

批零贸易业/可选消费品

鄂武商 A (000501)

推出员工持股计划，经营潜力有望加快释放

鄂武商定增及推出员工持股计划公告点评

	童兰 (分析师)	瞿猛 (分析师)	林浩然 (分析师)
	021-38676430	021-38676442	021-38674763
	tonglan@gtjas.com	zimeng@gtjas.com	linhaoran@gtjas.com
证书编号	S0880514030009	S0880513120002	S0880514070005

本报告导读:

鄂武商本次推出员工持股计划一方面有望进一步激发公司经营潜力，另一方面有望促进公司加大分红比例，考虑公司较低的估值及较高的资产价值，公司投资价值凸显。

投资要点:

- **投资建议:** 维持 2014-2016 年 EPS 为 1.22/1.45/1.69 元 (若考虑增发股本摊薄的影响, 预计 2015-2016 年 EPS 分别为 1.12/1.30 元), 对应目前价格, 2015PE 仅为 11X (对应摊薄后约为 14X), 均低于行业平均水平。我们认为百货行业负面因素目前已被二级市场预期的较为充分, 近期百货行业估值开始企稳, 考虑到公司资产价值高, 同时激励方案及员工持股计划有望激发公司经营潜力空间, 参考百货行业平均估值, 给予公司 2015PE15X, 上调目标价至 22 元并维持“增持”。
- **公司以接近现价推出员工持股计划彰显强烈信心。**公司以 13.57 元/股价格推出员工持股计划展现了对公司对其资产价值及长期盈利能力的强烈信心, 同时公司股权结构集中度提升也使得公司的决策效率及发展速度进一步加快; 此外, 考虑到公司前次股权激励中的行权条件及较高的未分配利润, 我们判断公司的分红比例有望自 2015 年度开始大幅提升, 公司的投资价值有望进一步提升。
- **资产价值及经营能力突出, 投资价值凸显。**截至 2014 年末, 公司共拥有自有物业体量接近 105 万平米, 保守估计公司的资产重估价值较市值溢价率高达 183.08%, 此外, 公司目前的估值水平也低于百货行业可比公司平均水平, 我们认为, 公司的限制性股权激励及员工持股计划未来有望进一步激发公司经营潜力, 同时公司目前资产价值溢价较高且估值水平较低, 投资价值凸显。
- **风险提示:** 限制性股权激励及员工持股计划通过受阻, 行业持续下滑。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	14,902	16,842	19,032	23,789	27,358
(+/-)%	17%	13%	13%	25%	15%
经营利润 (EBIT)	808	915	898	1,064	1,224
(+/-)%	22%	13%	-2%	18%	15%
净利润	402	465	621	736	859
(+/-)%	21%	16%	33%	19%	17%
每股净收益 (元)	0.79	0.92	1.22	1.45	1.69
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	5.4%	5.4%	4.7%	4.5%	4.5%
净资产收益率 (%)	16.6%	16.1%	18.2%	18.2%	17.9%
投入资本回报率 (%)	69.6%	54.9%	25.1%	31.5%	30.5%
EV/EBITDA	6.2	5.3	6.8	5.2	4.3
市盈率	19.9	17.3	12.9	10.9	9.3
股息率 (%)	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 22.00

上次预测: 17.00

当前价格: 15.82

2015.01.16

交易数据

52 周内股价区间 (元)	10.92-16.37
总市值 (百万元)	8,025
总股本/流通 A 股 (百万股)	507/507
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	5.96
日均成交值 (百万元)	85.68

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,381
每股净资产	6.67
市净率	2.4
净负债率	-21.58%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.32	0.43
Q2	0.21	0.30
Q3	0.14	0.23
Q4	0.24	0.26
全年	0.92	1.22

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-2%	19%	38%
相对指数	-12%	-21%	-11%

相关报告

《Q4 新开门店或将加大短期费用压力》
2014.10.30

《激励力度大要求高, 经营活力将充分释放》
2014.09.22

《收入增长略显乏力, 少数股东权益助增长》
2014.08.23

《武汉广场收回自营, 大幅增厚当期业绩》
2014.04.27

《当之无愧湖北商业龙头, 利润稳步增长》

模型更新时间: 2015.01.16

股票研究

可选消费品
批零贸易业

鄂武商 A (000501)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **22.00**

上次预测: 17.00

当前价格: 15.82

公司网址

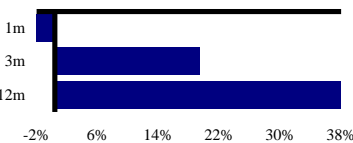
www.wushang.com.cn

公司简介

公司是湖北省最大的综合性商业零售企业之一,其前身是创建于1959年的武汉商场,是全国最早上市的商业企业。

公司经营网点近50个,辐射范围涵盖襄樊、鄂州、黄冈、沙市、咸宁、宜昌、十堰、黄石等地市,由武汉国际广场、武汉广场和世贸广场三大购物中心构成的武商“摩尔”商业城,位于武汉市最繁华的商业区-解放大道中段,是华中地区最大的购物中心组合群,成为武汉市对外交流开放、展示国际及进出口贸易等。

