

鄂武商 A (000501.SZ)

百货零售行业

评级: 买入 首次评级

公司研究

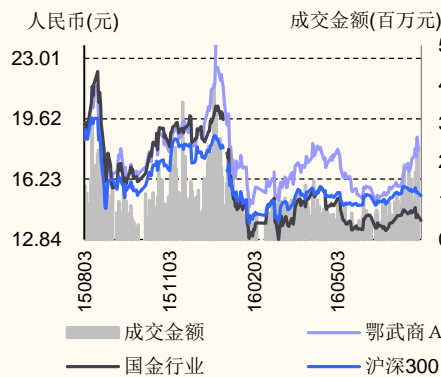
市场价格(人民币): 17.80 元

## 湖北高端零售巨头, 购物中心王者隐现

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	507.20
总市值(百万元)	10,534.65
年内股价最高最低(元)	23.74/14.66
沪深 300 指数	3176.81
深证成指	10185.48



## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.301	1.511	1.593	1.816	2.010
每股净资产(元)	7.01	7.81	9.67	11.18	12.89
每股经营性现金流(元)	2.04	1.61	3.53	3.04	3.32
市盈率(倍)	12.16	14.16	10.97	9.62	8.69
行业优化市盈率(倍)	22.53	34.37	27.38	27.38	27.38
净利润增长率(%)	41.83%	21.16%	17.96%	14.02%	10.66%
净资产收益率(%)	18.55%	19.36%	16.48%	16.24%	15.59%
总股本(百万股)	507.25	529.03	591.83	591.83	591.83

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **湖北商业巨头, 尽享区域消费市场红利:** 公司主营百货和量贩超市业务, 在武汉及湖北中高端零售市场具有难以挑战的王者地位。湖北是中部六省经济最发达的省份, 消费保持强劲增长势头, 在过去几年社零增速大滑坡的背景下, 仍然保持了远高于全国的零售增长。武汉作为省会城市社零总额占全省 36%, 且商业环境较为健康, 零售地产空置率及租金均低于二线城市平均水平。公司深耕武汉市场多年, 门店垄断最核心的武广商圈, 具有稳固的品牌优势和客户基础, 使得外部竞争对手难以进入, 尽享区域零售市场红利。
- **前瞻性布局购物中心业态, 从容应对消费下行:** 从全国商场销售情况来看, 三四线城市的风险高于一二线城市, 布局核心商圈、体量大、体验业态占比高, 精细化运营能力强的购物中心强者恒强。公司自 07 年开始就基本上停止纯百货业态的扩张, 前瞻性布局购物中心业态, 旗下 10 家商场均是转型或新建的购物中心, 体量多在 10 万平方米以上, 且经营各具主题特色, 培育情况良好。战略转型和领先的运营能力助力公司营收和净利润逆市增长, 表现优于同业。自持物业重估值高达 195 亿, 具有极强的安全边际。
- **梦时代广场项目支撑外延式扩张, 武昌商圈王者隐现:** 15 年, 公司 84 亿重金投入梦时代广场项目, 建设包含“冰雪世界”、“海洋王国”、“主题乐园”、“未来科技”四大主题的超大型购物中心。梦时代广场是公司继摩尔城之后的又一力作, 有望垄断武昌的高端零售市场, 进一步奠定公司在武汉的商业霸主地位。凭借公司过往对大体量及超大体量项目的运营经验以及丰富的品牌、客户资源, 有望在复制摩尔城的基础上, 进一步优化业态配比, 引导消费潮流和创造消费热点, 为公司业务拓展新的成长空间。
- **国企改革助力成长, 股权激励/员工持股释放业绩:** 今年以来武汉国企改革配套文件出台, 提出多项改革试点方案, 国企市场化进程有望加速, 公司作为武汉国资委规模最大、管理能力最强的国有商业上市平台, 有望受益改革和提效进程。公司 15 和 16 年分别实施了大比例的股票激励计划和员工持股计划, 彰显公司员工以及管理层对公司未来发展的高度信心。在两大计划的深度绑定下, 员工与公司的利益高度趋同, 管理层/员工的积极性有望大幅提高, 未来业绩将加速释放。
- **盈利预测与投资评级。** 我们预计公司 2016-18 年收入增速分别为 3.7%、3.9%、4.4%, 净利润增速 17.96%、14.02%、10.66%, 16-18 年 EPS 分别

徐问

联系人  
xuwen@gjzq.com.cn

魏立

分析师 SAC 执业编号: S1130516010008  
(8621)60230244  
weili1@gjzq.com.cn

为 1.59、1.82、2.01 元，对应 PE 分别为 10.9X、9.6X、8.6X。公司是湖北商业重镇的购物中心龙头，受益于区域市场良好商业环境，主力门店稳健经营+培育期门店扭亏+超市亏损店关闭保证未来业绩增长，梦时代广场投建支持外延扩张进程。公司自持门店占据武汉及周边城市核心商圈，市值较物业价值大幅低估。股权激励业绩目标/员工持股计划将管理层和公司高度绑定，推动公司利润释放。我们看好公司在湖北商业市场的绝对优势地位，未来 2 年业绩将保持远高于行业的增速，武汉国企改革也可能形成进一步催化。**首次覆盖给予买入评级！**

#### 风险提示

- 湖北社零增速大幅下滑；人工、租金费用快速上涨；梦时代广场项目推进速度低于预期。

## 内容目录

一、湖北消费市场孕育无限生机 .....	5
1.1 实体零售整体下行，区域/业态分化加剧 .....	5
1.2 湖北经济领跑中部六省，购买力聚集武汉 .....	6
1.3 武汉零售市场竞争良性，成长潜力巨大 .....	8
二、深耕省内的区域龙头，经济效益领先同业 .....	9
2.1 湖北零售绝对龙头，百货+超市双轮驱动 .....	9
2.2 受益商圈垄断性优势和强运营管理能力，业绩逆市稳健增长 .....	10
2.3 成功转型购物中心，自持物业价值丰厚 .....	12
2.4 量贩超市提供稳定业绩支撑，电商/消费金融拓展新增长点 .....	14
三、国企改革助力成长，股权激励/员工持股释放业绩 .....	16
3.1 武汉国有资产丰富，国企改革值得期待 .....	16
3.2 股权激励/员工持股重仓介入，未来业绩有望释放 .....	17
四、盈利预测与投资建议 .....	18
五、风险提示 .....	19

## 图表目录

图表 1：社零增速仍在低位 .....	5
图表 2：大型零售企业增长乏力 .....	5
图表 3：购物中心销售额维持正增长 .....	5
图表 4：购物中心坪效逐年提升 .....	5
图表 5：大体量商场销售额增速最高 .....	6
图表 6：大体量商场平均坪效仍在提升 .....	6
图表 7：一二线城市商场销售额增速回升 .....	6
图表 8：一二线城市商场坪效接近 .....	6
图表 9：湖北城镇化率领先各省 .....	7
图表 10：湖北经济实力底蕴深厚 .....	7
图表 11：湖北 GDP 增速远高全国水平 .....	7
图表 12：湖北社零增速保持较高水平 .....	7
图表 13：武汉社零占全省 36% .....	8
图表 14：武汉优质零售物业空置率远低于其他城市 .....	8
图表 15：武汉优质零售物业首层租金处于低位 .....	8
图表 16：近两年武汉商场存量保持稳定 .....	9
图表 17：武汉商业营业用房投资处于低位 .....	9
图表 18：主要城市购物中心发展指数得分 .....	9
图表 19：百货、超市均为主力业态 .....	10
图表 20：百货/超市业态经营面积情况 .....	10

图表 21: 公司主力门店占据武广核心商圈.....	10
图表 22: 公司营收仍保持正增长 .....	11
图表 23: 公司利润增速长期处于高位 .....	11
图表 24: 公司毛利率呈上升趋势 .....	11
图表 25: 公司销售、管理费率保持稳定 .....	11
图表 26: 公司成长性指标好于其他区域零售龙头.....	12
图表 27: 近两年行业各业态销售额增幅 .....	12
图表 28: 公司百货业务增速保持高位 .....	12
图表 29: 公司门店差异化定位, 引领所在商圈发展 .....	13
图表 30: 武商梦时代广场效果图 .....	14
图表 31: 武商梦时代广场效果图 .....	14
图表 32: 公司自持物业价值近 200 亿元.....	14
图表 33: 超市门店分布情况.....	15
图表 34: 公司量贩超市业务保持稳定 .....	15
图表 35: 超市业务毛利率逐年提升.....	15
图表 36: 持续调整经营不佳的门店.....	15
图表 37: 武商网打造一系列专属节日 .....	15
图表 38: 公司股权结构.....	16
图表 39: 武汉国资委主要资产构成.....	17
图表 40: 公司限制性股票激励计划解锁期安排 .....	18
图表 41: 公司业务分部预测.....	18

