

武汉中百(000759)

公司研究/深度报告

推荐 维持评级

合理估值: 15.6—17.1 元

攻守兼备的超市龙头

民生精品---深度研究报告/零售行业

2010 年 09 月 08 日

报告摘要:

● 稳健增长的区域超市霸主，省内空间依然广阔

公司是湖北省网点最多、规模最大的连锁超市龙头，近十年在全国连锁百强中的排名稳步攀升，成为规模扩张中兼顾业绩稳健成长的典范。省内大卖场仍有翻番空间，公司区域密集渗透、渠道下沉将借力城镇化提速和消费升级向二三线城市延伸。

● 直采为内生驱动力，物流建设夯实邻省扩张基础

直采和物流是未来业绩提升的内在驱动力。提高直采比例和加大生鲜占比是有效提升超市毛利率的突破口，而这些均有赖于物流平台建设的提速。公司恩施、襄樊、咸宁、浠水四个常温配送中心和江夏生鲜冷链配送中心有望在 2010-2011 年先后投入使用，将有效提升公司配送能力和存货周转，也为邻省扩张铺就了后台先行的扎实基础。

● 内生外延共同助推业绩增长，公司具备攻守兼备的特质

公司在目前行业估值溢价创出历史新高的时期具备“攻守兼备”的特质，“攻”的看点在于食品 CPI 的持续上行，“守”的支撑是公司具备内生和外延共同助推的确定性业绩增长，且估值在超市板块中仍有优势，因此具备较高的中长期投资价值。

● 合理估值在 15.6~17.1 元之间，维持“推荐”评级

公司未来三年净利润 CAGR27.5%。同店增长和毛利率的提升、重庆市场的经营好转、电子商务平台投入运营将成为股价新的催化因素。未来 CPI 的上行推动业绩超预期的可能性较大。结合相对估值和绝对估值的结果，公司合理估值在 15.6~17.1 元之间，维持“推荐”评级。

● 风险提示

规模扩张中的费用和管理风险超预期，内生增长低于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	10,096	12,362	14,723	17,070
增长率(%)	16.7%	22.4%	19.1%	15.9%
归属母公司股东净利润(百万元)	213	285	353	443
增长率(%)	24.1%	33.8%	23.8%	25.2%
每股收益(元)	0.38	0.42	0.52	0.65
毛利率(%)	18.1%	18.7%	19.0%	19.3%
净资产收益率 ROE(%)	12.9%	13.3%	13.1%	14.8%
每股净资产(元)	3.10	3.76	4.15	4.64
PE	34.47	31.19	25.19	20.15
PB	4.23	3.48	3.16	2.82
EV/EBITDA	33.07	21.73	17.66	14.74

资料来源: 民生证券研究所

民生证券研究所

分析师: 史萍

执业证书编号: S0100208080214

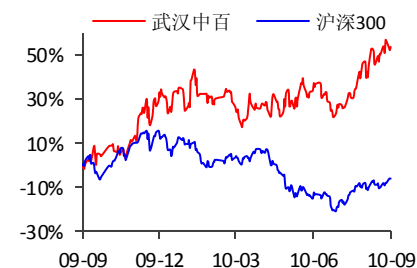
电话: (8610)8512 7651

Email: shiping@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号

民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2010-09-07)

收盘价(元)	13.10
近 12 个月最高/最低	14.20/9.47
总股本(百万股)	681.02
流通股本(百万股)	680.43
流通股比例%	99.91
总市值(亿元)	89.21
流通市值(亿元)	89.14

相关研究

投资要点:

► 投资逻辑

武汉中百近年来保持快速的扩张加稳健的业绩，成为 A 股零售行业备受关注、良性成长的超市白马股。相对于其他快速扩张的上市公司，武汉中百不仅保持了每年 20% 左右的收入规模扩张，其业绩的持续稳健也堪称 A 股零售行业上市公司的典范。即使在 09 年 CPI 持续为负的压力下，公司依然保持了 20% 以上的业绩成长，充分向市场展示了公司业绩优良、高成长、低风险的特点。

我们认为，公司在目前行业估值溢价创出历史新高的时期具备“攻守兼备”的特质，“攻”的看点在于食品 CPI 的持续上行，“守”的支撑是公司具备确定性的业绩增长，且估值在超市板块仍有优势，因此具备较高的中长期投资价值。

► 有别于大众的认识

市场一般认为公司在湖北省的扩张空间相对不足，省外重庆市场不力，未来的区域渗透仅能维持公司的平稳增长，扩张的瓶颈将牵制公司高成长。

我们认为，首先中部地区崛起战略规划的实施和武汉“1+8”城市圈的建设为区域经济和零售业发展注入了新的增长动力。其次，湖北连锁超市市场外资进入壁垒较高，内资具备了较高的垄断优势。再次，从公司自身来讲，早在 05 年武汉中百进入重庆市场，市场上关于扩张空间的担忧就不绝于耳。但公司已经用近几年省内市场的快速扩张向市场证明，省内扩张空间巨大，随着区域经济的快速发展、城市新区的不断扩大，城镇化建设的提速，消费升级向二三线城市延伸，不仅原以为相对饱和的武汉市仍有扩张空间，湖北省内 12 个地级市和 63 个县级市足以保证公司今后三年的省内扩张空间，其中三线城市扩张潜力更大，50% 以上的三线城市大卖场业态仍是空白。

另外，公司直采和物流将打开公司毛利率持续提升的通道，尤其是近期紧锣密鼓的配送中心建设，既提升了盈利能力，又夯实了向邻近省份进行跨区域扩张的基础，重庆市场较长的培育期也为公司后续扩张积累了宝贵的经营。我们认为公司在此阶段加强物流平台建设是后台先行、择机进行邻省扩张的端倪。

目 录

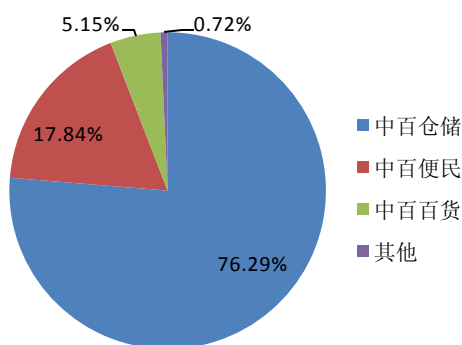
一、稳健成长的湖北连锁超市霸主.....	4
(一) 湖北省网点最多、规模最大的连锁超市龙头	4
(二) 快速扩张铸就在全国连锁百强中的排名稳步提升	5
(三) 超市白马股的典范—扩张中兼顾稳健业绩的持续性	5
二、省内二三线城市的扩张空间依然广阔	6
(一) 按城市人口测算，省内大卖场业态仍有翻番的空间	6
(二) 按城市数量测算，省内大卖场数量亦有翻倍的空间	7
三、中百仓储：外延内生共同助推成长性	7
(一) 中百仓储是公司营收和利润的主要来源	7
(二) 内生增长将持续受益于 CPI 上行	8
(三) 外延扩张以渠道下沉为主，借力城镇化提速	9
(四) 重庆市场减亏，为后续择机省外扩张积累了丰富的经验	9
(五) 内生外延共同助推仓储业务快速成长	10
四、中百便民超市：具备先发优势和垄断优势，未来可复制空间广阔	11
(一) 中百便民具备先发优势和垄断优势	11
(二) 中百便民未来可复制空间广阔	12
(三) 中百便民仍将保持稳健增长	12
五、中百百货维持平稳发展	13
六、直采和物流—未来业绩提升的内在驱动力	13
(一) 直采是公司有效提升毛利率的突破口	13
(二) 物流平台建设是内涵式增长的驱动力，后台先行为邻省扩张夯实基础	14
七、合理估值与投资建议	15
(一) 关键假设与盈利预测	15
(二) 相对估值	16
(三) 绝对估值	16
(四) 投资评级与合理估值	17
八、股价催化剂	17
九、风险提示	17
插图目录	19
表格目录	19

