

增持 维持
武汉中百 (000759)
2010 年 12 月 31 日
股票价格

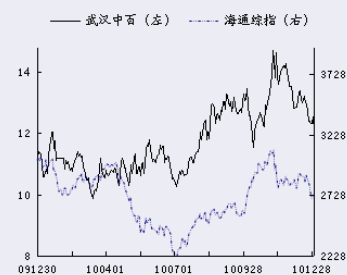
20101230 收盘价	12.31 元
6 个月内目标价	15.18 元
59 周内股价波动	10.01-15.55 元

主要估值指标

	2010E	2011E	2012E
市盈率	29.7	24.3	18.7
市销率	0.7	0.6	0.5

股本结构

总股本 (万股)	68102
流通 A 股 (万股)	68043
B 股/H 股 (万股)	0.00/0.00

市场表现


资料来源: 海通证券研究所

相关研究

武汉中百 2010 三季报点评: 三季度净利润增长 23%, 经营状况保持稳健良好, 维持增持

20101023

武汉中百 2010 中报点评: 中报净利润增长 30%; 生鲜物流配送中心建设有利于公司长远发展, 维持增持

20100813

 批发和零售贸易行业首席分析师: 路 颖
SAC 执业证书编号: S0850203100078
电 话: 021-23219403
Email: luying@htsec.com

 批发和零售贸易行业分析师: 潘 鹤
SAC 执业证书编号: S0850210040007
电 话: 021-23219423
Email: panh@htsec.com

 批发和零售贸易行业分析师: 汪立亭
SAC 执业证书编号: S0850210090001
电 话: 021-23219399
Email: wanglt@htsec.com

“白马” 区域超市连锁企业

武汉中百属于区域性 (主要经营区域为湖北省内) 商业零售龙头, 下属超市和百货业务, 其中超市是其核心业务; 作为湖北省内连锁超市龙头企业, 其超市门店覆盖了武汉市以及湖北省内绝大多数二、三级城市, 并在当地具有良好的品牌影响力以及较高的市场份额。

主要财务数据及预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率 (%)	16.73	20.62	20.47	20.74
综合毛利率 (%)	18.15	18.41	18.50	18.66
净利润增长率 (%)	24.09	32.49	21.94	29.96
每股收益 (元)	0.31	0.42	0.51	0.66

资料来源: 海通证券研究所

- **湖北省经济水平在我国中部省市中位于前列, 区域内经济环境有利于公司主业发展。**湖北省人均 GDP 高于全国平均水平, 社会消费品零售总额及人均可支配收入在中部地区均处于前列; 其中武汉市竞争相对较为激烈, 但作为省内龙头城市, 其经济实力、资源配置以及区位优势均较为突出, 奠定了较好的消费氛围; 而省内二三线城市和县级区域则尚存在较大的下沉空间。
- **超市业务是公司目前的核心业务, 近年来占营业收入比重稳定在 95% 左右。**其中中百仓储至 10 年中期共拥有 145 家门店, 贡献收入比重达 77.51%, 是公司目前收入最主要来源; 中百便民至 10 年中期拥有直营店 446 家, 贡献收入比重为 16.83%, 是销售增长另一重要来源; 此外, 公司还拥有 4 家百货门店, 目前对公司收入和利润影响不大。
- **公司经营稳健, 扩张有序, 未来净利润的增长将来自于内外生收入的增加以及供应链体系不断改善后可能带来的毛利率提升。**公司内生增长与 CPI 具有较大的正相关性, 外延扩张则稳健有序, 预计未来销售规模增速仍将保持在 20% 左右的水平; 同时, 公司近年来加大了物流配送的建设, 未来有望通过供应链体系的不断完善带动盈利能力的提升。
- **盈利预测及估值建议。**根据海通证券盈利预测模型, 我们预计公司 2010-2012 年摊薄每股收益分别为 0.42 元、0.51 元和 0.66 元, 公司对应 PE 分别为 29.7 倍、24.3 倍和 18.7 倍; 对应于 2010 年的 PS 为 0.7 倍; 估值相对其他超市类企业较为便宜; 由于公司属于质地较好的区域性超市企业, 门店扩张稳健有序, 在经营管理、供应链整合等方面也均有着较好的能力; 而公司目前对物流配送中心建设的重视也为其门店的持续扩张和长远的发展提供了保障; 我们维持“增持”的投资评级并给予 15.18 元的目标价 (对应 2011 年 30 倍 PE)。
- **主要不确定因素。**(1) 区域内宏观经济的影响因素以及区域内日益激烈的竞争环境; (2) 如果公司的业态结构有战略性变化, 则可能对其中短期业绩产生影响。

目 录

投资要点	3
1. 武汉中百：稳健扩张的区域连锁超市	4
1.1 超市业务是公司的核心业务，其中中百仓储超市成为公司利润的最大贡献点	4
1.2 十年稳健扩张造就区域连锁超市龙头	5
2. 良好的区域环境有利于公司主业发展	6
2.1 湖北省人均GDP高于全国平均水平，社消零售总额在中部地区处于前列	6
2.2 武汉市龙头城市地位突出	7
2.3 省内人均GDP水平适合公司主业发展	8
3. 武汉中百经营战略：持续稳健扩张，做大做强超市主业	8
3.1 中百仓储：十年奠定区域影响力，或将大力开拓二三线及县级城市	9
3.1.1 未来 2-3 年公司仍以湖北省内扩张为主要发展方向，而二三线城市及县级城市可能成为发展重点	9
3.1.2 中百仓储财务分析	12
3.2 中百便民：社区覆盖率高；净利润率稳定提升	13
3.3 百货业务：或可存在规模进一步扩张	13
4. 加大物流配送建设，提升盈利效率	14
5. 财务分析：销售规模稳步扩大、净利润率不断提升	14
6. 公司盈利预测	15
7. 不确定性因素	17
8. 估值与投资建议	17

表目录

表 1 中百仓储网点扩张情况	10
表 2 截至目前湖北地区主要超市门店情况	10
表 3 武汉市主要区域超市竞争情况	11
表 4 中百百货网点情况	14
表 5 公司配股募集资金投向中配送中心项目	14
表 6 公司营业收入及毛利率预测	16
表 7 武汉中百损益表预测（2010-2012）	17
表 8 可比公司估值比较	18

图目录

图 1 武汉中百旗下子公司及门店情况	5
图 2 中百仓储及中百便民发展历程	6
图 3 湖北与全国社会消费品零售总额增速对比	7
图 4 09 年中部六省社会消费品零售总额及增速	7
图 5 湖北与全国人均 GDP 及增速对比	7
图 6 09 年中部六省城镇及农村人均可支配收入对比	7
图 7 09 年主要城市社会消费品零售总额及增速对比	8
图 8 09 年湖北省内各市社会消费品零售总额及增速	8
图 9 2008 年湖北省各市人均 GDP（美元）	8
图 10 武汉中百 09 年各业务收入占比情况	9
图 11 武汉中百历年各业务收入占比情况（%）	9
图 12 2008 年武汉市各区常住人口分布情况	11
图 13 2008 年武汉市各区社会消费品总额情况	11
图 14 中百仓储营业收入及增长率情况	12
图 15 中百仓储净利润及增长率情况	12
图 16 中百仓储营业利润率及净利润率情况	12
图 17 中百仓储在湖北省及重庆市营业收入及增长率	12
图 18 中百便民营业收入及增速	13
图 19 中百便民净利润率变化	13
图 20 武汉中百营业收入及增速	15
图 21 武汉中百净利润及增速	15
图 22 武汉中百毛利率及净利润率	15
图 23 武汉中百期间费用情况	15

投资要点

武汉中百属于区域性（主要经营区域为湖北省内）商业零售龙头，下属超市业务和百货业务，其中超市业务是其核心业务；作为湖北省内连锁超市龙头企业，其超市门店覆盖了武汉市以及随州、襄樊、荆州、仙桃、京山、天门、钟祥、孝感、潜江、汉川等省内绝大多数二、三级城市，在当地具有良好的品牌影响力以及较高的市场份额。

公司外延扩张稳健，截至 2010 年三季度末，拥有中百仓储 147 家、中百便民直营店 453 家以及百货门店 4 家；其中中百仓储收入占比达到 75%以上，是公司收入贡献的主要来源；我们预计，公司未来销售规模仍将维持一个稳健增长的态势，预计收入增速可能将保持在 20%左右。同时，公司近年来加大了物流配送体系的建设，预计未来有望通过供应链体系的不断完善带动盈利能力的提升。

盈利及估值分析

根据海通证券盈利预测模型，我们预计公司 2010-2012 年摊薄每股收益分别为 0.42 元、0.51 元和 0.66 元。我们使用了相对估值法来对武汉中百的合理价值进行评估，目前国内主要超市类 A 股公司以 2010 年 EPS 计算的 PE 简单均值为 46.9 倍，区间为〔29.9, 80.4〕；以 2011 年 EPS 计算的 PE 简单均值为 33.0 倍，区间为〔24.6, 50.2〕。