## 一、湖北消费市场孕育无限生机

### 1.1 实体零售整体下行，区域/业态分化加剧

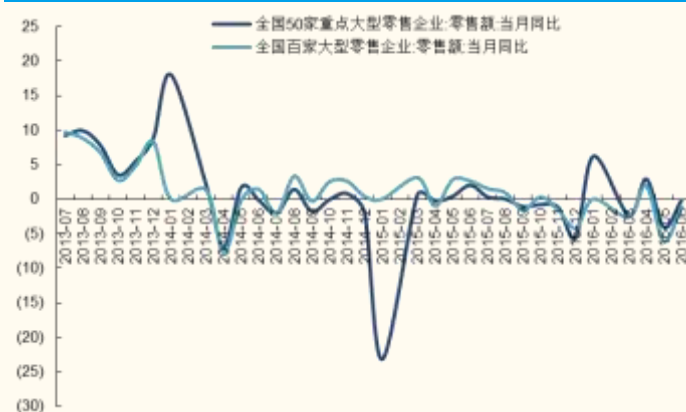
从 2012 年以来，零售行业进入了低谷，宏观消费数据从 15-20% 的高点回落至 10% 左右的低位水平。电商渠道高速增长分流了很大部分线下客户，行业生态加速恶化。受需求萎缩、行业竞争日益激烈影响，不少大型零售商的同店销售增长率大幅下滑，甚至负增长。行业企业纷纷放缓开店步伐，或集中关闭部分门店减少亏损。

图表 1：社零增速仍在低位



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：大型零售企业增长乏力



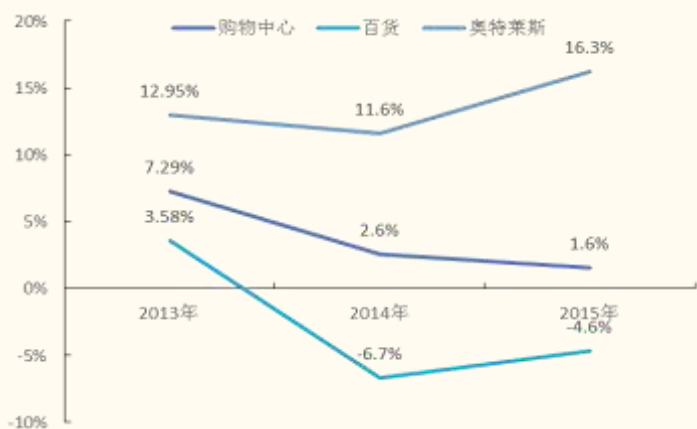
来源：Wind，国金证券研究所

虽然行业整体经营惨淡，但不同区域、业态、商圈表现分化的同时也不乏亮点。我们通过对 86 家全国排名前列的百货/购物中心单店销售额进行统计，2013-2015 年整体销售额增速分别为 -5.2%\-2.7%\-1.3%，仍处于下行通道。从业态来看，百货仍然下行，但购物中心、奥特莱斯等新业态逆市成长。大体量购物中心表现出明显优势，销售/坪效增速领先中小体量商场，核心商圈、运营能力强的购物中心强者横强。从地域来看，一二线城市核心商场表现较为稳定，三线城市仍在恶化。

### 百货业态承压，购物中心持续成长

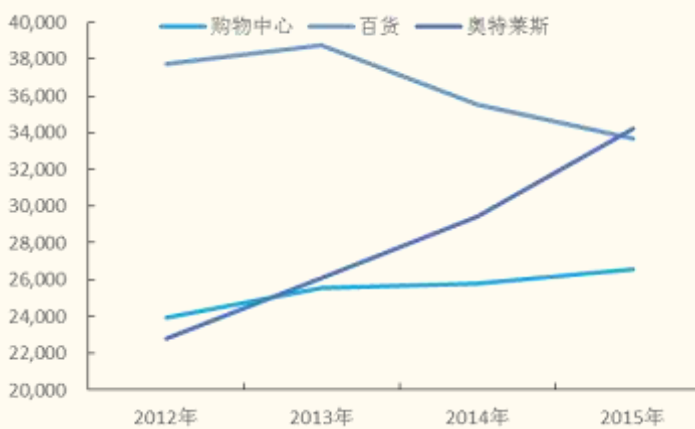
分业态来看，百货业态连续两年负增长，购物中心正增长但增速略有下滑，奥特莱斯逆市快速增长。百货业态不管是收入增速还是坪效增速均低于其他业态，2014 年收入增速、坪效增速出现大幅滑坡，2015 年降幅有所收窄。购物中心业态收入增速、坪效增速仍保持正增长，奥特莱斯一枝独秀，保持了 2 位数以上的销售增速。

图表 3：购物中心销售额维持正增长



来源：赢商网，国金证券研究所

图表 4：购物中心坪效逐年提升

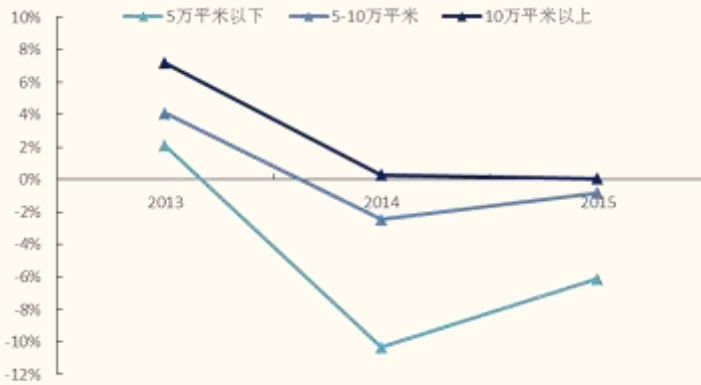


来源：赢商网，国金证券研究所

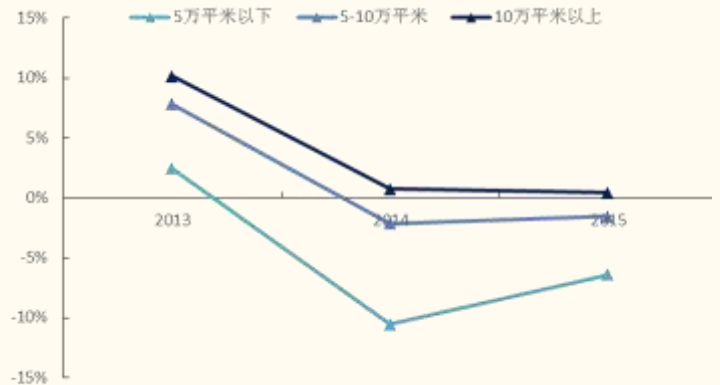
### 大体量商场较中小体量商场具有明显优势

从样本商场数据来看，商业体量与销售额增速存在较强的正相关。随着宏观消费下行，中高端消费有从中小购物中心、百货向核心商圈的超大型及大型购物中心分流趋势。过去三年，建筑面积在 10 万平方米以上的商场在恶劣的宏观环境下，销售额、坪效仍保持连续的正增长；建筑面积在 5-10 万平方米的商场业绩表现偏弱，与 10 万平方米以上商场差距明显；建筑面积在 5 万平方米以下的小商场（以百货为主）受冲击最为严重，增速大幅落后大中体量商场。体量大的商场品牌/品类齐全，能够配置更大规模的体验性业态，并通过多样化的场景和营销活动提升客流量，具有更强的竞争力。

图表 5：大体量商场销售额增速最高



图表 6：大体量商场平均坪效仍在提升



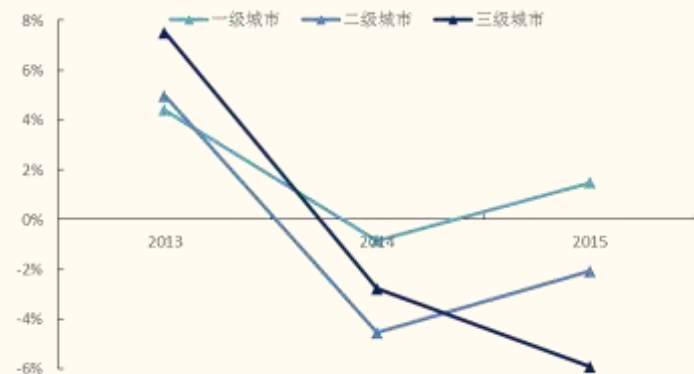
来源：赢商网，国金证券研究所

来源：赢商网，国金证券研究所

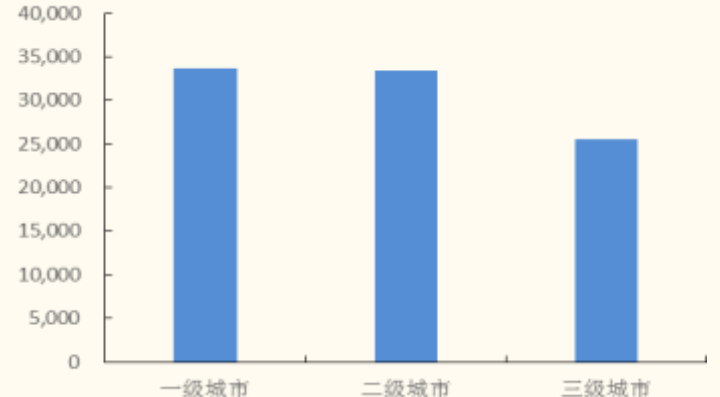
### 一二线城市重点商业表现好于三线城市

分城市级别来看，一线城市样本门店 2015 年销售增速恢复正增长，二线城市降幅缩窄，三线城市持续恶化。我们认为不同城市分化的原因有以下四点：1) 一线城市和强二线城市人口流入和财富效应聚集效应强；2) 三四线城市商业供给的落后使得电商成为消费升级的重要渠道，因此重点商场销售表现疲弱；3) 二三线城市人均商业面积赶超一线城市，竞争更加激烈；4) 一二线城市和东部沿海地区在零售业转型升级上更为领先，精细化运营能力也更强。