一、稳健成长的湖北连锁超市霸主

(一) 湖北省网点最多、规模最大的连锁超市龙头

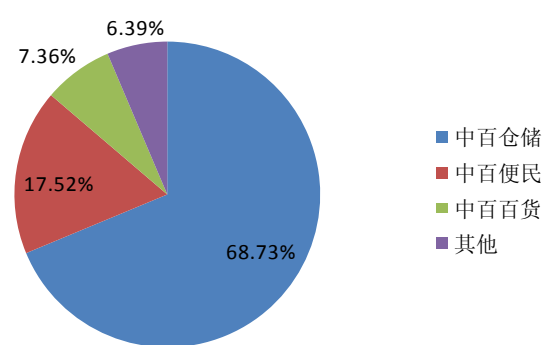
武汉中百 (000759) 是湖北省网点最多、规模最大的连锁超市零售商, 截至 2010 年中期, 公司营业网点达到 662 家, 其中中百仓储超市 145 家 (武汉 55 家, 湖北省内其它城市 53 家, 重庆 37 家)、中百便民超市 513 家 (主要集中在武汉市及周边地区, 平均单店 400 平米左右, 其中加盟店 67 家)、百货店 4 家。

图 1: 武汉中百收入构成



资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

图 2: 武汉中百净利润构成



资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

武汉中百在省内连锁超市市场竞争优势明显, 网络规模优势远超竞争对手。目前, 公司超市销售额约占湖北省限额以上超市销售总额的 30%。

表 1: 湖北区域连锁超市内资优势明显

大卖场	网点数量	武汉市数量	湖北其他地区数量	平均单店面积
中百仓储	108	55	53	6000
武商量贩	70	37	33	7000-8000
中商平价	36	20	16	6000
华联综超	3	3	0	6000
家乐福	7	7	0	15000
沃尔玛	7	4	3	15000
麦德龙	3	3	0	15000
易初莲花	3	3	0	15000
新一佳	3	3	0	6000
大润发	2	1	1	15000
百佳	1	1	0	6000

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所 (注: 中百仓储 108 家中仅有 79 家为 6000 平米以上大卖场)

表 2: 武汉中百规模优势远超竞争对手

排名	企业名称	销售规模 (万元)	增幅 %	门店总数 (个)	增幅 %
19	武汉中百集团股份有限公司 (000759)	1685519	18.4	674	7.0
	其中: 武汉中百连锁仓储超市有限公司	1050606	25.4	139	13.9
	武汉中百便民超市连锁有限公司	272760	8.1	500	4.6
25	武汉武商集团股份有限公司 (000501)	1352248	17.6	75	27.1
	其中: 武汉武商量贩连锁有限公司	730790	23.8	69	30.2
43	武汉中商集团股份有限公司 (000785)	880687	14.2	42	2.4
	其中: 武汉中商集团股份有限公司-平价连锁分公司	424249	3.7	32	3.2

资料来源: 中国连锁经营协会, 民生证券研究所 (09 年末统计口径数据)

(二) 快速扩张铸就在全国连锁百强中的排名稳步提升

武汉中百近年来保持着快速的网络扩张, 销售规模迅速壮大, 公司在全国连锁百强中的排名稳步攀升, 在全国连锁百强销售额中的市场份额逐年提升。武汉中百在 2009 年连锁百强中位列第 19 位, 在 2009 年中国快速消费品连锁百强中排名第 15 位, 均比 2008 年提前了 2 位, 成为近十年中国连锁超市市场成长最快的企业之一。

表 3: 武汉中百在全国连锁百强中的排名逐年攀升

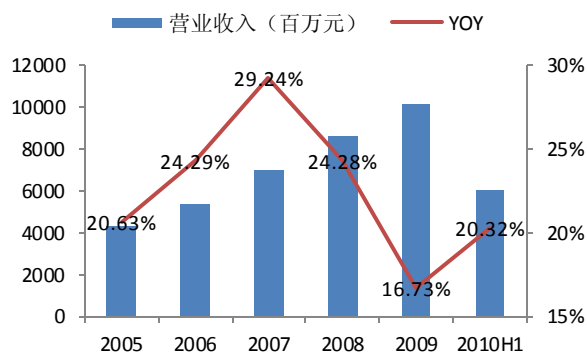
年度	排名	武汉中百销售额 (亿元)	YOY	全国连锁百强总销售额 (亿元)	YOY	占连锁百强份额 %
2009	19	168.55	18.4%	13579	13.2%	1.24%
2008	21	142.4	25.1%	11999	19.7%	1.19%
2007	24	113.86	20.1%	10022	17.2%	1.14%
2006	22	94.8	18.6%	8552	20.9%	1.11%
2005	26	79.94	31.3%	7076	42.4%	1.13%
2004	26	60.88	34.6%	4968	38.8%	1.23%
2003	26	45.23	34.4%	3580	45.2%	1.26%
2002	23	33.65	185.2%	2465	52.2%	1.37%
2001	37	11.8	119.3%	1620	65.0%	0.73%

资料来源: 中国连锁经营协会 (数据为统计口径, 不同于上市公司财务数据), 民生证券研究所

(三) 超市白马股的典范—扩张中兼顾稳健业绩的持续性

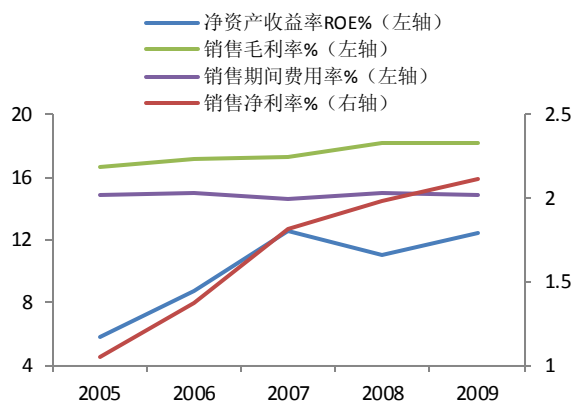
武汉中百近年来保持快速的扩张加稳健的业绩, 成为 A 股零售行业备受关注、良性成长的超市白马股。相对于其他快速扩张的上市公司, 武汉中百不仅保持了每年 20% 左右的收入规模扩张, 其业绩的持续稳健也堪称 A 股零售行业上市公司的典范。即使在 09 年 CPI 持续为负的压力下, 公司依然保持了 20% 以上的业绩成长, 充分向市场展示了公司业绩优良、高成长、低风险的特点, 因而具备较高的中长期投资价值。

