

# 武汉中百（000759）：精耕细作亦有广阔空间

增持（维持）

## 商业

当前股价： 14.10 元

6 个月目标价： 18 元

报告日期： 2008 年 4 月 21 日

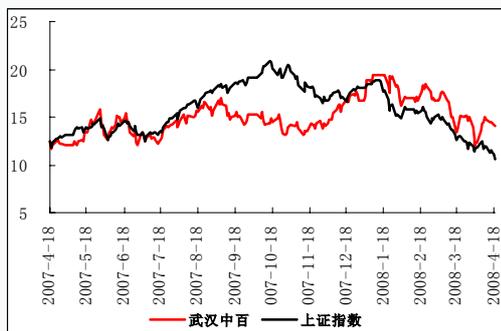
### 主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	6,959	8,693	10,503	12,442
(+/-)	29.2%	24.9%	20.8%	18.5%
营业利润	163	235	318	398
(+/-)	70.0%	44.4%	35.0%	25.4%
归属于母公司的净利润	126	177	238	299
(+/-)	53.3%	40.3%	35.0%	25.4%
每股收益（元）	0.31	0.44	0.60	0.75
市盈率（倍）	45	32	24	19

### 公司基本情况（2007 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通 A 股(万股)	40,036/37,948
流通市值（亿元）	56.45
每股净资产（元）	3.00
资产负债率（%）	69.11

### 股价表现（最近一年）



天相消费品组

联系人一向涛

021-58824282-859 [xiangt@txsec.com](mailto:xiangt@txsec.com)

联系人一施剑刚

服务热线 010-66045555

服务邮箱 [service@txsec.com](mailto:service@txsec.com)

- 我们认为国内当前连锁超市业态发展中一个突出特点是上游供应商相对分散，区域性较强，这更有利于具备区域规模化优势的企业发展。武汉中百作为一家主要在湖北省内发展的连锁超市业态公司，不断强化局部规模优势是其业绩近年来能保持稳步高速增长的主要原因。
- 根据07年统计数据，湖北省的人均GDP达到1996元接近2000元关口，城镇居民人均可支配收入突破万元大关，省内各区域经济发展日渐均衡。根据国内和国际经验，上述数据意味着湖北省很可能迎来连锁超市加速发展的时期。作为省内规模最大的连锁超市业态企业，武汉中百最有可能在这一历史性机遇中脱颖而出，发展前景广阔。
- “1+8”城市群以及大湖北城市圈的建设，为公司区域化拓展搭建了交通网络平台，加之公司本身就具备物流配送的核心竞争优势，使得公司区域化战略如鱼得水。
- 区域化领先优势增强了公司的谈判议价能力，使得公司可以从供应商那里以更低的成本进货，从而较好的预防通货膨胀带来的负面影响。大股东对其主业发展具备倾向性的支持和公司管理团队的长期稳定则有利于公司的长远发展。
- 主业方面，公司仓储超市和便民超市主营业务毛利率呈现逐年上升的趋势，但由于地方消费差异，加之公司门店营业面积偏小，在渠道费收入上公司与内地连锁超市相比还存在不小的差距。随着公司未来门店的增加，公司渠道费收入具备进一步提升的空间。
- 公司在高速增长的同时现金周转状况良好，净资产收益率稳步提高，费用控制得当，财务风险较小。
- 公司目前面临的短期风险主要新劳动法带来人力成本的额外上升，我们预计这部分人力成本增加在3000-4000万之间，预计全年人工成本在3.25亿元左右，同比增长33%。
- 维持“增持”评级。公司是连锁超市业态中经营稳健的区域龙头企业，并且业绩正处于快速增长期。我们预测公司08-10年的每股收益分别为0.44元、0.60元和0.75元，给予公司09年30倍PE，对应目标价18元，维持“增持”评级。



## 正文目录

<b>1. 天时：湖北经济进入加速发展期</b>	<b>5</b>
1.1 中部崛起，湖北蓄势待发	5
1.2 商业具备传统优势，武汉核心地位突出	6
1.3 省内发展日趋均衡，连锁超市迎来加速信号	7
<b>2. 地利：大湖北城市圈搭建交通网络平台</b>	<b>8</b>
2.1 物流配送是公司着力打造的核心竞争力	8
2.2 城市圈建设搭建完美拓展平台	9
<b>3. 人和：区域化优势赢得各方认可</b>	<b>11</b>
3.1 规模优势增加与供应商议价能力	11
3.2 大股东支持与管理层稳定有利于公司长远发展	12
<b>4. 主营业务分析</b>	<b>13</b>
4.1 中百仓储：区域领先	13
4.2 中百便民：区域垄断	16
4.3 渠道收入：仍有提升空间	17
<b>5. 公司财务分析</b>	<b>19</b>
5.1 现金流周转良好	19
5.2 净资产收益率逐年提升，费用控制得当	20
<b>6. 风险揭示</b>	<b>21</b>
6.1 新劳动法带来人力成本上升	21
6.2 扩张中面临人才瓶颈	22
6.3 其他资产及负债潜在风险分析	22
<b>7. 盈利预测</b>	<b>23</b>
<b>8. 公司估值和投资建议</b>	<b>24</b>
8.1 公司估值：合理价值 18 元	24
8.2 投资建议：增持	25



## 图表目录

图表 1: 湖北、中部六省与全国 GDP 增速比较.....	5
图表 2: 2007 年中部 6 省人均 GDP 比较.....	6
图表 3: 中部 6 省社会消费品零售总额与人均额比较.....	6
图表 4: 2007 年部分省会城市社会消费品零售额占全省比重.....	7
图表 5: 武汉市社会消费品零售总额占全省比重近年来呈现下降趋势.....	7
图表 6: 城镇人均可支配收入走势比较.....	8
图表 7: 2000 年以来联华超市门店增长情况.....	8
图表 8: 配送中心配送流程示意图.....	9
图表 9: 2007 年湖北省各区县主要经济指标.....	10
图表 10: 湖北部分主要交通项目建设简介.....	10
图表 11: 武汉市环线交通图及武汉市七条出口高速公路图.....	11
图表 12: 连锁超市与家电零售连锁业态特征比较.....	12
图表 13: 武商联三家商业上市公司经营网点统计表.....	13
图表 14: 仓储超市门店、收入占比、净利润占比变化情况.....	13
图表 15: 公司湖北与重庆区域仓储超市经营指标比较.....	14
图表 16: 中百仓储、华联综超、世纪联华毛利率比较.....	15
图表 17: 国内主要大卖场在各省市分部情况.....	15
图表 18: 湖北省主要大卖场分布情况.....	16
图表 19: 便民超市门店、收入占比、净利润占比变化情况.....	17
图表 20: 中百便民与联华超市毛利率比较.....	17
图表 21: 武汉中百、华联综超、联华超市综合收益率比较.....	18
图表 22: 三家公司渠道费占采购金额、采购支付现金、营业收入的比重比较.....	18
图表 23: 公司近年来渠道费占比变化情况.....	19
图表 24: 公司现金周转期.....	19
图表 25: 公司流动比率、速动比率与每股经营性现金流指标.....	20
图表 26: 公司近年来的综合收益率与净资产收益率.....	20
图表 27: 公司三项费率变化情况.....	21
图表 28: 武汉中百与华联综超费率比较.....	21
图表 29: 武汉中百员工人数和人工成本近年来增长情况.....	21
图表 30: 人工成本占两项费用比.....	22
图表 31: 公司其他应收款帐龄表.....	22
图表 32: 门店预计变动情况.....	23
图表 33: 公司盈利预测表 (单位: 万元).....	24
图表 34: 同类上市公司主要估值指标比较 (单位: 元、倍).....	25

## 本报告试图回答以下几个问题

- 1、武汉中百区域化战略前景如何？是否还具备进一步发展空间？
- 2、湖北地区连锁超市发展现状如何？武汉中百在其中处于什么位置？未来竞争是否具备优势？
- 3、武汉中百主要经营指标与国内连锁超市相比优劣何在？渠道费收入是否具备提升空间？
- 4、连锁超市业态的公司在加速发展中最应该关注的财务指标是什么？武汉中百在这方面表现怎样？
- 5、公司人工成本在 2008 年增长会有多大？公司存在潜在风险的资产有哪些？
- 6、武汉中百的合理价值是多少？

## 前言

武汉中百是目前华中地区最大的连锁超市业态企业，根据公司的门店分布情况，不考虑重庆因素，其仓储超市 50% 以上和便民超市 90% 以上的门店都在武汉市区，公司未来的战略是继续深化拓展湖北省内市场，在省内县级以上城市实现框架性覆盖。

我们认为，连锁超市的发展与市场潜力、物流配送以及供应商三者密不可分，契合上述因素的发展战略可以更有效的利用公司资源。公司在武汉地区的优势地位已经非常明显，未来内生成长稳定。而随着湖北省经济进入加速发展期，省内各地区经济未来会更加均衡，这为连锁超市发展提供了机遇；湖北省“1+8”城市试验圈以及大湖北城市圈的建设，为公司物流配送提供了网络平台；区域规模优势增加了公司与供应商谈判议价的能力，大股东武商联具有倾向性的协调和公司管理层的稳定及精诚团结，则有利于公司长远发展。公司主业经营毛利率稳步提升，但与国内同业态公司相比，其渠道费收入还具备进一步提升的空间。