图表 7：一二线城市商场销售额增速回升



图表 8：一二线城市商场坪效接近



来源：赢商网，国金证券研究所

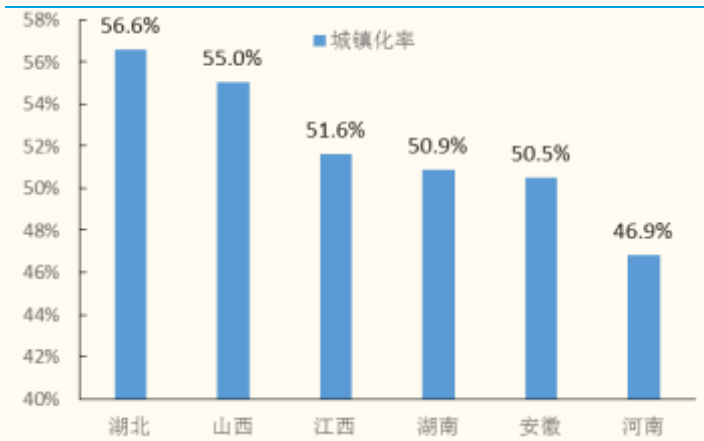
来源：赢商网，国金证券研究所

### 1.2 湖北经济领跑中部六省，购买力聚集武汉

湖北作为中部经济强省，各项经济指标均居于中部六省领先地位。2015 年，湖北实现 GDP 29,550 亿元，经济总量在中部地区仅次于河南；从人均 GDP 水平来看，湖北优势更是明显，人均 GDP 高达 5 万元，领先第二名湖南近 20%；

城镇化率更是达到 56.6%，领先中部地区。即使是在宏观经济加速下行阶段(2012-至今)，湖北仍保持着领先全国 2% 的经济增速，展现较强的抗风险能力和经济活力。较高的城镇化率和任坤 GDP 水平意味着庞大、稳定的城市人口规模和旺盛的消费潜力。湖北省的社零增速同样高于全国平均水平。

图表 9：湖北城镇化率领先各省



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：湖北经济实力底蕴深厚



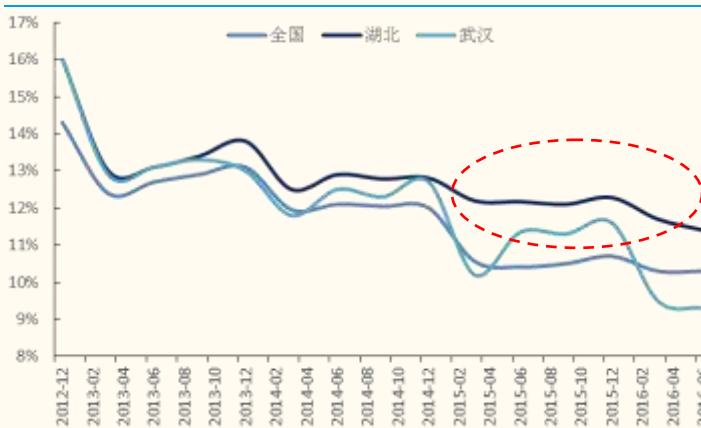
来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：湖北 GDP 增速远高全国水平



来源：Wind，国金证券研究所

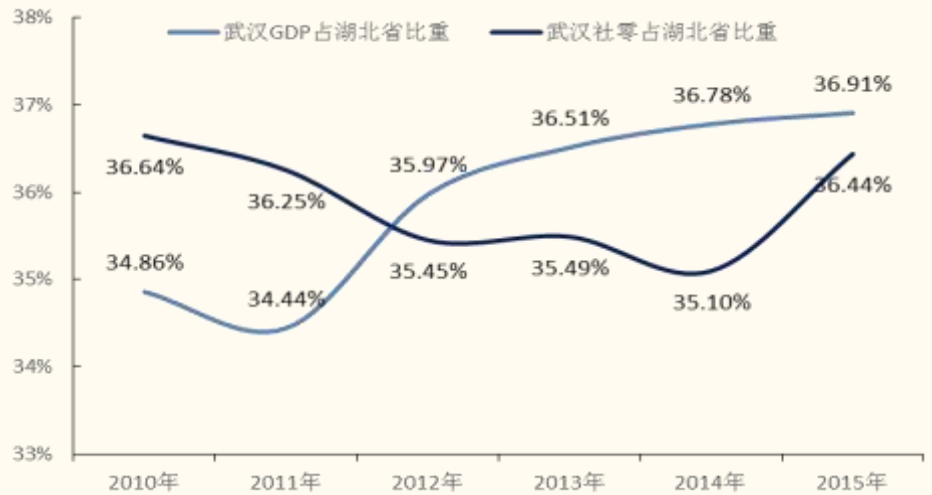
图表 12：湖北社零增速保持较高水平



来源：Wind，国金证券研究所

武汉一城独大，汇聚全省资源。武汉作为湖北省会，华中地区最大城市，其经济实力在中部地区排名前列。与其他省份不同，湖北对武汉高度依赖，省会 GDP 占全省比重高达 36.91%。经济的高度集中也导致了消费力的聚集，武汉可谓是湖北最重要的消费市场，2015 年武汉社会消费品零售总额高达 5102 亿元，占全省 36.44%。

图表 13: 武汉社零占全省 36%

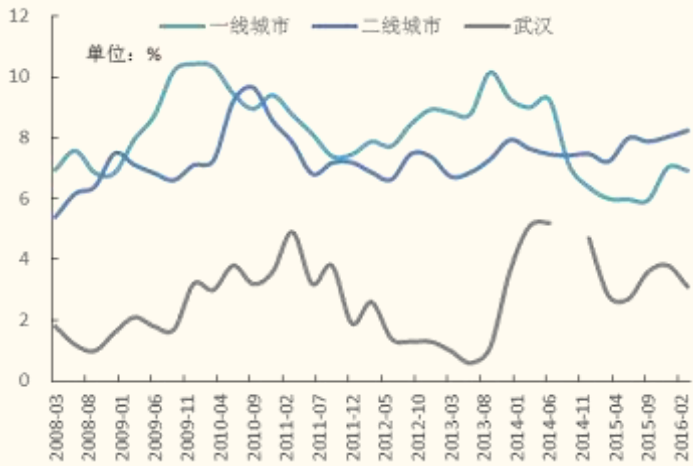


来源: Wind, 国金证券研究所

### 1.3 武汉零售市场竞争良性, 成长潜力巨大

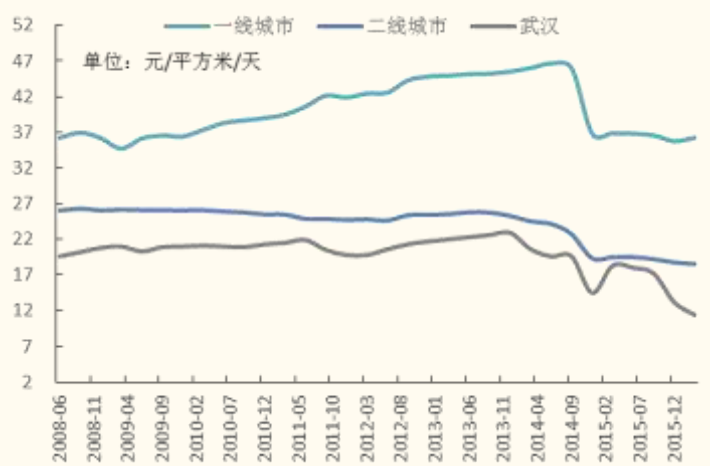
武汉零售市场竞争良性, 零售商租金负担较小。目前, 从优质零售物业的空置情况来看, 武汉一直远低于一二线城市平均水平, 自 14 年以来空置率呈下滑趋势, 2016 年一季度空置率仅有 3.1%; 优质零售物业首层租金仅有 11.4 元/平方米/月, 低于二线城市平均水平。低位的空置率说明武汉零售业供需整体保持平衡甚至略微紧缺, 较低的租金水平降低了零售商的成本。整体来看, 武汉商业地产发展较为健康、稳定。