我们认为，武汉中百属于质地较好的区域性超市企业，门店扩张稳健，在经营管理、供应链整合等方面均有着较好的能力；而公司目前对物流配送中心建设的重视也为其门店的持续扩张和长远的发展提供了保障；2010 年 12 月 30 日该股收盘于 12.31 元，对应 2010-2012 年 PE 分别为 29.7 倍、24.3 倍和 18.7 倍；相对于 2010 年的 PS 为 0.7 倍；估值相对其他超市类企业较为便宜。维持“增持”的投资评级并给予 15.18 元的目标价（对应 2011 年 30 倍 PE）。

不确定因素

- 区域内宏观经济的影响因素以及区域内日益激烈的竞争环境；
- 如果公司的业态结构有战略性的变化，则可能对其中短期业绩产生影响。

1. 武汉中百：稳健扩张的区域连锁超市

武汉中百属于区域性（主要经营区域为湖北省内）商业零售龙头，下属超市业务和百货业务，其中超市业务是其核心业务；作为湖北省内连锁超市龙头企业之一，其超市门店覆盖了武汉市以及随州、襄樊、荆州、仙桃、京山、天门、钟祥、孝感、潜江、汉川等省内绝大多数二、三级城市，并在当地具有良好的品牌影响力以及较高的市场份额。

1.1 超市业务是公司的核心业务，其中中百仓储超市成为公司利润的最大贡献点

武汉中百下属 12 家子公司（参见图 1），其中除拥有湖北中汇米业 60% 的控股权外，其余均为公司的全资子公司。子公司及其所经营业务范围主要情况如下：

➤ 超市业务：主要由武汉中百连锁仓储超市有限公司和武汉中百便民超市连锁有限公司两家子公司经营。2009 年和 2010 上半年，公司超市业务共实现营业收入 95.04 亿元和 57.12 亿元，分别占总收入比重的 94.13% 和 94.33%，是公司的核心业务。

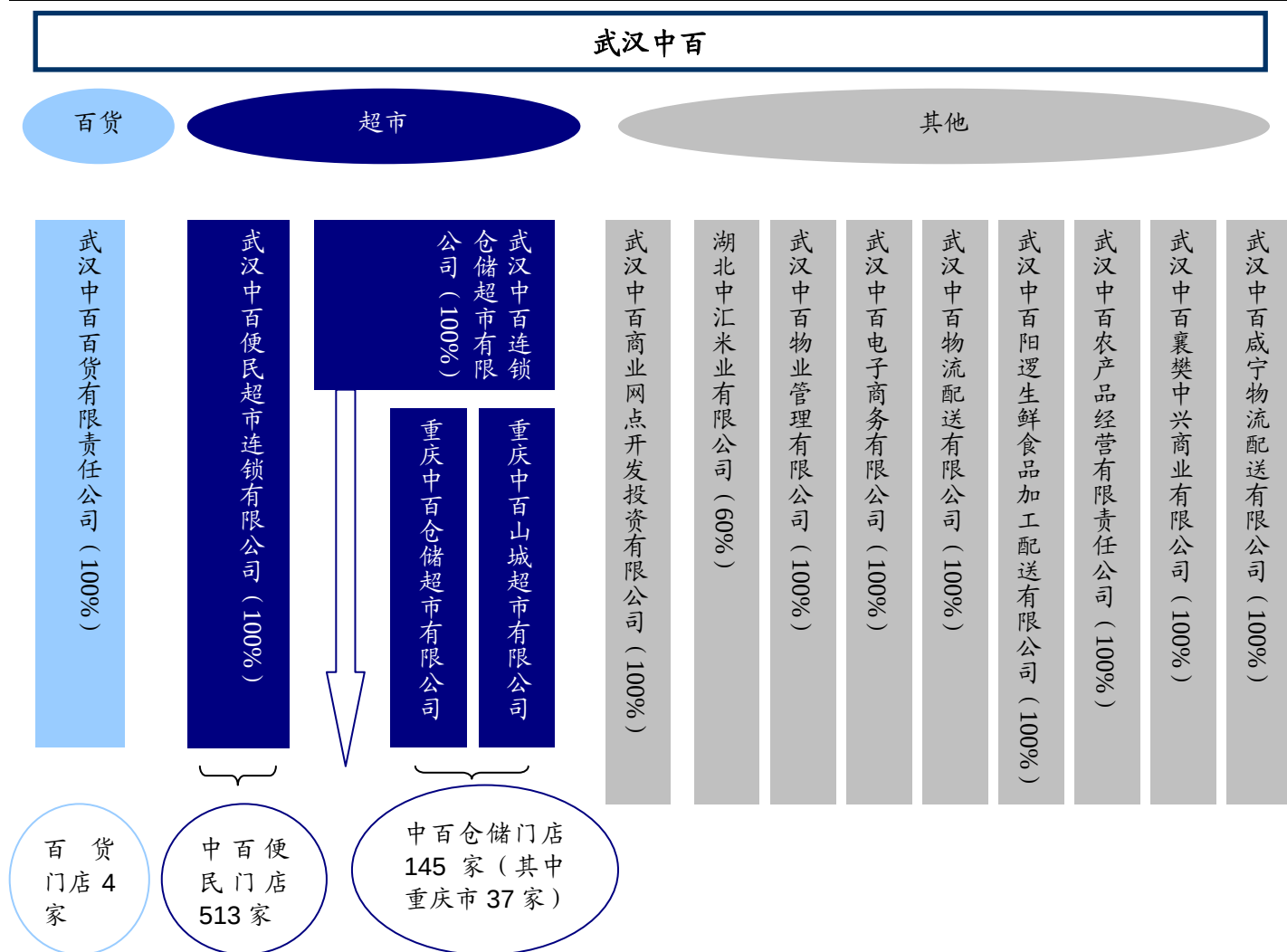
截止 2010 三季末，武汉中百连锁仓储超市有限公司下属中百仓储 147 家门店，其中公司在重庆市的业务（35 家仓储门店）由中百仓储有限公司在重庆设立的重庆中百仓储超市有限公司和重庆中百山城超市有限公司两家子公司下的子公司负责开展。2009 年和 2010 上半年，中百仓储实现全年营业收入 77.03 亿元和 46.93 亿元，占总收入比重的 76.29% 和 77.51%，是公司收入最主要的贡献来源。

武汉中百便民超市连锁有限公司下属中百便民 516 家，其中直营店 453 家，主要分布在武汉市内及其周边地区。2009 年和 2010 上半年，中百便民实现全年营业收入 18.01 亿元和 10.19 亿元，占总收入比重的 17.84% 和 16.83%，也是公司较为重要的利润来源。

➤ 百货业务：截止目前，公司共拥有 4 家百货门店，其中中心百货大楼、青山百货商场以及江夏中心百货 3 家门店位于武汉市内；10 年 2 月新开的监利购物中心则位于荆州市监利县。2009 年和 2010 上半年，公司百货业务实现营业收入 5.4 亿元和 3.11 亿元，占总收入比重 5.34% 和 5.13%，目前对公司的经营影响不大。

➤ 其他：除去上述 3 家子公司外，公司另有武汉中百农产品经营有限责任公司、武汉中百阳逻生鲜食品加工配送有限公司、武汉中百物流配送有限公司、武汉中百电子商务有限公司、武汉中百物业管理有限公司、湖北中汇米业有限公司、武汉中百集团襄樊中兴商业有限公司、武汉中百集团咸宁物流配送有限公司以及武汉中百商业网点开发投资有限公司等 9 家子公司。这些子公司主要承担了公司超市业务中原料供应、物流配送以及网点开发等支持功能，对公司利润的直接贡献甚微。