图 3: 武汉中百销售规模持续扩大



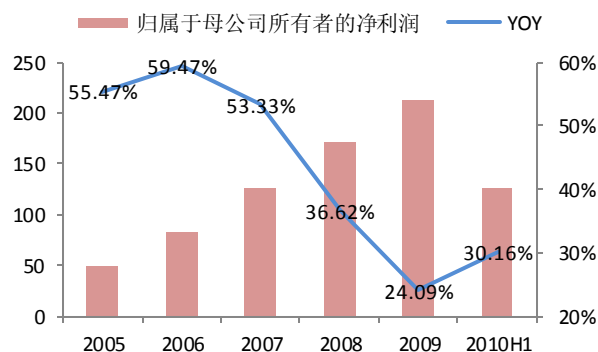
资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

图 5: 武汉中百盈利能力稳步提升



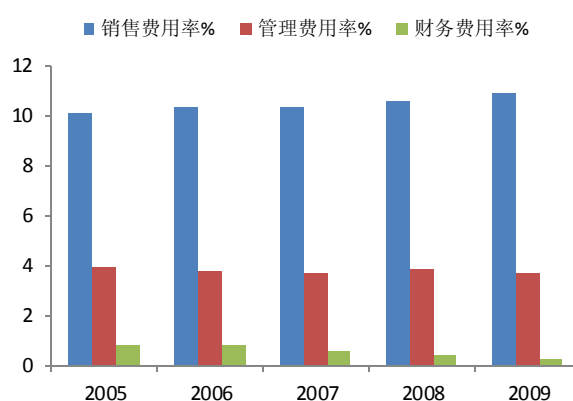
资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

图 4: 武汉中百快速扩张中保持了稳健的业绩增长



资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

图 6: 武汉中百管理水平体现良好的费用控制能力上



资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

二、省内二三线城市的扩张空间依然广阔

市场一般认为,武汉中百省内的扩张空间相对饱和,未来扩张空间受限,而重庆市场的培育期较长,省外扩张之路并不平坦。实际上,早在05年武汉中百进入重庆市场,市场上类似的声音就不绝于耳。但公司已经用近几年省内市场的快速扩张向市场证明,省内扩张空间巨大,随着区域经济的快速发展、城市新区的不断扩大,城镇化建设的提速,消费升级向二三线城市延伸,不仅原以为相对饱和的武汉市仍有扩张空间,湖北省内12个地级市和63个县级市足以保证公司今后三年的省内扩张空间,其中三线城市扩张潜力更大,50%以上的三线城市大卖场业态仍是空白。

(一) 按城市人口测算,省内大卖场业态仍有翻番的空间

2009年底湖北省城市人口数量在2650万人左右,按经验值8-10万人配备一家1万平方米的大卖场测算,整体市场容量可达到300家(300万平方米),而截至2009年末,湖北省内6000平方米以上的大卖场约200家左右,由于以单店6000平方米的大卖场为主(中百仓储、武商量贩及中商平价都以6000平方米的大卖场为主,外资超市以1.5万平方米综合大卖场为主),总营业

面积为 160 万平左右,相当于 160 家 1 万平米的大卖场。目前湖北省内武汉中百的网络渗透最为有效,6000 平米的大卖场不足 80 家,从这个角度看,省内大卖场业态扩张仍存在翻番的空间。

(二) 按城市数量测算,省内大卖场数量亦有翻倍的空间

武汉市大卖场发展相对饱和,但仍有扩张空间。城市新区开发、旧城改造规划、以及老店更新等都会不断产生新的增量需求,武汉市 13 个行政区和 3 个开发区仍有望带来新的拓展机会,公司在今年的最新配股方案中已经确定了 7 家,未来 3 年每年新开 5 家店的空间仍存。

另外,湖北省有 12 个地级市和 63 个县城(或省辖市、县级市)足以保证公司未来三年的门店扩张空间,其中 2/3 的地级市仍处于大卖场业态的导入阶段,50%以上的县级市或县城大卖场业态仍是空白。假设平均每个地级市可容纳 6-8 个大卖场,63 个县城平均 2-3 个,市场容量至少可达到 200 家。中百仓储在湖北二三线城市的网点为 53 家,约占二三线城市大卖场数量的一半左右,况且中百仓储已经在渠道下沉方面走在了市场前列,未来二三线城市的网点数量可扩张到 100 家,相对目前亦有翻倍的空间。按照公司计划每年新开 15-20 家中百仓储门店,其中二三线城市每年 10-15 家,足以支持未来三年的扩张空间。

截至 2009 年底,公司已经签约或有意向的大卖场数量已经超过 25 家,分布在武汉市 10 家左右、荆州 2 家、襄樊 3 家、恩施 2 家、黄石 2 家、孝感 2 家、荆州 2 家、十堰 1 家等,后续新门店仍在不断拓展之中。

三、中百仓储:外延内生共同助推成长性

(一) 中百仓储是公司营收和利润的主要来源

在公司三大业务板块中百仓储、中百便民和中百百货中,中百仓储是公司营收和盈利的主要来源,包括湖北省内单店平均面积在 6000 平米以上的大卖场以及重庆市场单店平均面积在 2000 平米左右的社区超市门店。截至 2010 年中报显示,中百仓储共有超市 145 家,其中武汉城区 55 家,湖北省内其它城市 53 家,重庆市 37 家。

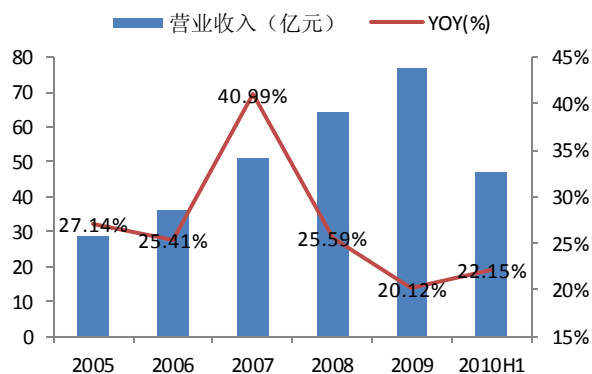
表 4: 中百仓储网点数量实现较快扩张

网点分布	2005	2006	2007	2008	2009	2010H1
武汉市			34	45	52	55
湖北省	41	50	32	44	51	53
重庆市	2	35	38	36	36	37
中百仓储网点合计	43	85	104	125	139	145
新增门店数	10	42	19	21	14	6

资料来源:公司公告,民生证券研究所(注:05-06 年湖北省含武汉市,07 年以后湖北省不含武汉市)