图表 14: 武汉优质零售物业空置率远低于其他城市



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 武汉优质零售物业首层租金处于低位

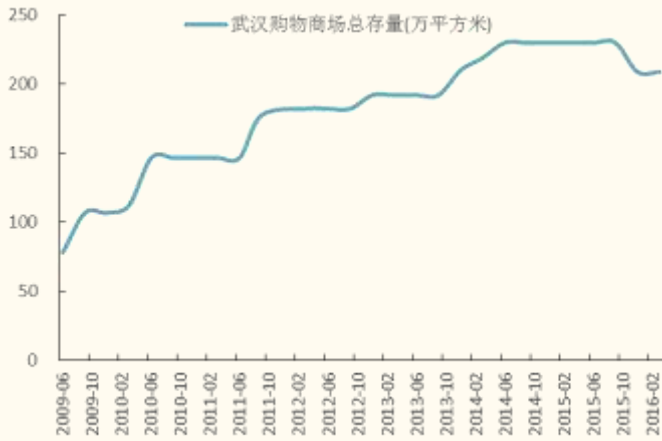


来源: Wind, 国金证券研究所

在过去两年里, 武汉购物商场的存量一直保持稳定, 在 210 万平方米左右, 新增入市物业未对市场造成冲击。从商业营业用房投资来看, 武汉增速与二线城市乃至全国水平差异不大, 未来 2-3 年入市物业不会出现大幅增加。武汉作为区域性门户城市, 商业可辐射周边城市, 潜在消费市场巨大, 叠加较为有限的商业物业供应量, 武汉零售市场成长性极强, 商场收入增速将高于其他城市。

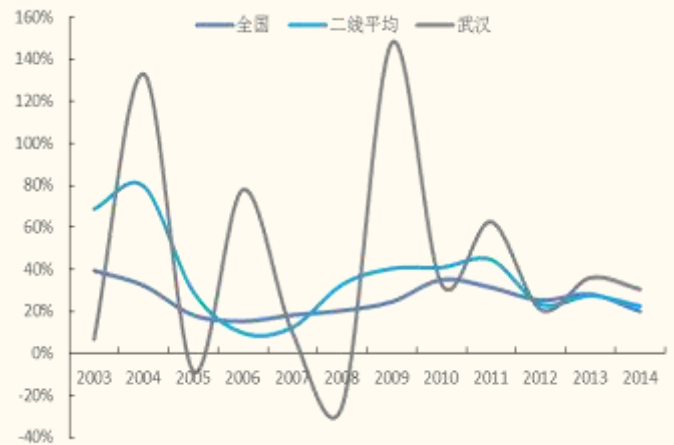


图表 16: 近两年武汉商场存量保持稳定



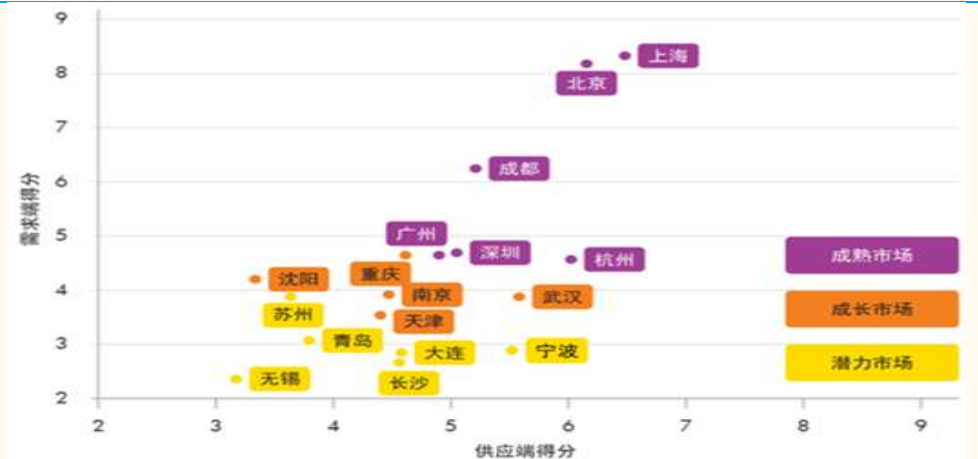
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 17: 武汉商业营业用房投资处于低位



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 18: 主要城市购物中心发展指数得分



来源: 世邦魏理仕, 国金证券研究所

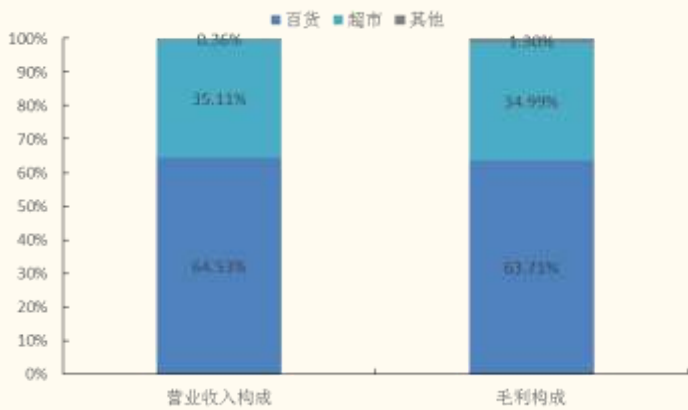
## 二、深耕省内的区域龙头，经济效益领先同业

### 2.1 湖北零售绝对龙头，百货+超市双轮驱动

公司是湖北省大型综合性商业企业集团，其前身是创建于 1959 年的武汉商场，1992 年在深交所上市。公司销售规模全面领跑湖北商业，2015 年实现规模销售 350 亿元，位列中国零售百强 15 位，中国连锁百强 14 位。

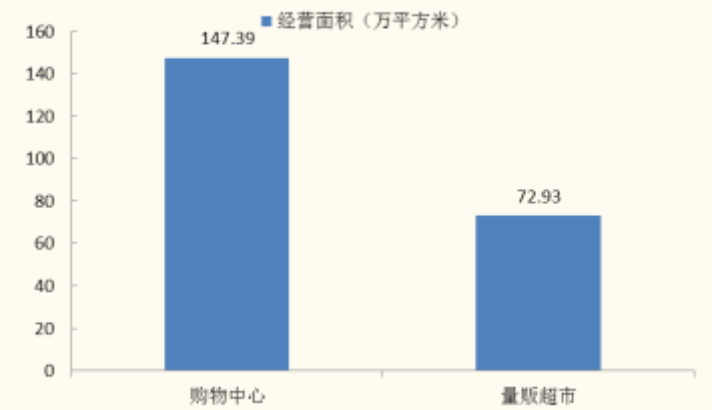
公司主要从事百货零售业和量贩超市业务，在武汉中高端零售市场具有难以挑战的垄断性优势。下属国际广场、武商广场、世贸广场等 10 家百货零售业实体，均坐落于各市的核⻄商圈，百货店总面积约为 147.39 万平方米。量贩超市业务也已布局湖北省内武汉市及多个二线城市，拥有 83 家门店，超市门店总面积约为 72.93 万平方米。从业务构成来看，百货业态占据公司 64% 的营收，超市业态占据 35% 左右。

图表 19: 百货、超市均为主力业态



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 20: 百货/超市业态经营面积情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 21: 公司主力门店占据武广核心商圈

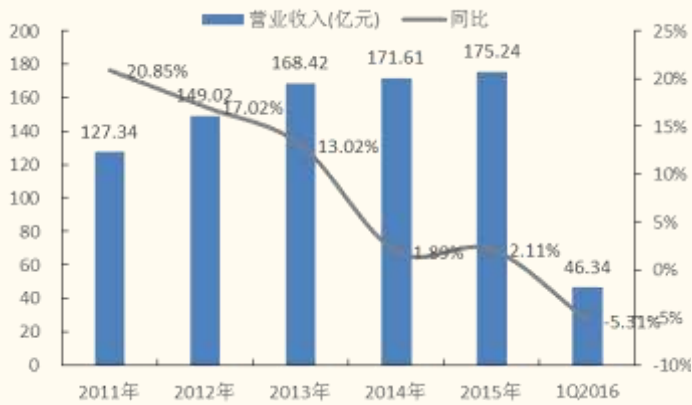


来源: 互联网, 国金证券研究所

## 2.2 受益商圈垄断性优势和强运营管理能力, 业绩逆市稳健增长

2014-2015 年, 公司分别实现营业收入 172、175 亿元, 同比增长 1.89%、2.11%; 分别实现净利润 6.6、8 亿元, 同比增长 41.83%、21.16%。自 2010 年以来, 公司毛利率呈波动上升趋势, 从 20%提升至 22%左右, 公司销售、管理费率基本保持在 14%的水平线上, 费用管控到位。

