



Research and
Development Center

业绩拐点已现，各方改革显成效

——中百集团（000759. sz）深度报告

2018 年 5 月 31 日

李丹 行业分析师
燕楠 行业分析师

证券研究报告

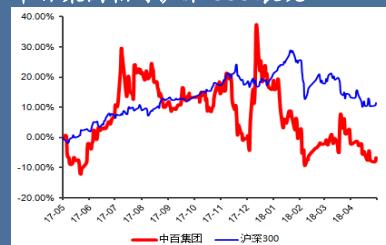
公司研究——首次覆盖

中百集团 (000759.sz)



首次评级

中百集团相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2018. 5. 30)

收盘价(元)	8.10
52 周内股价波动区间(元)	7.27-11.37
最近一月涨跌幅(%)	11.45%
总股本(亿股)	6.81
流通 A 股比例(%)	99.85
总市值(亿元)	57.48

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

业绩拐点已现，各方改革显成效

2018 年 5 月 31 日

本期内容提要：

- ◆ **看好湖北省的消费前景。**湖北省社会消费品零售总额同比增速一直高于全国平均水平。2017 年湖北省社零总额达到 17,394.10 亿元，同比增加 11.10%，高出全国水平 0.9 个百分点。人口方面，湖北省为我国人口大省，2017 年人口达到 5902 万人，近五年来城镇化率由 53.5% 提升至 58.4%，城镇化率在中部六省中一直处于领先地位，且领先优势明显。不断上升的城镇化率和持续增长的居民可支配收入，分别从潜在消费人口和消费实力两方面给湖北省带来巨大消费增长空间，也为深耕湖北的中百集团提供较好的外部市场环境。
- ◆ **公司业绩拐点已现。**中百集团从 2011 年开始营收和归母净利润同比增速进入下行通道。业绩拐点在 2017 年 Q2 出现，2017 年 Q2 公司实现归母扣非净利润 4,631.6 万元，结束连续四个季度归母扣非净利润的亏损，第三、四季度归母扣非净利润分别为 97.46 万元、2,668.89 万元。2017 年，中百集团实现营业收入 152.06 亿元，同比下降 1.04%；实现归母净利润 6,764.62 万元，同比增长 946.18%，归母净利润大幅增长主要来源于江夏中百购物广场资产证券化后取得的 1.79 亿元税后净利润；实现归母扣非净利润-4,739.72 万元，同比增长 79.7%。
- ◆ **各方改革显成效。**公司在不断的生鲜改造、门店优化、供应链升级（加大源头直采、减品瘦身、新品引进等）方面进行改革。中百仓储公司在 2017 年营业收入下滑的基础上实现净利润的扭亏为盈，结束持续两年的亏损态势，实现净利润 0.27 亿元，同比增长 126.47%。中百超市公司在 2017 年大力开店（全年新开便利店 146 家）的基础上，也实现扭亏为盈，实现净利润 0.07 亿元，同比增长 333.33%。2017 年公司毛利率水平提升至 21.78%，同比提升 0.75 个百分点。
- ◆ **减员增效、合伙人机制促劳效增长。**公司从 2014 年开始进行人员调整，2017 年减少 5777 人，为历年来调整幅度最大的一年。随着关店整顿，低效人员清退、合伙人机制等措施激发员工的工作主动性和积极性，公司 2017 年劳效达到 58.04 万元/人，较前一年 48.06 万元/人提升 20.77%。相较于 2011 年提升了 58.9%。
- ◆ **股价催化剂：**消费强劲复苏、公司业绩超预期。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2018-2020 年归属母公司净利润分别为 4.84、1.35、1.53 亿元，按照最新股本计算，对应的每股收益分别为 0.71 元、0.20 元和 0.22 元。中百作为湖北省的综超龙头，经营指标趋好、业绩持续改善、首次覆盖我们给予“增持”评级。
- ◆ **风险因素：**消费复苏不达预期、公司经营能力改善不达预期、同店增长放缓。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	15366.35	15206.09	15765.90	16348.09	17104.95
增长率 YoY %	-6.31	-1.04	3.68	3.69	4.63
归属母公司净利润(百万元)	6.47	67.65	484.16	134.67	152.85
增长率 YoY%	15.25	946.18	615.73	-72.18	13.50
毛利率%	21.03	21.78	22.27	22.48	22.61
净资产收益率 ROE%	0.22	2.26	15.04	3.84	4.18
每股收益 EPS(元)	0.01	0.10	0.71	0.20	0.22
市盈率 P/E(倍)	853	82	11	41	36
市净率 P/B(倍)	1.9	1.8	1.6	1.5	1.5

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2018 年 5 月 30 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
公司简介	2
公司基本情况	2
公司主营业务简介	4
超市行业趋势：生鲜越来越多、业态越来越小	8
更多生鲜，更少标品	8
由求大向求便利转变	10
门店运营优化提效，业态调整改造升级	12
永辉生鲜团队进驻，改造成果明显	12
供应链优化建设，提升采购议价能力	12
关仓储开便民，门店优化显成效	13
牵手罗森，发力便利店	15
百货加大经营调整，推行资产证券化	18
组织改革为持久发展保驾护航	20
引入合伙人机制，减员增效	20
重推“力争5年内实施股权激励”，激发管理层积极性	20
盈利预测与估值：	22
基本假设和盈利预测	22
相对估值与投资评级	23
风险因素	23

表 目 录

表 1：中百集团前十名股东持股情况（2018年一季报）	3
表 2：快消品在各渠道年复合增长率	9
表 3：公司持有百货门店	18
表 4：中百集团主营业务收入增长率预测	22
表 5：中百集团三费假设	22
表 6：A股主要超市行业公司估值	23

图 目 录

图 1：各业态营收占比	2
图 2：湖北省和重庆地区营收占比	2
图 3：全国、湖北、武汉人均GDP对比（单位：元）	3
图 4：湖北城镇居民人均可支配收入保持快速增长（单位：元）	3
图 5：湖北社消品零售总额同比一直高于全国平均水平（单位：%）	4
图 6：中部六省城镇人口比重（单位：%）	4
图 7：2011-2017营业收入及同比增速（单位：亿元、%）	5
图 8：2011-2017归母净利润及同比增速（单位：亿元、%）	5
图 9：2011-2017中百集团营业利润（单位：亿元）	6
图 10：2011-2017中百集团毛利率及净利率（单位：%）	6
图 11：中百集团毛利率处于行业中等水平（单位：%）	6
图 12：中百集团净利率处于行业较低水平（单位：%）	6
图 13：2011-2017中百集团三费费用率（单位：%）	7
图 14：中百集团三费增长较快（单位：%）	7
图 15：2011-2017中百集团职工薪酬费率快速上升	7
图 16：2017年中百集团劳效较低（单位：万元/人）	7
图 17：同款商品线上价格明显低于线下价格	8
图 18：快消品在电商和便利店渠道继续保持强劲增长势头	9
图 19：2011-2018年中国生鲜生鲜市场交易规模（单位：万亿元）	10
图 20：超市目前是生鲜购买第二大渠道	10
图 21：大卖场家庭年均购物次数及同比增长（单位：次、%）	11
图 22：大卖场家庭年均购物量（单位：千克/升、%）	11
图 23：中百仓储北湖店生鲜区水果摆列	12
图 24：中百仓储北湖店生鲜区店员随时择走损坏菜品	12
图 25：中百仓储超市有限公司营业收入及同比（单位：亿元、%）	13
图 26：中百超市有限公司营业收入及同比（单位：亿元、%）	13
图 27：中百仓储超市有限公司净利润及同比（单位：亿元、%）	14
图 28：中百超市有限公司净利润及同比（单位：亿元、%）	14
图 29：中百仓储超市有限公司门店数量及同比（单位：家、%）	15
图 30：中百超市有限公司门店数量及同比（单位：家、%）	15
图 31：便利店零售额占实体零售额的比重及同比增长（单位：%）	16
图 32：便利店、超市、百货销售额同比增长（单位：%）	16
图 33：便利店在各省份的分布	17
图 34：中百罗森便利店	18
图 35：中百罗森便利店内就餐区	18
图 36：中百百货有限公司营业收入及同比（单位：亿元、%）	19
图 37：中百百货有限公司净利润（单位：万元）	19
图 38：2011-2017中百集团员工总数和平均工资（单位：万人、万元/人）	20
图 39：2017年中百集团劳效大幅提升（单位：万元/人）	20

投资聚焦

核心观点

中百集团是湖北商超龙头，在省内密集布店（1128家），有非常强的超市门店网络。这是公司深根湖北几十年打下的江山，也是阻挡外来竞争者最强有力的资源优势。前几年面临线上标品分流，整个超市行业面临比较大的生存压力。中百也在这一时期经历了营收下滑、业绩承压的局面。加上国企背景，公司相较民营背景的超市，改革起步时间相对延后，改革力度也稍弱。

2017年是新零售的元年，网络巨头从这一年开始纷纷加大对线下的投资，有着天然优质流量入口的超市也重新被人们关注。而超市行业自身也都逐渐认识到生鲜（易损耗、保质期短、线上渗透率低）是守住线下零售阵地的重要品类。一系列围绕生鲜进行的改革纷纷展开：阿里打造盒马鲜生、永辉打造超级物种，纷纷围绕“生鲜+餐饮”打造新业态。线下超市企业也对自己现有的超市门店进行改造，减标品、增加生鲜占比，加强生鲜供应链能力，打造各自的生鲜基本功。