公司立足武汉，做深做透湖北市场的战略与当地经济发展相得益彰，在湖北省整体经济带动下，公司的高速成长在未来 2—3 年内有望得到延续。

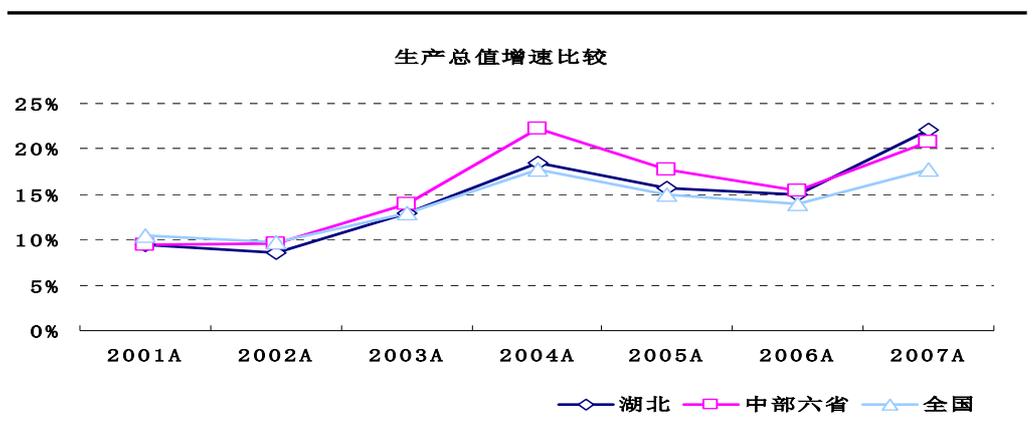
## 1. 天时：湖北经济进入加速发展期

### 1.1 中部崛起，湖北蓄势待发

中部六省位于中国内陆腹地，包括湖北、湖南、安徽、江西、山西、河南 6 省，总面积 102.8 万平方公里，占全国的 10.7%；2006 年底总人口 3.53 亿，占全国的 27.3%。

近年来我国中部迎来了前所未有的发展机遇，2006 年《中共中央国务院关于促进中部地区崛起的若干意见》及各部委出台的一系列促进中部崛起的政策措施，为中部崛起指明了发展方向，创造了起飞条件。随着中部崛起战略的深入实施，中部 6 省开始步入经济发展的黄金时期。

图表 1：湖北、中部六省与全国 GDP 增速比较

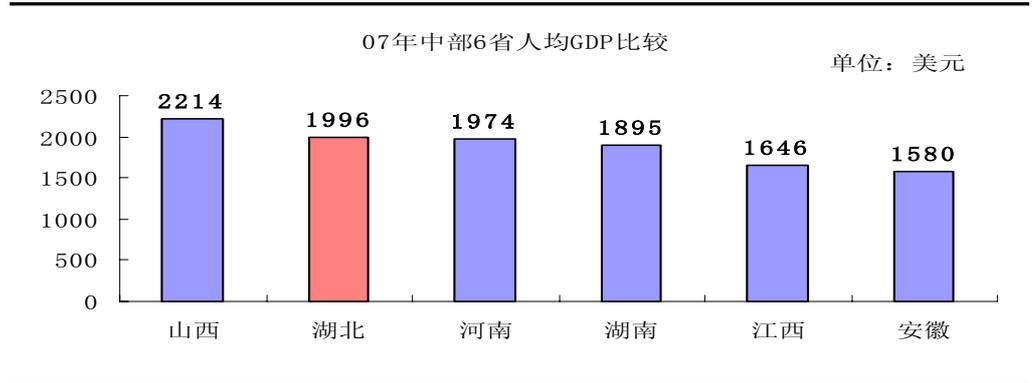


资料来源：各省市统计局网站，国家统计局网站，天相投顾整理

上图可以看出，2003 年以来中部 6 省 GDP 增速一直高于全国平均增速。根据有关部门最新数据统计，2007 年中部六省实现生产总值 5.2 万亿元，按可比价格计算，比去年增长 14.2%，比 2006 年提高 1.1 个百分点，创近 5 年来最高水平。这其中，湖北省 07 年实现生产总值 9150 亿元，按可比价格计算同比增长 14.5%，高出中部六省平均水平 0.3 个百分点，为 1979 年以来增幅最高的一年。

2007 年，湖北省人均 GDP 达到 1996 美元，这落后于山西省，排在中部 6 省第二位。按目前的趋势，该指标突破 2000 美元关口指日可待，从国际上的经验来看，人均 GDP 达到 2000 美元后，人们对经济前景将普遍看好，对经济发展的信心增加，投资将会保持良好的态势。经济将从人均 GDP2000 美元以下的经济起飞阶段迈入 2000-10000 美元的加速发展阶段。世界许多国家和地区在人均 GDP 达到 2000 美元后，其经济往往都能继续保持较高的增长速度，而且持续时间较长。

图表 2: 2007 年中部 6 省人均 GDP 比较



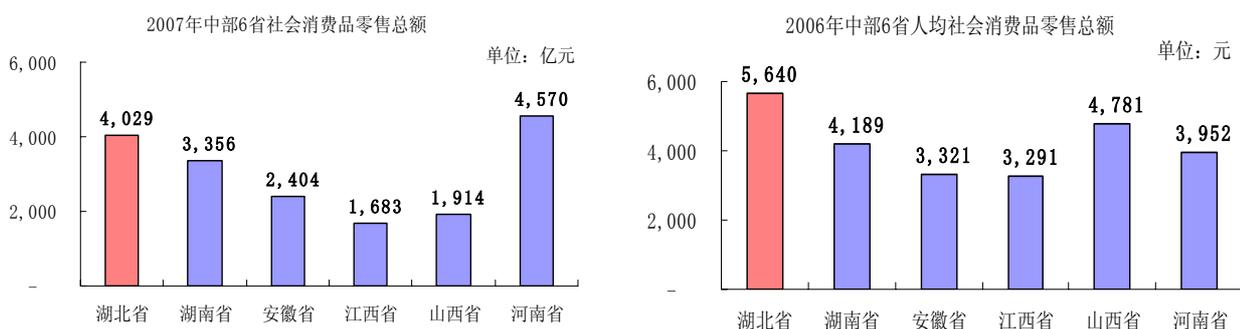
资料来源: 各省市统计局网站, 天相投顾整理

## 1.2 商业具备传统优势, 武汉核心地位突出

中部 6 省中, 湖北省的商业经济具备悠久历史传统, 而武汉市更有“九省通衢”的美誉。在调研中, 我们也能深刻感受到当地商业经济的繁荣。目前武汉市内有四家商业内上市公司, 分别是武汉中百 (000759), 鄂武商 (000501)、武汉中商 (000785) 以及汉商集团 (600774), 此外还有众多外来零售巨头如香港新世界、王府井、银泰百货、家乐福、沃尔玛、麦德龙等, 商业各业态竞争非常激烈。

比较中部 6 省近年来社会消费品零售总额的数据我们也可以看到这个特点。2007 年湖北省实现社会消费品零售总额 4029 亿元, 居全国第七位, 在中部 6 省中位居第二, 仅在河南之后。考虑到河南人口几乎是湖北总人口的 1.6 倍 (2006 年统计数字, 湖北省总人口 6050 万人, 河南省 9820 万人), 我们比较了各省 06 年人均社会消费品零售额, 可以看到, 湖北省在该指标上要远高于中部其他 5 省。

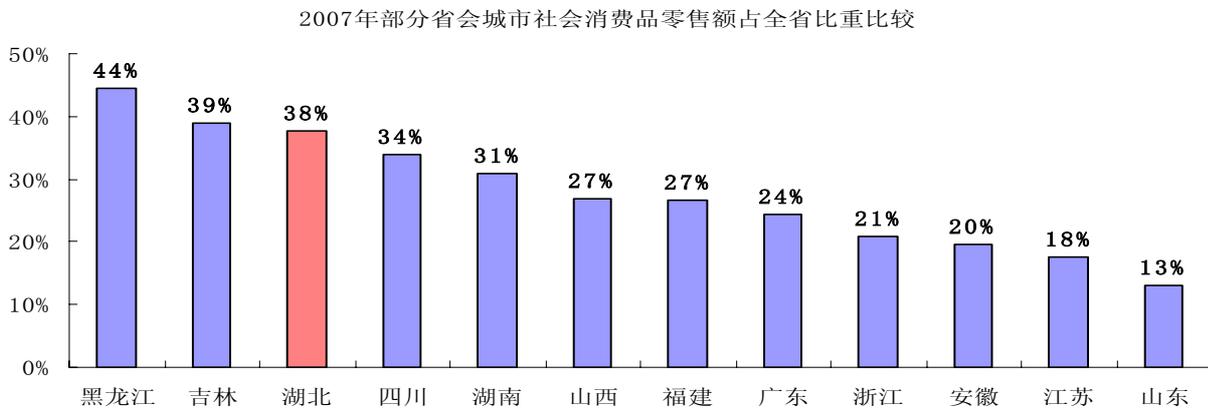
图表 3: 中部 6 省社会消费品零售总额与人均额比较



资料来源: 各省市统计局, 天相投顾整理

湖北商业呈现的另一特征是发展比较集中。根据相关数据, 武汉市 07 年实现社会消费品零售总额 1518 亿元, 排在上海、北京、深圳、广州、天津、重庆之后, 占到了全省的 37.7%, 这一比例要显著高于一般省市中省会城市占比。这一方面说明武汉市的消费力很强, 同时也意味着省内其他区域处于相对落后的状态, 未来省内商业发展还大有潜力可挖。

图表 4: 2007 年部分省会城市社会消费品零售额占全省比重



资料来源: 各省市统计局, 天相投顾整理

### 1.3 省内发展日趋均衡, 连锁超市迎来加速信号

虽然武汉市社会消费品零售总额在全省占比相对其他省市较高,但是从发展趋势来看,这一比重近年来是呈现下降趋势的。我们认为,随着省内整体经济开始加速,在经历了前几年武汉市一支独秀的局面后,省内其他地区消费市场正日趋活跃。