图 1 武汉中百旗下子公司及门店情况



注：门店数截止至 10 上半年末

资料来源：海通证券研究所

1.2 十年稳健扩张造就区域连锁超市龙头

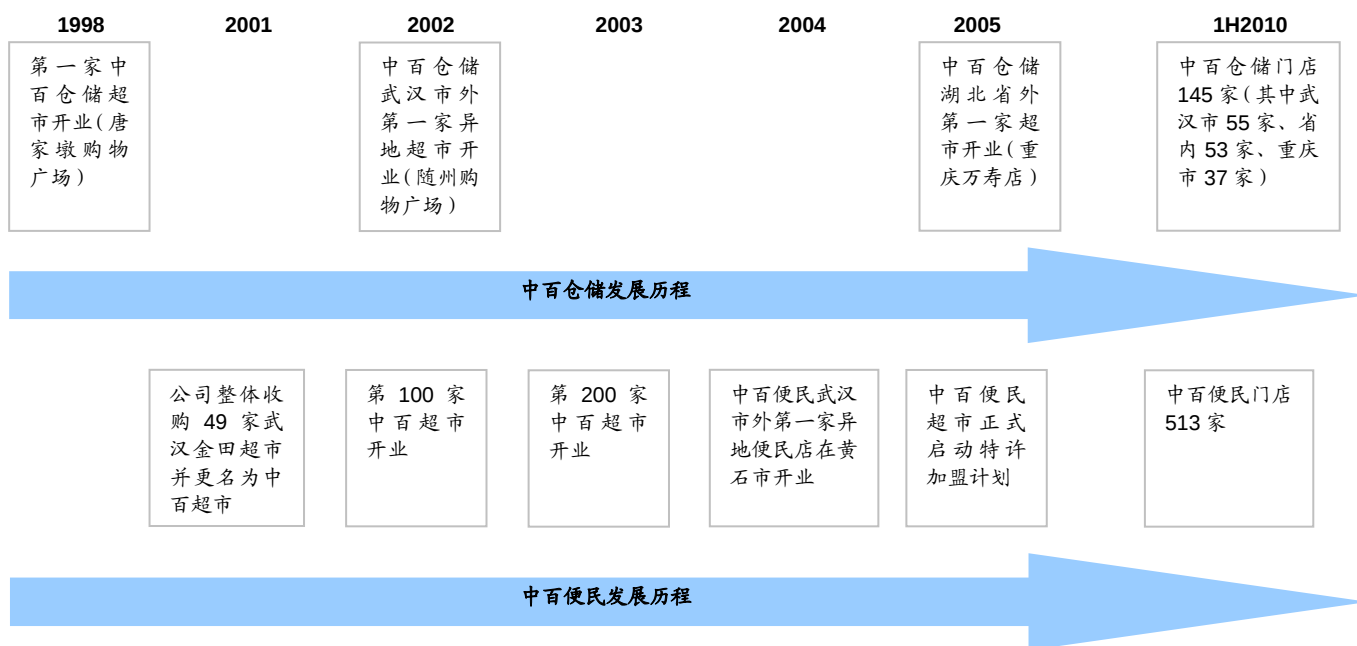
1998 年 6 月 28 日，公司第一家仓储超市唐家墩购物广场在武汉市开业迎宾；2001 年 3 月 26 日，公司整体收购了 49 家武汉金田超市并更名为中百超市，标志着中百便民的诞生；2002 年 9 月 28 日，中百仓储超市随州购物广场开业，这是中百集团走出武汉市发展的第一家异地仓储超市；2004 年 6 月 12 日，公司在黄石市发展的第一家便民超市开业，标志着公司在内省二级城市发展便民超市迈出第一步；2005 年 7 月 2 日，中百仓储重庆万寿店开业，标志着公司迈出跨省经营的第一步。十年来公司通过稳健扩张已成为湖北省连锁规模最大的超市企业。图 2 显示了中百仓储和中百便民的发展历程。

截至 2010 上半年，公司连锁网点共计 662 家，其中中百仓储门店共计 145 家，除 37 家位于重庆市外，其余 108 家门店均地处湖北省境内（包括武汉市 55 家，省内二、

三级城市 53 家)；中百便民门店共计 513 家，主要分布在武汉市内，另有少部分位于黄石、鄂州、孝感等周边城市；公司另有 4 家百货门店，其中 3 家位于武汉市，1 家位于荆州市。

我们预计，近 2-3 年公司主要扩张区域仍旧会在湖北省内，尤其是省内二、三线城市和一些县级区域可扩张的空间仍旧很大。

图 2 中百仓储及中百便民发展历程



资料来源：海通证券研究所

2. 良好的区域环境有利于公司主业发展

武汉中百当前的业务区域主要集中在湖北省内。湖北省资源丰富，是我国重要的工农业基地之一，其经济实力在我国中部地区中也处于前列，其中武汉市凭借其区位及资源的优势，龙头城市地位更为突出。

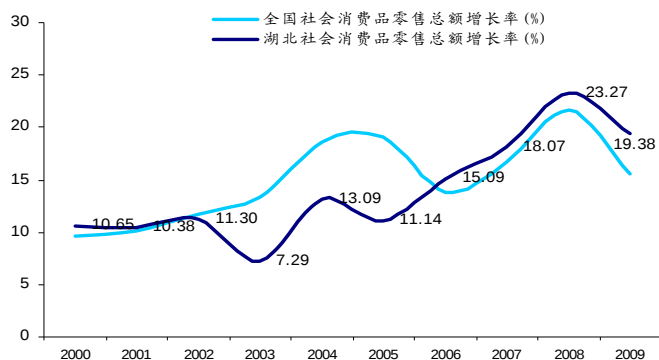
2009 年，湖北省实现生产总值 12832 亿元，较上年增长 13.2%，连续 6 年保持两位数增长，在中部六省中排列第二位，湖北省城镇居民人均可支配收入为 14367 元，同比增长 9.2%，农村居民人均纯收入为 5035 元，同比增长 8.1%。

2.1 湖北省人均 GDP 高于全国平均水平，社消零售总额在中部地区处于前列

从历年湖北与全国人均 GDP 增速对比以及社会消费品零售总额增速对比看（参见图 3 和图 5），由于沿海经济特区的迅猛发展，湖北省经济和零售数据在一段时间出现相对落后，无论是人均 GDP 的增速还是社会消费品零售总额的增速均低于全国平均水平。

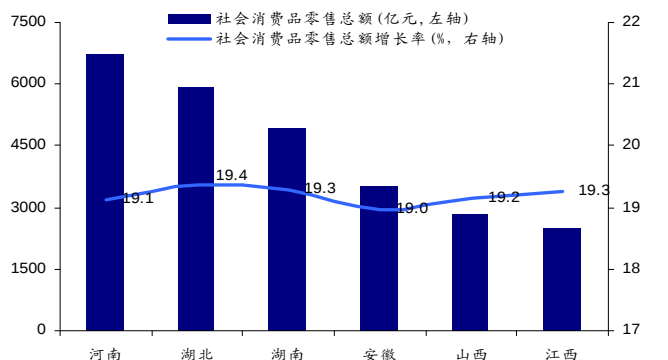
但 2006 年之后出现了转折，其中人均 GDP 的增速在 07、08 两年均维持在高于全国平均水平 4 个百分点以上，而社会消费品零售总额的增速也从 06 年起持续高于全国平均水平并逐步扩大差距。

图 3 湖北与全国社会消费品零售总额增速对比



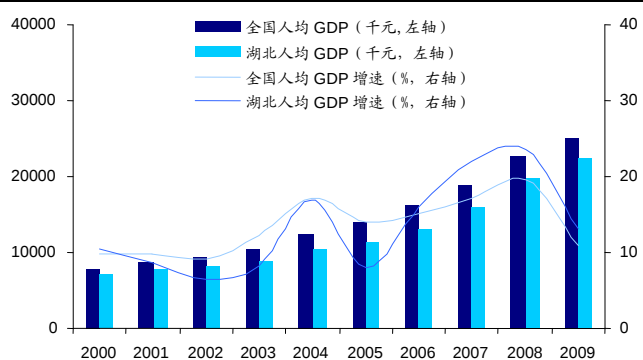
资料来源：湖北统计局，国家统计局，海通证券研究所

图 4 09 年中部六省社会消费品零售总额及增速



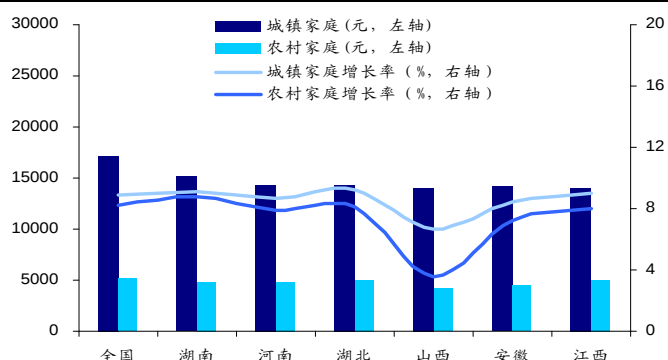
资料来源：湖北统计局，国家统计局，海通证券研究所

图 5 湖北与全国人均 GDP 及增速对比



资料来源：湖北统计局，国家统计局，海通证券研究所

图 6 09 年中部六省城镇及农村人均可支配收入对比



资料来源：湖北统计局，国家统计局，海通证券研究所

从区域层面看（参见图 6），湖北省总体人均可支配收入水平在我国中部六省中处于前列，其中城镇居民人均可支配收入水平增速和绝对值以及农村居民纯收入增速和绝对值分别列于第三和第二位，我们认为这一相对较高的农村居民收入增速显示了其省内三级城市和县级城市的消费能力有一定的挖掘空间。此外，2009 年湖北省社会消费品零售总额实现 5928 亿元，同比增长 19.4%，在绝对值和增速上均处于中部地区的第二位，显示了其在区域内较好的消费能力（参见图 4）。