绝对价格回报 (%)

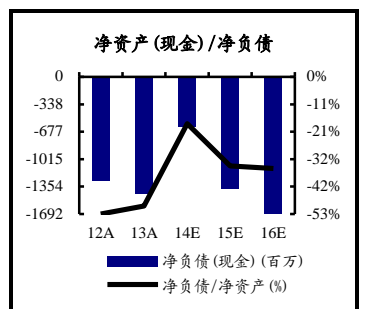
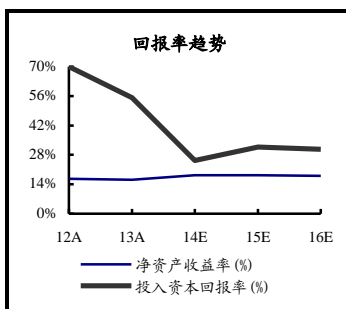
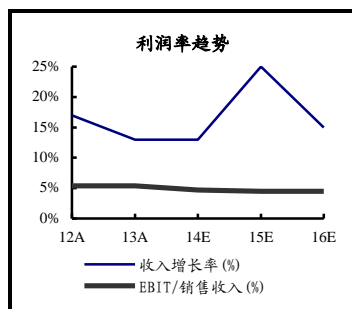


52 周价格范围 10.92-16.37

市值 (百万) 8,025

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	14,902	16,842	19,032	23,789	27,358
营业成本	11,865	13,413	15,159	18,960	21,804
税金及附加	135	148	167	208	240
销售费用	1,838	2,105	2,512	3,164	3,611
管理费用	255	262	296	393	479
EBIT	808	915	898	1,064	1,224
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	12	4	5	7
财务费用	72	44	17	20	4
营业利润	726	874	885	1,050	1,227
所得税	210	255	261	309	361
少数股东损益	118	141	0	0	0
净利润	402	465	621	736	859
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	2,174	2,175	1,338	194,832	2,119
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	532	520	520	520	520
固定资产合计	3,806	4,784	5,567	6,313	7,022
无形及其他资产	2,152	2,203	2,309	2,414	2,520
资产合计	11,039	12,634	13,019	15,369	16,777
流动负债	8,204	9,368	10,145	12,560	13,611
非流动负债	196	139	228	328	428
股东权益	2,431	2,896	3,415	4,050	4,808
投入资本(IC)	828	1,174	2,515	2,377	2,827
现金流量表					
NOPLAT	576	644	633	750	862
折旧与摊销	285	339	197	234	272
流动资金增量	201	719	664	1,790	864
资本支出	-1,673	-1,526	-1,089	-1,090	-1,093
自由现金流	-610	177	404	1,684	905
经营现金流	2,165	1,845	1,326	2,802	2,029
投资现金流	-2,081	-1,595	-2,085	-1,884	-1,586
融资现金流	-187	-342	-77	-308	-272
现金流净增加额	-104	-92	-836	610	171
财务指标					
成长性					
收入增长率	17.0%	13.0%	13.0%	25.0%	15.0%
EBIT 增长率	22.2%	13.2%	-1.8%	18.5%	15.0%
净利润增长率	21.5%	15.6%	33.5%	18.6%	16.7%
利润率					
毛利率	20.4%	20.4%	20.4%	20.3%	20.3%
EBIT 率	5.4%	5.4%	4.7%	4.5%	4.5%
净利润率	2.7%	2.8%	3.3%	3.1%	3.1%
收益率					
净资产收益率(ROE)	16.6%	16.1%	18.2%	18.2%	17.9%
总资产收益率(ROA)	3.6%	3.7%	4.8%	4.8%	5.1%
投入资本回报率(ROIC)	69.6%	54.9%	25.1%	31.5%	30.5%
运营能力					
存货周转天数	27	25	25	25	25
应收账款周转天数	0	0	0	0	0
总资产周转天数	254	257	246	218	214
净利润含金量	5.38	3.97	2.14	3.81	2.36
资本支出/收入	11%	9%	6%	5%	4%
偿债能力					
资产负债率	76.1%	75.3%	79.7%	83.9%	83.7%
净负债率	-52.6%	-49.5%	-17.9%	-34.2%	-35.2%
估值比率					
PE	19.9	17.3	12.9	10.9	9.3
PB	3.3	2.8	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	6.2	5.3	6.8	5.2	4.3
P/S	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3
股息率	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%