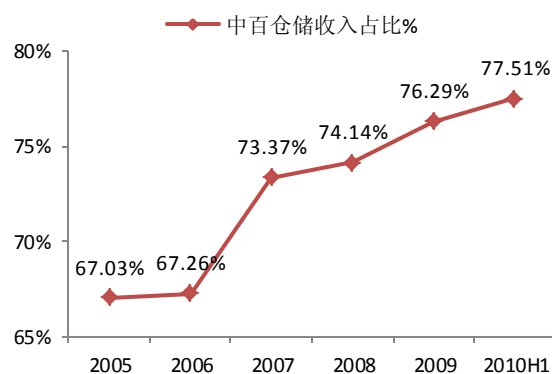
2009 年,中百仓储实现营业收入 77.03 亿元,净利润 1.47 亿元,分别占公司收入的 76.29%和净利润的 68.73%,随着规模的扩张中百仓储毛利率维持稳步提升,盈利能力较强,是公司最重要的收入和利润来源。2010 年中报显示,中百仓储实现营业收入 46.93 亿元,占公司总营业收入的 77.51%,中百便民实现营业收入 10.19 亿元,占公司总营业收入的 16.83%,中百百货实现营业收入 3.11 亿元,占公司总营业收入的 5.14%。

图 7: 中百仓储超市收入规模快速增长



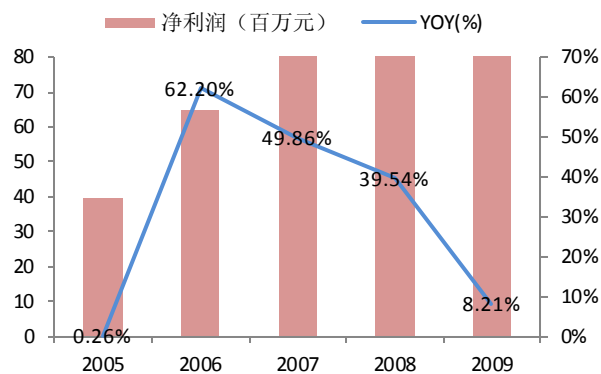
资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

图 8: 中百仓储超市收入在公司的收入占比逐年提升



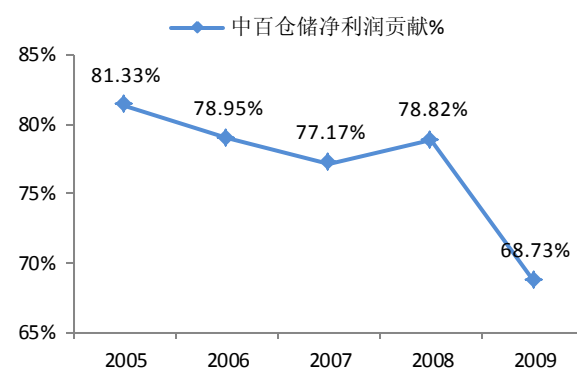
资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

图 9: 中百仓储净利润快速增长, 09 年受制 CPI 增速放



资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

图 10: 中百仓储超市业务对公司的盈利贡献最大



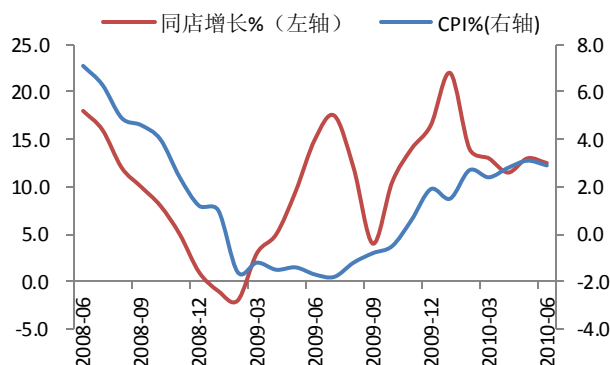
资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

中百仓储净利润近年来一直保持高速增长, 09 年受 CPI 持续负增长的压制, 同店增长有所放缓, 门店扩张也较往年偏谨慎, 另外由于促销让利毛利率也有所下降, 因此, 09 年从收入增速尤其是净利润增速上, 呈现明显增速放缓, 我们认为这一压制业绩增速的因素伴随着 CPI 在 09 年四季度的转正, 2010 年上半年已经得到较好的缓解, 未来随着 CPI 温和上行, 同店增长将继续维持在高位。公司中报显示, 下半年将确保全年新增仓储大卖场不少于 20 家, 未来保持每年 15-20 家的开店节奏。内生增长和外延扩张都将助推中百仓储重回快速发展的轨道。

(二) 内生增长将持续受益于 CPI 上行

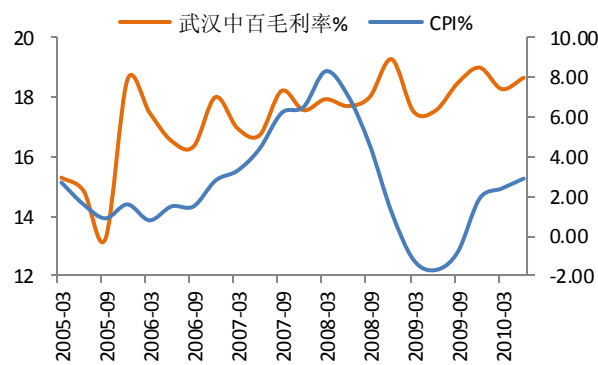
中百仓储的内生增长十分强劲, 在 CPI 较高的 08 年同店增长曾经超过 20%, 09 年一季度受 CPI 持续低迷的影响, 公司也出现了历史上首次负增长, 之后快速转正, 09 年四季度最高时恢复到 20% 以上, 由于基数原因, 2010 年上半年仍然保持在 10-15% 之间, 下半年由于基数走高同店增长率会有所下滑, 我们预计全年可以保证 8% 左右的内生增长。基于对未来 CPI 持续温和上行的判断, 我们预计 2011-2012 年同店增长仍可维持在 5% 以上。

图 11: 中百仓储同店增长与 CPI 的相关性较强



资料来源：公司公告，民生证券研究所

图 12: 武汉中百毛利率与 CPI 相关性不强



资料来源：公司公告，民生证券研究所

通过分析中百仓储同店增长率及毛利率与 CPI 的关联度，我们发现同店增长与 CPI 的相关性较强，CPI 主要通过影响同店增长进而影响到超市销售额的内生增长，基于对未来 CPI 持续温和上行的判断，我们预计中百仓储未来三年将面临较为有利的温和通胀环境，维持较高的内生增长。

而毛利率指标与 CPI 相关性不强，而与销售规模关联度更强，毛利率分为前台毛利率和后台毛利率，进销差体现为后台毛利率，进场费、促销费等服务性收费体现为后台毛利主要是，一般来说，前台毛利率 13%-14%，其他进场费促销费等服务性收费约 4% 的利润率，构成综合毛利率 17%-18%。无论是前台毛利率和后台毛利率，都与销售规模成正比，因此销售规模的扩张是超市连锁经营的硬道理。

（三）外延扩张以渠道下沉为主，借力城镇化提速

与外资超市跨区域全国布局策略不同的是，区域内密集渗透是中百仓储一直以来在外延扩张上集中采取的策略，也正是因为这一策略，巩固了本土超市在区域扩张中的优势地位。如前所述，省内二三线城市扩张空间依然广阔，公司未来的外延扩张将以渠道下沉为主。借力中部区域崛起规划的实施和武汉“1+8”城市圈建设提速，未来城镇化建设的提速、消费升级向二三线城市延伸将为公司外延扩张提供非常有利的外部环境，外延扩张将仍是中百仓储快速发展的主旋律。