图表 5: 武汉市社会消费品零售总额占全省比重近年来呈现下降趋势

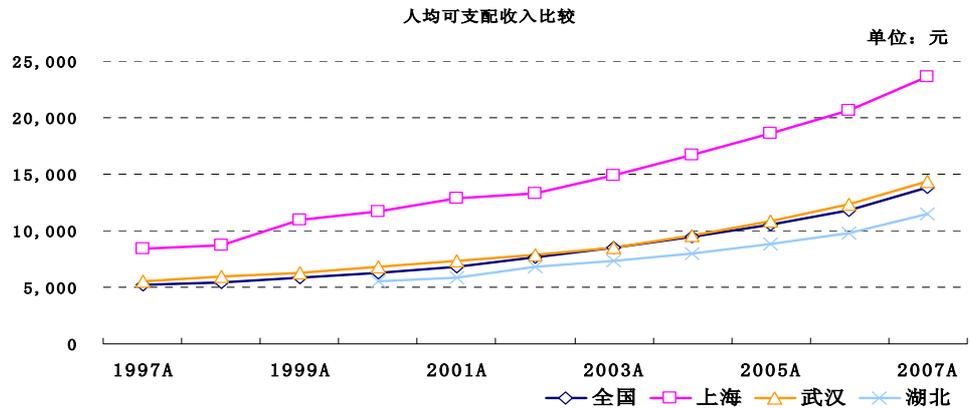


资料来源: 武汉市统计局, 湖北省统计局, 天相投顾整理

根据湖北统计局相关统计数字,2007 年湖北省城镇居民人均可支配收入首次突破万元,达到了 11485 元。从国内和国际经验来看,我们认为这意味着湖北可能迎来一个全省范围内连锁超市业态加速发展的黄金时期,为此我们对联华超市在这一个期间的发展做了简要分析。

我们比较了全国、上海、湖北以及武汉四者城镇居民人均可支配收入近年来的走势,可以看到,上海早在 1999 年即实现了城镇人均可支配收入突破万元大关,武汉市在 2005 年达到上述标准,湖北全省则是在 07 年方实现万元突破。

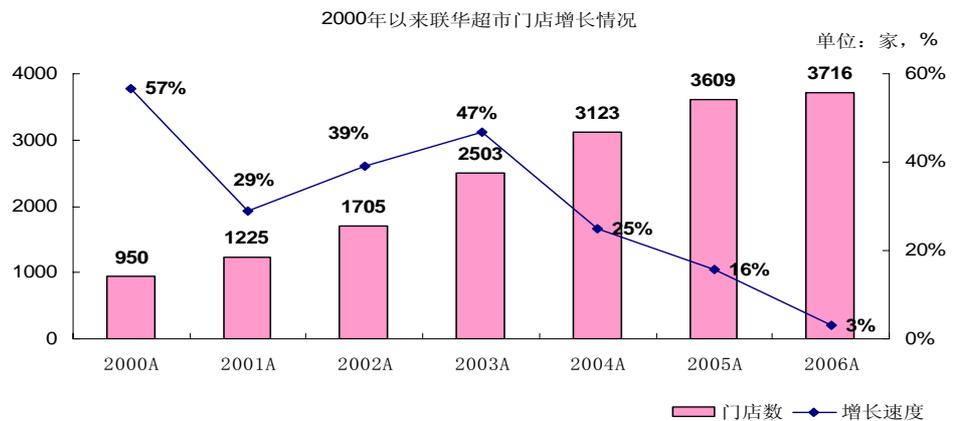
图表 6：城镇人均可支配收入走势比较



资料来源：国家统计局，天相投顾整理

我们统计了国内最大的连锁超市业态公司联华超市（其 79% 的门店分布于上海以及长江三角地区）的门店数，从 1999 年到 2006 年的 8 年时间里，其门店从 606 家增长到 3716 家，其中 99 年到 04 年的门店复合增长率高达 38.8%（含加盟店）。

图表 7：2000 年以来联华超市门店增长情况



资料来源：公司公告，天相投顾整理

我们认为，伴随中部区域的逐步崛起，湖北省经济已经步入加速发展期，省内各区域经济差距正在逐渐缩小。随着人民生活水平和收入水平提高，连锁超市业态未来 2-3 年内可能面临一个黄金发展时期。武汉中百扎根湖北区域的发展战略使得其最有可能从这一机遇中脱颖而出。

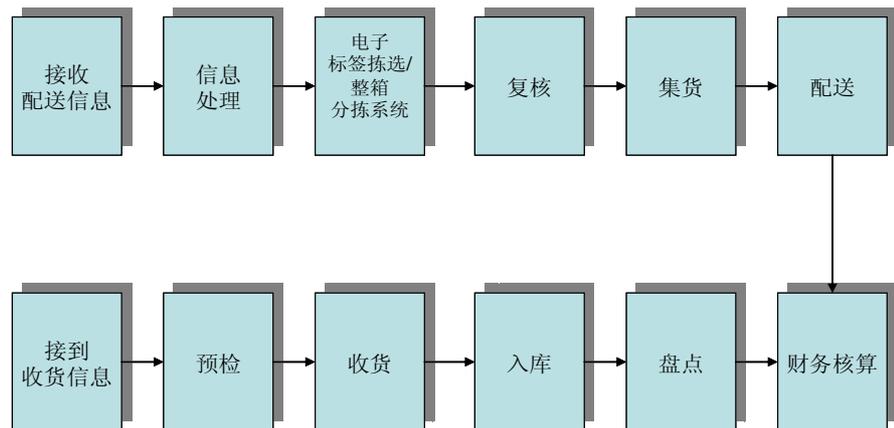
## 2. 地利：大湖北城市圈搭建交通网络平台

### 2.1 物流配送是公司着力打造的核心竞争力

连锁超市业务自身的毛利率不高，主要依靠销售规模来实现利润增长，而庞大的销售网络需要对应的物流体系来支撑。

上世纪 90 年代武汉的不少商业公司即已开始涉足连锁超市业态，但是武汉中百是其中发展最快最好的一家，其中很重要的一个原因就是公司通过物流配送体系的建设确立了竞争优势。目前公司建立了干货、生鲜和冷冻商品三个物流中心，累计投资 1.2 亿元左右，此外公司还投资 8000 万元进行信息系统建设，建设了销售时点管理系统（POS）、管理信息系统（MIS）、财务管理系统、供应链管理系统及商业智能、决策分析系统等。

图表 8：配送中心配送流程示意图



资料来源：天相投顾整理

公司目前的物流配送中心主要服务于便民超市，此外仓储超市中 20%-30% 的供货亦由物流中心来承担，其余由供应商配送。根据公司介绍，公司目前的物流配送设计日配送能力可满足 600 余家超市门店的配送业务。按照公司目前的门店数量（便民超市 443 家）以及发展趋势，其配送中心即将面临业务饱和。公司表示一方面会不断完善现有的物流中心，另一方面计划在 08 年新建设一个大的配送中心，以满足未来扩张需求。公司未来的发展战略是从武汉向周边地区发展，这对其物流配送能力必然形成考验，公司也表示目前其二、三线城市仓储超市的配送面临一定困难。我们认为，未来湖北城市圈的建设将为公司省内扩张搭建交通网络平台。

## 2.2 城市圈建设搭建完美拓展平台

在调研中，公司反复强调未来全省高速网络的建设将为公司的发展奠定坚实的基础，这也是公司对未来区域化战略充满信心的重要支撑。实地调研中我们也能感受到，未来“1+8”城市圈建设以及湖北交通网络的发展对整个湖北经济的推动作用会日渐显著。

2007 年 12 月 14 日湖北省接到国家发改委的正式批文，国务院批准武汉城市圈成为全国资源节约型和环境友好型社会（简称“两型社会”）建设综合配套改革试验区。武汉城市圈，是指武汉及其周边 100 公里范围以内的黄石、鄂州、黄冈、孝感、咸宁、仙桃、潜江、天门 8 市，又称“1+8”。该圈域占全省 33% 的土地和 51.6% 的人口，城市密集度较高，经济基础较好，环境及自然条件优越，是湖北省乃至长江中游最大的城市圈域。

长远来看，武汉 1+8 城市圈的辐射能力将逐渐扩大到省内，与湖北另两个有实力

的城市襄樊、宜昌对接，形成大湖北城市圈，介时借助高速公路和铁路网络，从武汉到达湖北最西南的恩施自治州也仅仅只要 4-5 个小时，而目前则要 10 多个小时。

图表 9：2007 年湖北省各区县主要经济指标

市、州	规模以上工业增加值		市、州地方财政 一般预算收入		市、州社会消 费品零售总额	
	1-12 月 (亿元)	增长速度 (%)	1-12 月 (亿元)	增长速度 (%)	1-12 月 (亿元)	增长速度 (%)
全省	2,823	24	590	24	4,029	18
武汉市	1,055	22	222	24	1,518	17
黄石市	211	24	20	29	175	18
十堰市	147	29	16	18	170	18
宜昌市	339	24	36	30	311	19
襄樊市	226	22	24	17	329	18
鄂州市	88	25	9	32	85	18
荆门市	127	23	12	19	152	18
孝感市	125	26	17	31	218	19
荆州市	127	27	15	19	300	18
黄冈市	85	30	20	30	224	21
咸宁市	79	31	11	27	106	20
随州市	70	25	5	15	123	19
恩施自治州	25	28	13	30	76	20
仙桃市	59	23	3	18	83	17
潜江市	56	21	4	17	58	17
天门市	35	29	2	31	91	18
神农架林区	1	21	1	20	3	14

资料来源：湖北省统计信息网，底纹城市隶属于“1+8”城市圈

近年来湖北省全力打造高速路网的建设，高速公路和国省干线建设取得历史性突破。2007 年全省新增高速公路 20 条 1422 公里，建成阳逻、巴东等 7 座长汉江公路大桥。据统计，湖北省的高速公路网络已经辐射全省 86% 的县市区，覆盖 90% 左右的人口和 96% 左右的经济总量。近 5 年来全省交通固定资产投资 1184 亿元，是上个五年的 2.7 倍，相当于建国 53 年交通投资总和的 2 倍，年均增长 24.9%。