1. 员工持股比例大幅提升彰显公司强烈信心

鄂武商本次以 13.57 元/股价格向前海开源定增 9 号资产管理计划、周志聪以公司 2015 年度员工持股计划发行股票数量不超过 15,217.46 万股，募集资金总额（含发行费用）不超过 206,500.90 万元，扣除发行费用后将用于偿还银行贷款和补充流动资金。

其中鄂武商 2015 年度员工持股计划将认购 6,217.4577 万股，占本次发行后股本总数的 9.43%，且本次员工持股计划的参加对象包含公司董事、监事、高级管理人员和其他员工合计不超过 1,141 人，占总人数比重约为 7.46%；其中参加本次计划的董事、监事和高级管理人员共 11 人，认购总份额为 1,865.24 万份，占员工持股计划总份额的比例为 30%。

表 1: 鄂武商 2015 年度员工持股计划参加人员及持股情况

姓名	性别	职务	拟出资额(万元)	对应股份数量(万股)
刘江超	男	董事长	1,221.30	90
王沅	女	总经理	949.9	70
刘晓蓓	女	职工董事、副总经理	814.2	60
殷柏高	男	副总经理	814.2	60
方琳	女	副总经理	814.2	60
王斌	男	副总经理	814.2	60
郑嘉兴	男	副总经理	814.2	60
李轩	女	董事会秘书	814.2	60
秦琴	女	监事长	814.2	60
王芳	女	职工监事	814.2	60
贺珍	女	职工监事	814.2	60
其他员工不超过 1,130 人			74,871.90	5,517.46
合计			84,370.90	6,217.46

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2014 年 9 月，公司公布其限制性股权激励方案，拟对公司包括 8 名董事、高管及 233 名核心管理人员及业务技术骨干，核心中高层等共授予限制性股票数量不超过 2495.2 万股；本次公司推出覆盖范围更大的员工持股计划，且通过限制性股权激励及员工持股计划，公司员工合计持有公司股票数量有望超过 8712.66 万股，占增发后总股本比例约 13.21%。仅次于武商联集团及银泰系。对应增发后股本，我们预计武汉商联集团及其关联方股权比例将摊薄至 24.14%，银泰系合计持有比例摊薄至 15.93%。

表 2: 限制性股权激励及定增完成后的预计持股情况

名称	持股数量	持股比例
武商联及其关联方	15919.24	24.14%
银泰系	10507.84	15.93%
鄂武商员工持股	8712.60	13.21%
前海开源定增 9 号资产管理计划	7500.00	11.37%
增发完后总股本	65942.32	

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

注：银泰系指浙江银泰百货有限公司及湖北银泰投资管理有限公司

作为湖北省的商业龙头，公司在 2011 年开始进入高速扩张期，2011-2014 年，公司新开大型购物中心包括武汉国际广场 2 期（27 万平米）、十堰人民商场（10 万平米）、仙桃现代商业城（10 万平米）、黄石购物中心（18 万平米）及武汉青山购物中心（25 万平米），合计新增经营体量约为 90 万平米，因此公司期间较大的资本开支压力使得公司 2011-2013 年均未进行分红，截至 2014 年 9 月末，公司累计未分配利润已达到 19.71 亿元。

我们认为，公司以 13.57 元/股价格推出员工持股计划展现了对公司资产价值及长期盈利能力的强烈信心，同时股权结构集中度提升也有望使公司的决策效率及发展速度进一步加快；此外，考虑到公司前次股权激励中的行权条件和公司较高的未分配利润，我们判断公司的分红比例有望自 2015 年度开始大幅提升，公司的投资价值有望进一步提升。

2. 资产价值及经营能力突出，投资价值凸显

尽管近年来在网络零售冲击的压力下，传统百货大多面临分流及盈利能力下滑的尴尬局面，但公司作为湖北商业龙头，除了拥有得天独厚的物业条件和无可比拟的招商能力，公司还较早完成了购物中心化转型，因此公司仍稳稳地占据了湖北商业制高点的地位和无可撼动的商业竞争优势，近年来仍持续维持稳定的业绩增长。