（四）重庆市场减亏，为后续择机省外扩张积累了丰富的经验

实际上，公司已经不失时机地在尝试向周边省份进行突破。2006 年收购重庆本土超市一山城超市进行跨区域扩张，尽管培育期过长，至今仍无法扭亏，主要的原因有以下几个方面，这也为公司在后续进行省外跨区域扩张积累了丰富的经验和教训：

- 1) 湖北省内形成的规模、物流和品牌优势无法辐射到重庆市场。由于重庆市场与公司原有门店的地域距离，物流配送主要依赖当地供应商，公司与当地供应商关系、采购议价能力、物流配送方面均需重新培育关系，品牌优势也不明显，导致公司在重庆市场的毛利率较省内门店有较大落差，重庆中百仓储的毛利率低于省内 3-4 个百分点。这是重庆市场迟迟不能扭亏的最主要制约因素。

- 2) 对当地居民消费习惯不熟悉,把握不够精准,尤其是当地居民对高毛利的生鲜食品较为偏好(主打生鲜食品的永辉超市在重庆市场异军突起就是很好的佐证),而重庆中百超市没有因地制宜及时进行调整,导致超市的特色定位不明显。
- 3) 收购山城超市后,内部整合不力,管理方面的融合也低于公司原有预期,也是造成重庆中百培育期较长的原因之一。

针对上述问题,公司方面近几年也在积极着手改善。随着恩施物流中心的启用,将生鲜和特色农产品运送到重庆市场的时间大为缩短,解决了一部分生鲜配送的问题,公司也积极在当地发展农超对接,改善超市的生鲜供应,另外,公司也派驻了骨干管理人员。2010年中报显示,重庆市场营业收入同比增长 17.34%,同比减亏。但由于重庆市场内外资超市竞争激烈,重百、新世纪超市以及永辉超市均有较显著优势,我们对重庆中百扭亏的时间仍持相对谨慎态度。

重庆市场的谨慎预期对公司盈利影响有限,但重庆市场积累的经验教训却给公司提出最大的启示:外延扩张中要充分重视供应链的上下游关系,公司目前正加强自身物流建设,苦练内功,为择机进行邻省扩张做好积极的准备。

(五) 内生外延共同助推仓储业务快速成长

未来内生和外延将共同助推中百仓储快速成长,我们假设:

- 1) 内生增长: 仓储超市 2010-2012 的同店增长分别为 10%、8%、6%;
- 2) 外延扩张: 中百仓储超市计划未来几年每年保持 15-20 家左右的新店扩张速度,重点在二、三线城市的拓展,按 2010 年中报计划,下半年将加快开店速度,全年新开仓储超市 19 家,其中湖北省 18 家、重庆市 1 家;2011-2012 年仓储超市每年新开 18 家。
- 3) 毛利率假设: 由于食品 CPI 的回升、公司销售规模的扩大、商品直采比例的提高、商品结构的调整以及增值服务的增加,中百仓储毛利率未来三年将保持稳步提升。

2010-2012 年中百仓储业务将保持快速增长,营业收入 CAGR21.4%,净利润 CAGR31.3%。

表 5: 内生外延共同助推仓储业务快速成长

湖北省	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	284958	342301	471282	596311	723612	910624	1101711	1293423
YOY (%)	25.46%	20.12%	37.68%	26.53%	21.35%	25.84%	20.98%	17.40%
门店数	41	50	66	89	103	121	137	153
净增门店	8	9	16	23	14	18	16	16
单店销售	6,950.18	6,846.01	7,140.64	6,700.13	7,025.36	7,525.82	8,041.69	8,453.75
YOY (%)	0.98%	-1.50%	4.30%	-6.17%	4.85%	7.12%	6.85%	5.12%
重庆市	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	3809	19853	39315	44929	46657	52489	56950	60367
YOY (%)		421.18%	98.03%	14.28%	3.85%	12.50%	8.50%	6.00%
门店数	2	35	38	36	36	37	39	41
净增门店	2	33	3	-2	0	1	2	2
单店销售(万元)	1,904.61	567.22	1,034.59	1,248.02	1,296.02	1,418.61	1,460.26	1,472.37
YOY (%)		-70.22%	82.40%	20.63%	3.85%	9.46%	2.94%	0.83%

中百仓储合计	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	288767	362153	510597	641240	770269	963113	1158661	1353790
YOY（%）		25.41%	40.99%	25.59%	20.12%	25.04%	20.30%	16.84%
门店数	43	85	104	125	139	158	176	194
净增门店	10	42	19	21	14	19	18	18
单店销售	6,715.51	4,260.63	4,909.59	5,129.92	5,541.50	6,095.65	6,583.30	6,978.30
YOY（%）	-2.43%	-36.56%	15.23%	4.49%	8.02%	10.00%	8.00%	6.00%
营业成本（万元）	254558	319492	422793	525752	630812	784937	941992	1096570
毛利率（%）	11.85%	11.78%	17.20%	18.01%	18.10%	18.50%	18.70%	19.00%
净利润（万元）	3994	6479	9709	13549	14661	21670	27229	33168
YOY（%）	0.26%	62.20%	49.86%	39.54%	8.21%	47.81%	25.65%	21.81%
净利润率（%）	1.38%	1.79%	1.90%	2.11%	1.90%	2.25%	2.35%	2.45%

资料来源：公司公告，民生证券研究所

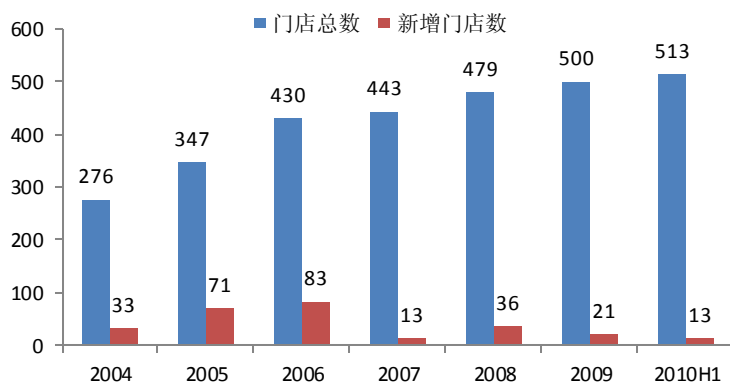
四、中百便民超市：具备先发优势和垄断优势，未来可复制空间广阔

中百便民超市是公司第二大业务板块，2009 年实现营业收入 18.01 亿元，占公司营业总收入的 17.84%，实现净利润 3736.67 万元，贡献净利润的 17.52%。中百便民超市单店平均面积在 400 平米左右，截止 2010 年中期，公司共有中百便民超市 513 家（含 67 家加盟店），主要分布在武汉市区，少量分布在周边的黄石、孝感和鄂州等地区。