图表 10：湖北部分主要交通项目建设简介

主要项目	规划期间	项目简介
武汉地铁项目	2006 年陆续建设	2012 年，武汉将建成 3 条地铁线路，总长 72 公里，2017 年将建成 7 条，总长 220 公里，到了 2040 年，武汉市将建成 12 条地铁线路，总长 530 公里。
武汉动车段	2008 年 3 月开工	武汉动车段是全国 4 大动车组检修基地之一，建成后 will 承担武汉、长沙、郑州、西安、宜昌、成都、贵阳、重庆、襄樊等地动车组的检修任务。占地 2100 亩，内设存车场、检查库、外皮清洗库、检修库等多个功能区。

“1+8”城市圈 快速通道	
汉宜高速铁路	2008年8月开工
武汉孝感交通 合作规划	2008年

建成后，可检修 400 列动车组列车，约占全国动车组总量的 40%。

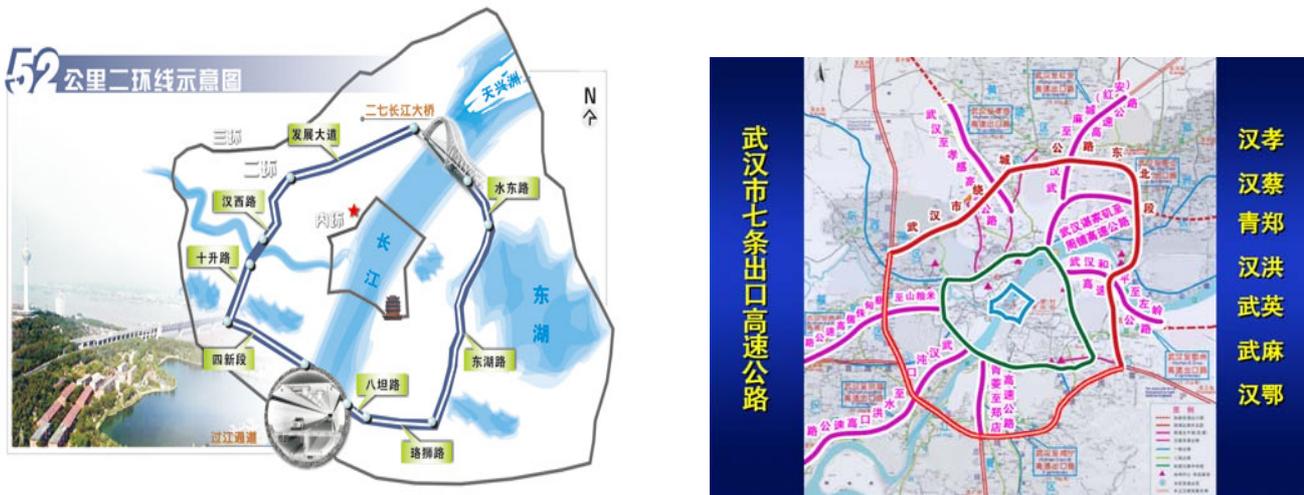
打造城市圈之间 1-1.5 小时高速直达、安全经济的出行环境

汉宜高铁全长 291 公里，设计时速 200 公里，工期计划 4 年，自汉口火车站引出，途经汉川、天门、仙桃、潜江、荆州、枝江等城市，终点为宜昌东站。汉宜高速铁路东连武合高速铁路、西接宜（昌）万（州）铁路，从武汉坐火车到恩施只要四个小时。

约定两地交通未来实现统一规划，互接互通。已确定项目包括汉东（孝桥）高速公路、荷沙线武汉至汉川等一批公路大通道。两市将开展公路交通综合信息管理系统对接，现代化物流信息平台对接，逐步形成托运、仓储、装卸、中转、信息、运程联网等多功能的综合型服务流通平台；推广武汉城市圈汽车客运联网售票系统等。

资料来源：湖北省交通局网站，天相投顾整理

图表 11：武汉市环线交通图及武汉市七条出口高速公路图



资料来源：湖北省交通局网站，天相投顾整理

如果说湖北省经济自身的强劲增长和人民收入水平的稳步提高是公司制定区域化战略的内因，那么湖北地区交通网络现在和未来的不断完善则为公司区域扩张搭建了交通网络平台。物流配送体系的建设正是公司目前的优势所在，随着交通网络日益完善，公司区域化战略的地利优势会愈发明显。

### 3. 人和：区域化优势赢得各方认可

#### 3.1 规模优势增加与供应商议价能力

连锁超市业态和家电零售连锁业态相比，很大的一个区别就在于前者的上游产品

供应商繁杂众多，而后的供应商在历经整合后，相对集中的多，这也是为什么国美、苏宁们能够在短短几年内在全国范围大量复制的一个重要原因。

根据公司 07 年年报统计，武汉中百前 5 家供应商采购金额合计占其总采购金额的比重为 15.49%，苏宁电器该指标为 36.91%。而华联综超和联华超市在 2006 年前 5 家供应商的采购占比更是分别只有 8.08% 和 9.18%。我们认为，连锁超市经营的商品更多是人们日常生活中需要的快速消费品，其面对的供应商涉及不同行业，数量成百上千，加之各区域生活习惯、气候、口味以及文化等差异，种种因素都决定了在我国现阶段连锁超市业态的发展更加具有区域性的特征。

图表 12：连锁超市与家电零售连锁业态特征比较

项目	连锁超市	家电零售连锁
商品特征	日常生活用品、食品、生鲜、服装等快速消费品	家电产品、消费电子产品等耐用消费品
供应商特征	涉及众多行业，供应商包括全国、区域及地方性多种类型	随上游行业整合供应商逐渐趋于集中
品牌认可度	部分大众商品具备认知度（如宝洁、蒙牛），更多商品具有区域化特征（如食品）	全国范围内基本一致
消费习惯	各区域差异较大	基本一致
07 年前 5 名供应商采购金额合计	武汉中百占采购比重的 15.49%	苏宁电器占采购比重 36.91%

资料来源：公司 07 年年报，天相投顾整理

武汉中百区域发展战略契合了目前国内快速消费品行业供应商分散、区域消费差异较大的特点：武汉中百通过快速规模化提供了渠道平台，而全国以及区域供应商则依赖平台进入消费市场，双方形成一种密不可分的生态链。目前来看武汉中百门店主要集中在武汉地区，并具有绝对的规模优势，因此这一生态链在武汉地区最为紧密，随着未来公司向湖北其他区域扩张，公司与供应商之间的合作关系会向外蔓延。

### 3.2 大股东支持与管理层稳定有利于公司长远发展

公司与鄂武商、武汉中商三家公司第一大股东同为武商联集团。就三家公司目前的发展趋势来看，武汉中百向连锁超市业态的转型已经完成，鄂武商涉足百货零售和大卖场两项业务，并且卖场经营情况并不逊色于中百的仓储超市，但是考虑到其未来有摩尔城计划需要投入大额资金，我们预计鄂武商的连锁超市扩张不会是重点。武汉中商目前受制于其销品茂项目的高额负债，短期难有大的作为。

武商联旗下三家商业上市公司目前基本上是错位经营，武汉中百专注于连锁超市业态，未来将在湖北省内县级以上城市实现框架性的覆盖，这即是公司的战略目标，也获得了大股东的认可。在这样的背景下，未来在连锁超市经营网点的开拓上，公司有望获得大股东有倾向性的协调。

此外，公司 98 年开始开设第一家连锁超市，其核心管理层从那时起到现在一直没有发生过大的变动。共同协作的历程以及长期沉浸于市场中培养的敏锐观察力，都有助于公司未来在省内的连锁超市拓展。

图表 13: 武商联三家商业上市公司经营网点统计表

公司	经营网点				发展重点
	合计	百货	购物中心	连锁超市	
武汉中百	551	4		547	未来专注于连锁超市业态的发展，县级以上城市框架性覆盖
武汉中商	47	7	1	26	13 四种业态目前都不突出，百货稍强
鄂武商	45	6		39	百货连锁超市两翼齐飞，但是百货资源优势明显，未来计划摩尔城项目需要大量资金投入；武商量贩店主要在省内 30 万以上人口城市布点。

资料来源：公司调研、公告，截至 07 年底，天相投顾整理

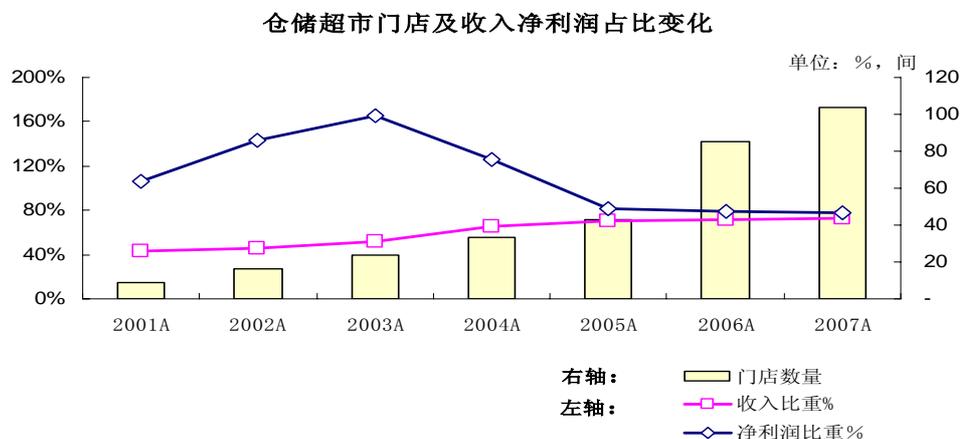
## 4. 主营业务分析

根据公司 07 年报统计显示，公司营业收入和净利润 90% 以上都来自于中百仓储和中百便民，这里面即包括商品销售差价收入，也包含渠道费收入。与国内其他连锁超市业态的公司相比，我们认为公司渠道费收入尚有提升空间。