图表 22：公司营收仍保持正增长



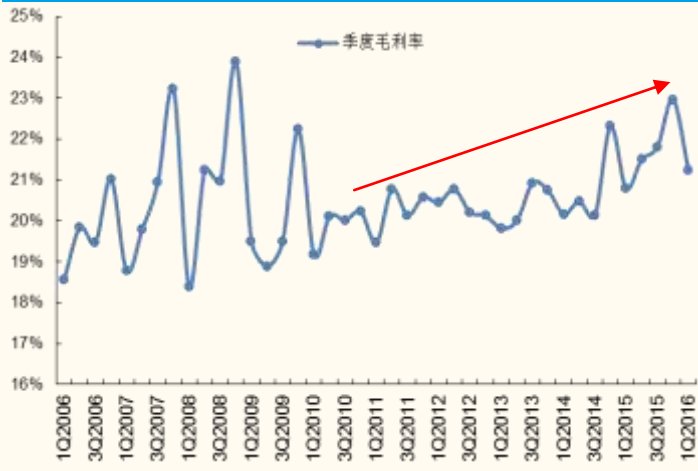
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 23：公司利润增速长期处于高位



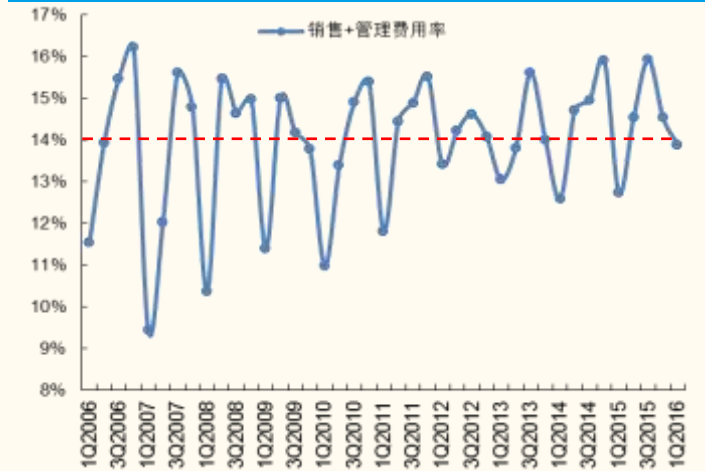
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 24：公司毛利率呈上升趋势



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：公司销售、管理费率保持稳定



来源：公司公告，国金证券研究所

虽然受消费低迷、电商分流的影响，公司近年来营收增速出现较大幅度下降，但依然保持个位数增长，净利润增速高于收入增速。与其他的区域百货龙头相比，公司经营最为稳健，收入和净利润均实现逆市增长。我们认为主要得益于以下条件和能力：

- 1) 公司在武广商圈乃至武汉高端零售市场具有垄断性优势。武广商圈是武汉市最核心商圈，更是华中第一商圈。公司三大主力门店武广、国广和世贸三足鼎立，云集了最一流的奢侈品牌、化妆品牌和珠宝品牌，具有极强的竞争力。在其他购物中心相继退出的背景下，商圈竞争相对缓和，毛利率稳中有升。
- 2) 公司深耕武汉市场多年，具有稳固的品牌优势和客户基础，能够敏锐洞察区域消费者需求变化，管理团队的精细化运营/管理能力业内领先，经营效率逐年提升。
- 3) 购物中心转型前瞻、坚决，培育效率高。如前所述，消费下行趋势下，核心商圈的大体量购物中心具有更强的抗风险能力。公司在 2007 年就前瞻地布局购物中心业态，国广（摩尔城）的成功运营奠定了业内购物中心转型的领先优势，之后新项目全部以购物中心业态推进，取得了良好的培育成效。

图表 26：公司成长性指标好于其他区域零售龙头

公司	营业收入同比增速			营业利润同比增速		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
鄂武商 A	13%	2%	2%	20%	4%	18%
天虹商场	12%	6%	2%	5%	-11%	132%
大商股份	6%	-5%	-4%	26%	5%	-44%
欧亚集团	20%	12%	12%	23%	36%	23%
首商股份	-1%	-2%	-7%	-12%	-11%	9%
重庆百货	7%	-4%	0%	17%	-38%	-30%
银座股份	5%	-3%	6%	-7%	-16%	-22%
王府井	8%	-8%	-5%	7%	-2%	11%

来源：Wind，国金证券研究所

### 2.3 成功转型购物中心，自持物业价值丰厚

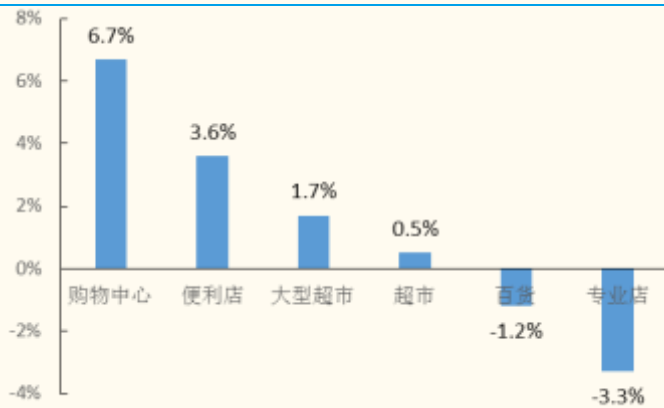
公司 07 年开始就基本上停止了纯百货业态的扩张，逐步尝试购物中心业态。发展至今，公司旗下 10 家商场均是转型或新建的购物中心，在 07 年以后新建的购物中心体量均在 10 万平方米以上，少数项目高达 20-30 万平米。可见公司决策颇为高瞻远瞩，在行业仍处于高速发展期的时候，就已预料到电商对实体零售的冲击、百货同质化竞争的困局以及大体量商场的比较优势，领先同业转型购物中心业态。

#### 公司对购物中心的理解更胜一筹，旗下门店特色明显

相比传统百货门店而言，购物中心并不仅是面积的扩大、业态的调整，还在于主题的构建。在互联网时代，顾客的购物方式发生了巨大的变化，购物的多元化、个性化与情感化的倾向愈来愈明显。购物中心之所以能成为未来趋势是在于其高体验性，而其体验性是来源于差异化的客户定位，因此主题理念的构建尤为关键。在这方面，公司走的明显比同业更远，门店的差异化经营明显，主题式风格突出。

目前，武汉国际广场定位顶级奢侈品中心，是国内中心城区档次最高、奢侈品最集中的超大型 SHOPPING MALL；武商广场以美妆为特色，齐聚 60 余大国际国内化妆名品及 5 间顶级奢华美容坊，蝉联化妆品、女装销售全国百货第一；世贸广场继续围绕黄金珠宝、国际名表创新经营，黄金珠宝零售销售中国第一；省内其他购物中心各占据所在地市核心商圈，以丰富的中高端品牌链，全方位满足不同层次消费者的需求。

图表 27：近两年行业各业态销售额增幅



来源：德勤，国金证券研究所

图表 28：公司百货业务增速保持高位



来源：公司公告，国金证券研究所

**图表 29：公司门店差异化定位，引领所在商圈发展**

商场	开业时间	建筑面积(万平方米)	地位
武汉国际广场	2007	32	目前中国中心城区体量最大、档次最高、品种最多、功能最全、奢侈品最集中的国内一流并与国际接轨的超大型 SHOPPING MALL。
武商广场	1996	6	拥有亚洲首屈一指的美妆中心，齐聚 60 余大国际国内化妆名品及 5 间顶级奢华美容坊，从 2012 年迄今雄据“中国单体百货化妆品零售第一”。
武商世贸广场	1999	7	以黄金珠宝、国际名表为特色经营，位列中国百货第一专业卖场。
武商众圆广场	2014	27	江城占地面积最大的摩尔城，青山区首个国际化商业中心。
武商亚贸广场	2002	5	以“国际名品+时尚精品+主力店”的形式，打造国际一、二线品牌，重点提升男、女装品类，优化其它品类，时尚与精品相结合，形成武昌区独特的商业定位。
武商襄阳购物中心	2007	6	襄阳商业龙头。
武商十堰人民商场	2011	14	十堰市的标志性建筑，精品百货的领军企业。
武商仙桃购物中心	2013	14	是江汉平原经营面积最大、商品品类最全、配套功能最齐、购物环境最优、服务体验最佳的现代化购物中心。
武商黄石购物中心	2014	16.3	是黄石市及鄂东市场经营面积最大、商品品类最全、配套功能最齐、物业设施最佳、购物环境最优、引领时尚消费潮流的现代化大型一站式购物中心，将成为鄂东市场的商业枢纽。
武商老河口购物广场	2015	3.4	首个县级购物广场，它成为老河口、谷城、丹江口三地购物、休闲、娱乐的地标性购物广场。

来源：公司官网，国金证券研究所

### 重金打造梦时代广场，武昌商圈王者隐现

2015 年 3 月，公司发布公告，拟投资 84.25 亿元，在武昌中心城区兴建总建筑面积约 59.93 万平方米的武商梦时代广场。广场商业面积高达 39.01 万平方米，将开设华中最大的“室内滑雪场”、中部首家与商业综合体结合的“海底世界”、国内最全“奢侈品一条街”、百余项功能性服务项目和近千个服饰品牌专卖店及部分餐饮娱乐项目，项目将是华中乃至全国定位较高、规模最大的商业零售综合体。目前，梦时代项目筹备工作进展顺利，项目用地拆迁工作及前期手续办理正稳步推进。

