

## 2017 年年报及 2018 年一季报总结: 行业持续回暖, 继续关注龙头企业

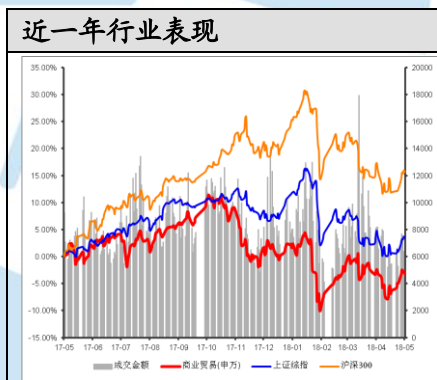
行业分类: 商业贸易

2018 年 05 月 10 日

|          |    |
|----------|----|
| 商贸零售行业评级 | 增持 |
|----------|----|

| 子行业评级  |    |
|--------|----|
| 百货     | 增持 |
| 超市     | 增持 |
| 连锁     | 增持 |
| 商业物业经营 | 中性 |
| 贸易     | 中性 |

| 基础数据         |           |
|--------------|-----------|
| 上证指数         | 3174.41   |
| 申万行业指数       | 4294.55   |
| 总市值(亿元)      | 10,778.78 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 7890.27   |
| PE           | 25.37     |
| PB           | 2.00      |
| ROE(2017)    | 7.01%     |
| 资产负债率(2017)  | 53.75%    |



### 投资要点:

- **行业持续回暖。**社会消费品零售总额增速近几年仍在缓慢走低, 目前增速维持在 10% 附近震荡, 限额以上企业零售总额增速中枢也保持低位徘徊。但从结构数据来看, 2018 年 3 月, 与百货、超市关联性较高的品类中, 除了烟酒类零售额同比增速与 2 月相比小幅下降 0.9 个百分点以外, 其他细分品类 3 月增速较 2 月全面提升。化妆品类和金银珠宝类 2018 年 3 月零售额增速分别达到 22.7% 和 20.4%, 比上年同期分别高出 14、13.2 个百分点, 增长动力强劲。网上零售额数据也显示, 线上线下深度融合的新零售模式给行业带来更多市场空间, 今年以来线上增速明显回升。
- 从行业整体以及各子板块的经营数据来看, 2017 年百货、超市、连锁及商业物业经营的收入端均改善, 百货、超市作为行业的核心子板块, 业绩增速超预期, 在当前新零售等行业创新层出不穷的背景下, 行业已全面复苏; 2018 年一季度行业在新的一年开端良好, 除了商业物业经营板块营收出现下滑之后, 其他几个板块营收仍增速显著, 行业复苏持续。
- 投资策略上, 我们预计, 今年全年行业的复苏态势将从结构性复苏转向全面弱复苏, 在此背景下, 依然要主要把握三条主线: 一是关注低估值百货龙头, 如鄂武商 A、欧亚集团、天虹股份等, 这类公司品牌优势明显, 有基于传统零售业务开展创新业态的良好基础和基因, 在业绩持续向好过程中估值也存在较大向上修复的可能性。二是关注生鲜超市龙头, 如永辉超市、家家悦等, 超市业态特别是生鲜超市更具新零售基因, 聚客效应明显, 门槛较高, 这类公司规模及产业链优势明显, 在改革过程中最有可能先完成蜕变, 迎来新的增长契机。三是随着混改的进一步落实, 建议关注国企改革受益股, 如王府井、重庆百货、中百集团等, 这类企业可以通过注入集团公司资产、引入战略投资者、股权激励等途径完善企业机制、提升经营效率。
- **风险提示:** 行业复苏低于预期、新零售进展低于预期。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 0755-83689524

传真: 0755-83688539

## 目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 一、行业持续回暖.....               | 4  |
| 1、社会消费品零售额数据.....           | 4  |
| 2、百家&50家大型零售企业零售额数据 .....   | 5  |
| 二、行业经营数据.....               | 6  |
| 1、各板块经营数据.....              | 6  |
| 2、百货：行业复苏，盈利能力提升明显.....     | 7  |
| 3、超市：营收小幅增长，龙头优势凸显.....     | 8  |
| 4、连锁：苏宁易购迎来拐点.....          | 10 |
| 5、商业物业经营：租金提升困难，经营压力犹存..... | 11 |
| 三、投资策略.....                 | 12 |
| 1、关注低估值百货龙头.....            | 12 |
| 2、优选生鲜超市龙头.....             | 13 |
| 3、持续跟踪国企改革受益企业.....         | 15 |