### 4.1 中百仓储：区域领先

公司目前仓储超市有 104 家，其中武汉 34 家，湖北其他地区 32 家，重庆 38 家。无论是营业收入还是净利润，仓储超市所占比例都很高。2007 年，仓储超市营业收入占收入总额的 73%，净利润占到净利总额的 77%。

图表 14: 仓储超市门店、收入占比、净利润占比变化情况



资料来源：公司公告，天相投顾整理



目前公司仓储超市主要呈现如下几个特点：1) 仓储超市在湖北和重庆地区发展并不均衡；2) 商品销售毛利率水平在内资大卖场中处于领先地位；3) 门店方面，公司在武汉区域具有规模优势，其未来发展重点是加速在湖北其他区域的布局。

### 湖北、重庆区域发展不均衡

公司的仓储超市在湖北地区主要是指营业面积在 5000-7000 平米左右的卖场业态，此外，公司在重庆地区仓储超市由于受到当地地形条件影响，营业面积约在 2000 平米左右。从目前的经营情况来看，不论是毛利率还是单店销售额以及坪效等指标，湖北地区的仓储超市经营情况都要好于重庆地区。这一方面是由于公司在重庆地区规模优势并不明显，因此无法从当地供应商中取得足够的优惠和返点，另一方面是重庆当地销售商品以食品为主，毛利率水平较低。

图表 15：公司湖北与重庆区域仓储超市经营指标比较

	2006A		2007A	
	湖北	重庆	湖北	重庆
营业收入（万元）	366,317	20,704	471,282	39,315
增长%	26.86%		28.65%	89.89%
收入比重%	68.03%	3.84%	67.72%	5.65%
门店数量	50	35	66	38
平均单店收入（万元）	7,326	592	7,141	1,035
平均单店面积（万平方米）	0.65	0.20	0.65	0.25
合计营业面积（万平方米）	33	7	43	10
平均每平方米收入（元）	11,271	2,958	10,986	4,138
综合毛利率%	17.61%	12.38%	17.63%	12.00%

资料来源：调研资料，公司公告，天相投顾整理

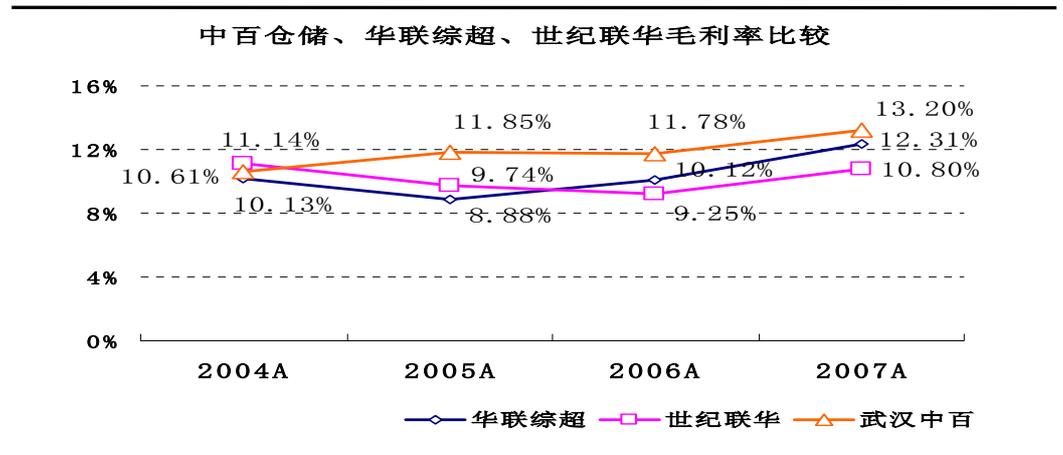
公司 07 年在重庆地区实现销售 3.93 亿元，同比增长了 90%，但是亏损 2800 万左右。未来公司在重庆地区首要目标是做大销售，争取在 08 年减亏一半，09 年实现盈亏平衡，销售达到 7-8 个亿。从公司 07 年在重庆地区的销售增长情况看，我们认为这一目标是比较切合实际的。

### 商品销售毛利水平在内资超市中保持领先

不考虑其他业务收入的影响，我们比较了 04-06 年公司仓储超市、华联综超以及联华超市旗下的世纪联华三个大卖场的毛利率水平，可以看到，从 05 年开始公司的毛利率水平是领先于其他两家公司的。我们认为这主要得益于其区域化形成的规模优势，有效降低了采购和配送成本，维持了毛利水平。2007 年公司仓储超市毛利率为 13.2%，较 06 年又有所上升，也要优于华联综超 07 年中报 12.3% 的毛利率水平。

我们预计公司 08 年毛利率水平还会有所提升，主要是考虑到公司利用其区域化优势在与供应商谈判中能保证自身利益最大化，加之前期备货较为充足，因此采购成本会得到有效控制，在物价上涨的背景下销售价格呈现上升趋势，这就提高了公司的毛利水平。

图表 16: 中百仓储、华联综超、世纪联华毛利率比较

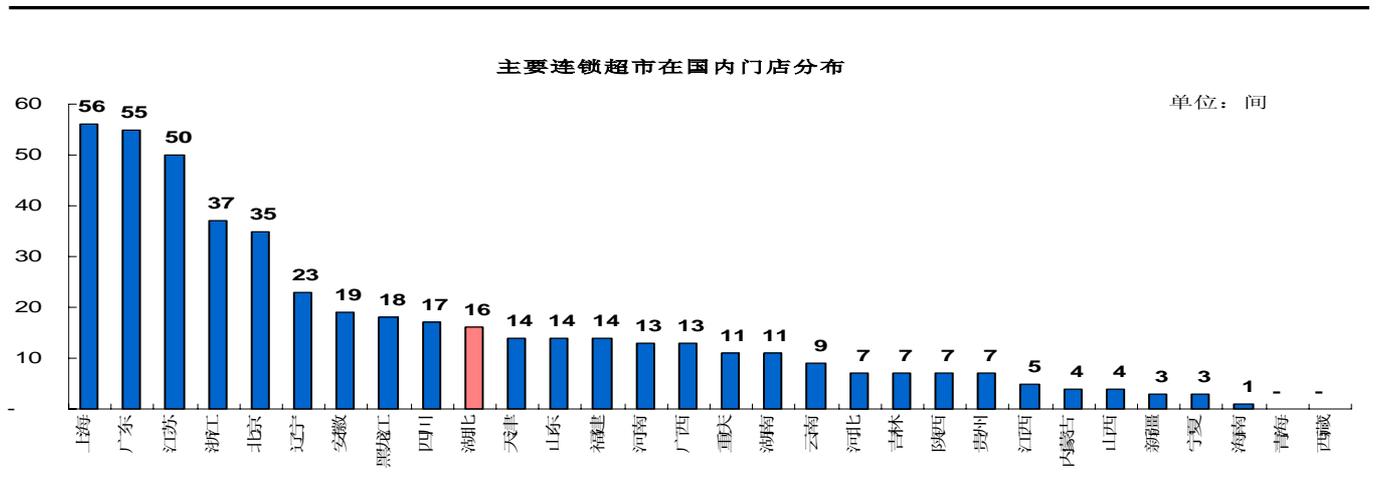


资料来源: 公司公告, 天相投顾整理, 华联综超、世纪联华 07 年毛利率为 07 年中报数据

### 门店具有规模优势

武汉商业传统竞争就比较激烈, 在连锁超市上也不例外。从竞争对手来看, 武商集团旗下三家公司都有大卖场业态在经营。而由于地方企业进入市场较早, 因此外资超市巨头在湖北地区的营业网点并不多, 在国内各省市中居于中游水平。

图表 17: 国内主要大卖场在各省市分部情况



资料来源: 各公司网站、公告, 天相投顾整理, 包括家乐福、沃尔玛、卜蜂莲花、麦德龙、华联综超和联华超市旗下的世纪联华超市

按照国际惯例, 2-3 万平方米的大卖场一般覆盖 20 万—30 万人口。综合考虑武汉内资超市门店多面积小的特点, 我们简单折算后得出目前在武汉每个大卖场覆盖约 25 万左右的人口 (按全市 900 万人口计算)。我们认为, 武汉当地的大卖场业态已经基本上趋于饱和, 未来更多会以内生增长为主。从门店数量来看, 武汉中百无疑具有优势, 其在武汉地区的成长未来有望保持稳定。

图表 18: 湖北省主要大卖场分布情况

卖场名称	数量	分布范围	营业面积	折算标准 卖场数量
家乐福	5	武汉 5 家	6000-15000	5
沃尔玛	3	武汉 2 家, 襄樊 1 家	15000-20000	3
麦德龙	2	武汉 2 家	5000-8000	2
卜蜂莲花	3	武汉 3 家	15000-20000	3
华联综超	3	武汉 4 家	10000-12000	3
武汉中百	66	武汉 34 家, 湖北其他地区 32 家	5000-7000	8.5
武商量贩	39	武汉 20 余家, 湖北其他地区 10 余家	5000-24000	7.5
中商平价	26	武汉 11 家, 湖北其他地区 15 家	5000-15000	3.3
合计	147			35.3

资料来源: 各公司网站, 调研资料, 公司公告, 武汉中百折算:  $34 \times 5000 / 20000 = 8.5$ ;  
武商量贩折算:  $25 \times 6000 / 20000 = 7.5$ ; 中商平价折算:  $11 \times 6000 / 20000 = 3.3$

在湖北其他区域, 结合我们前面提到的经济背景和交通规划, 我们认为大的连锁超市业态未来还有发展空间。我们认为外资超市目前更多还是在全国一线和二线城市布局, 难以专门顾及到某个局部区域, 而武汉中百和鄂武商都各自制定了在省内连锁超市的布点扩张计划, 因此未来湖北市场很可能被这两家公司分享。