中百一直也在进行各方改革，一方面积极修炼生鲜内功，另一方面积极提升运营能力。业绩拐点在2017年Q2出现，2017年Q2公司实现归母扣非净利润4,631.6万元，结束连续四个季度归母扣非净利润的亏损。除去资产证券化对业绩的影响，2017年公司实现归母扣非净利润-4,739.72万元，同比增长79.7%。2017年公司毛利率水平提升至21.78%，同比提升0.75个百分点，劳效达到58.04万元/人，较前一年48.06万元/人提升20.77%。费率方面，销售加管理费用率同比下降0.51个百分点，财务费用率下降0.21个百分点。整体来看，公司经营效率大幅提升，业绩拐点已现，预计公司业绩会逐步释放，迎来改革上升期。

市场表现催化剂

消费强劲复苏、公司业绩超预期。

盈利预测与投资评级

我们预计公司2018-2020年归属母公司净利润分别为4.84、1.35、1.53亿元，按照最新股本计算，对应的每股收益分别为0.71元、0.20元和0.22元。中百作为湖北省的综超龙头，经营指标趋好、业绩持续改善、首次覆盖我们给予“增持”评级。

风险因素

消费复苏不达预期、公司经营能力改善不达预期、同店增长放缓。

公司简介

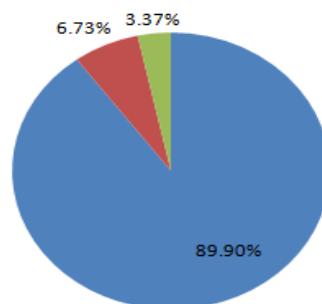
公司基本情况

中百集团是以商业零售为主的大型连锁企业，主要布局在湖北省内，经营业态包含超市、百货、便利店等。公司 1997 年在深圳上市，目前公司总股本 6.81 亿股，实际控制人为武汉国有资产经营有限公司，是地方国资管理机构。

湖北商超龙头，网点密集布局。公司旗下有中百仓储（大卖场）、中百超市（便民超市）、中百百货、中百工贸电器、中百罗森便利店、中百商网（线上购物）各业态，其中以超市业态为主（营收占比 92.04%）。业务布局主要在武汉市和省内低线超市，同时公司还积极向重庆市（营收占比 1.91%）拓展业务。

图 1：各业态营收占比

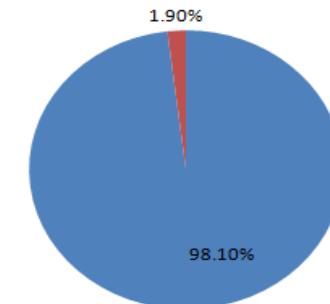
■ 超市 ■ 百货 ■ 其他业务



资料来源：万得，信达证券研发中心整理

图 2：湖北省和重庆地区营收占比

■ 湖北 ■ 重庆



资料来源：万得，信达证券研发中心整理

截止至 2018 年 Q1，公司连锁网点达 1128 家，其中，中百仓储 173 家（武汉市内 72 家、市外湖北省内 71 家，重庆市 30 家）；中百超市 730 家（含邻里生鲜绿标店 69 家）；中百罗森便利店 198 家；中百百货店 10 家；中百电器门店 17 家。超市业态实现密集布局。

武汉国资委控股，永辉是第二大股东。公司大股东武汉商联（集团）股份有限公司（以下简称“武商联”）和关联方武汉华汉投资管理有限公司合计持有公司 34% 股份，二股东永辉超市和其一致行动人合计持有公司 29.86% 股份。永辉超市及其全资子公司重庆永辉超市和永辉物流有限公司从 2014 年起陆续通过二级市场、集中竞价交易系统增持中百集团，2014 年 10 月，永辉超市和中百集团签订《战略合作框架协议》，拟在资源、物流、网络、信息等方面进行合作，并且永辉超市派驻代表进入中百集团董事会。

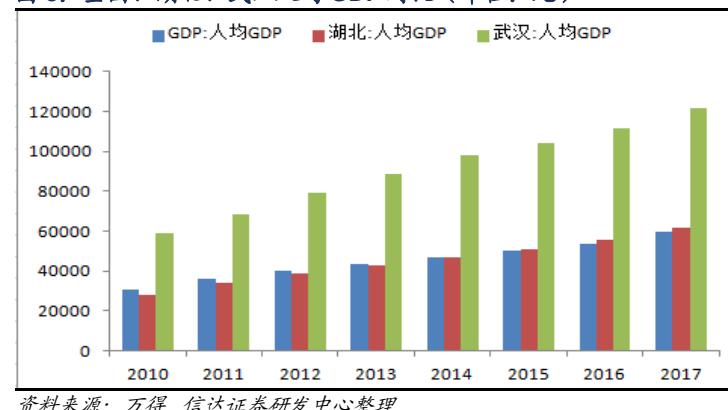
表 1: 中百集团前十名股东持股情况 (2018 年一季报)

机构名称	股东性质	持股比例	持股数量
武汉商联 (集团) 股份有限公司	国有法人	20.07%	136,684,090
重庆永辉超市有限公司	境内非国有法人	15.02%	102,284,543
武汉华汉投资管理有限公司	国有法人	13.93%	94,853,195
永辉物流有限公司	境内非国有法人	9.84%	67,016,493
新光控股集团有限公司	境内非国有法人	6.23%	42,407,628
永辉超市股份有限公司	境内非国有法人	5.00%	34,051,090
长江证券超越理财宝 6 号集合资产管理计划	其他	1.53%	10,396,700
吴学群	境内自然人	1.20%	8,170,444
武汉地产开发投资集团有限公司	境内非国有法人	0.92%	6,296,831
建信人寿保险股份有限公司-传统保险产品	其他	0.89%	6,069,362

资料来源: 公司 2018 年一季报, 信达证券研发中心整理

湖北借力中部崛起, 零售业发展前景可期。

图 3: 全国、湖北、武汉人均 GDP 对比 (单位: 元)

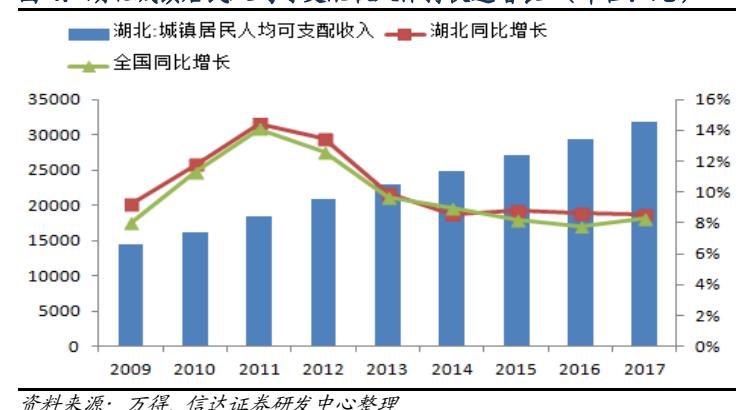


资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

从人均 GDP 来看, 2014 年以前湖北省人均 GDP 一直都是略低于全国平均水平, 在 2014 年达到近乎持平后, 2015 年开始逐渐超过全国平均水平。2017 年湖北省人均 GDP 达到 6.2 万元, 较全国平均水平 5.96 万元高出 0.24 万元。武汉市人均 GDP 几乎是全国平均水平的两倍。

从城镇居民人均可支配收入来看, 湖北省城镇居民人均可支配收入同比增长和全国水平保持相同态势。2013 年以前, 湖北城镇居民人均可支配收入同比增长一直保持在 10% 以上, 近五年来逐年放缓, 但仍高于全国平均水平。2017 年, 湖北省城镇居

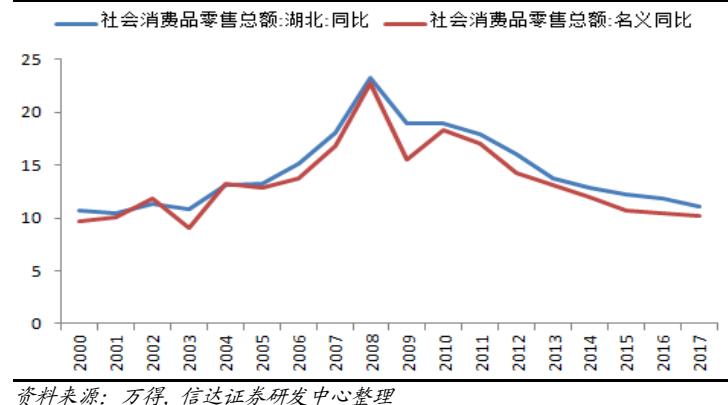
图 4: 湖北城镇居民人均可支配收入保持快速增长 (单位: 元)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

民人均可支配收入达到 31,889 元, 同比增长 8.52%, 高出全国平均水平 0.22 个百分点。

图 5: 湖北社消品零售总额同比一直高于全国平均水平 (单位: %)



湖北省社会消费品零售总额同比增速一直高于全国平均水平。2017 年湖北省社零总额达到 17,394.10 亿元, 同比增加 11.10%, 高出全国水平 0.9 个百分点。

人口方面, 湖北省为我国人口大省, 2017 年人口达到 5902 万人, 近五年来城镇化率由 53.5% 提升至 58.4%, 同比增加 4.9 个百分点, 新增城镇人口 340 万, 城镇化率在中部六省中一直处于领先地位, 且领先优势明显。我国发达地区城镇化率分别为: 上海 87.6%、北京 86.5%、广东省 69.2%、江苏省 67.7%。对标这些地区, 湖北省的城镇化率在未来的城镇化建设中还有很大的上升空间。