2.2 武汉市龙头城市地位突出

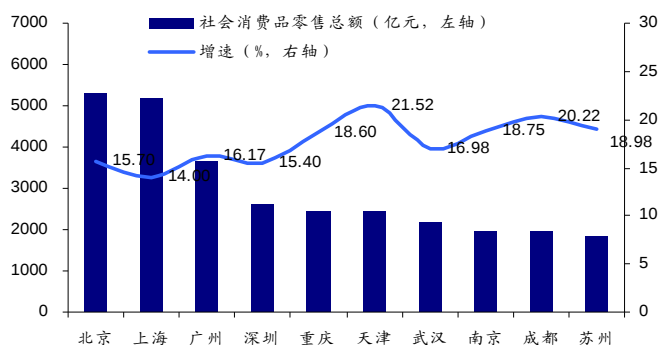
湖北省现有 12 个省辖市、1 个自治州、38 个市辖区、24 个县级市（其中 3 个直管市）、37 个县、2 个自治县、1 个林区，全省面积 18 万多平方千米。其中武汉市作为湖北省的省会以及中部最大城市，其经济实力、资源配置以及区位优势都非常明显，龙头城市地位非常突出。

2009 年，武汉市实现生产总值 4561 亿元，占整个湖北省生产总值的 36%；实现人均 GDP5.05 万元，是全省平均水平的 2.3 倍；市内城市居民人均可支配收入为 1.84 万元，农民纯收入为 7161 元，分别高于全省平均水平的 28%和 42%，同时也分别高于全国平均水平 1200 元及 2000 元左右。

从消费水平上看（参见图 7-图 8），2009 年武汉市实现社会消费品零售总额 2164 亿元，高居省内第一名，是第二名襄樊市的 4.3 倍，在全国城市排名中位列第 7，体现

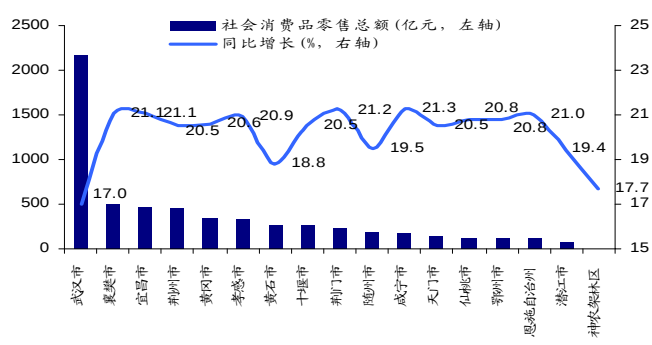
了其较高的消费水平。

图 7 09 年主要城市社会消费品零售总额及增速对比



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图 8 09 年湖北省内各市社会消费品零售总额及增速



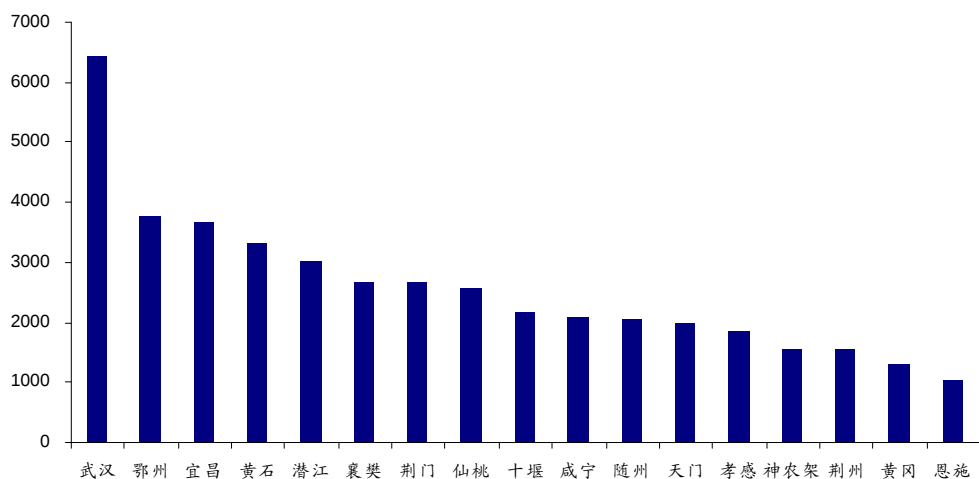
资料来源：湖北统计局，国家统计局，海通证券研究所

2.3 省内人均 GDP 水平适合公司主业发展

根据发达国家的零售业发展历程，超市业态的兴起一般在人均 GDP 达到 2000 美元 - 3000 美元左右，人均 GDP 从 3000 美元 - 6000 美元是超市业态的快速发展期，上海、北京、广州的人均 GDP 在 2007 年就已经达到或超过了 7000 美元的水准，而中国的大多数城市正处于 1000 - 3000 美元的发展阶段。如果对于广大农村乡镇市场来看，大多数农村地区的人均 GDP 水平还达不到超市业态快速发展的条件。

武汉中百当前的业务区域主要集中在湖北省，从湖北省各市的人均 GDP 水平看，我们发现这些市的人均 GDP 水平大多处于 2000 - 3000 美元之间，处于超市业态快速发展阶段的前期。

图 9 2008 年湖北省各市人均 GDP（美元）



资料来源：海通证券研究所

3. 武汉中百经营战略：持续稳健扩张，做大做强超市主业

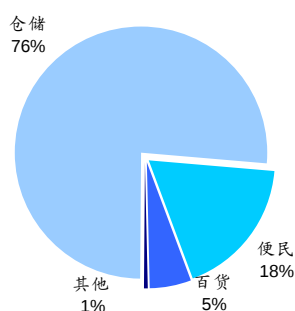
武汉中百下属超市和百货两个业态，其中超市业务是公司的核心业务，其又分为中百仓储超市和中百便民超市，中百仓储是公司收入和利润的主要来源。

2009 年公司拥有中百仓储 139 家，实现营业收入 77.03 亿元，净利润 1.47 亿元，分别占总收入及净利润的 76.29%和 68.54%；拥有中百便民共 500 家，实现营业收入 18.01 亿元，净利润 3737 万元，分别占总收入及净利润的 17.84%和 17.47%；09 年公司 4 家百货商场贡献营业收入 5.34%，贡献净利润为 7.34%。

2010 上半年，公司拥有中百仓储门店、中百便民门店和百货门店分别为 145 家、513 家和 4 家，实现营业收入分别为 46.93 亿元、10.19 亿元和 3.11 亿元，占总收入比重分别为 77.51%、16.83%和 5.13%。

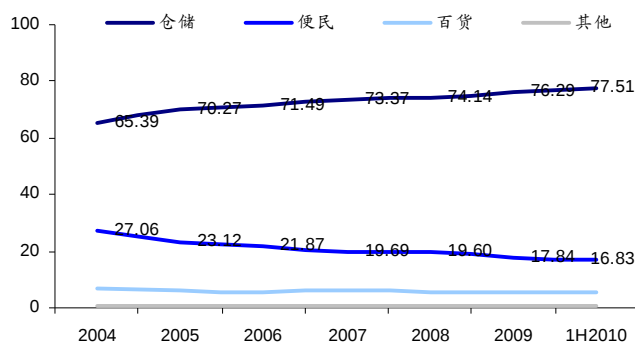
从历年情况看，中百仓储对公司收入的贡献比重也在持续提高中。图 10 和图 11 显示了公司 09 年各业务收入占比情况以及公司历年各业务收入占比的变化。

图 10 武汉中百 09 年各业务收入占比情况



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 11 武汉中百历年各业务收入占比情况（%）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

3.1 中百仓储：十年奠定区域影响力，或将大力开拓二三线及县级城市

中百仓储经营的门店一般面积较大（大部分超过 6000 平米，少部分 2000-6000 平米，面积较小的超市主要包括在重庆开设的部分门店以及一些高级超市），辐射半径在 2 公里以上。中百仓储属于大卖场业态，卖场内品类齐全，消费者可以在一个网点买到所有类别的东西，较为适合中部地区尤其是二三线城市居民的消费习惯。

3.1.1 未来 2-3 年公司仍以湖北省内扩张为主要发展方向，而二三线城市及县级城市可能成为发展重点

中百仓储自 1998 年 6 月第一家门店唐家墩购物广场开业以来，一直处于稳步扩张中：2002 年中百仓储第一家武汉市外异地门店随州购物广场开业；2005 年湖北省外第一家门店重庆万寿店开业。

截至 10 年前三季度，中百仓储共有 147 家门店，其中武汉市 57 家、湖北省 55 家，重庆市 35 家。我们预计公司今明两年每年仍将增加 15 家以上仓储门店。表 1 列示了中百仓储网点的扩张情况。

表 1 中百仓储网点扩张情况

	2005	2006	2007	2008	2009	1-3Q2010
网点数量（家）	43	85	104	125	139	147
武汉市		50	34	45	52	57
湖北省			32	44	51	55
重庆市		35	38	36	36	35
新增网点（家）	10	43	19	21	14	8
武汉市	8	4	6	11	7	5
湖北省		6	10	12	7	4
重庆市	2	33	3	-2	0	-1