未来鄂武商旗下的武商量贩将主要在湖北 30 万人口以上城市发展, 武汉中百提出的计划是对县级以上城市实现框架性的覆盖, 两者形成一定程度的错位经营。在武汉中百最新配股募集资金项目拟建设的 25 家仓储超市中, 有 13 家将在武汉以外的区域发展, 公司已为省内的外延扩张做好了准备。

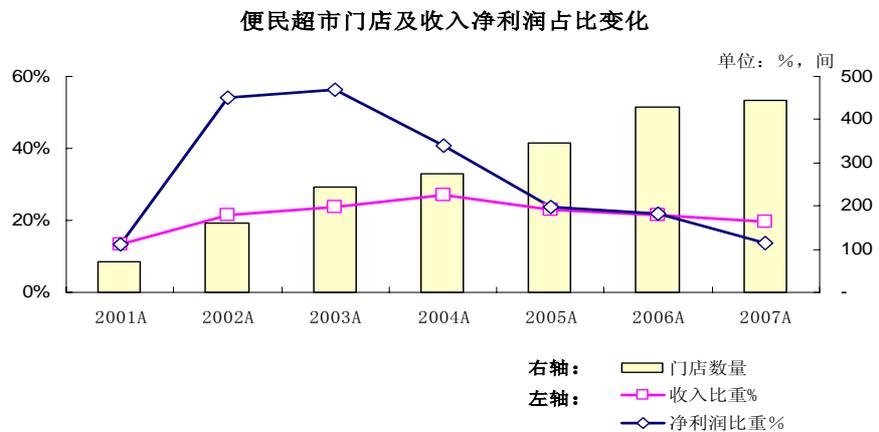
## 4.2 中百便民: 区域垄断

公司便民超市营业面积在 200-600 平米不等, 根据 07 年年报显示, 其便民超市门店达到了 443 家, 其中 90% 以上的门店位于武汉市。由于没有同业态的竞争对手, 公司这一业态在武汉地区基本上处于垄断的地位。

从公司便民超市收入占比来看, 2001-2004 年其占比逐年增加, 2004 年达到最高 27.1%, 随后逐年下降, 2007 年便民超市实现营业收入占收入总额的比重为 19.7%。其净利润占比也呈现同样的走势, 最高在 2003 年占净利润总额的 56.2%, 2007 年占净利润的总额为 13.7%。这也说明公司目前最主要的利润来源于仓储超市。

公司 08 年配股资金将新开 100 家便民超市, 并且都在武汉地区。同样, 公司便民超市未来的发展战略是向武汉周边及湖北其他区域扩张。

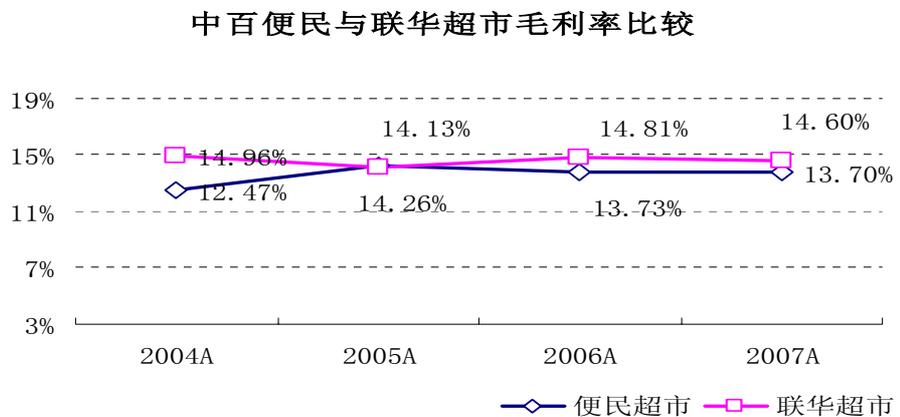
图表 19: 便民超市门店、收入占比、净利润占比变化情况



资料来源: 公司公告, 天相投顾整理

我们比较了中百便民和联华超市旗下标准超市的毛利率水平, 可以看到中百便民的毛利率一直要低于联华超市, 我们认为这是由于地理区域性差异以及消费商品结构不一致造成的结果, 相对在江浙沪发达地区, 其消费商品毛利率水平更高, 此外, 湖北地区的居民对于便利超市的价格还非常敏感, 因此在定价上武汉中百尚不具备优势。

图表 20: 中百便民与联华超市毛利率比较



资料来源: 公司公告, 天相投顾整理

综合来看, 无论是仓储超市还是便民超市公司在武汉地区都具有明显的规模优势, 在这一区域公司未来成长预期较为明确, 其门店未来在湖北其他区域的拓展将决定公司的发展前景。公司仓储超市的发展战略与鄂武商旗下武商量贩店是错位的, 提前进行网点布局可以在与外资超市竞争中确立先发优势, 便民超市方面目前则没有更强的竞争对手, 因此我们看好公司在省内的网点扩张前景。

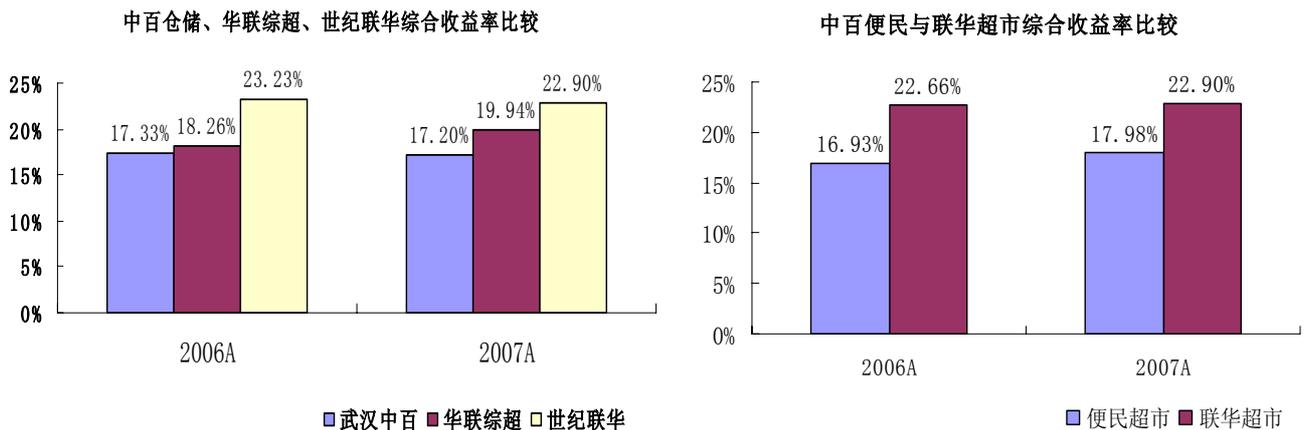
### 4.3 渠道收入: 仍有提升空间

虽然公司主营业务毛利率与同行业公司相比并不逊色, 但是在连锁超市业态最重

要的利润来源——渠道费收入上，武汉中百与华联综超和联华超市相比存在的差距是很明显的。

我们比较了武汉中百、华联综超和联华超市三家公司大卖场业态以及超市业态的综合收益率（即包含其他业务收入的毛利率）情况，可以看到，无论是仓储超市还是便民超市，该指标上武汉中百与其他两家公司都存在差距。

图表 21：武汉中百、华联综超、联华超市综合收益率比较



资料来源：公司公告，天相投顾整理，华联综超与联华超市综合收益率 07 年数据为 07 年中报数据

同样，我们将公司近 2 年的渠道费收入与当年的采购总金额、采购支付现金流和营业收入三项指标分别比较，可以看到，武汉中百的渠道费收入占三项指标的比重与华联综超和联华超市相比，平均落后 1-3 个百分点。

图表 22：三家公司渠道费占采购金额、采购支付现金、营业收入的比重比较

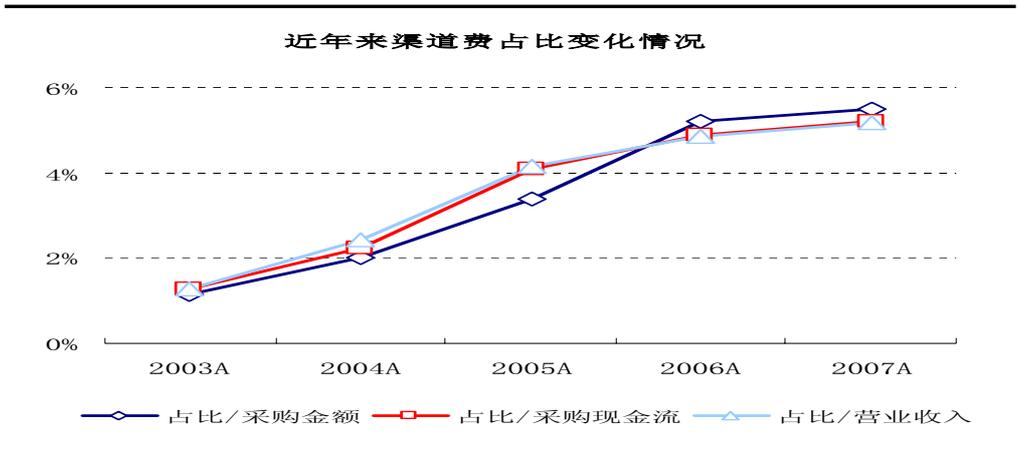
渠道费占比	2005A			2006A		
	武汉中百	华联综超	联华超市	武汉中百	华联综超	联华超市
/采购金额	3.39%	6.51%	-	5.22%	6.16%	-
/采购现金流	4.09%	5.38%	-	4.88%	5.25%	-
/营业收入	4.14%	5.79%	6.65%	4.85%	5.31%	8.24%