## 图表目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图表 1: 社会消费品零售总额当月值及同比增速.....      | 4  |
| 图表 2: 限额以上单位消费品零售总额当月值及同比增速.....  | 4  |
| 图表 3: 限额以上单位商品零售额结构数据.....        | 4  |
| 图表 4: 全国百家大型零售企业零售额同比增速.....      | 5  |
| 图表 5: 全国 50 家重点大型零售企业零售额同比增速..... | 5  |
| 图表 6: 网上商品和服务零售额累计同比.....         | 6  |
| 图表 7: 实物商品网上零售额累计同比.....          | 6  |
| 图表 8: 商业贸易板块 2017 年营收及同比增速.....   | 6  |
| 图表 9: 商业贸易板块 2017 年营业利润及同比增速..... | 6  |
| 图表 10: 商业贸易板块单季度营收及同比增速.....      | 7  |
| 图表 11: 商业贸易板块单季度营业利润及同比增速.....    | 7  |
| 图表 12: 百货单季度营收及同比增速.....          | 8  |
| 图表 13: 百货单季度营业利润及同比增速.....        | 8  |
| 图表 14: 百货板块重点上市公司经营数据.....        | 8  |
| 图表 15: 超市单季度营收及同比增速.....          | 9  |
| 图表 16: 超市单季度营业利润及同比增速.....        | 9  |
| 图表 17: 超市板块上市公司经营数据.....          | 9  |
| 图表 18: 连锁单季度营收及同比增速.....          | 10 |
| 图表 19: 连锁单季度营业利润及同比增速.....        | 10 |
| 图表 20: 连锁板块重点上市公司经营数据.....        | 11 |
| 图表 21: 商业物业经营单季度营收及同比增速.....      | 12 |
| 图表 22: 商业物业经营单季度营业利润及同比增速.....    | 12 |
| 图表 23: 商业物业经营板块重点上市公司经营数据.....    | 12 |
| 图表 24: 鄂武商 A 营业收入及同比增速.....       | 13 |
| 图表 25: 鄂武商 A 营业利润及同比增速.....       | 13 |
| 图表 26: 家家悦营业收入及同比增速.....          | 14 |
| 图表 27: 家家悦营业利润及同比增速.....          | 14 |
| 图表 28: 永辉超市营业收入及同比增速.....         | 15 |
| 图表 29: 永辉超市营业利润及同比增速.....         | 15 |
| 图表 30: 重庆百货营业收入及同比增速.....         | 16 |
| 图表 31: 重庆百货营业利润及同比增速.....         | 16 |

## 一、行业持续回暖

### 1、社会消费品零售额数据

2017 年，社会消费品零售总额 366,262 亿元，同比增长 10.2%，增速比上年下降 0.2 个百分点；其中，1-6 月累计增长 10.4%，较上年同期提高 0.1 个百分点，7-12 月累计增长 10.2%，增速放缓，较上年同期下降 0.5 个百分点。限额以上单位消费品零售额 160,613 亿元，增长 8.1%。

2018 年 1-3 月，社会消费品零售总额 90,275 亿元，同比增长 9.8%，增速比去年同期下降 0.2 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 34,941 亿元，同比增长 8.5%，增速比去年同期提升 0.6 个百分点。2018 年 3 月份，社会消费品零售总额 29,194 亿元，同比增长 10.1%，增速比去年同期下降 0.8 个百分点，其中，限额以上单位消费品零售额 11,832 亿元，同比增长 9.0%，增速比去年同期下降 1 个百分点。