不断上升的城镇化率和持续增长的居民可支配收入, 分别从潜在消费人口和消费实力两方面给湖北省带来巨大消费增长空间, 也为深耕湖北的中百集团提供较好的外部市场环境。

公司主营业务简介

在 2013 年以前随着经济的高速增长, 居民可支配收入的提升, 中百在湖北省内凭借网点布局优势, 获得了营收和利润的高速增长, 盈利水平和行业保持一致。2013 年以后, 随着电商对标品的冲击, 公司营收增速放缓, 而一方面费用端较为刚性, 特别是人工费用不断攀升, 导致公司在行业景气度不高时盈利能力下滑。

2017 年公司通过生鲜改造、供应链优化建设、内部管理提效全方位改革 (具体改革措施见下一章讨论), 业绩拐点显现: 2017 年 Q2 公司实现归母扣非净利润 4,631.6 万元, 结束连续四个季度归母扣非净利润的亏损, 第三、四季度归母扣非净利润分别

为 97.46 万元、2,668.89 万元。在加大源头直采比重，加大包销定制、自有品牌开发等多种因素促进下，公司毛利率上升至 21.78%，同比提升 0.75 个百分点。同时费用端公司控费效果明显，三费费用率分别下降 0.28/0.06/0.21 个百分点。我们认为公司经营效率大幅提升，业绩拐点已现，预计公司业绩会逐步释放，迎来改革上升期。

营收进入下行通道，业绩水平逐步回升。中百集团的主营业务为超市业态，合计收入占比 92%。2013 年开始，在城镇居民可支配收入放缓、网购分流日用标品的叠加作用下，超市行业整体增速放缓。中百集团从 2011 年开始营收和归母净利润同比增速进入下行通道。2014 年营收见顶后，2015 年公司营业收入同比增速为-3.0%，2016 年延续回落趋势，同比增速-6.31%。归母净利润方面，从 2011 年开始呈下降趋势，在 2015 年见底，录得 0.06 亿元。

2017 年，中百集团实现营业收入 152.06 亿元，同比下降 1.04%；实现归母净利润 6,764.62 万元，同比增长 946.18%，归母净利润大幅增长主要来源于江夏中百购物广场资产证券化后取得的 1.79 亿元税后净利润；实现归母扣非净利润-4,739.72 万元，同比增长 79.7%。其中 2017 年第二季度开始，归母扣非净利润结束连续四个季度的亏损，为 4,631.6 万元，第三四季度归母扣非净利润分别为 97.46 万元、2,668.89 万元。

图 7：2011-2017 营业收入及同比增速（单位：亿元、%）

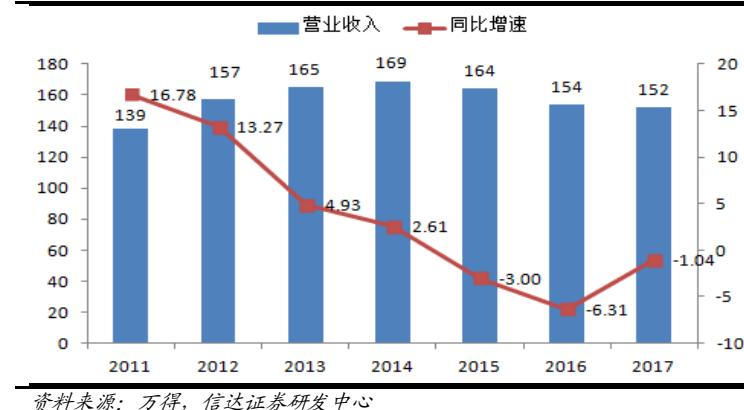
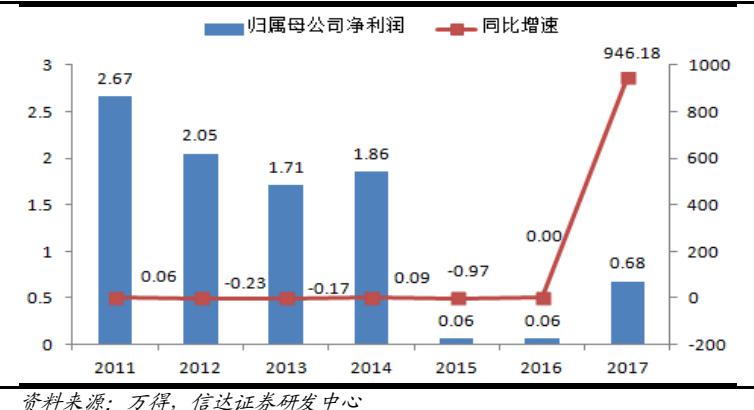
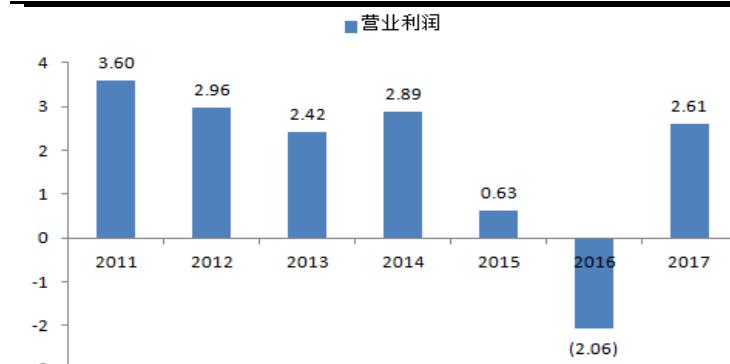


图 8：2011-2017 归母净利润及同比增速（单位：亿元、%）



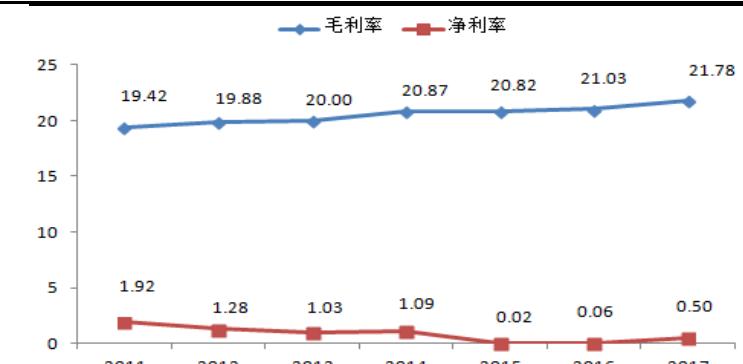
在营收持续下降，费用刚性上涨的情况下，公司在 2016 年营业利润出现亏损，亏损额为 2.06 亿元。公司毛利率受益于提高源头直采比例而持续提高，从 2011 年的 19.42% 提升至 2017 年的 21.78%。而净利率方面，受不断攀升的销售费用率影响，公司净利率呈下降趋势，从 2011 年的 1.92% 下降至 2015 年的 0.02%，2016 年净利率上升至 0.06%，2017 年继续回升至 0.50%。

图 9: 2011-2017 中百集团营业利润 (单位: 亿元)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

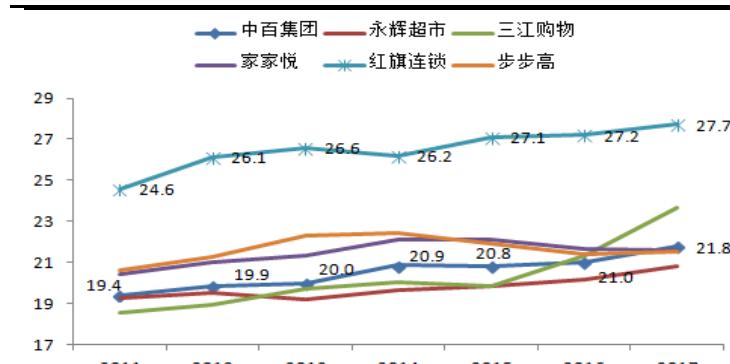
图 10: 2011-2017 中百集团毛利率及净利率 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

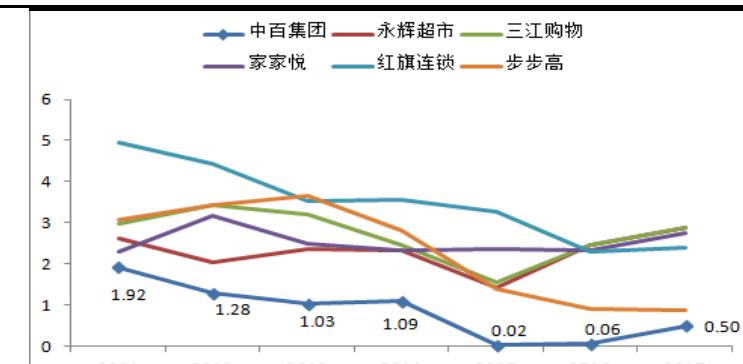
盈利能力处于行业平均水平。我们选取了行业内主要的几家超市企业和中百集团进行毛利率和净利率的对比。在剔除掉红旗连锁(便利店业态占比较重导致毛利率较高)偏离行业较高的毛利率后,发现公司的毛利率处于行业中等水平,优于永辉超市和三江购物,低于步步高和家家悦,公司2017年毛利率为21.78%;净利率方面,在2011年-2017年期间,公司净利率是六家公司中最低的,2017年净利率为0.50%。

图 11: 中百集团毛利率处于行业中等水平 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 12: 中百集团净利率处于行业较低水平 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

费用率增速较快, 2017年得到有效遏制。2011年-2016年之间,受营收下滑及员工薪酬上升的影响,公司销售费用率逐年攀升,从12.0%上升至18.2%,2017年回落至17.74%,下降0.28个百分点。2017年管理费用率和财务费用率分别为3.29%

和 0.27%，分别同比下降 0.06 和 0.21 个百分点。行业内对标来看，公司 2011-2016 年期间三费增速也是高于行业平均水平，2017 年三费增长势头得到有效遏制。