此外，截至 2014 年末，公司共拥有自有物业体量接近 105 万平米，且均为湖北各地区的核心商圈物业，资产价值得天独厚；我们保守按照 2 万/平米的价格计算公司的商业物业价格，预计公司的资产重估价值约为 227.2 亿元，较公司目前市值 80 亿溢价率高达 183.08%，我们认为资产价值目前仍被严重低估

表 3: 公司资产价值较市值溢价率高达 183.08%

百货名称	开业&并入时间	面积	物业情况	股权比例	地区	重估价格(亿元)
武汉国际广场	2007 年	5.5	自有	100%	武汉	11.0
国广 2 期	2011 年	27.0	自有	100%	武汉	54.0
武汉广场	1996 年	7.4	自有	100%	武汉	14.9
世贸大厦	1999 年	8.0	自有	100%	武汉	16.0
青山建二百货	2001 年	2.0	租赁	100%	武汉	
亚贸广场	2002 年	6.2	租赁	100%	武汉	
襄樊购物中心	2007 年	5.3	租赁	100%	襄樊	
十堰市人民商场	2011 年	10.0	自有	100%	十堰	20.0
仙桃现代商业城	2013 年	10.0	自有	100%	仙桃	20.0
黄石购物中心	2014 年	18.0	自有	100%	黄石	36.0
青山现代购物城	2014 年	25.0	自有	100%	武汉	50.0
物业重估价值						221.9
账面现金						14.21
有息负债						8.9
资产重估价值						227.2

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

此外，从公司估值来看，参考市场一致预期，鄂武商 2014PE 仅为 12X，低于百货行业可比公司平均水平 16X，而考虑到公司良好的商业经营能力和无可撼动的区域竞争优势，此外，我们认为公司的限制性股权激励及员工持股计划有望进一步激发公司的经营潜力，同时公司目前资产价值溢价较高且估值水平较低，投资价值凸显。

表 4：鄂武商的估值低于百货行业可比公司平均水平

代码	公司	净利润 (亿元)			EPS (元/股)			收盘价 (元)	2014PE
		2012	2013	2014E	2012	2013	2014E		
600858.SH	银座股份	3.47	2.66	3.19	0.67	0.51	0.61	9.83	16.00
002419.SZ	天虹商场	5.88	6.15	5.55	0.73	0.77	0.69	11.84	17.21
000417.SZ	合肥百货	4.09	4.38	4.09	0.52	0.56	0.52	8.27	15.77
600729.SH	重庆百货	6.97	8.06	6.66	1.87	2.16	1.64	23.34	14.25
002187.SZ	广百股份	1.93	2.22	2.45	0.56	0.65	0.72	12.47	17.43
600697.SH	欧亚集团	2.02	2.45	2.96	1.27	1.54	1.86	25.63	13.78
600827.SH	友谊股份	11.70	10.36	10.76	0.68	0.60	0.62	16.51	26.43
600785.SH	新华百货	2.42	2.01	2.65	1.17	0.97	1.18	15.00	12.76
600694.SH	大商股份	9.77	11.79	13.37	3.33	4.01	4.55	50.07	11.01
601010.SH	文峰股份	4.18	3.85	4.07	0.85	0.52	0.55	10.07	18.29
002251.SZ	步步高	3.43	4.15	4.88	1.27	0.73	0.77	14.22	18.38
000501.SZ	鄂武商	4.02	4.65	6.28	0.79	0.92	1.24	15.82	12.78
	平均								16.48

数据来源：wind，国泰君安证券研究

注：以上盈利预测均为 wind 一致预期，且收盘价日期为 2015/1/15。

3. 投资建议

我们维持 2014-2016 年 EPS 为 1.22/1.45/1.69 元(若考虑增发股本摊薄的影响，预计 2015-2016 年 EPS 分别为 1.12/1.30 元)，且对应目前价格，公司 2015PE 仅为 11X (对应摊薄后约为 14X)，低于行业平均水平。作为传统零售百货龙头，市场对公司的担忧仍主要为对估值下行风险，而我们认为百货行业负面因素目前已被二级市场预期的较为充分，考虑到百货行业估值开始企稳，且公司资产价值高，同时激励方案及员工持股计划有望激发公司较大经营潜力空间，参考百货行业平均估值，我们给予公司 2015PE15X，上调目标价至 22 元，维持“增持”。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		