社会消费品零售总额增速近几年仍在缓慢走低，目前增速维持在 10% 附近震荡，限额以上企业零售总额增速中枢也保持低位徘徊。

图表 1：社会消费品零售总额当月值及同比增速 图表 2：限额以上单位消费品零售总额当月值及同比增速



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

数据来源：Wind，中航证券金融研究所

从限额以上单位商品零售额结构数据来看，2018 年 3 月，与百货、超市关联性较高的品类中，除了烟酒类零售额同比增速与 2 月相比小幅下降 0.9 个百分点以外，其他细分品类 3 月增速较 2 月全面提升。化妆品类和金银珠宝类 2018 年 3 月零售额增速分别达到 22.7% 和 20.4%，比上年同期分别高出 14、13.2 个百分点，增长动力强劲。

图表 3：限额以上单位商品零售额结构数据

| 指标名称   | 2017.3 | 2017.4 | 2017.5 | 2017.6 | 2017.7 | 2017.8 | 2017.9 | 2017.10 | 2017.11 | 2017.12 | 2018.2 | 2018.3 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 粮油、食品类 | 12.0%  | 12.6%  | 14.4%  | 10.9%  | 10.7%  | 8.5%   | 8.0%   | 10.1%   | 7.5%    | 9.7%    | 9.7%   | 11.2%  |
| 饮料类    | 15.6%  | 14.2%  | 14.2%  | 10.6%  | 12.5%  | 7.6%   | 6.1%   | 7.2%    | 6.8%    | 9.6%    | 8.2%   | 11.3%  |
| 烟酒类    | 12.7%  | 8.9%   | 11.3%  | 9.5%   | 7.6%   | 4.2%   | 7.9%   | 9.0%    | 4.5%    | 3.9%    | 9.5%   | 8.6%   |
| 服装纺织类  | 6.4%   | 10.0%  | 8.0%   | 7.3%   | 6.4%   | 8.9%   | 6.2%   | 8.0%    | 9.5%    | 9.7%    | 7.7%   | 14.8%  |
| 化妆品类   | 8.7%   | 7.7%   | 12.9%  | 17.0%  | 12.7%  | 14.7%  | 13.4%  | 16.1%   | 21.4%   | 13.8%   | 12.5%  | 22.7%  |

|       |      |      |      |       |      |      |      |      |      |      |       |       |
|-------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|
| 金银珠宝类 | 7.2% | 7.5% | 9.6% | 6.3%  | 2.6% | 6.4% | 5.3% | 2.5% | 4.4% | 0.4% | 3.0%  | 20.4% |
| 日用品类  | 7.1% | 8.0% | 8.7% | 11.2% | 7.1% | 7.0% | 7.8% | 7.4% | 7.9% | 5.4% | 10.1% | 16.9% |

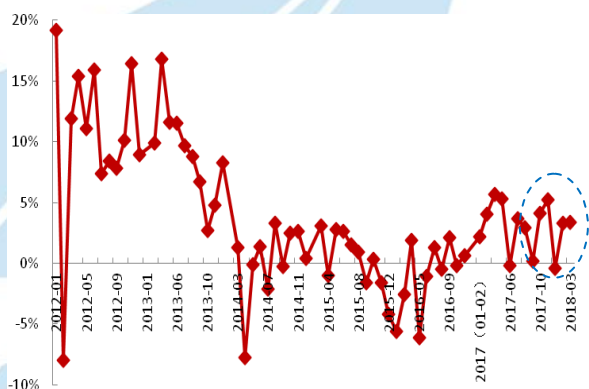
数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

## 2、百家&50家大型零售企业零售额数据

对行业来讲更具代表性的是百家及 50 家重点大型零售企业零售额数据。根据中华全国商业信息中心的数据, 2018 年一季度, 全国百家重点大型零售企业商品零售额同比增长 3.3%, 增速比去年同期提高 0.6 个百分点。全国 50 家重点大型零售企业零售额累计同比增长 2.6%, 增速高于上年同期 0.6 个百分点, 其中, 粮油、食品类零售额同比增长 1.9%, 增速高于上年同期 3.6 个百分点; 服装类零售额同比增长 6.5%, 增速大幅高于上年同期 6.7 个百分点; 化妆品类是一季度商品市场的亮点, 零售额累计增长 11.0%; 日用品类零售额同比下降 0.2%; 金银珠宝类和家用电器类市场零售额均为同比下降, 且降幅超过上年同期水平。