梦时代广场是公司继摩尔城之后的又一力作，有望垄断武昌的高端零售市场，为公司成长打开新空间，进一步奠定公司在武汉的商业霸主地位。区域零售龙头对明星主力店有较强的依赖性，在过去，武汉广场净利润超过公司净利润的 50%。公司重金打造梦时代广场，有望成为公司未来业绩的新增长点。凭借公司过往对大体量及超大体量项目的运营经验以及丰富的品牌、客户资源，有望在复制摩尔城的基础上，进一步优化业态配比，以“冰雪世界”、“海洋王国”、“主题乐园”、“未来科技”四大主题项目形成区域差异化、多样化发展的现代服务业聚集区，引导消费潮流和创造消费热点。

图表 30：武商梦时代广场效果图



来源：互联网，国金证券研究所

图表 31：武商梦时代广场效果图



来源：互联网，国金证券研究所

### 物业占据当地核心商圈，资产价值不菲

公司早期项目集中于武汉，项目多位于核心商圈，其中国际广场、武商广场、世贸广场均位于最核心的武广商圈，亚贸广场则位于街道口商圈，众圆广场也位于青山区的核心地段。自 07 年开始，公司逐步重视周边三四线城市，并在 11 年以后加速布局。由于介入时间较早，公司购物中心均开在当地核心商圈。受益于核心商圈密集的人流量，门店聚客能力强劲，销售额稳定增长。

从物业估值的角度来看，公司资产价值丰厚。武汉项目均是早期建设，升值幅度巨大，而三四线城市项目受益于当地需求爆发，也坐享巨大升值收益。我们通过梳理公司 7 家自持购物中心项目，发现公司持有 119.7 万平方米的物业面积，保守估计市场价值在 195.48 亿元。

图表 32：公司自持物业价值近 200 亿元

自持物业	建筑面积(万平米)	单价(万/平米)	物业重估值(亿元)
武商广场	6	2.5	15
武商世贸广场	7	2.5	17.5
武汉国际广场	32	2.5	80
武商十堰人民商场	14	1	14
武商众圆广场	27	1.5	40.5
武商仙桃购物中心	14	0.7	9.8
武商黄石购物中心	16.3	1	16.3
武商老河口购物广场	3.4	0.7	2.38
合计	119.7		195.48

来源：公司官网，国金证券研究所

### 2.4 量贩超市提供稳定业绩支撑，电商/消费金融拓展新增长点

量贩超市是公司第二大业态，也是主要营收来源。目前，公司已布局湖北省内武汉市及多个二线城市，拥有 83 家门店，38 家门店位于武汉市，45 家门店位于湖北省其他城市，包括鄂州、荆州、黄冈、襄樊、宜昌、十堰、孝感、黄石、恩施、大冶、咸宁等地，其中，24 家门店年销售过亿元。

公司供应链管理能力强，门店调整提高毛利。近年来，公司着重于打造大体量购物中心，量贩超市业务扩张步伐较为缓慢，无论是超市营收还是毛利贡献度均有所下降。但公司一直在积极调整量贩超市区域布局，提升供应链管理能

力，改造、关停经营不佳的门店，毛利率水平也呈现逐年提升态势。2015年，公司新开门店1家，关停5家，减租降租23家，出血点大幅减少。

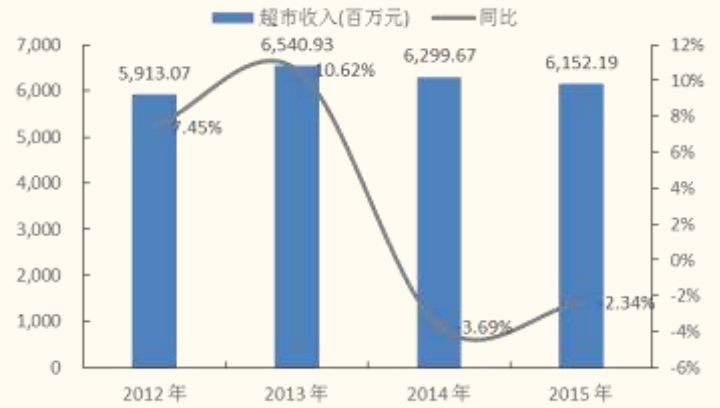
此外，超市行业的经营以生活必需品为主，而生活必需品的消费并不明显地受到宏观经济的周期影响，有较强的抗周期性，而这与强周期性的百货业态可以形成良好的互补，为业绩成长提供稳定支撑。

图表 33：超市门店分布情况



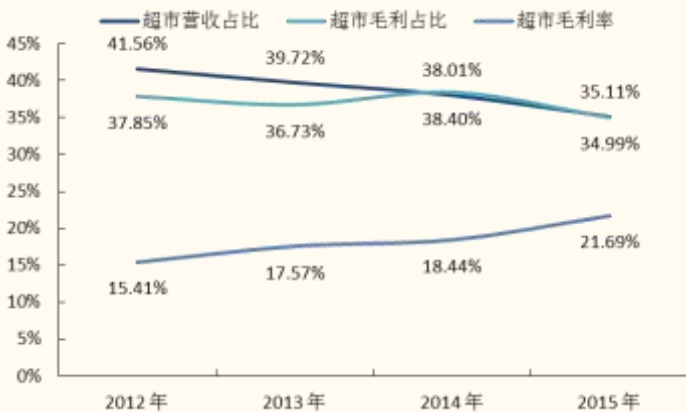
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 34：公司量贩超市业务保持稳定



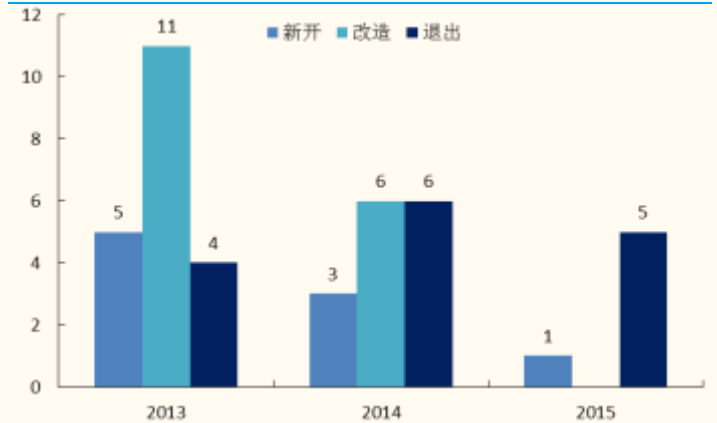
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 35：超市业务毛利率逐年提升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 36：持续调整经营不佳的门店



来源：公司公告，国金证券研究所

探索电商业务，推进线上线下融合。2013年，公司成立武汉武商电子商务有限公司，正式进军电子商务领域，12月武商网正式上线。电商公司采用“三位一体”的立体模式，即电商公司负责搭建运营的B2C网上商城，量贩、百货、大客户分别根据各自经营特点开展线上营销。电商平台武商网采取O2O模式，经营范围涵盖线下实体店所有品类，力图将线下经营优势在线上得到延伸；在营销上，以互联网思维打造武商电商专属节日，通过常态化的营销形成独有的经营特色。2015年，武商网线上销售额突破1.5亿元，在线访问量同比增长突破300%。

公司电商业务开展时间较晚，目前仍处于投入期。近两年，公司电商公司持续亏损，净利润分别为亏损1108万元、2067万元。从行业来看，电商发展已较为成熟，流量红利已近枯竭，行业竞争十分激烈。我们认为公司电商业务需要的培育期较长，但出于线上线下协同的考虑，线上平台有望成为线下实体的补充，通过线上大数据的搜集、分析，为线下门店业态调整、品牌结构变化提供支持，有重大的战略意义。

图表 37：武商网打造一系列专属节日

时间	武商专属节日
2014年	“5.20全城热恋”、“9.29集团店庆”、“12.28上线周年庆”，其中

	“9.29 集团店庆”网站单日销售额突破 1000 万。
2015 年	“3.15 正品网购节”、“520 爱 MAY 节”、“武汉伢游世界”、“929 嗨购节”、“1228 周年庆典”，其中“520 爱 MAY 节”、“929 嗨购节”、“1228 周年庆典”网站单日销售额均破 1000 万，网站访问量、访客数等多指标同步刷新历史记录。