图 13：2011-2017 中百集团三费费用率（单位：%）

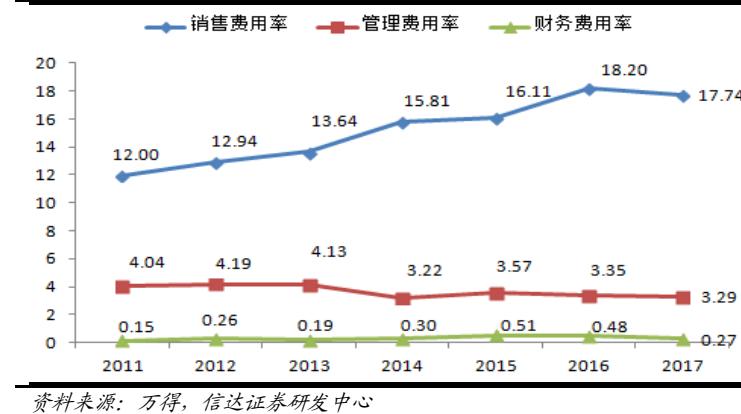
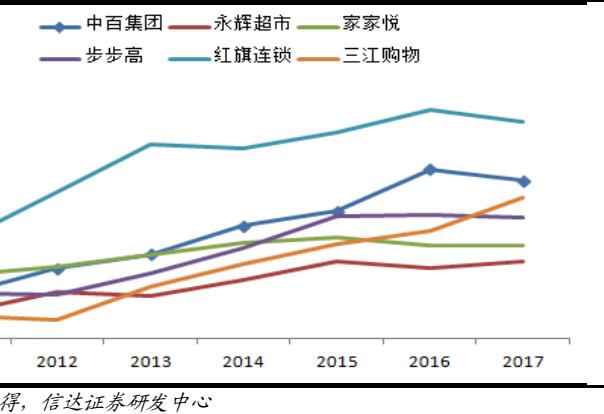


图 14：中百集团三费增长较快（单位：%）



将占比最大的销售费用分解来看，职工薪酬、租赁、水电和折旧是销售费用中的主要开支，其中尤以职工薪酬占比最多。2011 年 2016 年期间，职工薪酬费率从 4.96% 提升至 8.43%，上升了 3.47 个百分点，对利润侵蚀最大；2017 年公司职工薪酬费率有所下降，占营收比重为 8.17%。

图 15：2011-2017 中百集团职工薪酬费率快速上升

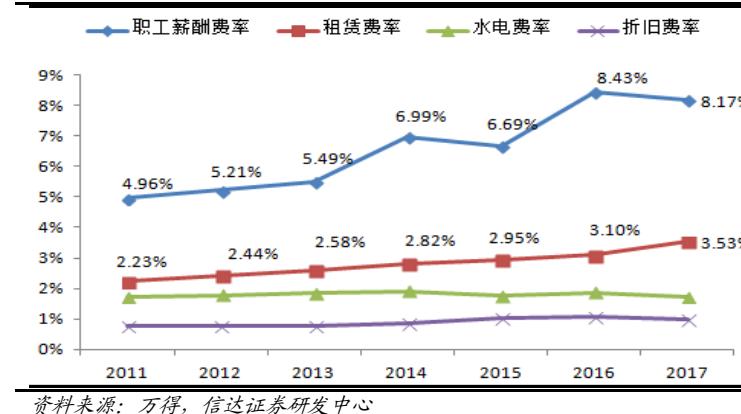
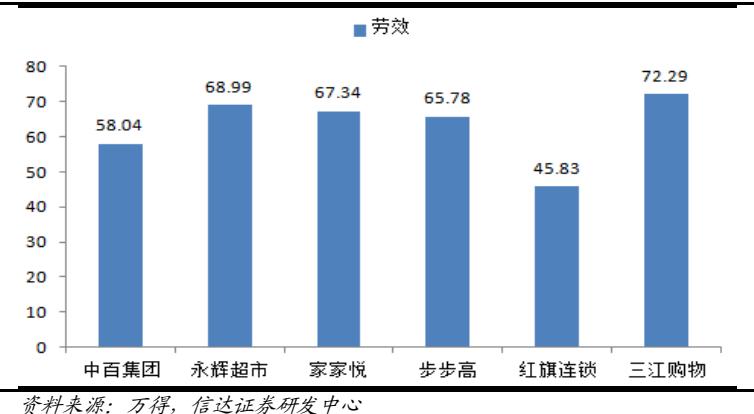


图 16：2017 年中百集团劳效较低（单位：万元/人）



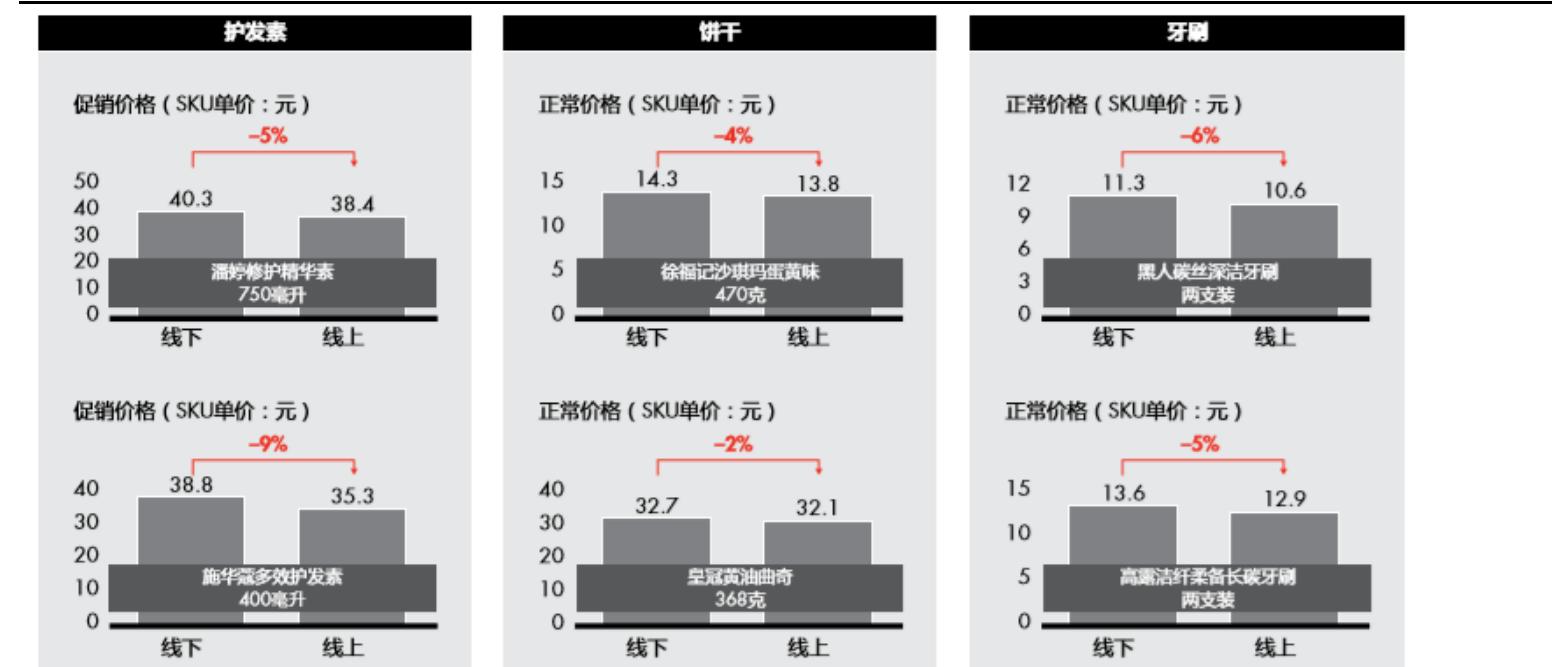
劳效低于民营超市。劳效方面，国资背景的中百集团要普遍弱于民营背景的永辉超市、家家悦、步步高和三江购物。2017年，中百集团劳效为58.04万人，仅高于45.83万人的红旗连锁。但和自身2016年的劳效48.06万人相比，中百集团2017年劳效增长20.77%，录得较大提升。

