

2015年03月04日

鄂武商 A (000501.SZ)

业绩增长符合预期，关注激励机制改善对改革运营的边际影响

■14年业绩同比增长1.89%，符合预期。公司14年实现营收171.6亿，同比增长1.89%；归母净利润6.60亿，同比增长41.83%；扣非后归母净利润6.58亿，同比增长41%；EPS为1.3元，符合预期。

■受益门店外拓，营收增长1.89%。14年9月、11月黄石购物中心、众圆广场先后开业，新开百货贡献业绩增量。量贩超市14年新开3家，改造6家，退出6家，总数减少至89家，门店数量减少致营收下滑，14年实现营收64.96亿，同比下降3.42%

■收回租赁场地，盈利能力再向上。14年1月公司收回武汉广场的租赁场地，转由公司自营，直接拉动14年归母净利润（6.60亿）同比增长41.83%。

■兴建武商梦时代、续租亚贸广场共撑长期发展。公司拟投资84.25亿元，在武昌中心城区购买地块136亩，建设武商梦时代广场，项目预计16年开工，19年开业，预计首个经营年度营收将达28.2亿；公司拟签署亚贸广场10年期租赁合同，预计经营利润15-18年年增幅5%，19-24年年增幅2%。

■借线下优势门店，拓互联网支付，构建O2O闭环，叠加激励组合拳出击提振估值。第一、百货业态立足省内，量贩超市提量稳质，盈利能力持续向上。第二、借力互联网支付，构建O2O闭环。第三、股权激励+员工持股组合拳出击，催化15年业绩增长。

■维持盈利预测，维持买入-A。考虑到定增导致的公司股本摊薄，我们预计15-16年EPS为1.17元、1.31元，对应PE为16倍、14倍。

■风险提示：互联网支付牌照申请进度不及预期。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	16,842.1	17,160.8	19,129.0	21,884.0	24,204.5
净利润	465.1	659.7	772.8	866.6	974.8
每股收益(元)	0.92	1.30	1.17	1.31	1.48
每股净资产(元)	5.71	7.01	8.85	10.22	11.78

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	20.0	14.1	15.6	13.9	12.4
市净率(倍)	3.2	2.6	2.1	1.8	1.6
净利润率	2.8%	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%
净资产收益率	19.4%	17.0%	12.8%	12.5%	12.2%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	104.2%	69.8%	27.6%	19.5%	55.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司快报

证券研究报告

百货

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

21.69元

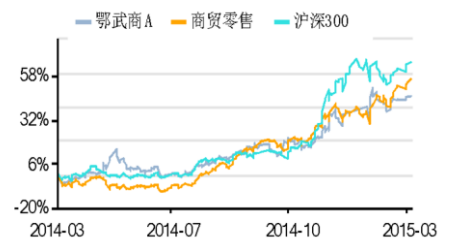
股价(2015-03-03)

18.30元

交易数据

总市值(百万元)	9,282.65
流通市值(百万元)	9,281.47
总股本(百万股)	507.25
流通股本(百万股)	507.18
12个月价格区间	11.02/18.30元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	5.85	6.70	-4.41
绝对收益	7.90	24.91	55.74

张龙

分析师

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

相关报告

定增改善经营现状 员工持股增厚业绩表现	2015-01-19
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

14 年业绩同比增长 1.89%，符合预期。公司 14 年实现营收 171.6 亿，同比增长 1.89%；归母净利润 6.60 亿，同比增长 41.83%；扣非后归母净利润 6.58 亿，同比增长 41%；EPS 为 1.3 元，符合预期。其中，14Q4 实现营收 45.16 亿元，同比增长 3.68%（Q1-Q3 同比增速分别为 3.22%、-2.49%、2.76%）；净利润 1.69 亿，同比增长 37.6%（Q1-Q3 同比增速分别为 47.5%、29.7%、56.38%）。同时公告每 10 股派现金红利 4 元（含税）。

受益门店外拓，营收增长 1.89%。公司 14 年实现营收 171.6 亿元，同比增长 1.89%，其中 Q4 营收 45.16 亿元，同比增长 3.68%（Q1-Q3 同比增速分别为 3.22%、-2.49%、2.76%）。14 年 9 月、11 月黄石购物中心、众圆广场先后开业，黄石购物中心当日销售破千万，众圆广场填补青山区无大型购物中心空白，新开百货贡献业绩增量。量贩超市 14 年新开 3 家，改造 6 家，退出 6 家，总数减少至 89 家，门店数量减少致营收下滑，14 年实现营收 64.96 亿，同比下降 3.42%。