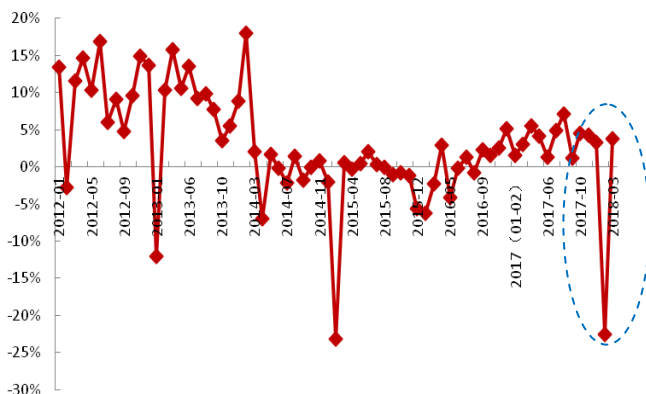
3 月份, 全国百家重点大型零售企业零售额同比增长 3.4%, 增速环比提升 0.1 个百分点, 比上年同期下降 0.6 个百分点。全国 50 家重点大型零售企业零售额同比增长 3.8%, 增速高于上年同月 0.7 个百分点; 从 3 月份数据来看, 除金银珠宝类零售额同比下降 0.9%, 增速相比上年同月回落了 3.2 个百分点以外 (3 月数据与限额以上单位数据背离, 我们分析可能是由于受龙头企业带动, 行业整体回暖, 其中中型企业增速更高所致), 其余主要品类零售额均实现同比正增长, 且增速不低于上年同月水平。

图表 4: 全国百家大型零售企业零售额同比增速



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 5: 全国 50 家重点大型零售企业零售额同比增速

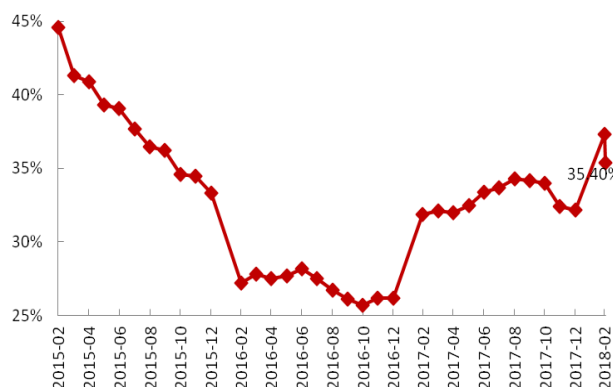


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

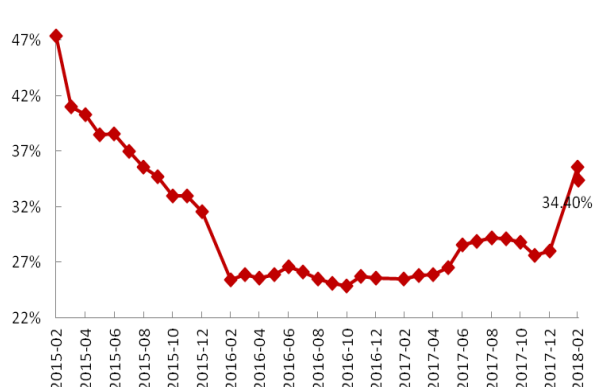
**线上零售增速回升。**电商基数变大和红利消退致使电商增速下滑, 但随着新零售的提出, 线上线下开始深度融合, 线下企业在供应链、用户体验上的优势和线上企业在流量、大数据的优势结合给行业带来更多空间, 线上零售增速回升。

在品类增多、品质提升、安全好转、以及消费升级等因素的共同影响下, 网上吃、穿消费增速较快, 带动实物商品网上零售实现较大幅度的增长。2017 年度, 全国网上商品和服务零售额 71,751 亿元, 同比增长 32.2%, 增速比上年同期提升 6.0 个百分点。其中, 实物商品网上零售额 54,806 亿元, 同比增长 28%, 增速比上年同期提升 2.4 个百分点, 占社会消费品零售总额的比重为 15%。2018 年 1-3 月, 全国网上商品和服务零售额 19,318 亿元, 同比增长 35.4%, 增速比去年同期提升 3.3 个百分点。其中, 实物商品网上零