超市行业趋势：生鲜越来越多、业态越来越小

更多生鲜，更少标品

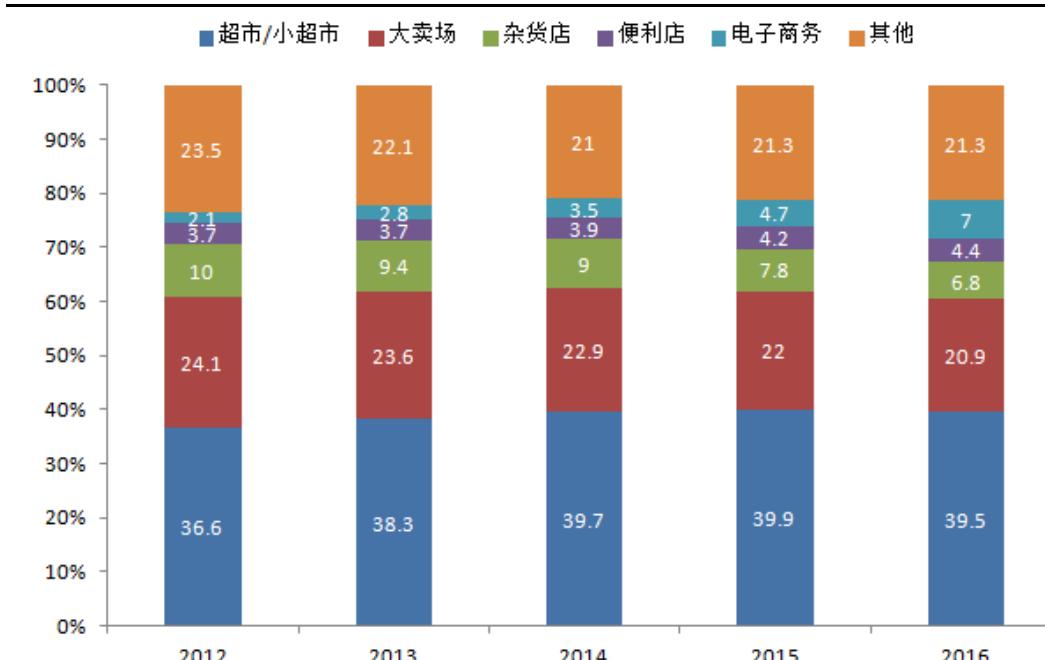
2017年，全国网上零售额同比增长32.2%，增速较2016年提高了6个百分点，和线下零售相比仍保持较高增速。从2013年电商崛起开始，线上购物凭借便利、低价的优势对超市标品销售构成了不小的压力。标准化程度高的快消品和部分标准化程度高的生鲜逐渐转移到线上渠道。从快消品在各终端渠道销售情况来看，电商是主要增长趋渠道：电商渠道占比从2012年的2.1%上升至2016年的7.0%，上升了4.9个百分点。大卖场渠道占比则呈逐年下滑趋势，从2012年24.1%下降到2016年的20.9%，下降了3.2个百分点。2015-2016年快消品在电商、便利店、超市/小超市、大卖场、杂货的复合增长率分别为48.9%、4.7%、-1.0%、5.0%、-12.8%，除电商渠道外，其它各渠道快消品销售均呈现下滑趋势。

图17：同款商品线上价格明显低于线下价格



资料来源：贝恩咨询，信达证券研发中心

图 18：快消品在电商和便利店渠道继续保持强劲增长势头



资料来源：贝恩咨询，信达证券研发中心

表 2：快消品在各渠道年复合增长率

类型	2012-2013	2013-2014	2014-2015	2015-2016
电商	40.9%	34.1%	36.5%	48.9%
便利店	8.9%	7.1%	13.2%	4.7%
超市/小超市	12.8%	9.5%	4.0%	-1.0%
大卖场	5.0%	2.2%	-0.2%	-5.0%
杂货店	1.1%	0.6%	-10.4%	-12.8%
其他	1.1%	0.1%	5.2%	0

资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

2017年我国生鲜市场交易规模达到1.79万亿，从2013年开始生鲜市场交易规模都保持6%以上的增长，易观国际预测2018年我国生鲜市场交易规模将增长至1.91万亿。传统农贸市场是我国居民主要购买生鲜渠道，占比为73%，超市渠道占比22%为第二大渠道。由于生鲜保质期短、运输半径短、易损耗的特性，目前生鲜消费被电商渠道分流的并不多，线上渠道占比只有3%左右。

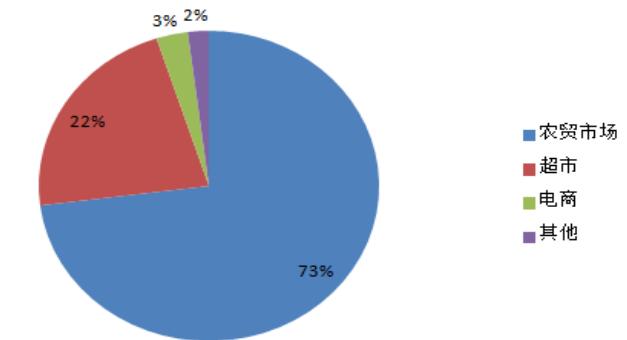
和易于被线上购物分流的标品相比，生鲜品类的独特属性较难电商化。尼尔森消费者趋势调查显示我国消费者平均每周购买生鲜3次，通过高频购买来保证新鲜度。高频次、刚需的生鲜品类，具有很大的聚客、引流的效果。在面对线上购物对标品的冲击时，生鲜品类是线下超市行业未来能够吸引消费者、获得持续发展更应该守住的品类和阵地。

图19：2011-2018年中国生鲜生鲜市场交易规模（单位：万亿元）



资料来源：易观，信达证券研发中心

图20：超市目前是生鲜购买第二大渠道



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

由求大向求便利转变

在麦德龙、沃尔玛这些国际零售巨头刚进入中国时，给中国消费者带来了全新的“应有尽有”的购物体验。全家人周末去一次超市，可以把全家一周会用到的商品一站式购齐。除了售卖商品，这些大卖场还承担着家庭周末休闲“打发时间”的需求，经常一逛就是大半天。现在的消费者更愿意花钱买时间把自己从重复性的事务中解脱出来，当他们很明确自己的购买需求时，常常网上直接下单送到家里，以“全和大”为优势的大卖场在这样的需求下不再有那么多的吸引力。

不再追求大和全以后，无论是线上还是线下，消费者都更追求高效和便利。深夜发烧时的上门送药，冬日街边的一杯热饮更

能打动“想要就即可满足”的消费者。这样的趋势下，消费者去大卖场的次数越来越少。贝恩咨询的数据显示，自2012年开始，大卖场的客流量在逐年下跌，2016年家庭平均购物次数下降到22.3次/年，家庭平均购物量也下降至90千克/升，同时大卖场渗透率从2015年的80%峰值下降到2016年的78%。

另一方面，和大卖场的日渐衰退不一样的是，小而便利的业态在快消品各线下终端渠道销售占比则显著提升：超市及小超市业态占比从2012年的36.6%上升至2016年的39.5%，提升了2.9个百分点；便利店业态占比从3.7%至4.4%提升了0.7个百分点。从2016年数据来看，小规模的超市、便利店、杂货店合计在快消品销售中占比50.7%，约占一半，剩下的一半销售额被大卖场、电商和其他渠道分配。

图 21：大卖场家庭年均购物次数及同比增长（单位：次、%）



资料来源：贝恩咨询，信达证券研发中心

图 22：大卖场家庭年均购物量（单位：千克/升，%）



资料来源：贝恩咨询，信达证券研发中心

门店运营优化提效，业态调整改造升级

永辉生鲜团队进驻，改造成果明显

2016年3月，永辉23人生鲜团队进驻中百，帮助中百进行生鲜品类的提升和优化。生鲜团队的项目负责人程雪榕是福建大区副总经理，他在永辉超市拥有11年营运管理经验，其他团队成员主要是来自生鲜营采部、营运支持、生鲜开店组、数据中心以及人力资源服务中心等永辉多个部门。

此次改造主要包括中百引进永辉生鲜经营团队，组建中百经营分析团队支持团队，成立了生鲜事业部；依据永辉生鲜品类，进行公司生鲜品类梳理；建立标杆门店管理办法，实行门店生鲜布局优化调整，导入永辉生鲜运营标准及生鲜经营基本原则，借助永辉长半径项目推进生鲜经营联合采购，优化供应链，全面提升生鲜竞争力和盈利能力。同时结合永辉合伙人、绩效考核、干部评估等，因地制宜复制、推广激励政策，激发员工潜能，调动积极性。

2017年上半年，仓储大卖场生鲜改造已经全部完成，生鲜类别销售同比增长11.42%，毛利额同比增长29.54%。

图23：中百仓储北湖店生鲜区水果摆列



资料来源：信达证券研发中心

图24：中百仓储北湖店生鲜区店员随时择走损坏菜品



资料来源：信达证券研发中心

供应链优化建设，提升采购议价能力

中百超市加大公司绿标店（主打生鲜食品）覆盖及红标店（传统超市）升级调整，调整扩大生鲜经营面积，业态升级为邻里生鲜绿标店、“红标店+简配生鲜”两种业态。

在采购端，通过积极整合生鲜供应链采购资源，创新基地代办采购模式，降低采购成本5-10%。加大与永辉的联合直采，2017年上半年直采金额1.019亿元，同比增长248.9%。

在配送端，全面完善生鲜配送流程，推进蔬果、干货精细包装项目，重塑肉品经营管理体系，邻里生鲜超市肉类经营销售较同期增长 166.12%。

在商品结构方面，加大商品结构调整，推进“减品瘦身”和新品引进，2017 年 1-6 月超市公司淘汰商品 4,005 个。加快对缺失品类、网红商品、知名品牌新品的引进，共引进新品 3,996 个。

在整合供应链方面，推进供应链去小型化和扁平化工作，淘汰年销售额较小的供应商，对销售贡献大、市场口碑好的品牌启动直营谈判，推进老品合作模式转换试点和新品合作模式创新，整体提升毛利率水平。

在以上几个方面的共同作用下，公司 2017 年毛利率水平提升至 21.78%，同比提升 0.75 个百分点。

仓储开便民，门店优化显成效

公司主营业态主要有大卖场式的中百仓储超市（5,000 平方米以上）和规模较小的中百超市（2,000 平方米以下），分别由中百仓储超市有限公司和中百超市有限公司经营管理。近年来，随着大卖场业态景气度下行，中百仓储的营收规模和净利润水平都在下行通道，其中 2015-2016 年净利润为负，分别亏损 0.17 亿元、1.02 亿元。2017 年实现营业收入 104.6 亿元，同比下降 0.66%。

公司优化店面结构的改革举措在业绩上有所体现：中百仓储公司在 2017 年营业收入下滑的基础上实现净利润的扭亏为盈，结束持续两年的亏损态势，实现净利润 0.27 亿元，同比增长 126.47%。中百超市公司在 2017 年大力开店（全年新开便利店 146 家）的基础上，也实现扭亏为盈，实现净利润 0.07 亿元，同比增长 333.33%。