资料来源：公司公告，海通证券研究所

基于我们之前的分析，武汉市由于在全省一支独秀的经济地位，长期以来成为各大连锁超市集团在湖北省布点扩张的首选，其中外资大卖场的渗透度也非常高；截至目前，沃尔玛、家乐福、易初莲花及麦德龙在武汉分别有 5 家、7 家、3 家和 2 家门店；此外，新一佳、大润发和百佳超市分别有 3 家、1 家和 1 家门店。

而从武商集团旗下门店分布看，至 10 年中期，中百仓储、武商量贩和中商平价在武汉各有 55 家、37 家及 35 家左右的门店，竞争较为激烈。表 2 列示了截至目前湖北及武汉地区超市行业的竞争情况。

表 2 截至目前湖北地区主要超市门店情况

	门店分布	国家/地区	进入时间
沃尔玛	9 家（5 家武汉，1 家襄樊，1 家荆州，2 家宜昌）	美国	2004.11
家乐福	7 家（都在武汉）	法国	1998.11
易初莲花	3 家（都在武汉）	泰国	2002.11
麦德龙	2 家（都在武汉）	德国	2001 年初
大润发	2 家（1 家武汉，1 家荆州）	台湾	2002/2003
百佳	1 家（都在武汉）	香港	2006.12
新一佳	4 家（3 家武汉，1 家荆门）	深圳	2004.8
中百仓储	145 家（55 家在武汉，53 家在湖北省二三级城市，37 家在重庆）		1998.6.28
武商量贩	70 家（37 家在武汉，33 家在二线城市）		1997.9.8
中商平价	约 35 家（18 家在武汉，17 家在湖北省二三级城市）		2000

注：中百仓储、武商量贩和中商平价门店数截至 10 上半年，其余超市门店数截至目前

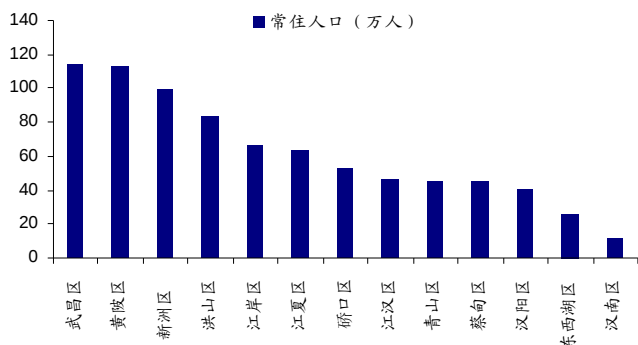
资料来源：互联网，公司公告，海通证券研究所

从武汉市各区看，江汉区、武昌区、江岸区、洪山区、硚口区、汉阳区是武汉市消费能力最强也是人口最多的几大区，但同时也是各大卖场竞争最激烈的区域（参见图 12-图 13 及表 3）。

以武昌区为例，08 年底武昌区常住人口为 114 万人，位列武汉市第一位，但该区拥有 4 家外资大卖场，1 家新一佳门店以及中百仓储、武商量贩、中商平价等门店共 8 家左右，平均约 8.8 万人支撑一个门店；再以较为繁华的江岸区为例，08 年底江岸区常住人口为 67 万人，区域内大卖场约 14 家左右（其中外资大卖场 4 家），平均约 4.8 万多人支撑一个门店。

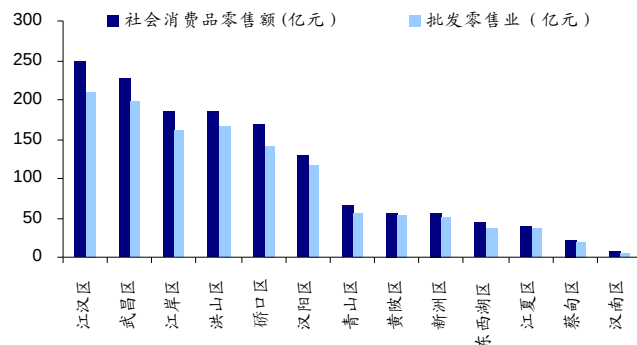
因此在考察了武汉各个商圈市场后，我们认为虽然中百仓储在武汉市具有数十年的群众基础，商誉较好，但由于武商量贩在武汉市的影响力也很大，同时一些外资超市在当地经营得也较为成功，公司在武汉市内的拓展空间将相对较小，而竞争将更为激烈。

图 12 2008 年武汉市各区常住人口分布情况



资料来源：武汉年鉴，海通证券研究所

图 13 2008 年武汉市各区社会消费品总额情况



资料来源：武汉年鉴，海通证券研究所

表 3 武汉市主要区域超市竞争情况

		武昌区	洪山区	江汉区	江岸区	硚口区	汉阳区
外资及港澳台等地区竞争超市	麦德龙	洪山店		汉口店			
	沃尔玛	徐东大街分店		中山大道店		宗关西汇店	
	家乐福	洪山广场店	光谷店		建设大道店、二七店	武胜店	十升店
	易初莲花	武珞路店			竹叶山店、宝丰店		
	新一佳	杨园店	卓刀泉店		青年路店		
	大润发			江汉店			
	百佳				武汉店		
武商集团旗下部分超市	中百仓储	首义路店、水果湖菜市场、烽火店、梨园店	珞狮路购物广场店、光谷店	友谊路购物广场店、常青店、北湖店、名意店	二七路购物广场、洞庭街店、黄州街店、汉客隆店、台北路店	古田路购物广场、人民广场店	金凯购物广场、鹦鹉州购物广场
	武商量贩	三角路店、沙湖店	珞瑜购物广场、光谷店、崇文店	常青店、百盛店	港澳超市店、新华家园店		
	中商平价	徐东购物广场、南湖店	光谷店、曙光店		三阳店		

资料来源：互联网，海通证券研究所

而从湖北省其他区域看，我们认为公司在省内二三线城市和县级区域仍有较大的发展空间：2009 年底，湖北省总人口为 5720 万人，其中城镇人口比重达到 46%，约为 2631 万人，除去武汉市约 541 万的非农业人口，省内二三线城市和县级区域约有城镇人口 2090 万人，若考虑到 09 年湖北省 0.348% 的人口自然增长率，预计 2010 年底湖北省（除武汉市）共有城镇人口 2097 万人左右。

按照 10 万人口支撑一个大卖场计算，同时除去目前已在省内二三线城市布点的约 109 家卖场（参见表），省内（除武汉市）至少还可以容纳 100 家以上的大卖场。我们预计公司未来每年新开仓储超市 15 家以上，而武商量贩每年新开门店可能达 15-20 家，假设两家公司新开门店中均有 2/3 在省内二三线城市及县级区域扩展，我们认为公司在未来 4-5 年内湖北省内的扩张空间是足够的。

需要说明的是，我们计算的这一扩张空间是相对较为保守的，若考虑到人口自然增长因素、省内城市化率的不断上升以及二三线城市居民消费能力的进一步提高（二三线城市的社会消费品零售总额的增速大大高于武汉市），公司布点的拓展空间有望进一步加大。

除去我们以上所分析的因素，省内县级城市居民喜欢在一个网点买到所有类别商品

的消费习惯也较为适合中百仓储这种综合性大卖场的优势发挥。因此，我们预计公司在湖北省多年来积累的影响力及超市管理优势使其在未来 2-3 年仍将以湖北区域内扩张为主要发展方向，而二三线城市及县级城市或将成为其发展重点。

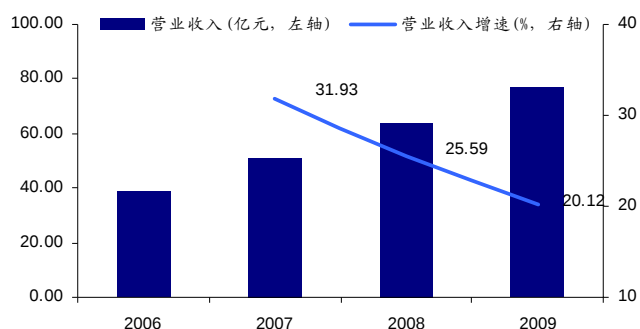
3.1.2 中百仓储财务分析

中百仓储在规模和经营的扩张也同时反映在了销售额和净利润的增长上（参见图 14 和图 15），2007-2009 年，中百仓储实现营业收入分别为 51.06 亿元、64.12 亿元和 77.03 亿元，同比增长 31.93%、25.59%和 20.12%；实现净利润分别为 9709 万元、1.35 亿元和 1.47 亿元，同比增长 49.86%、39.54%和 8.21%；2010 上半年，中百仓储实现营业收入 46.93 亿元，同比增长 22.15%。