售额 14,567 亿元，增长 34.4%，增速比去年同期提升 8.6 个百分点，占社会消费品零售总额的比重提升至 16.1%。

**图表 6：网上商品和服务零售额累计同比**


数据来源：Wind，中航证券金融研究所

**图表 7：实物商品网上零售额累计同比**


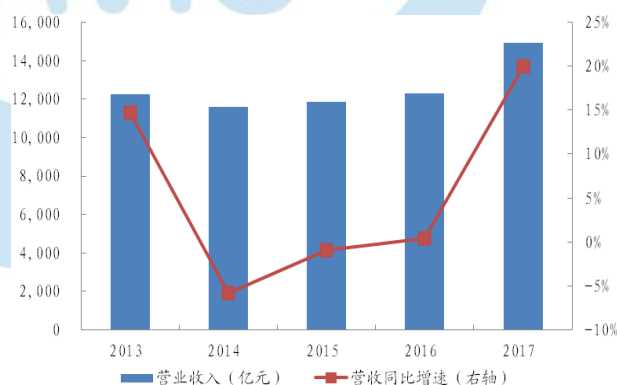
数据来源：Wind，中航证券金融研究所

**小结：**尽管社会消费品零售总额增速和限额以上企业零售总额增速中枢仍保持低位震荡，但从结构数据来看，与百货、超市关联性较高的粮油、食品、饮料、烟酒类，服装鞋帽针纺织品类，化妆品类及金银珠宝类零售额累计同比增速数据尚可，而全国百家及 50 家重点大型零售企业零售额数据显示行业内龙头企业已率先复苏，网上零售额数据也显示，线上线下深度融合的新零售模式给行业带来更多市场空间，今年以来线上增速明显回升。

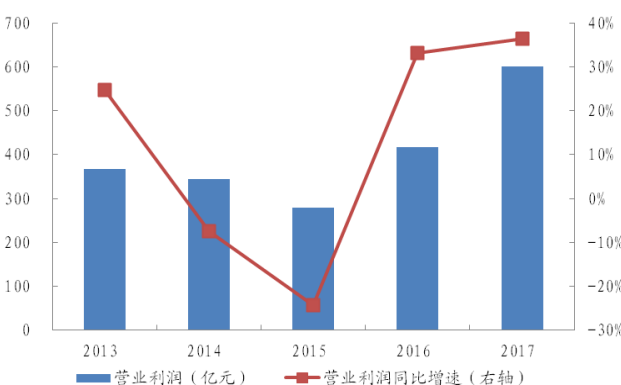
## 二、行业经营数据

### 1、各板块经营数据

2017 年行业回暖趋势明显，特别是各区域龙头企业，从上市公司的经营数据上看，也基本印证了这一点，2017 年商业贸易板块营收和营业利润分别为 14,924.01 亿元、602.17 亿元，同比分别增长 20.01%、36.55%（同比增速已进行追溯调整），增速比去年同期分别提升 19.58 和 3.37 个百分点。

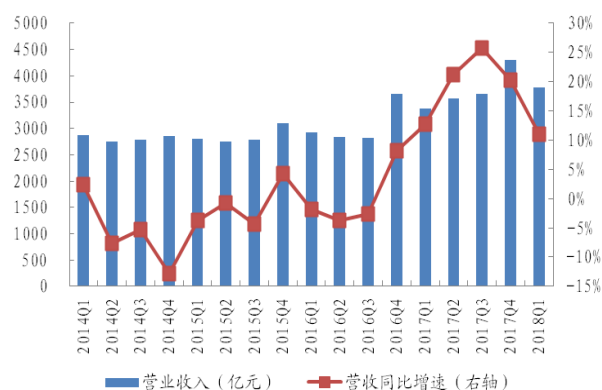
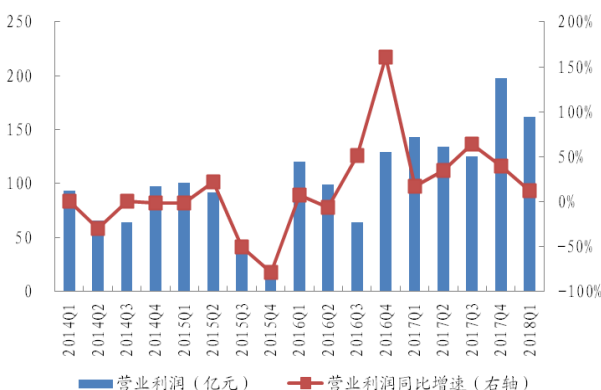
**图表 8：商业贸易板块 2017 年营收及同比增速**