（一）中百便民具备先发优势和垄断优势

公司涉足便民超市这一细分市场较早，具备先发优势，目前在武汉市场上基本没有强有力的竞争对手，属于一家独大，区域控制力极强。

图 13：中百便民超市网络优势明显，但近年来扩张放缓



资料来源：公司公告，民生证券研究所

公司发展便民超市的另一优势在于强大的物流平台支持，目前市内便民超市的 50% 左右由公司自己的物流中心自行配送（中百仓储约 20% 的自配比例）。也正是因为便民超市更多地依赖于自有的物流配送，在发展空间上集中在公司具有传统物流优势的武汉及周边地区，随着网点的密集渗透，优势区域内便民超市实际新增网点的速度有所放缓。我们认为便民超市未来可复制的空间非常大，尤其是伴随着公司物流平台建设的进一步深入，

中百便民将突破原有的区域瓶颈，向省内二三线城市扩张的空间广阔。

（二）中百便民未来可复制空间广阔

我们看好中百便民的长期发展前景，未来可挖掘的潜力较大，主要原因是：

- 1) 相对于仓储超市，便民超市远没有市场饱和的担忧，随着城市新社区的拓展，二线城市城镇化的提速，伴随着公司物流平台辐射范围的扩大，中百便民完全可以在发展空间上突破武汉市传统区域首先向发达的二线城市进行渗透。
- 2) 由于便民超市加大了生鲜和熟食等高毛利产品的比例，直采比例也比仓储超市要高，便民超市的毛利率平均高出仓储业务约 2 个百分点，因此加大便民超市的扩张力度将有效提升公司的综合毛利率。
- 3) 武汉中百便民超市独有的便民、增值业务如公交 IC 卡充值、代收水电费、电话话费充值、废旧电池回收服务等，一方面增加了门店的客流量，另一方面对提高中百的品牌形象和知名度也获益匪浅。

（三）中百便民仍将保持稳健增长

中百便民未来三年仍将保持稳健增长，我们假设：

- 1) 门店扩张：按照公司计划，未来三年每年新开 40-60 家便民超市，但由于近几年便民超市实际净增门店增速放缓，09 年实际净增门店 21 家（调整力度较大，新开 50 家、关闭 29 家），所以在净增门店数量方面，我们假设未来每年净增门店数量为 40 家左右；
- 2) 内生增长：假设 2010-2012 年便民超市同店增长分别为 8%、6%、6%。
- 3) 毛利率假设：由于食品 CPI 的回升、销售规模的扩大、直采比例的提高、商品结构的调整以及增值服务的增加，中百便民毛利率未来三年将继续保持稳步提升。

表 1：中百便民仍将保持稳健增长

中百便民	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	94967.49	110770.33	137015.84	169490.89	180098.61	213179.12	247745.72	282045.69
YOY（%）	1.04%	16.64%	23.69%	23.70%	6.26%	18.37%	16.21%	13.84%
门店数	347	430	443	479	500	540	580	620
净增门店	71	83	13	36	21	40	40	40
单店销售（万元）	273.68	257.61	309.29	353.84	360.20	394.78	427.15	454.91
YOY（%）	-19.64%	-5.87%	20.06%	14.40%	1.80%	9.60%	8.20%	6.50%
营业成本（万元）	81708	95894	112376	137270	144200	169904	196958	223380
毛利率（%）	13.96%	13.43%	17.98%	19.01%	19.93%	20.30%	20.50%	20.80%
净利润（万元）	1164.68	1790.55	1727.89	3436.14	3736.67	5009.71	6144.09	7333.19
YOY（%）	1	53.74%	-3.50%	98.86%	8.75%	34.07%	22.64%	19.35%
净利率（%）	1.23%	1.62%	1.26%	2.03%	2.07%	2.35%	2.48%	2.60%

资料来源：公司公告，民生证券研究所

五、中百百货维持平稳发展

公司百货门店包括中心百货、江夏百货、青山百货，另外今年 4 月份出售荆州百货 100% 股权，转让价格 3800 万元，确认投资收益 1809.25 万元。同时，今年一季度新开中百监利百货，经营面积 6500 平米，因此目前公司百货门店仍为 4 家。

公司过去十年专注于超市业态，百货门店扩张几乎处于停滞。但是公司具备的百货业态，有助于二三线城市的扩张，例如在二三线城市开设超市门店，但是二三线城市对于床上用品、家电等百货商品也有需求，因此可以发展超市+百货的综合体。监利百货的开业意味着公司百货业态的扩张也将有所推进。

2009 年，公司百货业务实现营业收入 5.4 亿元，同比增长 8.07%，毛利率 20.57%，上升 0.33 个百分点，百货收入占公司总营业收入的 5.35%。其中，武汉中百百货有限责任公司营业收入 51953.26 万元，营业利润 1888.69 万元，净利润 1569.54 万元，贡献净利润的 7.36%。2010 年中报显示，百货业务实现营业收入 3.11 亿元，同比增长 16%，毛利率 21.37%，同比提升 0.1 个百分点，百货收入占公司营业总收入的 5.13%。我们预计 2010-2012 年中百百货将维持平稳增长。

表 7：中百百货维持平稳增长

中百百货	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	24559	29140	41849	49934	53962	59886	65875	71145
YOY(%)	3.97%	18.65%	43.61%	19.32%	8.07%	10.98%	10.00%	8.00%
营业面积	4.29	4.29	4.29	4.29	4.29	4.14	4.14	4.14
单位面积坪效	5725	6793	9755	11640	12579	14465	15912	17185
YOY (%)	3.97%	18.65%	43.61%	19.32%	8.07%	15.00%	10%	8%
净利润（万元）	-1177	-980	1999	2022	1570	1916	2306	2704
YOY(%)		16.76%	304.07%	1.14%	-22.37%	22.10%	20.31%	17.26%
净利率（%）	-4.79%	-3.36%	4.78%	4.05%	2.91%	3.20%	3.50%	3.80%

资料来源：公司公告，民生证券研究所

六、直采和物流—未来业绩提升的内在驱动力

（一）直采是公司有效提升毛利率的突破口

公司近年来一直强调要以直采为突破口，不断提升毛利水平。公司将直接由厂商供货、毛利率在 30% 以上的商品界定为直采，并计划在 5 年内提高到 10%，未来三年计划提高到 5%-8%。直采商品的毛利率要高出联营商品约 15-20 个百分点，直采比例的提升将有效提升公司的综合毛利率。

中百仓储公司大力推进非食品类商品直采力度，09 年直采商品实现销售 2.36 亿元，直采销售占比达 3.16%。中百便民公司积极完善直采商品目录，扩大休闲食品、瓷器、杂粮等高毛利特色商品直采，全年实现直采销售 6000 万元，同比增长 25%。农产品经营公司深化基地对接，全年实现销售 17623 万元，同比增长 34%。公司计划 2010 年将直采比例提高到 5%。

表 8: 直采比例的提高将有效提升毛利率

	2009A	2010E	2011E	2012E
直采比例	3.16%	5%	6.50%	8%
直采毛利率	33%	33%	33%	33%
非直采比例	96.84%	95.00%	93.50%	92.00%
非直采毛利率	17.45%	17.75%	17.95%	18.05%
超市业务毛利率	17.95%	18.53%	18.95%	19.27%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