收回租赁场地，盈利能力再向上。14 年 1 月公司收回武汉广场的租赁场地，转由公司自营，直接拉动 14 年归母净利润（6.60 亿）同比增长 41.83%。此外，14 年综合毛利率 20.82%，同比增加 0.46 个百分点，期间费用率 14.76%，同比增加 0.45 个百分点，其中：销售费用率 12.80%，同比增加 0.3 个百分点，主因 14 年黄石购物中心和众圆广场开业致经营费用上升；管理费用率 1.71%，同比增加 0.16 个百分点，系折旧费、无形资产摊销增加所致；财务费用率 0.25%，同比减少 0.01 个百分点，主要系归还部分长期借款和短期融资券所致。我们预期，伴随公司在湖北省内二三线城市布局更加合理，规模优势将进一步扩大，盈利能力将持续向上。

兴建武商梦时代、续租亚贸广场共撑长期发展。公司拟投资 84.25 亿元，在武昌中心城区购买地块 136 亩，建设武商梦时代广场，地上九层（含滑雪场），地下三层，商业经营建面 39.01 万平，停车位 4200 个，项目预计 16 年开工，19 年开业，预计首个经营年度营收将达 28.2 亿；公司拟签署亚贸广场 10 年期租赁合同，14 年 9 月-17 年 8 月年租金 6000 万，17 年 9 月-20 年 8 月年租金 6600 万，20 年 9 月-23 年 8 月年租金 7260 万，23 年 9 月-24 年 8 月年租金 7986 万，预计经营利润 15-18 年年增幅 5%，19-24 年年增幅 2%。购地兴建武商梦时代，市内布局再下一城，规模效应再提升，续租亚贸广场，未来将持续贡献业绩增量。

借线下优势门店，拓互联网支付，构建 O2O 闭环，叠加激励组合拳出击提振估值。第一、百货业态立足省内，量贩超市提量稳质，盈利能力持续向上。15 年百货布局依然立足省内，暂不考虑外拓，储备项目除计划 15 年底开业的老河口外，尚存荆门、武昌两项目，秉承“成熟一家、储备一家”的原则，公司将持续推进省内城市门店布局。量贩超市业务在添加百货元素的同时，将继续加大对盈利能力的考核力度，助力 15 年盈利再提升；第二、借力互联网支付，构建 O2O 闭环。13 年 12 月成立电商公司，上线“武商网”，14 年 10 月增资一卡通公司并申请互联网支付许可证，未来将借助支付牌照打通线上、线下消费环节，构建完整 O2O 闭环；第三、股权激励+员工持股组合拳出击，催化 15 年业绩增长。14 年 9 月实施股权激励计划，激励对象 241 人（高管 8 人+核心骨干 233 人），第一解锁期主要业绩考核目标：15 年扣非归母净利润较 14 年增长不低于 18%，扣非加权平均 ROE 不低于 18%。15 年 1 月以 13.57 元/股价格发行 6217 万股，推行员工持股计划，认购对象包括高管 11 人、其他员工不超 1130 人。股权激励、员工持股双向推进，激发从管理层到基层积极工作态度，15 年业绩增长可期。