2009 年收入和利润增速的下降主要是由于经济危机和 CPI 下行所导致的同店增速的下降以及在这一背景下竞争加剧引起的打折促销力度加大后毛利率的较大下降；09 年中百仓储营业利润率和净利润率分别同比下降了 0.39 和 0.21 个百分点（参见图 16）；而 2010 年随着经济回暖以及 CPI 不断上升，中百仓储的收入及毛利均有较好的回升。

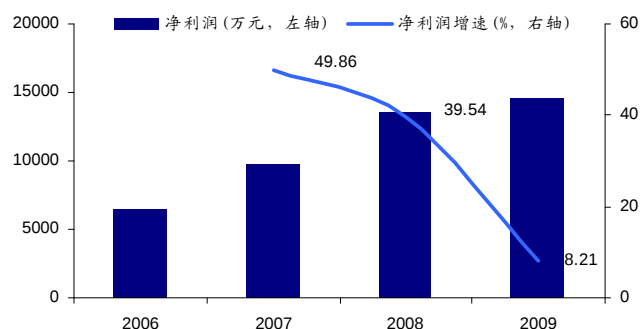
公司在重庆市现有 35 个网点，经营仍处于扭亏改善中。跨区域门店的经营难度较大主要是由于公司在当地开展业务时间不长，供应链还不够完善，在湖北省的采购配送优势在重庆无法发挥出来；另外，熟悉当地的市场情况、根据消费者消费习性、喜好的差异调整商品结构和服务方式等也需要一定的时间。公司目前对重庆门店的管理以及物流配送均下了一定力度进行改善，我们预计在 11 年之后或可看到部分效果。

图 14 中百仓储营业收入及增长率情况



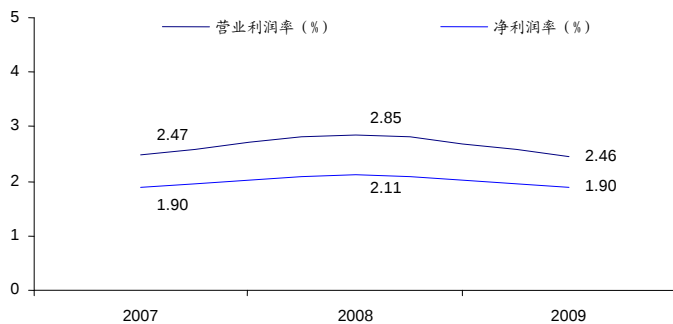
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 15 中百仓储净利润及增长率情况



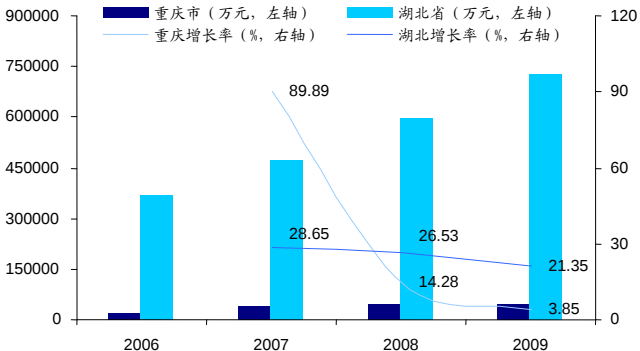
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 16 中百仓储营业利润率及净利润率情况



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 17 中百仓储在湖北省及重庆市营业收入及增长率



资料来源：公司公告，海通证券研究所

3.2 中百便民：社区覆盖率高；净利润率稳定提升

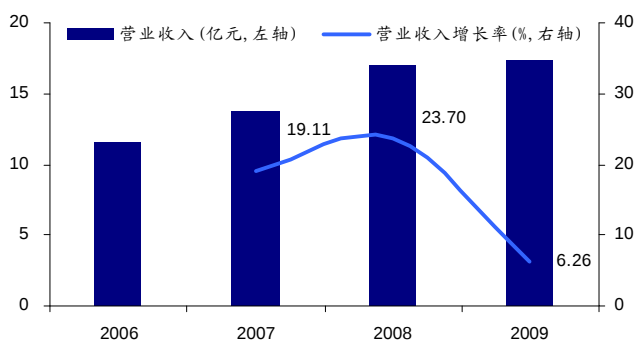
公司超市的另一业态中百便民超市面积一般在 2000 平米以下，以 500-1000 平米为主，主要经营包装食品、生鲜食品和日用品，属于标准超市业态。中百便民门店辐射半径 2 公里左右，以社区顾客为主，是武汉市唯一辐射社区的连锁超市，社区覆盖率达 70% 以上。

自 2001 年公司整体收购了 49 家武汉金田超市并更名为中百超市（即中百便民）以来，便民超市的发展速度较快，03 年已拓展到 200 家门店；而公司 05 年启动的特许加盟计划使得中百便民的拓展速度更进了一步。

2009 年，中百便民净增 21 家门店，达到 500 家，其中直营店数量约占 85% 左右，主要分布在武汉市内，另有少部分位于黄石、鄂州、孝感等周边城市。我们预计 10 年公司将净增 50 家左右门店，其中直营店可能达到 35 家左右。同时我们认为，未来武汉市新社区的不断开发、武汉周边市区以及农村市场仍存在的较大的发展空间可使得公司未来的持续开店能力得到一定保障。

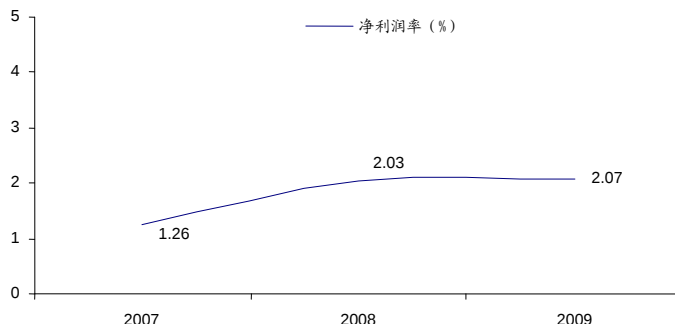
中百便民在其经营的区域内具有一定的优势，面临竞争较小，其不断增加的增值服务（公交 IC 卡充值、水电费代收、电子售卡、固话电信代办等）也进一步提高了社区居民的进店意愿。因此中百便民近年来的销售规模和净利润率均稳步上升，09 年实现营业收入 18.01 亿元，净利润 3737 万元，分别同比增长 6.26% 和 8.75%；净利润率进一步提升至 2.07%（参见图 18 和图 19）。

图 18 中百便民营业收入及增速



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 19 中百便民净利润率变化



资料来源：公司公告，海通证券研究所

3.3 百货业务：或可存在规模进一步扩张

公司旗下现有 4 家百货门店，分别是中心百货大楼、青山百货商场、江夏中心百货以及今年上半年开业的监利购物中心，其中前三家位于武汉市内，后一家则位于荆州市（参见表 4）。

公司百货业务目前对收入和利润的贡献不大，2007-2010 上半年，公司百货业务实现收入分别为 4.41 亿元、4.99 亿元、5.40 亿元和 3.11 亿元，占总收入比重分别为 6.34%、5.77%、5.34% 和 5.13%，而净利润率基本维持在 3-4 个百分点左右。目前百货业务占公司总收入比重稳定在 5% 左右，对公司整体收入和利润的影响并不大。

表 4 中百百货网点情况

门店	位置	开业时间	面积（万平方米）	物业性质	商品定位
中心百货	武汉市江汉路步行街商圈	1949 年	1.44	自有	中档
江夏百货	武汉市江夏区	2003 年	1.05	租赁	中低档
青山百货	武汉市青山区	1993 年	1.00	自有	中低档
监利购物中心	荆州市监利县	2010 年 2 月	1.30	租赁	时尚大众百货

资料来源：公司公告，海通证券研究所

4. 加大物流配送建设，提升盈利效率

公司目前拥有吴家山常温物流配送中心、低温冷链食品配送中心、通过型蔬果配送中心以及武汉汉鹏物流等配送中心；其中主要承担内部配送的是吴家山常温干货配送中心，其占地 5.8 万平米，库容面积约 3.5 万平米，承担了中百便民超市 70% 左右的配送任务，以及武汉市外的超市 20-30% 的配送任务；而拥有 1.2 万吨冷库的低温冷链食品配送中心目前主要承担的是第三方配送，自配比例不高；武汉汉鹏物流师公司 09 年全资收购的物流企业，可支撑公司 120 家门店的配送需求。

此外，公司在今年 8 月公告投资建设武汉中百物流配送中心，在江夏经济开发区大桥新区征地 240 余亩，建设 90740 平方米的现代化生鲜食品加工及采配中心，为公司连锁网点提供蔬果、肉类、水产以及冷冻、冷藏生鲜食品的加工和配送服务。

由于公司超市门店的不断扩展，业务规模的持续加大，单靠武汉的配送中心已不能满足往二三线城市和县级区域拓展的需要，因此公司也正规划建设一系列的区域性配送中心，目前在黄冈市的浠水县、咸宁市、恩施州等地都有做物流配送项目（参见表 5）。此外，我们预计公司未来还有计划把重庆区域的物流配送建设起来，以解决跨省经营中供应链不够完善的问题，提升重庆门店的盈利能力。