超市直采商品一般由公司自行配送, 因此提高直采比例的先行条件是加强公司物流平台的建设。

(二) 物流平台建设是内涵式增长的驱动力, 后台先行为邻省扩张夯实基础

在配送方面, 公司具备相对完备的物流体系, 在国内超市中处于领先水平, 目前武汉市内的中百仓储约 20% 的自配比例, 便民超市的自配比例约 50%, 而武汉市外超市自配比例约 50%。其余上市公司中新华都和华联综超基本为供应商配送, 步步高在新余建设了配送中心, 自配比例约 40-50%, 人人乐正自建广州增城物流中心。

图 14: 加强配送中心建设, 为邻省扩张夯实基础



资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

公司在业务扩张中始终坚持物流先行的地毯式扩张, 借鉴了国际连锁超市发展的先进经营理念。目前公司最主要的配送中心为武汉两家常温配送中心, 即吴家山配送中心和武汉汉鹏配送中心, 日配送能力可满足 700 多家超市的配送服务, 另有武汉科德和阳逻两家长鲜冷链配送中心, 很好地覆盖了武汉市及其周边地区。另外, 公司还在筹建涿水配送中心（近安徽、江西）、恩施配送中心（近重庆）、咸宁配送中心（近湖南、江西）、襄樊配

送中心（近河南），及江夏生鲜物流配送中心（5 万平左右，主做生鲜冷配），为公司后台先行的扩张模式奠定了基础。公司目前在建的配送中心将陆续于 2010-2011 年投入使用。

表 9：武汉中百物流后台建设紧锣密鼓

	配送中心	类型	库容	配送能力
已启用	吴家山	常温配送	5 万平	日配送能力可满足 700 家门店的常温配送
	汉鹏	常温配送	3 万平	
	阳逻	生鲜	3000 平	蔬果初级加工配送
	科德	冷链配送	1.2 万吨冷库	满足公司 500 余家门店冷冻食品配送服务
在建	江夏	生鲜/冷配/常温	9 万平	提高武汉市及周边生鲜、冷冻配送能力
	恩施	常温配送	1-2 万平	辐射周边 100-150 公里内门店的常温配送
	襄樊	常温配送	1-2 万平	
	咸宁	常温配送	2 万平	
	浠水	常温配送	1.5 万平	

资料来源：公司公告，民生证券研究所

公司大力加强配送中心建设的目的是提高自配比例，即尽量减少对经销商的依赖，自行完成最后 1 公里配送，跨过经销商分成，扩大直采比例，从而提高毛利率、提升盈利能力。

我们认为直采比例的扩大和自配能力的提高将带来公司毛利率的提高及内部经营效率的提升，使公司从粗放型逐渐向集约型转变，我们预计公司毛利率每年有 0.5 个百分点左右的提升空间。

七、合理估值与投资建议

（一）关键假设与盈利预测

- 同店增长：假设 2010-2012 仓储超市的同店增长分别为 10%、8%、6%，便民超市同店增长分别为 8%、6%、6%。
- 外延扩张：中百仓储超市计划未来几年每年保持 15-20 家左右的新店扩张速度，重点在二、三线城市的拓展，便利超市每年开店数量约在 40-60 家。假设 2010 年新开仓储超市 19 家，2011-2012 年仓储超市每年新开 18 家。2010-2012 年假设中百便民每年实际净增门店数量 40 家。
- 毛利率假设：由于食品 CPI 的回升、公司规模效益的提升、商品直采比例的提高、商品结构的调整以及增值服务的增加，公司的综合毛利率未来三年将保持稳步提升。
- 营业外收入（主要为政府补贴）假设：公司历年均会收到粮食储备、农改超、农产品生鲜基地等政府政策性补贴，具有一定的可持续性。我们预计 2010-2012 年每年补贴在 1200 万元左右。
- 所得税率假设：由于公司新开门店亏损不能合并抵消盈利，因此整体有效税率偏高，2008-2009 年分别为 28.52%和 28.44%；目前我们仍假设公司 2010-2012 年有效所得税率为 28.4%。

在此假设下进行盈利预测的结果，公司 2010-2012 年营业收入分别增长 22.4%、19.1%、15.9%，对应三年的净利润分别为 2.85、3.53、4.43 亿元，按最新股本摊薄 EPS 分别为 0.42、

0.52、0.65 元。

表 10: 武汉中百盈利预测关键指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	10,096	12,362	14,723	17,070
增长率 (%)	16.7%	22.4%	19.1%	15.9%
归属母公司股东净利润 (百万元)	213	285	353	443
增长率 (%)	24.1%	33.8%	23.8%	25.2%
每股收益 (元)	0.38	0.42	0.52	0.65
毛利率 (%)	18.1%	18.7%	19.0%	19.3%
净资产收益率 ROE (%)	12.9%	13.3%	13.1%	14.8%
每股净资产 (元)	3.10	3.76	4.15	4.64

资料来源: 民生证券研究所

(二) 相对估值

公司未来三年收入 CAGR 为 19.1%，净利润 CAGR 27.5%，稳健成长性高于行业平均水平，公司长期以来稳健经营，具备确定性的业绩增长预期，理应享受行业的平均估值水平，但目前公司在超市子行业中仍有一定估值优势。按照 2011 年预测市盈率 30 倍计算，合理估值 15.60 元，按照 2012 年预测市盈率 25 倍计算，合理估值 16.25 元。因此，合理 PE 估值区间为 15.60-16.25 元。

表 11: 武汉中百相对其他超市类公司仍有估值优势

代码	简称	EPS			PE			PB (MRQ)	PS (TIM)
		TIM	2010E	2011E	TIM	2010E	2011E		
000759	武汉中百	0.36	0.42	0.52	37.12	32.44	25.59	3.80	0.89
002251	步步高	0.61	0.73	0.94	41.44	34.80	27.18	4.59	1.20
002264	新华都	0.47	0.54	0.79	47.55	41.23	28.11	6.55	1.14
002336	人人乐	0.62	0.74	0.94	45.21	37.92	29.91	3.22	1.28
600361	华联综超	0.13	0.21	0.31	112.07	66.14	45.98	3.83	0.74

资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所, 按照 9-7 日最新股价计算。

(三) 绝对估值

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。预计公司未来三年将获得高于行业发展的速度，谨慎起见，我们假设在最后几年增长率逐步下降。随着公司规模的不扩大，毛利率稳步攀升，但最终毛利率的提升会面临一定的瓶颈，因此我们假设最后几年维持毛利率平稳。据此得到武汉中百的绝对估值合理区间在 14.86 ~ 17.14 元之间，价值中枢为 15.93 元。

DCF 估值主要假设:

- 永续增长率: 2.00%
- 贝塔值 (β): 0.75
- 无风险利率 (R_f): 3.36%
- 风险溢价 ($R_m - R_f$): 9.41%
- 债务成本 K_d : 6.5%
- 法定所得税率: 25.00%