图 25：中百仓储有限公司营业收入及同比（单位：亿元、%）



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

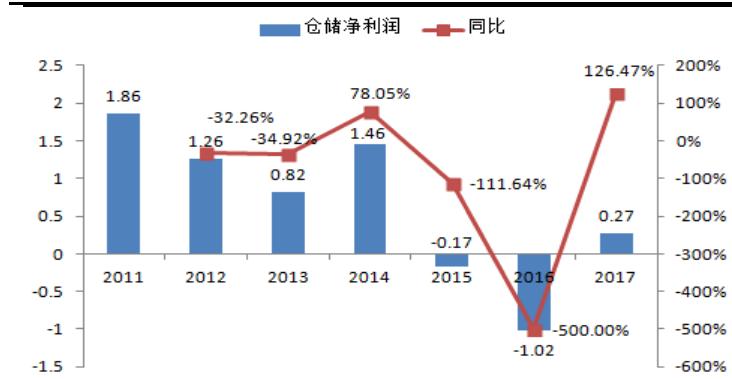
图 26：中百超市有限公司营业收入及同比（单位：亿元、%）



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

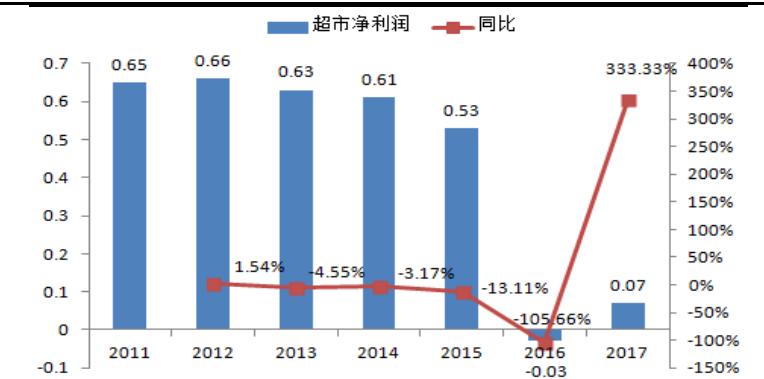
2014 年开始公司陆续加大对扭亏无望的仓储门店的关门力度，2014 年-2017 年实现净关店数分别为 7/12/61/10 家，截止至 2017 年年末，公司仓储超市门店数量为 174 家。

图 27：中百仓储超市有限公司净利润及同比（单位：亿元、%）



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

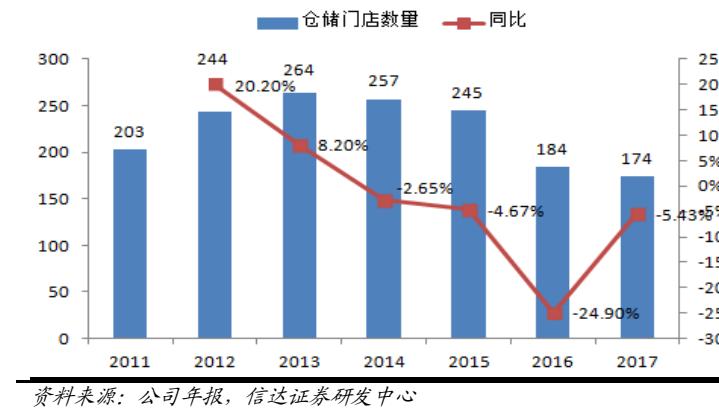
图 28：中百超市有限公司净利润及同比（单位：亿元、%）



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

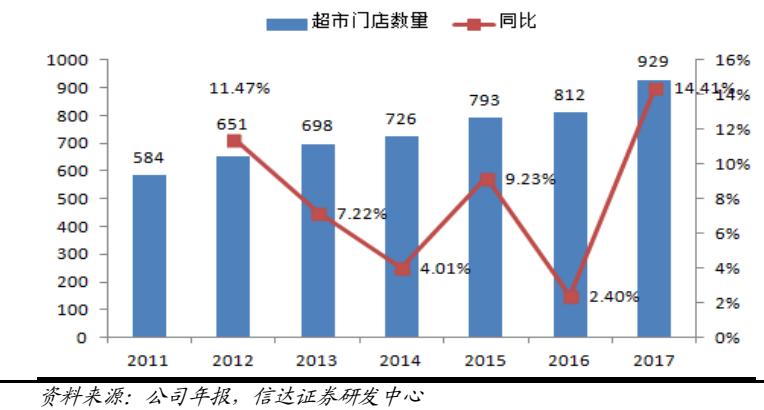
在超市业态方面，中百超市有限公司经营的业态有红标超市、绿标生鲜超市、中百罗森便利店。中百超市的营收一直保持在较稳定的水平，净利润方面从 2013 年开始也是下行趋势，2016 年实现亏损 0.03 亿元，2017 年扭亏为正，实现净利润 0.07 亿元。和仓储超市相比，中百超市由于面积相对较小，开关店调整更灵活，尤其是 2016 年开始加大中百罗森便利店开店力度，中百超市的门店数量一直呈上升趋势，2014-2017 年分别实现净开店 28/67/19/117 家，截止至 2017 年年末，公司中百超市门店数量为 929 家。2017 年中百超市实现营业收入 30.7 亿元，同比增长 5.5%，实现净利润 0.07 亿元，同比增长 333.33%。

图 29: 中百仓储超市有限公司门店数量及同比 (单位: 家、%)



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 30: 中百超市有限公司门店数量及同比 (单位: 家, %)



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

2014-2017 年公司计入营业外支出的关店赔偿及损失分别为 3,620 万元、2,908 万元、5,300 万元、3,401 万元，虽然对当期利润都造成较大侵蚀，但及时关掉亏损门店，一次性计提关店损失对公司未来业绩表现更有保障。整体来看，我们认为公司逐步关掉大卖场的仓储门店，加大便民超市和便利店的开店力度，符合超市行业“由求大向求便利”的发展趋势，门店结构在近两年的“关店调整”的阵痛期中得到优化。更少大卖场，更多小业态的门店结构更有利于公司短期的业绩表现和长期的可持续发展。

牵手罗森，发力便利店

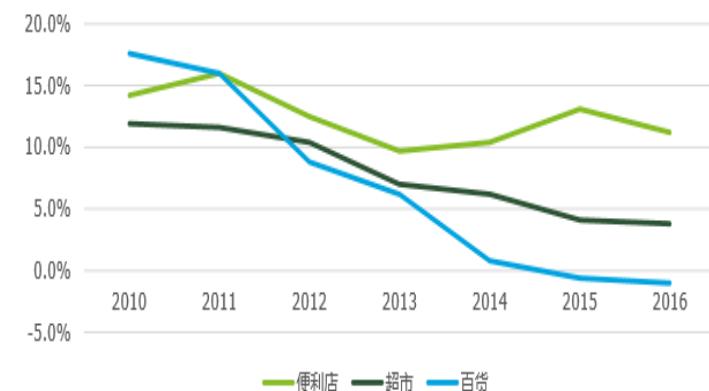
根据 Euromonitor 数据显示，便利店零售额占实体零售额的比例从 2014 年开始大幅上升，2006-2013 年之间便利店零售额在实体零售额比例一直在 0-2% 之间小范围内波动。2014-2016 年内逐年上涨，从 5.66% 上升至 8.33%。在和百货和超市业态的横向对标中，便利店的销售额同比增长也是一直高于超市和百货的，便利店销售额同比增速从 2010 年起一直保持两位数增长，而 2015、2016 年百货销售额增长为负，超市销售额增速从 2012 年开始一直维持下降趋势。

图 31: 便利店零售额占实体零售额的比重及同比增长 (单位: %)



资料来源: 德勤, 信达证券研发中心

图 32: 便利店、超市、百货销售额同比增长 (单位: %)

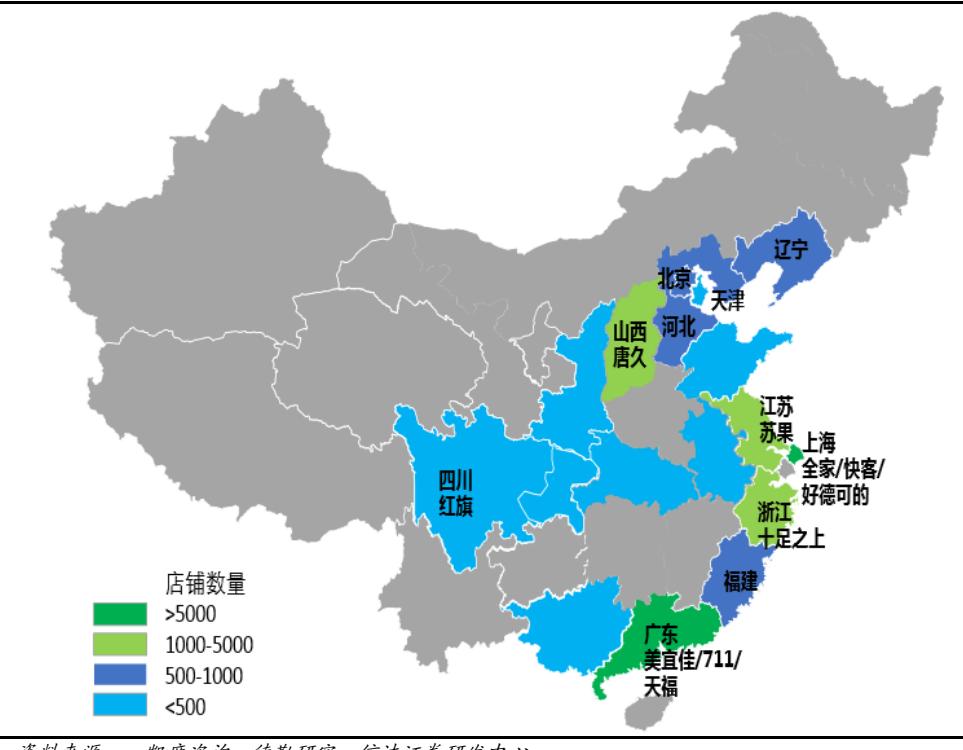


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

市场集中度低且分散，蕴藏发展前景：我国幅员辽阔，各地区经济发展不均衡，零售氛围大不相同，目前来看便利店的行业集中度非常低。除了集中度低外，区域分散性是我国便利店另一特征。经济较发达的广东和上海拥有的便利店数超过 5,000 个；山西、江苏、浙江的便利店数量在 1,000-5,000 之间；京津冀区域便利店数量在 500-1,000 之间；而中部大部分省份便利店的数量都少于 500 个，存在较大发展空间。

武汉市便利店市场格局。作为中部城市，武汉的便利店业态起步较晚，目前武汉市日式新型便利店：中百罗森 195 家，TODAY232 家，7TT76 家，市场远未饱和，存在发展潜力。随着居民收入的提升，新时代消费者的消费需求，都合力推动便利店市场的发展。

图 33: 便利店在各省份的分布



资料来源：凯度咨询，德勤研究，信达证券研发中心

2016年2月2日，中百超市有限公司与日本国株式会社罗森(以下简称“罗森”)签订《区域使用许可合同》，中百超市获得在华中地区湖北省使用“罗森(LAWSON)”品牌开设便利店，成为罗森公司在华中地区湖北省指定的唯一区域被许可人。在取得罗森品牌使用权后，中百获得其在资源、信息、技术及产品研发等诸多方面的共享，通过优势互补迅速抢占武汉便利店市场，截止至2017年底，公司通过直营及加盟方式合计开出中百罗森便利店195家。2018年公司计划新开便利店100家，加速抢占湖北便利店市场。

2017年中百便利店实现营业收入3.41亿元，其中直营店2.22亿元，加盟店1.19亿元。店面坪效达到3.22万元/平方米/年，门店可比营收增长为21.28%，利润增长率-12%。

图 34: 中百罗森便利店



资料来源: 信达证券研发中心

图 35: 中百罗森便利店内就餐区



资料来源: 信达证券研发中心

百货加大经营调整, 推行资产证券化

表 3: 公司持有百货门店

门店名称	地区	开业时间	合同面积(万平方米)	经营模式	物业权属	是否证券化
江夏广场	武汉	2013	6.97	直营	自有	否
青山商场	武汉	1958	3.02	直营	自有	否
中心百货	武汉	1937	3.22	直营	自有	是
东西湖百货	武汉	2010	1.40	直营	自有	否
江夏中心百货	武汉	2003	1.40	直营	租赁	是
来凤百货	恩施	2012	4.83	直营	自有	否
黄陂百货	武汉	2012	2.74	直营	自有	否
监利百货	荆州	2010	2.20	直营	租赁	否
钟祥广场	钟祥	2014	6.08	直营	自有	否
仙桃百货	仙桃	2014	2.84	直营	自有	否

资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

公司现有 10 家百货门店, 合计面积 27.73 万平方米。公司百货业务为公司非主营业务, 由中百百货有限公司经营, 2017 年实现营业收入 10.5 亿元, 营业收入占比 7.11%, 实现净利润 0.97 亿元。

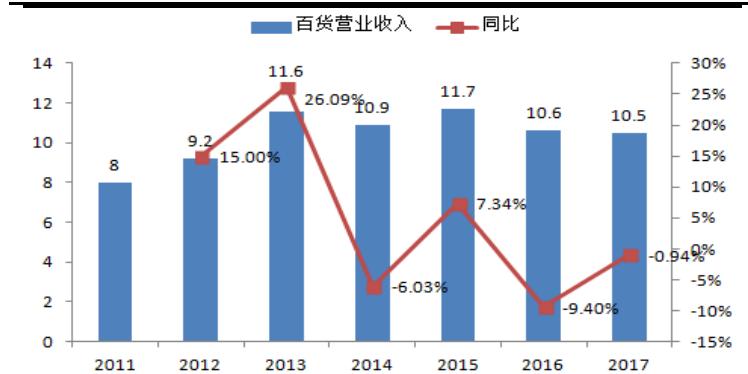
公司百货非主营方向, 门店数量及面积均未构成规模优势, 2013 年起中百百货一直处于亏损状态, 且亏损幅度有逐年增大趋

势。2016年8月，公司发布公告拟以武汉中心百货、黄陂广场、江夏购物中心三家自营百货门店进行资产证券化来回笼资金、优化资产结构。

2017年1月，公司发布公告显示武汉中心百货和江夏购物中心的资产证券化已完成。2016年12月，公司将武汉中心百货大楼物业的相关资产权益转让给专项计划，12月28日，公司收到转让价款4.21亿元。年报显示此次资产证券化确认收益2.41亿元，税后净利润影响数约为1.81亿元。

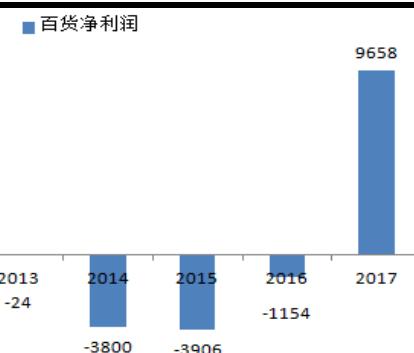
2017年1月3日公司将江夏中百购物广场物业的相关资产权益转让给专项计划，1月4日，公司收到转让价款5.98亿元。年报显示此次证券化确认收益2.39亿元，税后净利润影响数约为1.79亿元。

图36：中百百货有限公司营业收入及同比（单位：亿元、%）



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图37：中百百货有限公司净利润（单位：万元）



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

公司百货业态加大经营调整力度，打造江夏和钟祥两家购物中心旗舰店。江夏广场重新划分品类经营区域，增加体验型家居服饰馆，升级餐饮辅业引进中餐及日式料理，全力打造了区域购物中心新形象，促进盈利增长。钟祥广场以“城市家庭消费中心”为定位，增加餐饮、娱乐、服务配套等业态经营面积，百货主体店重新开业后，四季度销售同比增长23.82%。仙桃百货卖场也积极进行调整转型，与知名家居品牌欧亚达合作，改造成为仙桃市最大的家具商城。

组织改革为持久发展保驾护航

引入合伙人机制，减员增效

公司积极探索“合伙人”制度，仓储公司完成区域、门店新合伙制考核方案，以漫时区店为试点，导入永辉全合伙制方案，全面激发员工提升劳效。2017年超市公司加大合伙经营改革力度，超市公司实施合伙制门店达200家，合伙制门店整体销售提升近10个百分点，利润提升近30个百分点。截止至2017年底，超市公司共有929家门店，除去已实施合伙人制度的门店，还有729家待实施合伙人制度，从试点门店合伙人制对销售和利润的提升效果反馈来看，未来随着合伙人制度的全面铺开，公司销售和利润增长还有极大改善空间。

人力资源管理方面，加大推行“时薪制”，通过优化节假日经营重点时段、重点岗位的用工配置，推进门店全员收银，清退非全日制工等措施，节约用工成本，2017年公司单位人效达到58.04万元/人，较去年48.06万元/人提升20.77%。

图38：2011-2017中百集团员工总数和平均工资（单位：万人、万元/人）

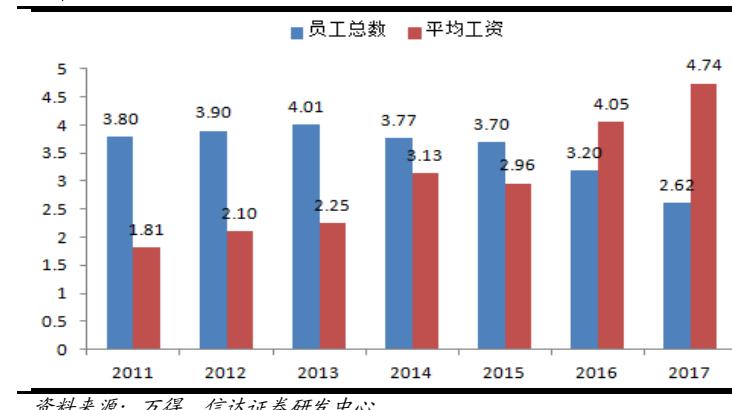
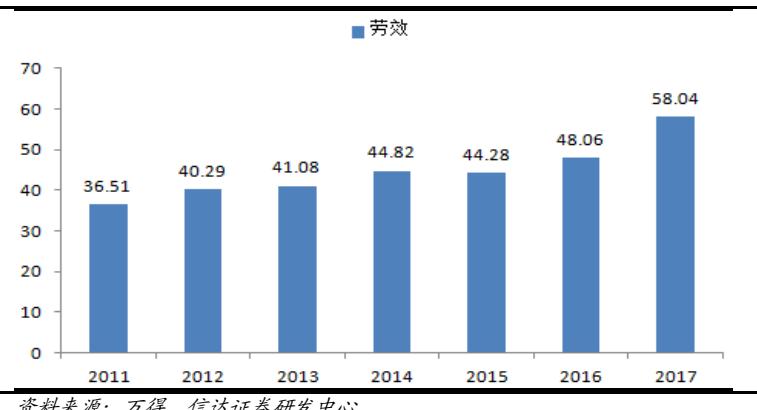


图39：2017年中百集团劳效大幅提升（单位：万元/人）



公司从2014年开始进行人员调整，随着关店整顿，低效人员清退等措施，2014年员工数量在前一年基础上减少2,384人，2015年减少688人，2016年减少5,063人，2017年减少5,777人，为历年来调整幅度最大的一年。随着合伙人机制激发员工的工作主动性和积极性，同时淘汰掉低效员工，公司2017年劳效得到很大提升，相较于2011年提升了58.9%。

重推“力争5年内实施股权激励”，激发管理层积极性

2006年公司启动股权分置改革。国有大股东武汉国有资产经营公司对股权激励的承诺为：“为了增强流通股股东持股信心，

激励武汉中百管理层的积极性，使公司管理层与全体股东的利益相统一，国资公司承诺将在公司股权分置改革完成后，支持公司按照国家有关规定制定并实施公司管理层股权激励计划。”

2007年5月，武商联成立，并成为公司第一大股东。当年6月15日，武商联出具了《武汉商联（集团）股份有限公司关于继续履行武汉国有资产经营公司在股权分置改革中所作承诺的函》，明确继续履行武汉国有资产经营公司所承诺的事项。

2014年7月，武商联对前期承诺进行重新规范，明确了相关承诺的具体履行期限，承诺武商联将严格按照在股权分置改革中关于股权激励所做的承诺，争取用3年时间，实施公司管理层股权激励计划。

由于2015年、2016年公司经营业绩预期均不能满足国有控股上市公司的股权激励要求，致使公司股权激励计划一直未能推行。武商联拟重新出具的股权激励承诺为：武汉商联（集团）股份有限公司将维持在股权分置改革时所做出的股权激励承诺，待中百集团业绩达到规定条件时积极推动其股权激励工作，力争5年内实施中百集团管理层股权激励计划。

盈利预测与估值：

基本假设和盈利预测

表 4: 中百集团主营业务收入增长率预测

收入增长率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
超市类	-6.98%	-1.47%	4%	5%	6%
百货类	-9.16%	-3.40%	0%	0%	0%
房地产类	-48.65%	55.81%	0%	0%	0%
其他主营业务	2.47%	4.96%	0%	0%	0%

资料来源：公司年报、信达证券研发中心预测

表 5: 中百集团三费假设

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
销售费用率	18.20%	17.74%	17.35%	17.35%	17.35%
管理费用率	3.35%	3.29%	3.29%	3.29%	3.29%
财务费用率	0.48%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%

资料来源：公司年报、信达证券研发中心预测

同时我们假设 2018—2020 年毛利率变化不大，分别为 22.27%、22.48%、22.61%。基于以上假设，我们预计 2018-2020 年中百集团营业收入分别为 157.66、163.48、171.05 亿元，归母净利润分别为 4.84、1.35、1.53 亿元。

2018 年归母净利润大幅增加的原因：受地铁施工影响，公司下属全资子公司中百仓储超市有限公司位于洪山区珞狮路 210 号的珞狮路仓储卖场被列入政府征收范围。根据《房屋征收补偿协议书》，赔偿费合计 63,663.25 万元。经初步测算，公司预计此次赔偿会增加净利润 4.24 亿元。

相对估值与投资评级

剔除无万得一致预期公司后，我们选取申万超市行业 6 家公司作为可比公司。公司 2018-2020 年 PE 分别为 12/43/38，同期行业均值分别为 45/38/31，基于中百集团经营指标趋好，业绩持续改善，首次覆盖给予“增持”评级。

表 6: A 股主要超市行业公司估值

证券代码	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
步步高	12.72	109.89	0.24	0.31	0.40	53	41	32	1.72
红旗连锁	5.50	74.80	0.15	0.18	0.21	37	31	27	3.15
华联综超	4.91	32.69	0.12	0.12		42	41		1.20
三江购物	19.97	82.03	0.30	0.33	0.37	67	60	54	4.90
永辉超市	9.28	888.14	0.23	0.31	0.40	41	30	23	4.60
家家悦	24.00	112.32	0.79	0.95	1.14	30	25	21	4.20
行业均值						45	38	31	
中百集团	8.10	55.16	0.71	0.20	0.22	11	41	36	1.83

资料来源：万得，信达证券研发中心

注：除中百集团为信达研发中心预测，其余公司取自万得一致预期。股价为 2018 年 5 月 30 日收盘价

风险因素

消费复苏不达预期、公司经营能力改善不达预期、同店增长放缓。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	3,664.25	2,938.42	3,276.76	3,339.92	3,618.39
货币资金	1,308.62	1,099.05	1,384.83	1,387.45	1,584.21
应收票据	9.61	0.40	0.41	0.43	0.45
应收账款	64.49	85.27	88.40	91.67	95.91
预付账款	270.62	432.51	445.63	460.83	481.39
存货	1,868.91	1,196.70	1,232.99	1,275.05	1,331.94
其他	141.98	124.49	124.49	124.49	124.49
非流动资产	5,420.36	4,816.66	5,043.44	5,258.47	5,305.44
长期投资	118.31	203.34	203.34	203.34	203.34
固定资产	4,022.01	3,558.96	3,618.53	3,819.75	3,863.30
无形资产	432.63	408.56	384.77	360.85	337.94
其他	847.42	645.80	836.80	874.52	900.86
资产总计	9,084.61	7,755.08	8,320.20	8,598.39	8,923.83
流动负债	5,750.35	4,500.48	4,561.53	4,688.14	4,841.54
短期借款	1,194.31	680.00	680.00	680.00	680.00
应付账款	2,003.74	1,602.21	1,650.80	1,707.11	1,783.27
其他	2,552.30	2,218.27	2,230.73	2,301.04	2,378.27
非流动负债	324.23	8.68	8.68	8.68	8.68
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	324.23	8.68	8.68	8.68	8.68
负债合计	6,074.58	4,509.15	4,570.21	4,696.82	4,850.22
少数股东权益	34.60	247.75	308.52	325.42	344.61
归属母公司股东权益	2,975.43	2,998.17	3,441.47	3,576.15	3,729.00
负债和股东权益	9084.61	7755.08	8320.20	8598.39	8923.83

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	15,366.35	15,206.09	15,765.90	16,348.09	17,104.95
同比(%)	-6.31%	-1.04%	3.68%	3.69%	4.63%
归属母公司净利润	6.47	67.65	484.16	134.67	152.85
同比(%)	15.25%	946.18%	615.73%	-72.18%	13.50%
毛利率(%)	21.03%	21.78%	22.27%	22.48%	22.61%
ROE(%)	0.22%	2.26%	15.04%	3.84%	4.18%
每股收益(元)	0.01	0.10	0.71	0.20	0.22
P/E	853	82	11	41	36
P/B	1.9	1.8	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	12.84	11.14	5.46	10.24	9.29

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	15,366.35	15,206.09	15,765.90	16,348.09	17,104.95
营业成本	12,134.82	11,893.55	12,254.24	12,672.26	13,237.63
营业税金及附加	99.82	87.92	91.16	94.53	98.90
营业费用	2,796.39	2,697.97	2,735.50	2,836.52	2,967.84
管理费用	514.42	500.58	519.00	538.17	563.09
财务费用	73.83	41.65	49.43	39.58	40.35
资产减值损失	7.89	6.16	18.72	19.37	20.25
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	54.49	259.40	20.00	20.00	20.00
营业利润	-206.32	261.17	117.84	167.66	196.89
营业外收入	369.04	6.99	746.29	134.54	134.54
营业外支出	98.38	120.97	85.66	85.66	85.66
利润总额	64.34	147.19	778.47	216.54	245.77
所得税	55.46	71.06	233.54	64.96	73.73
净利润	8.88	76.14	544.93	151.58	172.04
少数股东损益	2.41	8.49	60.77	16.90	19.19
归属母公司净利润	6.47	67.65	484.16	134.67	152.85
EBITDA	546.99	556.10	1,135.39	605.17	666.70
EPS (摊薄)	0.01	0.10	0.71	0.20	0.22

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	693.16	171.63	817.84	513.59	571.70
净利润	8.88	76.14	544.93	151.58	172.04
折旧摊销	419.53	375.89	302.51	334.23	366.53
财务费用	63.12	33.03	54.40	54.40	54.40
投资损失	-54.49	-259.40	-20.00	-20.00	-20.00
营运资金变动	591.73	-194.23	-10.23	46.70	51.44
其它	-335.61	140.21	-53.78	-53.32	-52.71
投资活动现金流	-262.73	433.55	-436.79	-456.57	-320.54
资本支出	9.61	223.12	-456.79	-476.57	-340.54
长期投资	726.99	2,787.13	20.00	20.00	20.00
其他	-999.33	-2,576.70	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-50.86	-800.74	-95.26	-54.40	-54.40
吸收投资	22.20	81.58	0.00	0.00	0.00
借款	14.31	-814.31	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	72.54	101.89	95.26	54.40	54.40
现金净增加额	379.57	-195.56	285.78	2.62	196.76

研究团队简介

李丹，分析师。研究领域覆盖家电、轻工、零售、纺织服装、食品饮料等。毕业于伦敦政治经济学院，获得市场营销学以及信息系统学的双硕士学位。曾任职于 Samsung Group、The European House-Ambrosetti，负责国内消费品公司的品牌和营销战略规划，以及海外公司进入中国市场的战略规划和执行。在企业竞争力、品牌价值、零售管理、公司管控、消费行为研究等领域有丰富经验。

燕楠，分析师，香港大学理学硕士，武汉大学数学、经济学双学士，2014年12月加盟信达证券研究开发中心，2017年开始从事商贸零售行业分析。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；	买入：股价相对强于基准 20% 以上；	看高：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
时间段：报告发布之日起 6 个月内。	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。