来源：公司官网，国金证券研究所

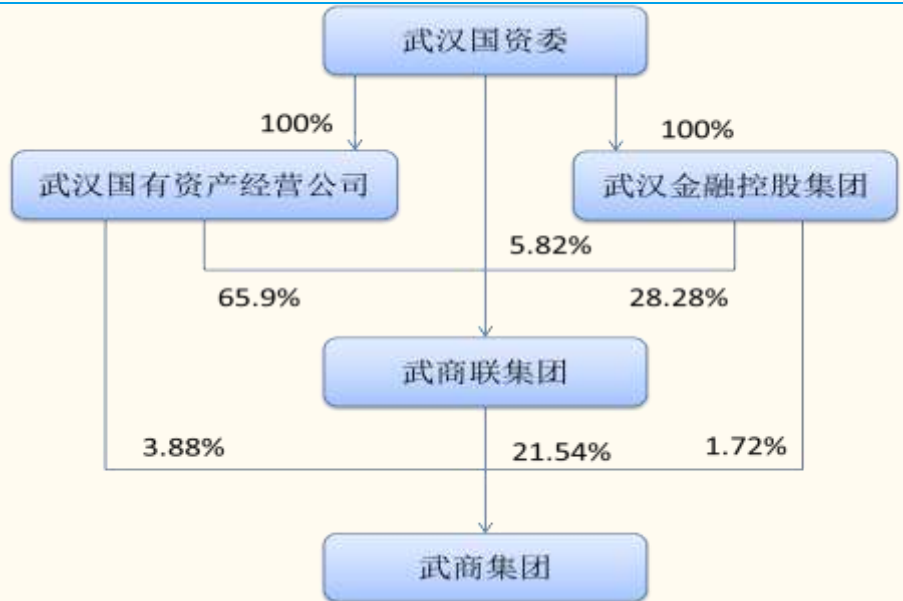
**布局消费金融，参股湖北消费金融公司。**2014 年 8 月，公司参股武汉地区首家消费金融公司—湖北消费金融公司，注册资金人民币 3 亿元。公司出资 0.45 亿元，占比 15%，公司控股股东出资 0.6 亿元，占比 20%。根据对第一批试点城市消费金融公司的实际经营情况，多家消费金融公司均在开业后的次年盈亏平衡，第三年均实现盈利。消费金融公司 2014 年 12 月获批成立，2015 年 4 月开业，15 年全年亏损 2702 万元。我们认为消费金融公司首年亏损额符合预期，随着业务的顺利开展，2017 年有望实现贷款 28 亿元，利息收入 3 亿元，净利润 7000 万元。此外，消费金融和公司零售主业有着高度的关联性，公司布局消费金融，有望在获得丰厚收益的同时助力零售业务成长。

### 三、国企改革助力成长，股权激励/员工持股释放业绩

#### 3.1 武汉国有资产丰富，国企改革值得期待

公司控股股东为武商联集团，实际控制人武汉国资委。截至 16 年 4 月，武商联集团持有公司 21.54% 的股权，是公司控股股东；武汉国资委通过武商联集团、武汉国有资产经营公司、武汉金融控股集团控制公司 27.14% 的股权，为公司实际控制人。

图表 38：公司股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

**武汉国企改革配套文件出台，国企市场化进程加快。**今年以来，武汉市研究拟定了国有企业改革“1+13”配套实施意见和方案。其中，“1”即为《市委市政府关于深化国有企业改革的实施意见》，从完善现代企业制度、发展混合所有制经济、完善国有资产管理体制等 7 个方面提出 21 项改革任务，已于今年 3 月印发。“13”即为 13 个专项实施意见和方案，包括国企业功能界定与分类、混合所有制企业员工持股试点、规范董事会和监事会监事、规范国企负责人履职待遇和业务支出、国企负责人薪酬制度改革、鼓励和规范国企投资项目引入非国有资本等方面，已有 1 项印发，其余正在制定中。



从文件精神可以看出，今年武汉国企改革的重点将放在推动国企市场化经营方面，以提升企业经营效率为目的。武汉将在企业重组整合，规范董事会建设、监事会建设，市场化选聘经营管理者，混合所有制企业员工持股，改组国有资本投资运营公司等领域启动改革试点工作。在企业治理方面，下半年选择 3 到 5 家企业开展试点，包括推行外部董事制度、严格控制董事会与经理层交叉任职等措施，明年实现市出资企业监事会监事全覆盖。此外，还将选择 2 到 3 户企业启动职业经理人市场化选聘试点。比如，武汉市体发投公司已面向国内外选聘 1 名副总经理。

**武汉国资委旗下商业资产和资源丰富，公司作为最重要的商业资产未来改革提效空间大。**截至 2015 年底，武汉市属国有企业资产总额达 13644 亿元，实现营业收入 1221 亿元，利润总额为 124 亿元。其中，武汉市国资委履行出资人职责的 21 家出资企业资产总额达到了 6993 亿元、净资产 2087 亿元，投资遍布公共基础建设、房地产开发、金融服务、商业物流等多个领域。我们简单梳理发现，下属国企中存在大量与公司业务关联性强的商业/服务业资产，旗下三大商业上市平台(鄂武商、中百集团、武汉中商)同业竞争问题也一直悬而未决。随着国企改革的有序推进，公司作为武商联最重要的商业资产，未来改革、提效的空间较大。

**图表 39：武汉国资委主要资产构成**

行业	重要资产
金融	国创资本(担保、融资租赁、小额贷款、典当、资产管理、互联网金融)、东湖创投、武汉金控集团(金融租赁、基金管理、票据经纪、资产管理、交易所、小额贷款、担保、典当、银行、信托，大连友谊(000679))，汉口银行、武汉农商行、天风证券、武汉金融资产交易所。
房地产	华汉地产、武汉地产开发投资集团、武汉建工集团、汉正街控股集团。
商业	武商集团(鄂武商 000501)、中百集团(000759)、中商集团(000785)、武汉体育发展投资公司。
物流	武汉商贸国有控股集团、武汉新港建设投资开发集团、武汉港务集团。
医药	新兴医药、马应龙(600993)、国灸科技。
园区服务	鑫科投资。
工业	武汉工业控股集团、武汉重工、武汉海尔、万鸿集团(600681)、武汉农业集团。
基础设施建设	武汉城投集团、武汉机场路、武汉城市一卡通、武汉体发投、武汉地铁集团、武汉中央商务区投资控股集团、武汉市公共交通集团、武汉市市政建设集团、武汉水投集团、武汉环境投资开发集团、武汉市农业投资公司、武汉交通工程建设投资集团、武汉园林发展投资公司。

来源：武汉国资委官网，国金证券研究所

### 3.2 股权激励/员工持股重仓介入，未来业绩有望释放

2015 年 4 月 23 日，公司公布限制性股票激励计划，向激励对象 214 人定向增发 2177.7 万股，授予价格 6.4 元/股，占公司总股本比例的 3.68%。激励计划授予的限制性股票授予后满 24 个月起为的解锁期，在解锁期内，若达到激励计划规定的解锁条件，激励对象获授的限制性股票分三次解锁。

对个人而言，若激励对象上一年度个人绩效考核结果为 A/B/C 档，则上一年度激励对象个人绩效考核“合格”，激励对象根据年度考核分数对应的个人可解锁比例进行解锁。若激励对象上一年度个人绩效考核结果为 D 档，则上一年度激励对象个人绩效考核为“不合格”，公司将按照计划的规定，将激励对象所获授的限制性股票当期拟解锁份额回购注销。

图表 40：公司限制性股票激励计划解锁期安排

解锁期	解锁比例	时间	业绩考核目标
第一个解锁期	33	24 个月至 36 个月	2015 年度，扣非归母净利润同比增长不低于 18%，扣非加权平均净资产收益率不低于 18%，且两个指标都不低于同行业可比公司 50 分位值；主营业务收入占营业总收入 90% 以上。
第二个解锁期	33	36 个月至 48 个月	2016 年度，扣非归母净利润同比保持增长，扣非加权平均净资产收益率较上年有所增长，且两个指标都不低于同行业可比公司 50 分位值；主营业务收入占营业总收入 90% 以上。
第三个解锁期	34	48 个月至 60 个月	2017 年度，扣非归母净利润较上年保持增长，扣非加权平均净资产收益率较上年有所增长，且两个指标都不低于同行业可比公司 50 分位值；主营业务收入占营业总收入 90% 以上。

来源：公司公告，国金证券研究所

2016 年 4 月 7 日，公司定向增发事项顺利完成，公司非公开发行 6281 万股，募集资金 8.27 亿元，认购价格 13.17 元/股，认购对象为开源基金、周志聪和公司 2015 年度员工持股计划。其中，公司 2015 年度员工持股计划认购 4305 万股，占发行后公司总股本的 7.27%，成为公司第三大股东。此次员工持股计划存续期为 48 个月，持有人包括公司董事刘江超、王沅、刘晓蓓及公司员工，资金主要来源于员工自筹资金。

管理层与公司高度绑定，业绩有望加速释放。目前，市场上员工持股计划持股比例多在 5% 以下，像公司这般高比例持股的案例十分少见，而实行股票激励的公司更是少之又少。我们认为公司员工持股计划重仓买入，彰显公司员工以及管理层对公司未来发展的高度信心，而大比例的股票激励更是将公司利益和员工深度绑定。在两大计划的联系下，员工与公司的利益高度趋同，管理层/员工的积极性大幅提高，未来业绩将加速释放。