表 12: 武汉中百 WACC 估值敏感性分析表

WACC	永续增长率						
	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
12.54%	12.23	12.56	12.94	13.36	13.83	14.38	15.01
12.04%	12.64	13.00	13.39	13.83	14.33	14.90	15.55
11.54%	13.08	13.45	13.86	14.32	14.84	15.43	16.12
11.04%	13.54	13.92	14.35	14.83	15.38	16.00	16.72
10.54%	14.01	14.42	14.86	15.37	15.94	16.59	17.34
10.04%	14.51	14.93	15.40	15.93	16.53	17.21	17.99
9.54%	15.03	15.47	15.96	16.51	17.14	17.85	18.68
9.04%	15.58	16.04	16.55	17.13	17.78	18.53	19.39
8.54%	16.15	16.63	17.17	17.77	18.46	19.24	20.14
8.04%	16.74	17.25	17.81	18.44	19.16	19.98	20.92
7.54%	17.36	17.89	18.48	19.15	19.90	20.76	21.74

(四) 投资评级与合理估值

武汉中百作为湖北连锁超市龙头，受益于中部地区崛起规划的实施和武汉“1+8”城市圈的建设，区域经济腾飞和有效区域渗透战略将保证未来三年的业绩复合增速达到27.5%，公司长期以来稳健经营，未来中长期具备可持续发展前景。近期同店增长和毛利率的提升、重庆市场的经营好转、电子商务平台投入运营将成为股价新的催化因素。

我们认为，在未来三年 CPI 上行的预期下公司业绩超预期的可能性也非常大，属于行业内“攻守兼备”的中长期投资品种。我们维持对公司的“推荐”评级，结合相对估值和绝对估值，公司合理估值区间 15.6~17.1 元。

八、股价催化剂

公司重庆市场年内减亏；

未来 CPI 上行超预期，同店增长提升；

公司电子商务平台投入运营。

九、风险提示

行业风险：

宏观经济低于预期，消费者需求下滑，CPI 涨幅低于预期。

公司风险：

门店扩张较快，新开店费用摊销超出预期；

规模扩张中管理风险上升；

内生增长低于预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	10,096	12,362	14,723	17,070
减：营业成本	8,264	10,056	11,925	13,775
营业税金及附加	65	82	97	113
销售费用	1,102	1,354	1,617	1,878
管理费用	376	470	559	649
财务费用	25	30	41	48
资产减值损失	1	0	0	0
加：投资收益	12	18	0	0
二、营业利润	274	388	483	608
加：营业外收支净额	25	12	12	12
三、利润总额	299	400	495	620
减：所得税费用	85	113	141	176
四、净利润	214	286	354	444
归属于母公司的利润	213	285	353	443
五、基本每股收益 (元)	0.38	0.42	0.52	0.65

主要财务指标				
项目	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	33.07	21.73	17.66	14.74
成长能力:				
营业收入同比	16.7%	22.4%	19.1%	15.9%
营业利润同比	30.5%	41.5%	24.6%	25.8%
净利润同比	24.1%	33.8%	23.8%	25.2%
营运能力:				
应收账款周转率	176.33	125.97	135.90	134.23
存货周转率	9.34	10.23	10.39	10.47
总资产周转率	2.30	2.50	2.65	2.75
盈利能力与收益质量:				
毛利率	18.1%	18.7%	19.0%	19.3%
净利率	2.1%	2.3%	2.4%	2.6%
总资产净利率 ROA	4.9%	5.8%	6.4%	7.1%
净资产收益率 ROE	12.9%	13.3%	13.1%	14.8%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	0.79	0.96	0.97	0.99
资产负债率	62.6%	63.5%	65.7%	66.4%
长期借款/总负债	2.3%	1.7%	1.4%	1.2%
每股指标 (元)				
每股收益	0.38	0.42	0.52	0.65
每股经营现金流量	1.22	1.09	1.15	1.30
每股净资产	3.10	3.76	4.15	4.64

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	761	1,434	1,682	2,022
应收票据	0	0	0	0
应收账款	97	99	118	137
预付账款	257	261	311	360
其他应收款	18	22	27	31
存货	1,111	1,307	1,526	1,736
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	2,244	3,124	3,663	4,285
长期股权投资	39	39	39	39
固定资产	1,657	1,787	1,881	1,958
在建工程	33	58	46	79
无形资产	239	232	225	218
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	2,398	2,116	2,191	2,294
资产总计	4,642	5,887	6,671	7,532
短期借款	341	220	170	135
应付票据	549	669	793	916
应付账款	1,118	1,358	1,610	1,860
预收账款	646	799	954	1,102
其他应付款	119	145	173	200
应交税费	63	77	91	106
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2,839	3,268	3,792	4,319
长期借款	67	57	52	52
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	67	57	52	52
负债合计	2,906	3,325	3,844	4,371
股本	561	681	681	681
资本公积	605	1,096	1,096	1,096
留存收益	553	767	1,032	1,364
少数股东权益	17	18	18	20
所有者权益合计	1,736	2,562	2,828	3,161
负债和股东权益合计	4,642	5,887	6,671	7,532

现金流量表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	683	743	780	882
投资活动现金流量	(355)	(227)	(178)	(213)
筹资活动现金流量	(203)	378	(185)	(329)
现金及等价物净增加	124	894	418	340

插图目录

图 1: 武汉中百收入构成	4
图 2: 武汉中百净利润构成	4
图 3: 武汉中百销售规模持续扩大	6
图 4: 武汉中百快速扩张中保持了稳健的业绩增长	6
图 5: 武汉中百盈利能力稳步提升	6
图 6: 武汉中百管理水平体现良好的费用控制能力上	6
图 7: 中百仓储超市收入规模快速增长	8
图 8: 中百仓储超市收入在公司的收入占比逐年提升	8
图 9: 中百仓储净利润快速增长, 09 年受制 CPI 增速放缓	8
图 10: 中百仓储超市业务对公司的盈利贡献最大	8
图 11: 中百仓储同店增长与 CPI 的相关性较强	9
图 12: 武汉中百毛利率与 CPI 相关性不强	9
图 13: 中百便民超市网络优势明显, 但近年来扩张放缓	11
图 14: 加强配送中心建设, 为邻省扩张夯实基础	14

表格目录

表 1: 湖北区域连锁超市内资优势明显	4
表 2: 武汉中百规模优势远超竞争对手	5
表 3: 武汉中百在全国连锁百强中的排名逐年攀升	5
表 4: 中百仓储网点数量实现较快扩张	7
表 5: 内生外延共同助推仓储业务快速成长	10
表 6: 中百便民仍将保持稳健增长	12
表 7: 中百百货维持平稳增长	13
表 8: 直采比例的提高将有效提升毛利率	14
表 9: 武汉中百物流后台建设紧锣密鼓	15
表 10: 武汉中百盈利预测关键指标	16
表 11: 武汉中百相对其他超市类公司仍有估值优势	16
表 12: 武汉中百 WACC 估值敏感性分析表	17

分析师简介

史萍，中国人民大学经济学硕士，具有证券投资咨询执业资格，07年加盟民生证券研究所，从事零售行业及上市公司研究3年以上，对行业有较深入的见解和认识，擅长行业景气周期研究，熟悉上市公司盈利模式和核心竞争力的分析。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，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。本公司版权所有并保留一切权利。

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，均为本公司的商标、服务标识及标记。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	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%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

	北京	上海	深圳
联系人	郭 明	孟 辉	韦珂嘉
电 话	010-85127661	021-64274383	010-85127650
手 机	13401098997	13916107040	13701050353
E-mail	guomingyjs@mszq.com	menghui@mszq.com	weikejia@mszq.com