资料来源：公司公告，天相投顾整理

我们认为，公司渠道费收入相对另外两家连锁超市业态公司较少的原因，一方面是由于公司作为一家区域性公司，其销售产品更加偏重农副产品，商品结构与另外两家公司相比存在差异，相应渠道费用收取上受到限制；此外，公司仓储超市的营业面积大多在 5000-7000 平米左右，与大卖场平均上万平米的营业面积相比可运用空间有限，在收取费用方面处于劣势。

我们以渠道费占营业收入比重作为标准，公司与华联综超相比还有 1 个百分点的上升空间，与联华超市相比则有 3 个百分点的上升空间。随着近年来当地经济水平的不断提高，消费品结构的调整以及公司营业网点的逐步增加，公司近年来渠道费占比呈现逐年提升的态势，我们认为这一趋势在未来有望得到维持。

图表 23: 公司近年来渠道费占比变化情况



资料来源: 公司公告, 天相投顾整理

## 5. 公司财务分析

### 5.1 现金流周转良好

对于连锁超市这类现金为王的商业公司, 除盈利能力指标外, 我们认为最应该关注的财务指标是其现金周转期(应收帐款周转天数+存货周转天数-应付帐款(含票据)周转天数)。只有在规模扩张的同时维持住良好的现金周转, 公司才可能长期健康的发展。

图表 24: 公司现金周转期

	2004A	2005A	2006A	2007A
应收帐款周转天数	4.55	1.29	1.27	0.86
存货周转天数	57.78	48.65	43.58	37.78
应付帐款(含票据)周转天数	79.05	75.01	75.44	65.17
现金周转期(天)	-16.72	-25.07	-30.58	-26.54

资料来源: 天相投资分析系统, 天相投顾整理

从相关数据我们可以看到, 公司虽然销售规模逐年增加, 但是其存货周转天数是呈现下降趋势的, 这说明公司很好解决了扩张中库存备货的问题, 存货周转情况良好。2007年公司存货周转下降到了38天, 较06年下降6天。但是07年应付帐款周转也缩短了10天左右, 这说明公司支付也有所加快, 从而消耗了部分现金流。

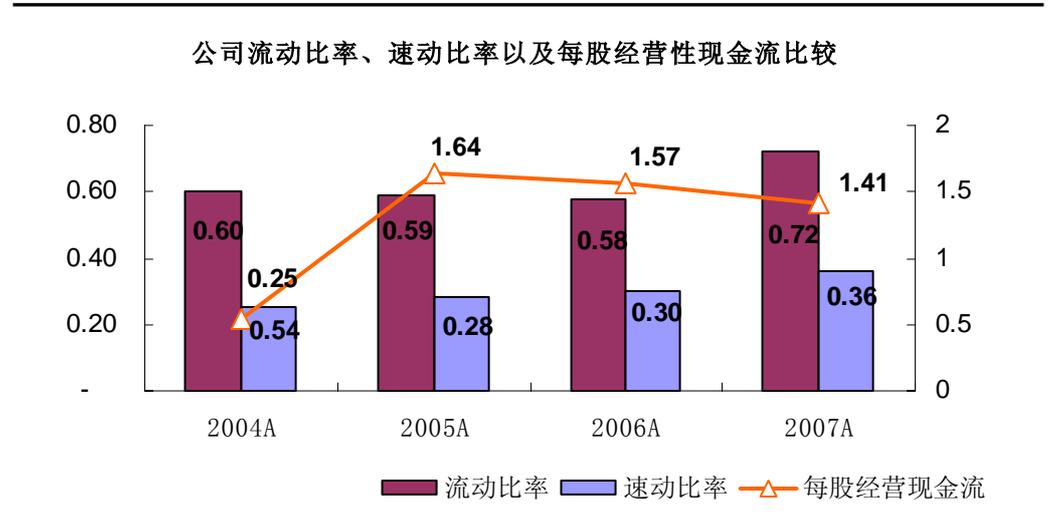
此外公司07年开始推行会员卡业务, 07年预收帐款3.8亿元, 同比增长了57%, 随着公司会员规模的不断扩大, 这一部分资金未来还会增加, 并且长期沉淀为公司所用。

现金周转良好带来偿债能力的提升, 公司的借款(包括长期和短期借款)从06年的7.78亿元下降到07年的4.43亿元。我们比较了公司流动比率、速动比率以及每股经营性现金流指标, 可以看到公司07年流动比率与速动比率都有所增长, 07年

每股经营性现金流略有下降，主要是因为付款较去年同期加快的结果。

综合各方面指标来看，公司现金流周转正常。

图表 25：公司流动比率、速动比率与每股经营性现金流指标



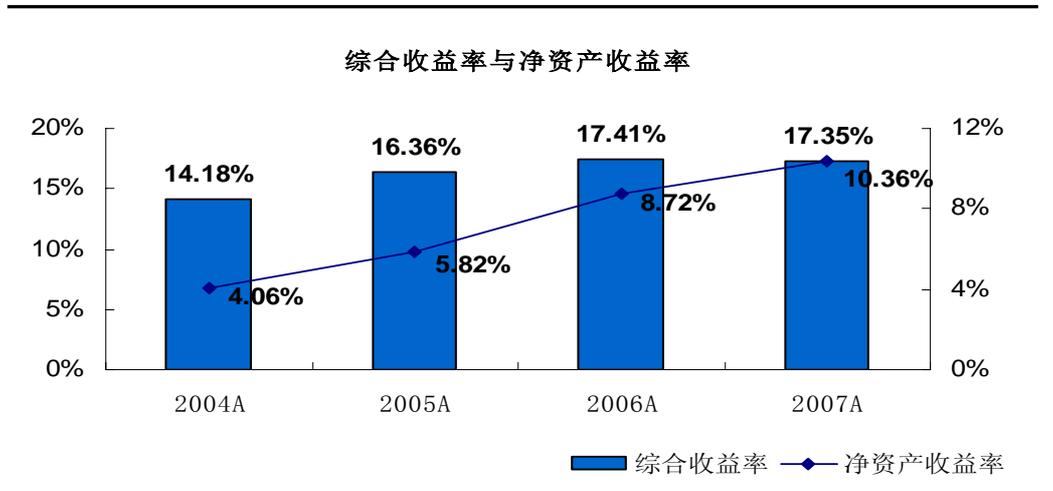
资料来源：公司年报，天相投顾整理

## 5.2 净资产收益率逐年提升，费用控制得当

公司综合收益率率 07 年达到 17.35%，通过前面的比较我们知道，这与国内连锁超市业态相比还存在一定差距，我们认为随着公司规模的扩张，未来仍然有一定的提升空间。

公司净资产收益率呈现逐年上升的态势，2007 年在不考虑投资收益的情况下，其净资产收益率达到 10.36%，同比增加了 1.64 个百分点。

图表 26：公司近年来的综合收益率与净资产收益率



资料来源：公司年报，天相投顾整理

公司近年来费用率水平较为稳定，07 年三项费率合计为 14.68%，较去年同期下

降了 0.3 个百分点。这主要得益于短期借款偿还后财务费率的下降。与华联综超相比，两家公司的费率基本一致，但是从结构上看武汉中百管理费率明显要高，销售费率相对较低。考虑到公司是在一个自己熟悉的区域扩张，要承担大额费用的概率较小，因此我们预计公司规模化效益会得到不断体现，未来费用有望在现有水平下逐渐下降。

图表 27：公司三项费率变化情况

	2004A	2005A	2006A	2007A
三项费率	12.96%	14.65%	14.98%	14.68%
销售费率	8.42%	9.95%	10.30%	10.38%
管理费率	3.75%	3.92%	3.82%	3.68%
财务费率	0.79%	0.79%	0.86%	0.62%

资料来源：公司年报，天相投顾整理

图表 28：武汉中百与华联综超费率比较

	2006A		2007Q3	
	武汉中百	华联综超	武汉中百	华联综超
三项费率	14.98%	14.67%	14.72%	15.96%
销售费率	10.30%	12.11%	10.46%	13.39%
管理费率	3.82%	2.12%	3.60%	2.31%
财务费率	0.86%	0.45%	0.66%	0.26%

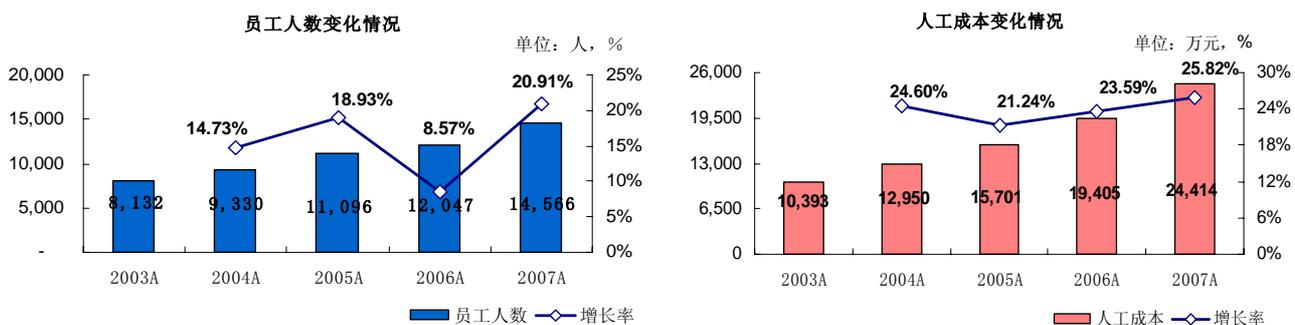
资料来源：公司年报，天相投顾整理

## 6. 风险提示

### 6.1 新劳动法带来人力成本上升

根据公司介绍，由于新劳动法的实施，其人工成本在 2008 年会有较大幅度的增长，预计在 3000-4000 万左右。主要是原来部分未缴纳三金或者缴纳不完全的员工需要缴纳三金。

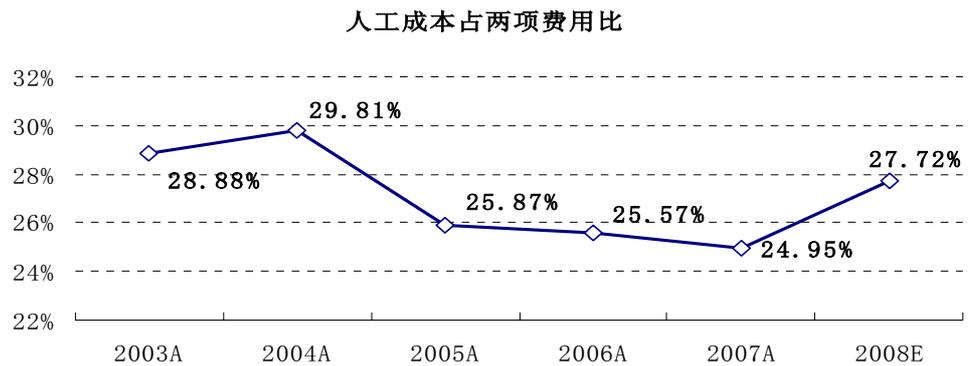
图表 29：武汉中百员工人数和人工成本近年来增长情况



资料来源：公司公告，天相投顾整理，人工成本取现金流量表中“支付给职工以及为职工支付的现金”

根据公司各年年报统计, 2003 年到 2007 年, 公司员工人数年复合增长率为 15.7%, 人工成本复合增长率 23.8%, 到 2007 年底员工人数达到 1.46 万人, 人工成本为 2.4 亿元, 人均每年 1.68 万元。我们按员工 15% 的复合增长率和人工成本 23% 的复合增长率来计算, 预计 08 年人员将达到 1.68 万人, 人工成本达到 2.95 亿元, 加上 3000 万-4000 万的额外影响, 预计全年人工成本在 3.25 亿元-3.35 亿元左右, 占销售和管理两项费用比在 26.9%-27.7% 之间。

图表 30: 人工成本占两项费用比



资料来源: 公司年报, 天相投资顾问有限公司

## 6.2 扩张中面临人才瓶颈

公司近年来在武汉地区扩张迅速, 然而随着门店数量的增加, 优秀的门店管理人员愈发匮乏。公司目前采取的策略是老店长去管理新开门店, 而原来门店的店长从现有人员中选拔, 此外还选派优秀员工去培训学习。我们认为, 公司未来必须加强管理团队的建设, 才可能成为一个基业常青的优质连锁企业, 从公司目前的人员配备来看, 其扩张后的如何有效加强管理会对公司的业绩产生影响。

## 6.3 其他资产及负债潜在风险分析

我们依据 07 年度的报表对公司的各项资产和负债潜在风险进行了分析, 认为除部分其他应收款存在无法收回的风险且影响较大外, 其余资产风险较小。

图表 31: 公司其他应收款帐龄表

帐龄	金额	占比	坏帐准备
1 年以内 (含 1 年)	1,583	57.15%	79
1-2 年 (含 2 年)	97	3.49%	17
2-3 年 (含 3 年)	603	21.76%	221
3-4 年 (含 4 年)	199	7.18%	169
4-5 年 (含 5 年)	13	0.47%	10
5 年以上	276	9.95%	276
合计	2,770	100.00%	772

资料来源: 公司年报



根据公司 07 年年报，其他应收款中帐龄在 2 年以上的金额达 1091 万，占其他应收款净额的 39.4%，这部分其他应收款已经计提坏帐准备 676 万元，余额 415 万元。从这部分帐款的构成来看，全部为外部欠款，且帐龄都在 2 年以上，因此未来无法收回的可能性是比较大的，我们在盈利预测中分 2 年摊销了这部分可能的坏帐损失。

从公司其他主要资产来看，占比最大的存货周转情况良好（见财务分析中存货周转天数分析），应收帐款帐龄较长的部分已全额计提了坏帐准备，固定资产和投资中风险部分也已计提减值准备（主要是对新华兆龙大酒店投资计提减值准备）。我们认为上述资产潜在损失风险较小。

## 7. 盈利预测

盈利预测前提和假设：

- 1) 2008-2010 年，公司仓储超市分别增加 16 家、15 家和 15 家；便民超市分别增长 80 家、80 家和 80 家；百货门店不发生变化；

图表 32：门店预计变动情况

	2007A	2008E	2009E	2010E
仓储超市	104	120	135	150
其中：湖北	66	80	92	105
重庆	38	40	43	45
便民超市	443	523	603	683
百货	4	4	4	4
合计	551	647	742	837

资料来源：公司年报，天相投资顾问有限公司

- 2) 综合毛利率。综合考虑区域经济发展、公司渠道费与同行业上市公司差距，以及物价上涨等因素，我们预计公司未来三年内综合毛利率会呈现逐年提升的态势。我们预计公司 08-10 年综合毛利率分别为 17.70%、17.77% 和 17.84%；
- 3) 费用。我们预计公司 08、09 年扩张重点仍将在武汉地区，因此伴随规模化效益其费率会有下降，2010 年湖北其他区域扩张占比增大，费用下降幅度会较小。我们预计 08-10 年三项费率。为 14.26%、14.13%、14.04%；
- 4) 投资收益。公司 07 年依靠打新股获得投资收益 2000 多万元，在 08-10 年的预测中我们没有考虑投资收益的影响；
- 5) 资产减值损失。我们对其他应收款中可能存在的坏帐风险分两年进行了计提，其中 08 年 300 万，09 年 115 万；
- 6) 税率。我们按 25% 所得税率预测公司 08-10 年所得税。



图表 33: 公司盈利预测表 (单位: 万元)

单位: 万元	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>营业收入</b>	<b>695,942</b>	<b>869,287</b>	<b>1,050,256</b>	<b>1,244,246</b>
增长率 (%)	29.24%	24.91%	20.82%	18.47%
减: 营业成本	575,212	715,400	863,635	1,022,318
营业税金及附加	4,060	5,216	6,302	7,465
减: 资产减值损失	358	300	115	0
营业费用	72,221	89,537	107,966	127,535
管理费用	25,626	31,294	36,759	43,549
财务费用	4,335	4,003	3,705	3,550
期间费用率 (%)	14.68%	14.36%	14.13%	14.04%
加: 公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	2,167	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>16,297</b>	<b>23,537</b>	<b>31,775</b>	<b>39,829</b>
营业利润率 (%)	2.34%	2.71%	3.03%	3.20%
加: 营业外收入	733	0	0	0
减: 营业外支出	156	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>16,874</b>	<b>23,537</b>	<b>31,775</b>	<b>39,829</b>
增长率 (%)	71.82%	39.49%	35.00%	25.35%
利润率 (%)	2.42%	2.71%	3.03%	3.20%
减: 所得税	4,231	5,884	7,944	9,957
实际税负比率 (%)	25.08%	25.00%	25.00%	25.00%
<b>净利润</b>	<b>12,643</b>	<b>17,653</b>	<b>23,831</b>	<b>29,872</b>
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>12,582</b>	<b>17,653</b>	<b>23,831</b>	<b>29,872</b>
增长率 (%)	53.33%	40.31%	35.00%	25.35%
净利润率 (%)	1.81%	2.06%	2.28%	2.40%
少数股东损益	61	-	-	-
<b>每股收益 (元)</b>	<b>0.31</b>	<b>0.44</b>	<b>0.60</b>	<b>0.75</b>

资料来源: 公司年报, 天相投资顾问有限公司

结合公司 08 年一季报情况和毛利率水平, 我们对原来 08、09 年每股收益 0.43 元和 0.63 元的盈利预测进行了微调, 我们预测公司 08-10 年的每股收益分别为 0.44 元、0.60 元和 0.75 元。

## 8. 公司估值和投资建议

### 8.1 公司估值: 合理价值 18 元

我们比较了国内 A 股上市的武汉中百、华联综超以及在香港上市的联华超市三家公司的估值指标, 可以看到, 武汉中百未来三年的复合增长率达到 33.19%, 是三家公司中最高的, 对应 08 年动态 PE32 倍, PEG 为 0.97。考虑到公司高速增长仍有望维持, 我们给予公司 09 年 30 倍的动态 PE, 对应目标价格为 18 元。



图表 34：同类上市公司主要估值指标比较（单位：元、倍）

代码	公司名称	每股收益（元）				市盈率（倍）				08年	09年	10年	三年复	PEG（三
		2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E	增长率 （%）	增长率 （%）	增长率 （%）	合增长 率（%）	年复合 增长）
000759	武汉中百	0.31	0.44	0.60	0.75	45.48	32.05	23.50	18.80	40.31	35.00	25.35	33.19	0.97
600361	华联综超	0.53	0.72	0.95	1.15	32.85	24.18	18.33	15.14	35.85	31.94	21.05	29.51	0.82
980.HK	联华超市	0.43	0.49	0.54	0.59	24.65	21.63	19.63	17.97	13.95	10.20	9.26	11.32	1.91

资料来源：天相投资顾问有限公司，华联综超 07 年每股收益为预测数，按 4 月 18 日收盘价计算

## 8.2 投资建议：增持

公司是典型的区域化连锁业态公司，我们对公司区域化的发展战略深表认同。湖北省各项经济指标表明当地的连锁超市有望迎来加速发展期，湖北大城市圈的建设则为公司区域化拓展提供了网络平台。我们认为凭借在当地的规模优势，公司业绩有望在未来 3 年内继续保持高速增长，我们维持对公司“增持”的投资评级。



## 天相投资顾问有限公司投资评级说明

### 判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+ )5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

### 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

### 天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566	传真：010-66573918	邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577	传真：010-66045500	邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566	传真：010-66045700	邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282	传真：021-58824283	邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800	传真：0755-82722762	邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582	传真：0531-82602622	邮编：250014