表 5 公司配股募集资金投向中配送中心项目

项目	征地（亩）	占地面积（万平方米）	建筑面积（万平方米）	建设期	配送能力（万件）	预计年收入（万元）	预计净利润（万元）
咸宁物流配送中心	80	1.97	2.07	18 个月	2000	3140	276
浠水县物流配送中心	50	1.57	1.67	19 个月	1900	2983	290

资料来源：公司公告，海通证券研究所

5. 财务分析：销售规模稳步扩大、净利润率不断提升

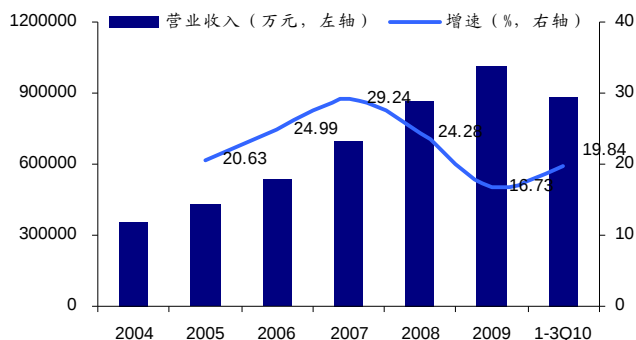
公司近年来销售收入基本保持稳定增长的态势（参见图 20）；2007-2010 前三季度，公司实现营业收入增速分别为 29.24%、24.28%、16.73% 和 19.84%，其中 09 年较低的增速主要是由于经济危机和 CPI 下行所带来的同店增速大幅下降以及外延扩张收入释放较慢所致；公司历年来营业收入增速的变化基本反映了其内生增长和外延扩张的情况。

2007-2010 前三季度，公司综合毛利率分别为 17.35%、18.23%、18.15% 和 18.18%（参见图 22），其中占收入比重 95% 左右的超市业务毛利率 2007-2009 年分别为 17.36%、18.22%、17.95%；09 年公司超市业务毛利率的较大下降主要还是由于上半年受 CPI 指数下跌以及竞争促销压力等因素的影响，而其中中百仓储由于面临的竞争环境更为激烈，从而所受影响较大；我们预计未来随着公司物流配送体系的逐渐完善、直采比例的进一步加大，其超市业务的毛利率将有较好的提升。

随着公司门店的扩张及规模的逐步加大，其销售和管理费用率近年来逐步上升（参见图 23）；2007-2010 前三季度，公司销售和管理费用率分别为 14.06%、14.54%、14.65% 和 14.83%；而财务费用则经过两次配股后利息支出的减少而有所下降。

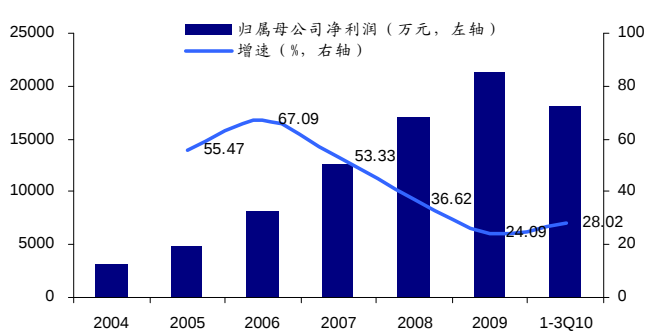
2010 前三季度,公司实现归属母公司净利润 1.82 亿元,同比增长 28.02%,较 2009 年 24.09%的增速有所回升,这主要得益于经济回暖以及 CPI 回升后收入的释放和综合毛利率的提升。此外,公司历年来净利润率也不断提升,自 2006 年的 1.44%提升至目前的 2%以上(参见图 21-图 22),显示了其盈利能力的不断提高;如果不考虑百货业务占比不同等因素,2%左右的净利润率在目前 A 股整个超市行业中处于中间水平,我们认为未来随着公司供应链体系的进一步改善,其净利润率仍有一定的提升空间。

图 20 武汉中百营业收入及增速



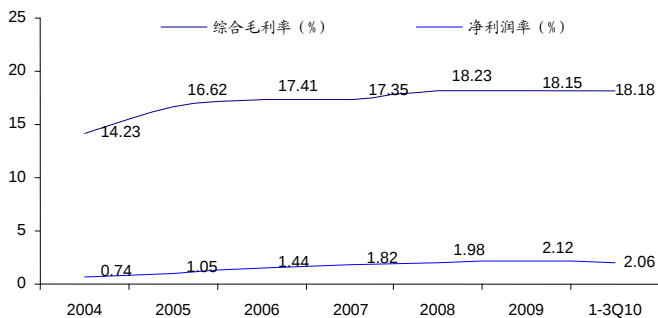
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 21 武汉中百净利润及增速



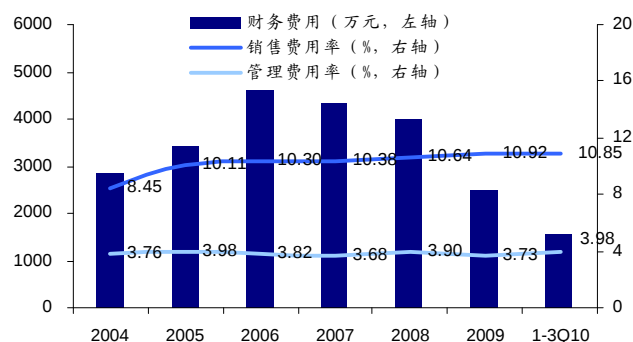
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 22 武汉中百毛利率及净利润率



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 23 武汉中百期间费用情况



资料来源：公司公告，海通证券研究所

6. 公司盈利预测

我们对公司损益表的预测主要基于报告第三部分对公司主要业务的分析、第五部分对公司财务状况的分析以及如下假设：

(1) 假设 2010-2012 年中百仓储净增门店分别为 16 家、19 家和 18 家，中百便民净增直营门店分别为 35 家、45 家和 45 家；

(2) 假设 2010-2012 年中百仓储湖北地区成熟门店单店销售分别为 8300 万元、8800 万元和 9400 万元，重庆地区单店销售额分别为 1400 万元、1540 万元和 1694 万元；中百便民成熟门店单店销售额分别为 450 万元、480 万元和 530 万元；

(4) 假设中百仓储新开门店第一年收入为成熟门店的 1/2，第二年收入为成熟门店的 3/4，平均培育期 2 年左右；中百便民第一年收入为成熟门店的 3/4，平均培育期 1-2 年。

(5) 假设 2010-2012 年公司超市业务毛利率分别为 18.20%、18.32%和 18.50%；百货业务毛利率分别为 20.60%、20.90%和 21%。

表 6 列示了公司门店扩张、各业态营业收入、总收入及综合毛利率的预测情况。

表 6 公司营业收入及毛利率预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
中百仓储						
中百仓储营业收入（万元）	510597	641240	770269	945389	1153228	1400471
同比增长（%）	31.93	25.59	20.12	22.74	21.98	21.44
其中：湖北营业收入（万元）	471282	596311	723612	896400	1097800	1339500
同比增长（%）	28.65	26.53	21.35	23.88	22.47	22.02
重庆营业收入（万元）	39315	44929	46657	48989	55428	60971
同比增长（%）	89.89	14.28	3.85	5.00	13.14	10.00
中百仓储网点（家）	104	125	139	155	174	192
增加（家）	19	21	14	16	19	18
其中：湖北网点（家）	66	89	103	120	138	156
增加（家）	16	23	14	17	18	18
重庆网点（家）	38	36	36	35	36	36
中百便民						
中百便民营业收入（万元）	137016	169491	180099	204863	238920	287658
同比增长（%）	19.11	23.70	6.26	13.75	16.62	20.40
中百便民直营店网点（家）	383	407	429	464	509	554
增加（家）	11	24	22	35	45	45
百货业务						
百货营业收入（万元）	44105	49934	53962	61517	68899	77166
同比增长（%）	43.72	13.22	8.07	14.00	12.00	12.00
其他业务收入						
其他业务收入（万元）	4224	4248	5275	6000	6000	6000
营业总收入及综合毛利率						
营业收入合计（万元）	695942	864913	1009604	1217769	1467047	1771295
同比增长（%）	29.24	24.28	16.73	20.62	20.47	20.74
综合毛利率（%）	17.35	18.23	18.15	18.41	18.50	18.66
超市业务毛利率（%）	17.36	18.22	17.95	18.20	18.32	18.50
百货业务毛利率（%）	19.22	20.24	20.57	20.60	20.90	21.00

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 7 是我们在表 6 的基础之上，所测算出的公司未来三年的损益表，除了前面的分析，我们预测的假设还包括：