#### 四、盈利预测与投资建议

今年社零仍处于低位，但底部特征也很明显，未来继续大幅走低的可能性较低。重资产百货的业绩表现和区域消费态势高度相关，湖北社零一直保持较高增速，消费需求旺盛，未来随着整体消费底部企稳，湖北有望率先反弹，当地零售商盈利能力或缓慢回升。在经营层面，公司主力门店为核心商圈的大体量购物中心，客流量和销售规模稳定，近两年新开购物中心项目逐步渡过培育期，量贩超市调整和关停亏损门店，为业绩提供稳定支撑。我们预计 2016-18 年收入增速分别为 3.7%、3.9%、4.4%，净利润增速 17.96%、14.02%、10.66%，16-18 年 EPS 分别为 1.59、1.82、2.01 元，对应 PE 分别为 10.9X、9.6X、8.6X。

图表 41：公司业务分部预测

业态	项目	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
百货	门店数	7	9	10	10	10	10
	销售收入	9925.2	10275.3	11308.4	12213.1	12823.7	13464.9
	销售成本	7945.5	8412.0	8879.0	9550.6	9976.9	10475.7
	毛利率	19.95%	18.13%	21.48%	21.80%	22.20%	22.20%
超市	销售收入	6540.9	6299.7	6152.2	5967.6	6057.1	6238.8
	销售成本	5391.8	5138.0	4817.9	4595.1	4639.8	4772.7
	毛利率	17.57%	18.44%	21.69%	23.00%	23.40%	23.50%

来源：国金证券研究所

公司是湖北商业重镇的购物中心龙头，受益区域市场良好商业氛围以及强费用管控能力，公司经济效益领跑同业，主力门店稳健经营+培育期门店扭亏+超市亏损店关闭保证未来业绩增长，梦时代广场投建助推外延扩张进程。公司自持门店占据武汉及周边城市核心商圈，物业重估值高达 195 亿元，市值较物业价值大幅低估，具有较高的安全边际。股权激励业绩目标/员工持股计划将管理层和公司高度绑定，推动公司利润释放。我们看好公司在湖北商业市场的绝对优势地位，未来 2 年业绩将保持远高于行业的增速，武汉国企改革也可能形成进一步催化。**首次覆盖给予买入评级！**

## 五、风险提示

- 1、湖北社零增速大幅下滑；
- 2、人工、租金费用快速上涨；
- 3、梦时代广场项目推进速度低于预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	16,842	17,161	17,524	18,181	18,881	19,704	货币资金	2,127	2,282	2,062	1,539	1,602	1,629
增长率		1.9%	2.1%	3.7%	3.9%	4.4%	应收款项	175	180	187	212	215	225
主营业务成本	-13,413	-13,587	-13,710	-14,146	-14,617	-15,248	存货	973	905	887	969	1,001	1,044
%销售收入	79.6%	79.2%	78.2%	77.8%	77.4%	77.4%	其他流动资产	1,741	1,064	709	566	585	610
毛利	3,429	3,574	3,813	4,035	4,264	4,455	流动资产	5,016	4,431	3,846	3,286	3,403	3,508
%销售收入	20.4%	20.8%	21.8%	22.2%	22.6%	22.6%	%总资产	39.7%	28.3%	21.7%	18.8%	18.5%	18.6%
营业税金及附加	-148	-150	-156	-164	-170	-177	长期投资	520	506	538	538	538	538
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	4,784	7,291	7,358	8,175	9,116	9,526
营业费用	-2,105	-2,196	-2,215	-2,236	-2,322	-2,384	%总资产	37.9%	46.6%	41.4%	46.7%	49.5%	50.6%
%销售收入	12.5%	12.8%	12.6%	12.3%	12.3%	12.1%	无形资产	2,203	3,295	3,168	2,657	2,524	2,398
管理费用	-262	-294	-298	-309	-321	-315	非流动资产	7,618	11,220	13,907	14,220	15,028	15,312
%销售收入	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%	%总资产	60.3%	71.7%	78.3%	81.2%	81.5%	81.4%
息税前利润 (EBIT)	915	934	1,145	1,326	1,451	1,579	<b>资产总计</b>	<b>12,634</b>	<b>15,651</b>	<b>17,753</b>	<b>17,507</b>	<b>18,431</b>	<b>18,820</b>
%销售收入	5.4%	5.4%	6.5%	7.3%	7.7%	8.0%	短期借款	614	2,497	2,873	1,437	1,527	629
财务费用	-44	-43	-85	-86	-35	-10	应付款项	7,583	8,479	8,198	8,587	8,890	9,264
%销售收入	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.2%	0.0%	其他流动负债	1,171	847	631	1,050	1,081	1,121
资产减值损失	-8	0	-12	0	0	0	流动负债	9,368	11,823	11,702	11,074	11,499	11,014
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	128	3	1,910	710	310	170
投资收益	12	14	21	20	20	20	其他长期负债	12	61	13	0	0	0
%税前利润	1.4%	1.6%	2.0%	1.6%	1.4%	1.3%	<b>负债</b>	<b>9,508</b>	<b>11,886</b>	<b>13,625</b>	<b>11,784</b>	<b>11,809</b>	<b>11,184</b>
营业利润	874	906	1,069	1,260	1,436	1,589	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,896</b>	<b>3,556</b>	<b>4,129</b>	<b>5,722</b>	<b>6,619</b>	<b>7,631</b>
营业利润率	5.2%	5.3%	6.1%	6.9%	7.6%	8.1%	少数股东权益	231	209	-1	1	3	5
营业外收支	-13	-19	4	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>12,634</b>	<b>15,651</b>	<b>17,753</b>	<b>17,507</b>	<b>18,431</b>	<b>18,820</b>
税前利润	861	887	1,073	1,260	1,436	1,589	<b>比率分析</b>						
利润率	5.1%	5.2%	6.1%	6.9%	7.6%	8.1%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-255	-245	-272	-315	-359	-397	<b>每股指标</b>						
所得税率	29.6%	27.7%	25.4%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.917	1.301	1.511	1.593	1.816	2.010
净利润	606	641	801	945	1,077	1,192	每股净资产	5.709	7.010	7.806	9.668	11.184	12.895
少数股东损益	141	-18	1	2	2	2	每股经营现金净流	3.638	2.041	1.613	3.529	3.037	3.321
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>465</b>	<b>660</b>	<b>799</b>	<b>943</b>	<b>1,075</b>	<b>1,190</b>	每股股利	0.000	0.400	0.000	0.300	0.300	0.300
净利率	2.8%	3.8%	4.6%	5.2%	5.7%	6.0%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	16.06%	18.55%	19.36%	16.48%	16.24%	15.59%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	3.68%	4.22%	4.50%	5.39%	5.83%	6.32%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	16.66%	10.79%	9.59%	12.64%	12.86%	14.04%
净利润	606	641	801	945	1,077	1,192	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	13.02%	1.89%	2.11%	3.75%	3.85%	4.36%
非现金支出	347	355	418	373	393	416	EBIT增长率	13.17%	2.12%	22.53%	15.84%	9.42%	8.79%
非经营收益	39	70	68	101	47	23	净利润增长率	15.58%	41.83%	21.16%	17.96%	14.02%	10.66%
营运资金变动	853	-31	-433	670	281	335	总资产增长率	14.46%	23.88%	13.43%	-1.39%	5.28%	2.11%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,845</b>	<b>1,035</b>	<b>853</b>	<b>2,089</b>	<b>1,798</b>	<b>1,966</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-1,526	-2,326	-2,429	-683	-1,200	-700	应收账款周转天数	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
投资	-81	48	-42	0	0	0	存货周转天数	24.9	25.2	23.9	25.0	25.0	25.0
其他	12	19	-579	20	20	20	应付账款周转天数	59.2	61.2	58.3	60.0	60.0	60.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,595</b>	<b>-2,259</b>	<b>-3,050</b>	<b>-663</b>	<b>-1,180</b>	<b>-680</b>	固定资产周转天数	102.6	155.0	153.2	159.1	167.5	173.7
股权募资	1	0	139	827	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	-154	1,458	2,238	-2,649	-310	-1,038	净负债/股东权益	-45.84%	5.78%	65.93%	10.63%	3.56%	-10.86%
其他	-188	-79	-414	-127	-245	-221	EBIT利息保障倍数	20.6	21.7	13.4	15.4	41.6	162.4
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-342</b>	<b>1,379</b>	<b>1,963</b>	<b>-1,949</b>	<b>-555</b>	<b>-1,259</b>	资产负债率	75.25%	75.95%	76.75%	67.31%	64.07%	59.43%
<b>现金净流量</b>	<b>-92</b>	<b>155</b>	<b>-233</b>	<b>-523</b>	<b>63</b>	<b>27</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD