

# 当前时点增配百货股的三个理由

## ——商贸零售行业深度报告

2018年03月13日

看好/维持

商贸零售

深度报告

### 投资摘要:

我们认为，2018年是百货业全面崛起的一年，而市场对于百货业仍存有偏见，且未能充分认识行业基本面迎来的转变。我们认为，当前时点存在以下三大理由增配百货股：1. 消费周期回暖强化百货业复苏的确定性；2. 线上线下渠道共振重估百货业门店价值；3. 行业龙头领跑转型之路，行业复苏期“强者恒强”提振百货龙头估值。

**消费回暖+可选高增共振百货基本面。**2000年以来，消费增速通常滞后GDP增速约6-18个月。2017年以来经济的持续回暖，限额以上企业商品零售额在2017年下半年初步呈现复苏迹象。我们认为2017年是本轮消费周期复苏的元年，2018年将是趋势确认的最关键一年。

一方面高端消费（可选消费品）增速自2016年一季度末见底，于2016年底基本结束负增长。在三四线“消费复制”、一二线“消费升级”的背景下，2018年高端消费有望延续2017年以来的回暖。

另一方面消费板块的后周期特性预计将在2018年开始发力，**我们认为百货行业的基本面在2018年将首度迎来可选消费增长和消费周期回暖的共振，行业基本面复苏的确定性将大幅度提升。**

**“渠道共振”重估线下门店价值。**线上渠道在最近8年间，已形成对于传统线下渠道的优势互补。“渠道共振”是线下门店重估之源。线上消费者与线下消费群体存在一定区别，线上对于线下构成互补，而非单纯的替代。同时，消费者“反向操作”等消费手段将持续引流线下百货，提升客流和转化率。

**“行业整合”强化龙头溢价。**2016年起，上市百货公司营收同比增速持续跑赢行业增速，且这一趋势在2017年不断强化，龙头的领跑优势在2018年将逐步扩大。以王府井、天虹商场等行业龙头为首的百货商已积极开展转型，目前顾客体验感升级较为成功，**百货业转型已被探明，而市场对此却缺乏有效认知。**

**当前百货股存在“预期差”机会。**2003年以来，中信百货业指数历史最低PE为14.31倍，历史均值为45.81倍，历史中位数为42.16倍，当前PE为25.8倍，远低于历史均值水平。同时，当前百货业正处于复苏初期，2018年有望实现行业全面回暖，基本面远好于历史最低估值的2012年，同时A股市场表现也优于2008年。**我们认为，当前市场尚未充分认清百货股业绩的修复及回暖预期，百货行业存在预期差。**

**投资策略：“业绩为王，强调转型；行业复苏，优选龙头”。**

我们将ROE、毛利率、销售费用率和现金周转天数四项指标依次分派25%、10%、30%和35%的权重，加总后鄂武商A、茂业商业、大商股份、天虹股份和王府井得分最高。**考虑到在百货业转型的布局成果，我们认为其中王府井、天虹股份和鄂武商A是我们百货业首选的三个标的。**

**风险提示：**大盘回调风险、居民消费不及预期。

### 分析师：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

### 研究助理：宋劲

010-66554029

songjin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480116110028

### 行业基本资料

占比%

股票家数	96	2.75%
重点公司家数	-	-
行业市值	11227.77 亿元	1.74%
流通市值	7783.68 亿元	1.7%
行业平均市盈率	23.55	/
市场平均市盈率	19.84	/

### 行业指数走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 《商贸零售行业报告：腾讯或入股超级物种，BAT聚首新零售》2017-12-11
- 《“黑色星期五”引爆美零售股，跨境电商现事件性机会》2017-11-27
- 《商贸零售行业报告：10月全社会消费零售数据为何低于预期》2017-11-15
- 《商贸零售行业报告：“双十一”凌晨开启，细分“爆款”品将成亮点》2017-11-13

## 目 录

当前时点增配百货股的三个理由.....	4
1. 消费后周期属性保障百货业回暖的确定性.....	4
1.1 消费增速滞后 GDP 增速.....	4
1.2 消费后周期属性保障百货业回暖的确定性.....	5
1.3 城镇居民主导的“消费升级”重质而轻量.....	5
2. “渠道共振”重估线下门店“人货场”.....	8
3. “资源优势”带来龙头溢价.....	10
3.1 资源优势带来龙头溢价.....	10
3.2 百货龙头的经营转型被市场低估.....	11
3.3 当前 A 股百货股存在“预期差”.....	12
3.4 百货行业机构持仓或仍处于较低水平.....	13
4. 投资策略.....	14
5. 风险提示.....	15

## 表格目录

表 1: 日本个性化消费层级中的“去品牌化”.....	7
表 2: 上市百货公司筛选明细（3Q2017）.....	14

## 插图目录

图 1: 消费增速滞后 GDP 增速.....	4
图 2: 季度消费及 GDP 增速累计同比.....	4
图 3: 2013 年后消费及 GDP 增速波动性弱化.....	4
图 7: 人均收入增速与消费关联度高.....	5
图 8: 二胎红利远小于此前两轮“婴儿潮”.....	5
图 9: 高房贷压制居民消费.....	6
图 10: 高房贷压制居民消费.....	6
图 11: 自我意识强化, 家庭意识弱化.....	7
图 12: 虽独生子女政策使未婚率下降, 但离婚率正逐渐走高.....	7
图 13: 线上渠道消费者更“富有”和年轻.....	9
图 14: 线上线下渠道消费模式互补.....	9
图 15: ; 零售业收入增速 2016 年下半年起温和回暖.....	10
图 16: 但百货行业增速表现较为平淡.....	10
图 17: 百货业行业整合度提升.....	11

---

图 18: 天虹 Discovery 女鞋馆 .....	12
图 19: 王府井 Hamley's.....	12
图 20: 百货股估值存在“预期差” .....	12
图 21: 百货行业 3Q17 机构仓位配置低, 预计 4Q17 及 2018 年至今已开始被增配 .....	13
图 22: 百货业四季度至今跑输沪深 300 .....	13

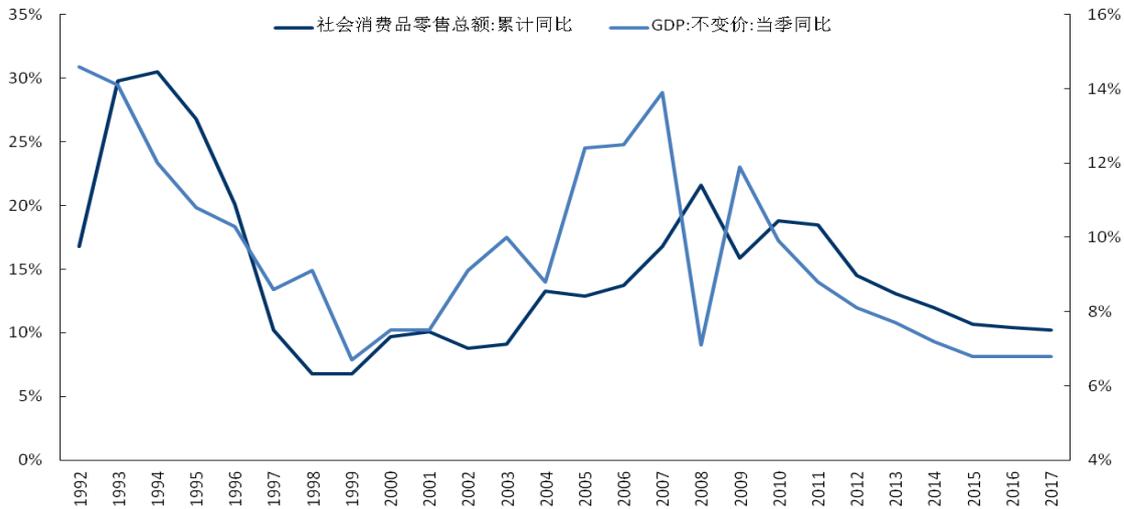
## 当前时点增配百货股的三个理由

### 1. 消费后周期属性保障百货业回暖的确定性

#### 1.1 消费增速滞后 GDP 增速

社消增速滞后 GDP 增速约 6-18 个月。自 1992 年至 2012 年，中国消费零售增速滞后于 GDP 增速，滞后期在 6-18 个月不等。2012 年以后，由于经济的持续“探底”，GDP 增速波动性逐渐弱化，消费增速与 GDP 增速的滞后效应表现得较为不明显。2017 年中国 GDP 同比增 6.9%，在周期行业带动下进入温和复苏的通道，或将终结 2012 年以来 GDP 增速的持续下滑。

图 1：消费增速滞后 GDP 增速



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 2：季度消费及 GDP 增速累计同比

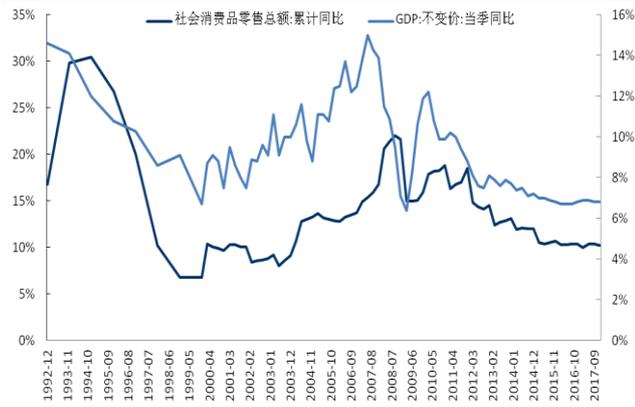


图 3：2013 年后消费及 GDP 增速波动性弱化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

资料来源：Wind、东兴证券研究所

## 1.2 消费后周期属性保障百货业回暖的确定性

消费行业最晚于 2018 年底全面回暖。我们认为，在 GDP 增速于 2016 年第四季触底后，消费增速最早应于 2017 年二季度，最晚在 2018 年底将开始全面回暖。草根调研显示，2016 年底百货业终结负增长，在 2017 年线下的服装、珠宝等品类出现明显复苏，尤其在 6 月可选消费品行业现回暖迹象，基本符合消费增速的滞后期限。以此推断，我们认为 2017 年是本轮消费周期复苏的元年，2018 年将是趋势确认的最关键一年。

**可选高增+消费回暖共振百货业基本面。**一方面高端消费（可选消费品）增速自 2016 年一季度末见底，于 2016 年底基本结束负增长。在三四线“消费复制”、一二线“消费升级”的背景下，2018 年高端消费有望延续 2017 年以来的回暖。再叠加消费板块的后周期在 2018 年预计发力，我们认为百货行业的基本面在 2018 年将首度迎来可选消费增长和消费周期回暖的共振，行业基本面复苏的确定性将大幅度提升。

## 1.3 城镇居民主导的“消费升级”重质而轻量

**需求侧：收入是主导消费变化的核心指标。**2011 年至 2016 年居民收入增速的持续放缓是消费需求走弱的核心因素。在居民收入增速下滑期，居民消费偏好也出现极大转变，包含“共享经济”（Uber、小黄车）、口红效应（影视手游）、网络购物（淘宝京东）均体现出消费群体对于价格的高敏感度。然而，随着新一轮经济增速的修复，全球经济的复苏也将逐渐将增长红利从投资端扩散到制造业，再从制造业扩散到居民端。收入的增长将持续贡献居民对高体验类购物的需求，进一步促进百货业的复苏。

**二胎红利小，消费重质而轻量。**据国务院人口发展规划，2030 年 45-59 岁大龄劳动力占比将达 36%，60 岁以上老人占比将从 2015 年的 16.1% 增加至 25%。0-14 岁少儿人口占比将为 17%，与 2016 年水平基本持平。本轮二胎带来的人口红利远小于建国后的前两轮“婴儿潮”，消费的增长主要将来自“消费升级”带来需求的提升。

图 4：人均收入增速与消费关联度高

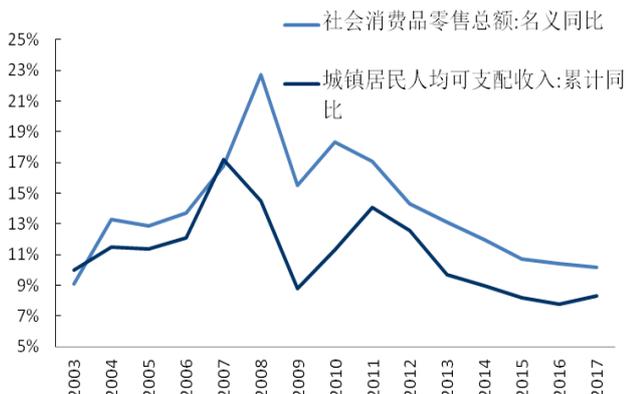
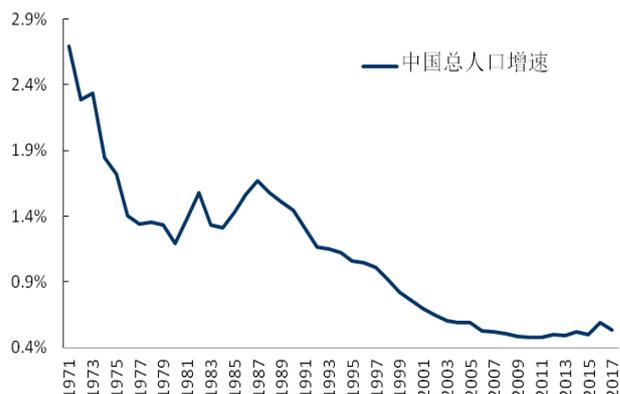


图 5：二胎红利远小于此前两轮“婴儿潮”

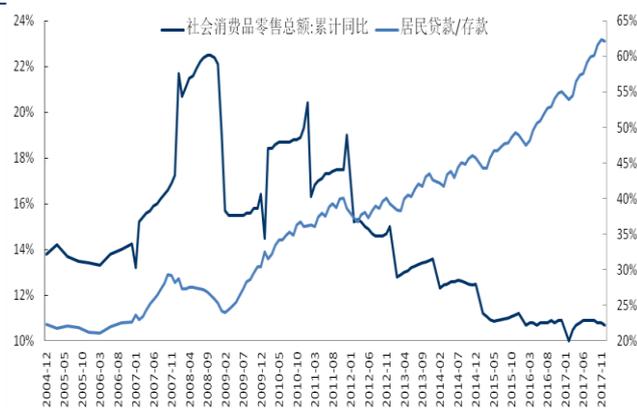


资料来源：Wind、东兴证券研究所

资料来源：Wind、东兴证券研究所

房贷增速边际递减，可选消费购买力望改善。2012年以后，居民贷款/存款之比持续攀升，其中分子端增量主要来自于房贷。我们认为，高房贷在一定程度上确实压制了居民对于非刚性消费的需求，伴随房地产库存阶段性去化完成，房市热度逐步趋缓，房贷对于居民消费力的压制在边际上出现衰减。2018年居民对于房贷增长的预期有望进一步下滑，可选消费品的购买力有望出现改善。

图 6：高房贷压制居民消费



资料来源：Wind、东兴证券研究所

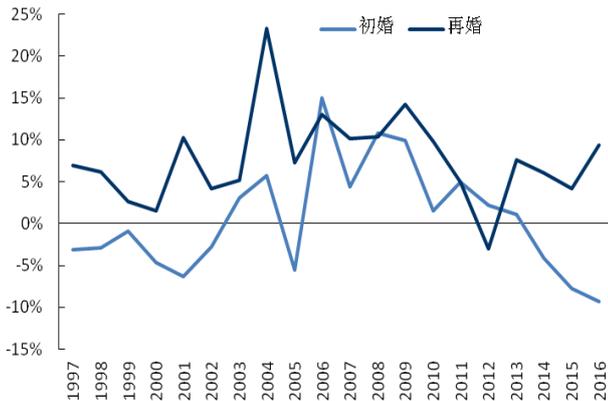
图 7：高房贷压制居民消费



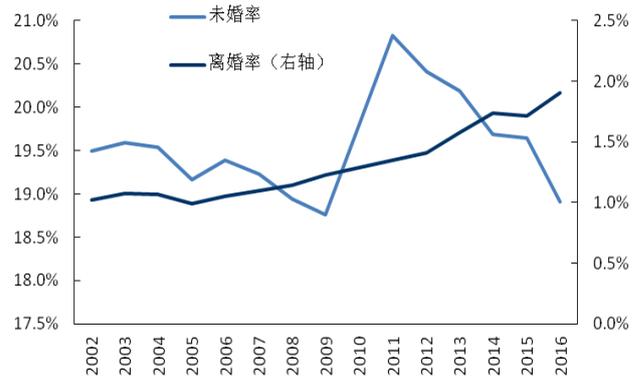
资料来源：Wind、东兴证券研究所

购物体验感需求将引流线下百货业。与日本上世纪80年代的社会背景类似，中国的90后面临高房价、低社会认同感等因素的冲击。大城市病、较高的机会成本、高教育水平和高效率的信息交流使得寂寞感在一线城市年轻人中大肆蔓延。同时，快节奏、激烈竞争等因素作用下，都市人的自我认同感极度缺乏。

在寂寞感和自我认同感这两种负面情绪作用下，消费是90后获得自我认证和社交需求的重要渠道，而不再仅仅是满足物欲。我们从民政局再婚数量的增长和初婚数量的下降两方面可以看出，婚姻带来的家庭消费的特性正在逐渐弱化，取而代之的是越来越强烈的个人意识。购物体验的重要性攀升，未来数年将持续吸引客群回归线下。

**图 8：自我意识强化，家庭意识弱化**


资料来源：Wind、东兴证券研究所

**图 9：虽独生子女政策使未婚率下降，但离婚率正逐渐走高**


资料来源：Wind、东兴证券研究所

个性化带来“去品牌化”和“区别消费”。个人意识兴起及家庭消费意识的走弱基本意味着连锁超市中大批量的廉价商品可能在未来将面临更为严峻的挑战。同时，主要购物体验仍因技术限制而停留在“以他人好评为准”的电商消费也将面临个性化消费的冲击。消费过程中精神满足优先于温饱。

**表 1：日本个性化消费层级中的“去品牌化”**

	阶层意识	人数	无印良品	优衣库	GAP
Z世代 (1982-1991)	上	270	35.30%	26.30%	8.80%
	中	527	33.90%	29.10%	8.40%
	下	316	34.60%	27.90%	9.20%
婴儿潮一代的 二代(1970-1974)	上	29	37.90%	48.30%	6.90%
	中	92	34.80%	45.70%	20.70%
	下	79	25.30%	44.30%	19.00%
新人类一代 (1960-1964)	上	29	17.20%	37.90%	20.70%
	中	100	18.00%	54.00%	19%
	下	71	16.90%	60.60%	11.30%
婴儿潮一代(二战 后)	上	27	25.90%	11.10%	7.40%
	中	106	9.40%	25.50%	5.70%
	下	66	12.10%	33.30%	3.00%
昭和新一代	上	23	0.00%	13.00%	0.00%
	中	123	8.10%	22.80%	2.40%
	下	52	13.50%	23.10%	0.00%

资料来源：日本文化研究所、猎鹰株式会社、标准通讯社、东兴证券研究所

## 2. “渠道共振”重估线下门店“人货场”

资本方抢食线下门店资源，门店市值遭重估。线上获客成本自2016年起飙升，智能机红利在2012-2016年间基本释放。2017年起众多互联网巨头纷纷重资入股线下门店，包括新零售概念的生鲜超市和百货店均成为资本方抢食的重点。

新技术重估百货业“人货场”价值。不论是腾讯京东系“广撒网”的思路，还是阿里系“攥紧拳”的构想，都从不同方向诠释了新技术应用下百货行业的可能性。行业内纵向（供应链）和横向（线上引流）的想象空间都将抬升行业盈利天花板，重构百货业估值。

**“人”**：除开庞大线上流量潜在的转化空间，新技术对于购物者的画像（定位）将有效提升顾客转化率，同时降低宣传成本（一定程度上加剧竞争）。传统客流量下有望爆发出更高级别的营业额。

**“货”**：新的供应链和物流业发展使得百货业向上游延伸成为可能。在更精细的后勤管理和更加扁平化的供应链中，百货业可以在部分商品上重现自营的可能，缩减商品流通中间成本之余提升自身获利空间，做到在“价廉”里创收。

**“场”**：新技术和资金的协助下，百货业将依托“体验感”，抓紧消费者购物及娱乐的核心需求。大数据应用带来的消费者精准画像将有效引导线下门店在品类、布局、展示等各方面的提升。沉浸式购物、主题购物中心和情景式体验的运用都将大幅提升百货业的购物体验感（扬长），同时也使得百货业获客能力主动化（避短），一定程度上摆脱旧有商圈的束缚。

**“渠道共振”优势互补是价值重估之源**。我们认为，线上渠道在近8年的发展后，已形成对于传统线下渠道的优势互补。“渠道共振”是线下门店重估的价值之源。线上渠道消费者从性别、收入、学历和年龄等方面均与线下消费群体存在一定区别，在线上渠道日趋成熟后，将对于线下产生互补作用，而非是单纯的替代作用。

图 10：线上渠道消费者更“富有”和年轻



资料来源：尼尔森、东兴证券研究所

渠道互补，常规及紧急购物仍以线下为主。按照监管部门估算，当前线上销售占比约13%，到2020年将达到20%，这意味着线下销售的模式在2020年仍将有约80%的市场份额。尼尔森调研，近一半的受访人群仍将线下渠道确认为日常补货的来源，且20%的受访者在实体门店进行大型采购和紧急购物。线上渠道主要为休闲购物和促销（节庆购）的渠道。线上多是针对线下的补充，两种渠道在消费者偏好中互补。

图 11：线上线下渠道消费模式互补



资料来源：尼尔森、东兴证券研究所

“反向操作”引流线下百货业。“展厅现象”越来越常见，即消费者在网上先确定好商品，再来店体验并购买。这类商品主要针对更为注重体验感，以及对质量更为注重的类别。据调研，这类商品主要包括母婴用品（39%）、彩妆（32%）、个护（32%）、

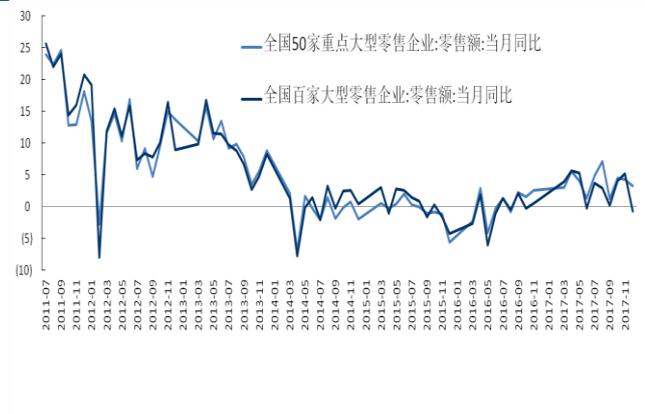
酒类（32%）和清洁用品（31%）。此类消费者的反向操作提升客流量及转化率，尤其是将休闲购物需求较高的白领阶级引流线下百货业。

### 3. “资源优势”带来龙头溢价

#### 3.1 资源优势带来龙头溢价

百货业增速平淡，2018年有望爆发。2016年起，零售行业零售额开始温和回暖，其中线上及超市贡献较多，但从行业数据来看，百货业整体增速表现仍较为平淡。我们认为，伴随滞后经济的消费周期来临，以及线上对线下可选消费引流的持续推进，2018年百货业有望迎来爆发。

图 12: 零售业收入增速 2016 年下半年起温和回暖



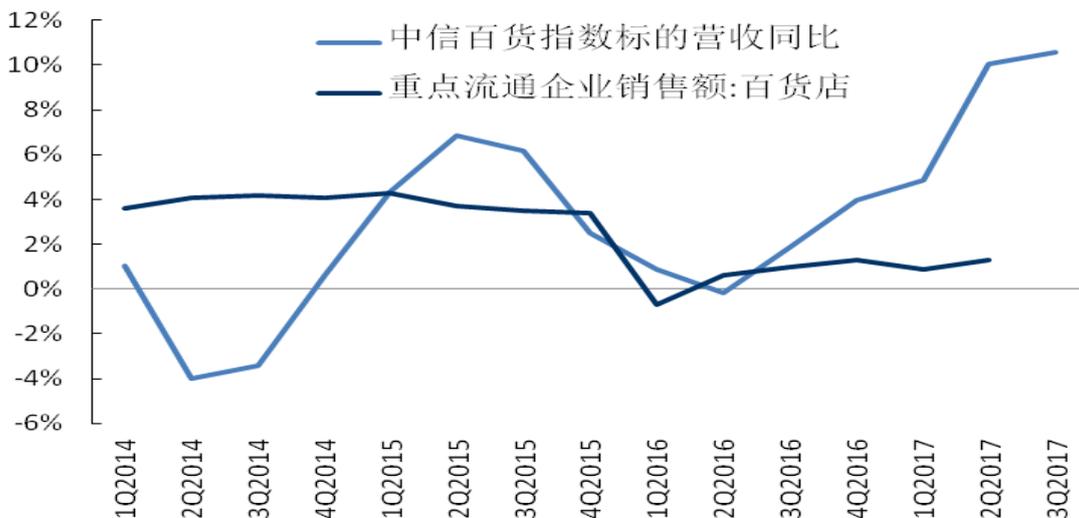
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 13: 但百货行业增速表现较为平淡



资料来源：Wind、东兴证券研究所

百货业龙头持续领跑行业。2016年起，上市百货公司营收同比增速持续跑赢行业增速，且这一趋势在2017年不断强化。我们认为，优秀百货龙头的领跑优势在逐步扩大。在经历了3年以上的行业寒冬之后，幸存百货公司营运及控费水平持续提升，伴随行业复苏，龙头百货商将有机会做大坐实自身优势，充分发挥百货在“人”和“场”方面的新价值。

**图 14：百货业行业整合度提升**


资料来源：Wind、东兴证券研究所

### 3.2 百货龙头的经营转型被市场低估

从目前的趋势上看，百货受到一定来自购物中心的挤占，趋势较难逆转。北京百货大楼在引入 Hamleys 之后人流出现明显提升，但是人流去 hamleys 明显高过同栋楼的王府井百货（除了餐饮的区域）。

然而餐饮虽然引流强，但是盈利能力相比商品差距太大。从王府井目前经验来看，通过商品改进、增加特色和引流方式，长远而言百货肯定不会消亡，但经营存在难度。

**百货龙头的成功转型被市场低估。**以王府井、天虹商场等行业龙头为首的百货商已积极开展转型，王府井“熙地港”项目和北京百货大楼的转型即是传统百货店与购物中心有机结合的产物：不单纯收租，而是以类百货购物中心或类购物中心百货的模式进行新店拓展和旧店改造升级。

深圳深南天虹的“天虹 Discovery”和 RAIN 等也是百货商成功转型的典范。目前此类模式下顾客体验感升级较为成功，百货业转型之路已被探明，而市场对此却缺乏有效认知。

图 15: 天虹 Discovery 女鞋馆



资料来源：东兴证券研究所整理

图 16: 王府井 Hamley's

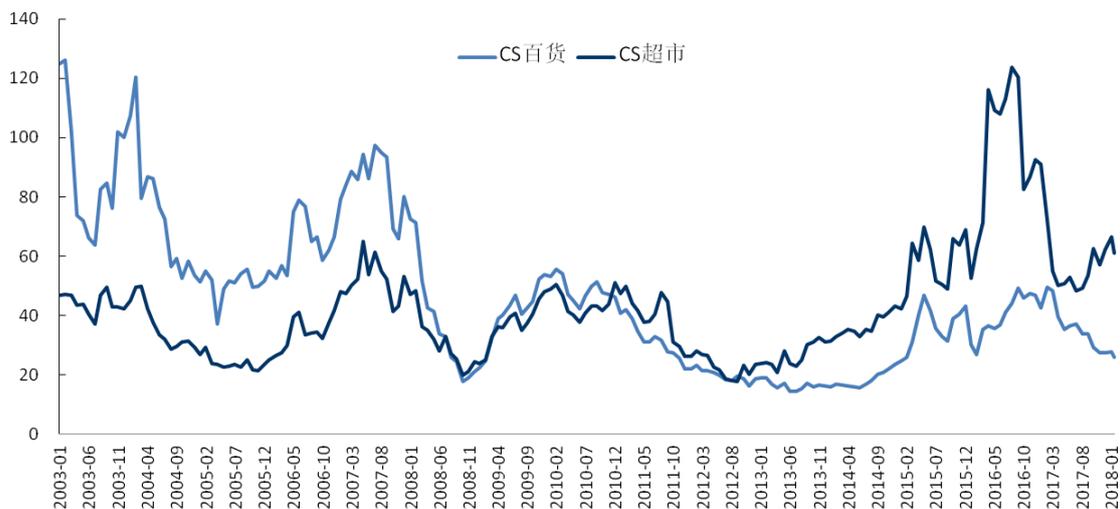


资料来源：东兴证券研究所整理

### 3.3 当前 A 股百货股存在“预期差”

当前百货股存在“预期差”机会。2003 年以来，中信百货业指数历史最低 PE 为 14.31 倍，历史均值为 45.81 倍，历史中位数为 42.16 倍，当前 PE 为 25.8 倍，远低于历史均值水平。同时，当前百货业正处于复苏初期，2018 年有望实现行业全面回暖，基本面远好于历史最低估值的 2012 年，同时 A 股市场表现也优于 2008 年。我们认为，当前市场尚未充分认清百货股业绩的修复及回暖预期，百货行业存在预期差。

图 17: 百货股估值存在“预期差”

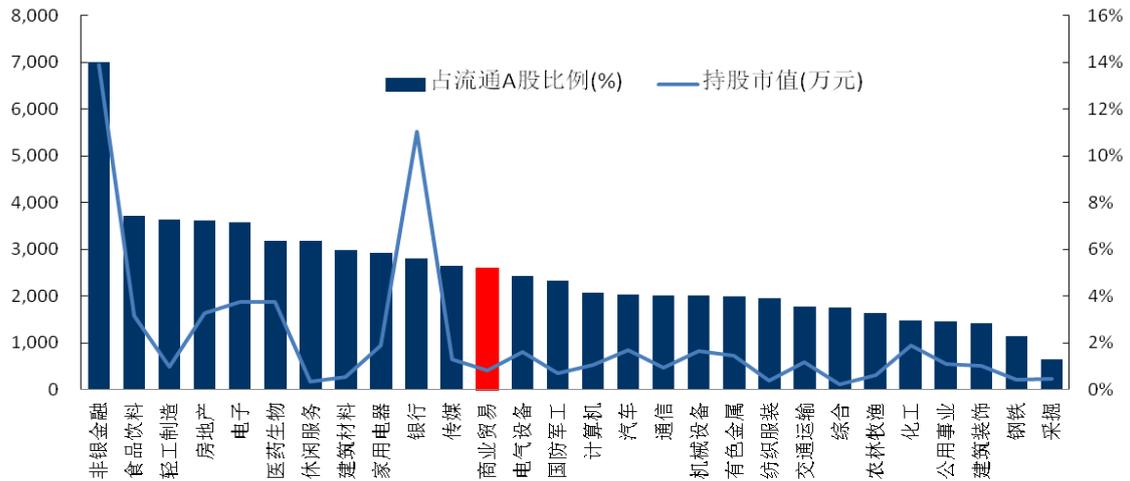


资料来源：Wind、东兴证券研究所

### 3.4 百货行业机构持仓或仍处于较低水平

**3Q2017 百货业遭机构减配。**按申万行业指数统计，截止 2017 年三季度末，披露持仓中，基金(公募及阳光私募)、社保、保险、券商和 QFII 合计配置商贸零售行业 5.21%，环比减配 1.07pct，排名全部 28 个行业的第 12 位。若按中信行业指数统计，商贸零售行业 3Q 配置比例为 6.29%，环比减配 1.54pct，其中百货业配置比例 5.85%，环比减配 2.19%，子行业表现弱于商贸零售行业。

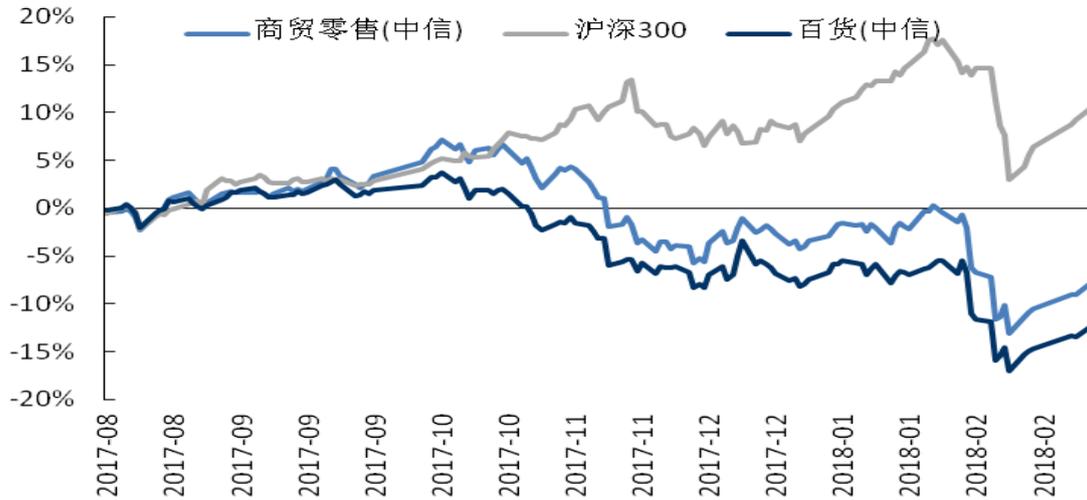
图 18: 百货行业 3Q17 机构仓位配置低，预计 4Q17 及 2018 年至今已开始被增配



资料来源: Wind、东兴证券研究所

机构当前配置百货比例预计仍较低。自 3Q17 以来，商贸零售及百货业指数累计均跑输沪深 300，虽然有年末新零售加持及众多互联网资方参与，整体表现仍较为逊色，我们预计当前机构对于百货股的配置比例仍然较低，百货行业存在一定博弈价值。

图 19: 百货业四季度至今跑输沪深 300



资料来源：Wind、东兴证券研究所

#### 4. 投资策略

**“业绩为王，强调转型；行业复苏，优选龙头”**：优选具备强营运能力和控费能力的龙头百货公司。我们选取 ROE 和毛利率来衡量公司营运能力；选取销售费用率和现金周转天数作为公司控费能力的指标。考虑到龙头百货所必须的规模优势，我们将 2017 年前三季度营收小于 50 亿元的百货公司剔除。

我们将 ROE、毛利率、销售费用率和现金周转天数四项指标依次分派 25%、10%、30%和 35%的权重，加总后鄂武商 A、茂业商业、大商股份、天虹股份和王府井得分最高。考虑到在百货业转型的布局成果，我们认为其中王府井、天虹股份和鄂武商 A 是我们百货业首选的三个标的。

表 2:上市百货公司筛选明细 (3Q2017)

证券代码	证券简称	指标				排名				总分
		ROE	毛利率	销售费用率	现金周转天数	ROE	毛利率	销售费用率	现金周转天数	
000501.SZ	鄂武商 A	13.62%	22.11%	12.73%	-34.36	15	11	13	15	14
600828.SH	茂业商业	14.14%	26.69%	16.48%	-56.31	16	16	6	17	13.35
600694.SH	大商股份	9.16%	22.51%	16.28%	-32.59	13	12	7	14	11.45
002419.SZ	天虹股份	8.63%	24.87%	19.97%	-40.24	12	15	2	16	10.7
600859.SH	王府井	7.20%	20.69%	14.42%	-21.92	9	9	9	13	10.4
600729.SH	重庆百货	10.48%	17.97%	14.63%	-1.19	14	3	8	10	9.7
600280.SH	中央商场	14.62%	22.99%	12.88%	510.22	17	13	12	1	9.5
600723.SH	首商股份	6.86%	23.08%	16.78%	-19.54	7	14	5	12	8.85

000417.SZ	合肥百货	6.95%	20.21%	13.14%	19.83	8	7	11	8	8.8
600697.SH	欧亚集团	7.50%	21.96%	14.21%	58.10	10	10	10	6	8.6
600655.SH	豫园股份	4.41%	14.66%	11.90%	76.72	4	2	15	5	7.45
600682.SH	南京新百	7.52%	37.55%	26.84%	39.94	11	17	1	7	7.2
002277.SZ	友阿股份	5.98%	19.47%	12.09%	134.76	5	6	14	3	7.1
000564.SZ	供销大集	3.56%	18.49%	11.78%	123.37	2	4	16	4	7.1
600785.SH	新华百货	6.25%	20.57%	17.19%	-2.22	6	8	3	11	7.05
600891.SH	秋林集团	3.59%	5.46%	2.75%	170.40	3	1	17	2	6.65
600858.SH	银座股份	1.07%	18.71%	16.86%	6.92	1	5	4	9	5.1

资料来源：Wind、东兴证券研究所

## 5. 风险提示

大盘回调风险、居民消费不及预期。

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

## 研究助理简介

### 宋劲

英国埃克塞特大学金融学硕士，曾任职于元大证券、哲奔咨询（上海）有限公司，2016 年加入东兴证券研究所，从事策略及商贸零售行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。