（1）公司 2010-2012 年销售费用率分别为 10.80%、10.72%和 10.70%，管理费用率分别为 3.85%、3.80%和 3.75%；

（2）公司 2010-2012 年有效所得税率为 28%；

（3）总股本为 68102.15 万股保持不变。

根据海通证券盈利预测模型（参见表 7），我们测算出公司 2010-2012 年摊薄每股收益分别为 0.42 元、0.51 元和 0.66 元。

表 7 武汉中百损益表预测（2010-2012）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入（万元）	695942	864913	1009604	1217769	1467047	1771295
同比增长（%）	29.24	24.28	16.73	20.62	20.47	20.74
营业总成本（万元）	681812	842694	983421	1181869	1419656	1709552
营业成本（万元）	575212	707275	826378	993550	1195605	1440786
营业成本/营业收入（%）	82.65	81.77	81.85	81.59	81.50	81.34
营业税金及附加（万元）	4060	5356	6538	7915	9536	11513
营业税金及附加/营业收入（%）	0.58	0.62	0.65	0.65	0.65	0.65
销售费用（万元）	72221	92025	110240	131519	157267	189529
销售费用/营业收入（%）	10.38	10.64	10.92	10.80	10.72	10.70
管理费用（万元）	25626	33738	37645	46884	55748	66424
管理费用/营业收入（%）	3.68	3.90	3.73	3.85	3.80	3.75
财务费用（万元）	4335	3983	2503	2000	1500	1300
资产减值损失（万元）	358	317	116	0	0	0
非经营性净收益（万元）	2167	-1227	1213	2000	0	0
营业利润（万元）	16297	20992	27397	37900	47390	61743
同比增长（%）	70.04	28.81	30.51	38.34	25.04	30.29
营业外收入（万元）	733	3236	2676	1800	500	500
营业外支出（万元）	156	222	182	450	0	0
利润总额（万元）	16874	24005	29891	39250	47890	62243
同比增长（%）	71.82	42.26	24.52	31.31	22.01	29.97
所得税费用（万元）	4231	6846	8502	10990	13409	17428
有效所得税率（%）	25.08	28.52	28.44	28.00	28.00	28.00
净利润（万元）	12643	17159	21389	28260	34481	44815
同比增长（%）	63.60	35.72	24.65	32.12	22.01	29.97
净利润率（%）	1.82	1.98	2.12	2.32	2.35	2.53
归属于母公司所有者的净利润（万元）	12582	17189	21330	28260	34461	44785
同比增长（%）	53.33	36.62	24.09	32.49	21.94	29.96
少数股东损益（万元）	61	-30	60	0	20	30
摊薄每股收益（元）	0.185	0.252	0.313	0.415	0.506	0.658

资料来源：公司公告，海通证券研究所

7. 不确定性因素

公司未来面临的不确定因素主要体现在以下几个方面：

- （1）区域内宏观经济的影响因素以及区域内日益激烈的竞争环境；
- （2）如果公司的业态结构有战略性的变化，则可能对其中短期业绩产生影响。

8. 估值与投资建议

我们使用了相对估值法来对武汉中百的合理价值进行评估。表 8 是我们重点覆盖的 A 股主要超市类上市公司的估值水平。目前国内主要超市类 A 股公司以 2010 年 EPS 计算的 PE 简单均值为 46.9 倍，区间为 [29.9, 80.4]；以 2011 年 EPS 计算的 PE 简单均值为 33.0 倍，区间为 [24.6, 50.2]。

我们认为，武汉中百是属于质地较好的区域性超市企业，门店扩张稳健有序，在经

营管理、供应链整合等方面也均有着较好的能力；而公司目前对物流配送中心建设的重视也为其门店的持续扩张和长远的发展提供了保障；2010 年 12 月 30 日该股收盘于 12.31 元，对应 2010-2012 年 PE 分别为 29.7 倍、24.3 倍和 18.7 倍，对应 2010 年的 PS 为 0.7 倍，估值相对其他超市类企业较为便宜，维持“增持”的投资评级并给予 15.18 元的目标价（对应 2011 年 30 倍 PE）。

表 8 可比公司估值比较

代码	简称	总市值(亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS	PB
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E		
002251	步步高	70	0.611	0.667	0.880	42.1	38.6	29.3	1.2	4.6
002264	新华都	35	0.428	0.574	0.827	51.6	38.5	26.7	1.1	6.5
002336	人人乐	97	0.574	0.624	0.795	42.1	38.7	30.4	1.1	2.8
600361	华联综超	50	0.125	0.186	0.282	82.4	55.6	36.6	0.5	2.8
601933	永辉超市	237	0.331	0.384	0.615	93.3	80.4	50.2	2.8	21.1
000759	武汉中百	84	0.313	0.412	0.501	39.3	29.9	24.6	0.8	3.5

资料来源：公司公告，wind，海通证券研究所

注：（1）PS 的计算以 2009 年销售收入为计算基准；（2）PB 的计算以 2010 年中报归属母公司权益为计算基准；

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路 颖：批发和零售贸易行业首席分析师

潘 鹤：批发和零售贸易团队

汪立亭：批发和零售贸易团队

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、新华百货、开元控股、友阿股份、人人乐、海宁皮城、天虹商场、华联综超、友好集团、西安民生、永辉超市

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈露 所长助理
(021) 23219435
chenl@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

联系人

高远 (021) 23219669
李宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387
单磊 (021) 23219428

联系人

汤慧 (021) 23219733

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
shanl@htsec.com

联系人

tangh@htsec.com

基金研究团队

娄静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
吴先兴 (021) 23219449
倪韵婷 (021) 23219419
杨俭秋 (021) 23219605

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
wuxx@htsec.com
niyt@htsec.com
yangjq@htsec.com

联系人

唐洋运 (021) 23219004
徐益鋈 (021) 23219443
陈瑶 (021) 23219645

tangyy@htsec.com
xuyj@htsec.com
chenyao@htsec.com

金融工程研究团队

雍志强 (021) 23219686
周健 (021) 23219444
丁鲁明 (021) 23219068

联系人

郑雅斌 (021) 23219395

zqyong@htsec.com
zhouj@htsec.com
dinglm@htsec.com

zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445
邱庆东 (021) 23219424

jiangjx@htsec.com
qiuqd@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409
联系人
蒋科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业

韩振国 (021) 23219400
刘惠莹 (021) 23219441

zghan@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403
潘鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵健 (021) 23219472

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021) 23219404

dengyong@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411
方维 (021) 23219438
舒灏 (021) 23219171
联系人
何继红 (021) 23219674

longh@htsec.com
fangw@htsec.com
shuh@htsec.com
hejh@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405

dingpin@htsec.com

纺织服装行业

区志航 (021) 23219407
联系人
唐爽爽 (021) 23219716

ouzh@htsec.com
tangss@htsec.com

非银行金融行业

潘洪文 (021) 23219389
谢盐 (021) 23219436
联系人
董乐 (021) 23219374

panhw@htsec.com
xiey@htsec.com
dl5573@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413
联系人
张孝达 (021) 23219697

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

王茹远 (010) 58067935
联系人
白洋 (021) 23219646

wangry@htsec.com
baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人
罗少平 (021) 23219390
虞楠 (021) 23219382

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
luosp@htsec.com
yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473

zhaocx@htsec.com

食品饮料行业

赵勇 (0755) 82775282

zhaoyong@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业

江维娜 (021) 23219610
联系人
刘宇 (021) 23219608
刘杰 (021) 23219269

jiangwn@htsec.com
liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com

有色金属行业

杨红杰 (021) 23219406
联系人
刘博 (021) 23219401

yanghj@htsec.com
liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267
联系人
易团辉 (021) 23219737

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244

chenzy@htsec.com

建筑建材行业

蒲世林 (021) 23219054

pysl@htsec.com

电力设备及新能源行业

张浩 (021) 23219383
联系人
房青 (021) 23219692

zhangh@htsec.com
fangq@htsec.com

公用事业

陆凤鸣（021）23219415
白瑜（021）23219430

lufm@htsec.com
baiy@htsec.com

银行业

联系人
冯梓钦（021）23219402

fengzq@htsec.com

社会服务业

联系人
孔维娜（021）23219223

kongwn@htsec.com

房地产业

涂力磊（021）23219747
联系人
贾亚童（021）23219421

tl5535@htsec.com
jiayt@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
（021）63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
（021）23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队

贺振华（021）23219381
胡雪梅（021）23219385
毛艺龙（021）23219373
辜丽娟（021）23219397

hzh@htsec.com
huxm@htsec.com
maoyl@htsec.com
gulj@htsec.com

上海地区销售团队

高 溱（021）23219386
季唯佳（021）23219384
黄 毓（021）23219410
朱 健（021）23219592
肖文宇（021）23219442

gaoq@htsec.com
jiwj@htsec.com
huangyu@htsec.com
zhuj@htsec.com
xiaowu@htsec.com

北京地区销售团队

孙 俊（021）23219454
殷怡琦（010）58067944

sunj@htsec.com
yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路689号海通证券大厦13楼
电话：（021）23219381
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com