0.4	0.3	0.6	0.5	0.4

数据来源: 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

张龙声明, 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	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@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：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