维持盈利预测，维持增持-A。公司百货业务占据湖北省垄断地位，自有物业权益面积 116 万平，且多位于城市核心地带，资产价值极高，伴随电商由线上向线下拓展，公司门店省内密集布局、纵深性强，消费场景入口价值将逐渐得到市场认可；参股消费金融公司，探索金融业务盈利空间，未来盈利增长确定性强。考虑到定增导致的公司股本摊薄，我们预计 15-16 年 EPS 为 1.17 元、1.31 元，对应 PE 为 16 倍、14 倍。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年03月04日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	16,842.1	17,160.8	19,129.0	21,884.0	24,204.5	成长性					
减:营业成本	13,413.1	13,587.2	15,129.0	17,331.0	19,165.0	营业收入增长率	13.0%	1.9%	11.5%	14.4%	10.6%
营业税费	147.6	149.6	169.4	192.1	212.6	营业利润增长率	20.4%	3.6%	21.5%	12.4%	12.3%
销售费用	2,104.8	2,195.9	2,368.5	2,716.1	3,005.3	净利润增长率	15.6%	41.8%	17.2%	12.1%	12.5%
管理费用	261.8	293.8	314.6	365.2	388.3	EBITDA 增长率	13.3%	7.0%	15.5%	10.8%	10.9%
财务费用	44.4	43.0	46.0	48.0	50.0	EBIT 增长率	15.1%	3.3%	20.8%	12.1%	12.0%
资产减值损失	8.1	-0.2	6.4	4.8	3.7	NOPLAT 增长率	13.8%	6.1%	18.6%	12.1%	12.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	58.4%	200.2%	59.0%	-60.7%	119.3%
投资和汇兑收益	11.6	14.4	5.5	10.5	10.2	净资产增长率	18.5%	20.4%	60.4%	15.1%	14.9%
营业利润	874.1	905.9	1,100.6	1,237.3	1,389.8	利润率					
加:营业外净收支	-13.2	-19.3	-9.3	-13.9	-14.2	毛利率	20.4%	20.8%	20.9%	20.8%	20.8%
利润总额	860.8	886.6	1,091.3	1,223.4	1,375.7	营业利润率	5.2%	5.3%	5.8%	5.7%	5.7%
减:所得税	254.6	245.4	316.5	354.8	398.9	净利率	2.8%	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%
净利润	465.1	659.7	772.8	866.6	974.8	EBITDA/营业收入	6.7%	7.0%	7.3%	7.0%	7.0%
						EBIT/营业收入	5.5%	5.5%	6.0%	5.9%	5.9%
						运营效率					
						固定资产周转天数	91	126	139	124	115
						流动营业资本周转天数	-119	-137	-123	-122	-119
						流动资产周转天数	101	99	109	120	121
						应收账款周转天数	4	4	4	4	4
						存货周转天数	20	20	20	20	20
						总资产周转天数	253	297	322	312	300
						投资资本周转天数	17	41	72	54	44
						投资回报率					
						ROE	19.4%	17.0%	12.8%	12.5%	12.2%
						ROA	4.8%	4.1%	4.2%	4.5%	4.7%
						ROIC	104.2%	69.8%	27.6%	19.5%	55.5%
						费用率					
						销售费用率	12.5%	12.8%	12.4%	12.4%	12.4%
						管理费用率	1.6%	1.7%	1.6%	1.7%	1.6%
						财务费用率	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
						三费/营业收入	14.3%	14.8%	14.3%	14.3%	14.2%
						偿债能力					
						资产负债率	75.3%	75.9%	67.5%	64.1%	61.9%
						负债权益比	304.1%	315.7%	207.3%	178.8%	162.3%
						流动比率	0.54	0.37	0.57	0.61	0.72
						速动比率	0.43	0.30	0.47	0.51	0.60
						利息保障倍数	20.69	22.07	24.93	26.78	28.80
						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					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	606.2	641.2	772.8	866.6	974.8	EPS(元)	0.92	1.30	1.17	1.31	1.48
加:折旧和摊销	339.1	355.2	240.8	251.5	263.9	BVPS(元)	5.71	7.01	8.85	10.22	11.78
资产减值准备	8.1	-0.2	-	-	-	PE(X)	20.0	14.1	15.6	13.9	12.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.2	2.6	2.1	1.8	1.6
财务费用	62.7	67.2	46.0	48.0	50.0	P/FCF	-182.9	20.6	-95.4	18.8	23.3
投资损失	-11.6	-14.4	-5.5	-10.5	-10.2	P/S	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5
少数股东损益	141.1	-18.4	2.0	2.0	2.0	EV/EBITDA	4.1	6.2	7.9	4.7	4.9
营运资金的变动	1,066.0	-322.7	-1,441.3	3,061.0	-2,026.7	CAGR(%)	12.7%	15.1%	14.2%	12.7%	15.1%
经营活动产生现金流量	1,845.2	1,035.2	-385.1	4,218.6	-746.3	PEG	1.6	0.9	1.1	1.1	0.8
投资活动产生现金流量	-1,595.4	-2,259.4	-363.9	-588.7	-537.0	ROIC/WACC	16.2	10.8	4.3	3.0	8.6
融资活动产生现金流量	-342.0	1,379.5	2,292.9	-3,078.8	1,747.3	REP	0.3	0.2	0.5	1.3	0.2

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
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	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