数据来源：Wind，中航证券金融研究所

**图表 9：商业贸易板块 2017 年营业利润及同比增速**


数据来源：Wind，中航证券金融研究所

从单季度数据来看,2017 年 Q1-4 商业贸易板块分别实现营收 3,378.09 亿元、3,577.50 亿元、3,651.85 亿元、4,293.99 亿元,同比分别增长 12.7%、21.25%、25.74%、20.33%,实现营业利润 143.35 亿元、134.56 亿元、125.03 亿元、197.93 亿元,同比分别增长 16.78%、34.62%、64.15%、39.88%。2018 年一季度商业贸易板块实现营收 3,785.06 亿元,同比增长 10.98%,实现营业利润 161.7 亿元,同比增长 11.68%。

**图表 10: 商业贸易板块单季度营收及同比增速**

**图表 11: 商业贸易板块单季度营业利润及同比增速**


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

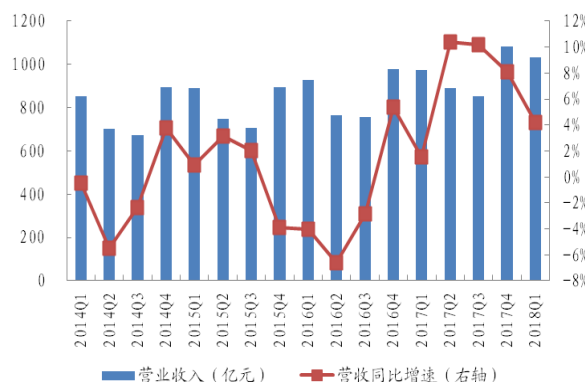
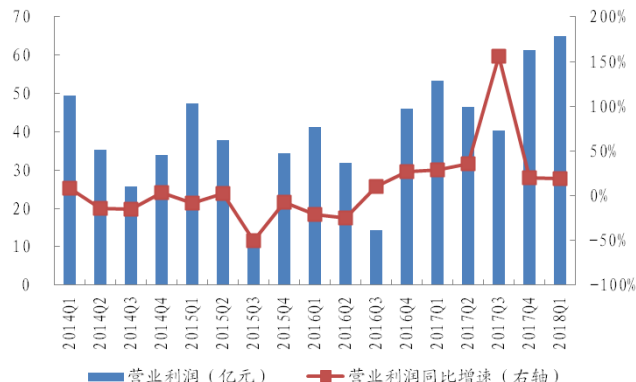
## 2、百货: 行业复苏, 盈利能力提升明显

2017 年百货板块实现营收和营业利润分别为 3804.43 亿元、201.69 亿元,同比分别增长 7.29%、41.66% (同比增速已进行追溯调整),增速比去年同期分别提升 8.99 和 47.17 个百分点。从单季度数据来看,Q1-4 百货板块分别实现营收 972.78 亿元、890.03 亿元、853.7 亿元、1081.61 亿元。同比分别增长 1.52%、10.42%、10.16%、8.12%,实现营业利润 53.28 亿元、46.46 亿元、40.43 亿元、61.29 亿元,同比分别增长 29.09%、35.22%、156.26%、20.41%。2018 年一季度百货板块实现营收和营业利润分别为 1,033.56 亿元、64.92 亿元,同比分别增长 4.16%、18.90%。

2017 年度百货板块毛利率、净利率、摊薄 ROE 分别为 21.52%、3.66%、7.84%,比去年同期分别提升 -0.11、0.89、1.59 个百分点,期间费用率为 15.89%,比去年同期下降 0.88 个百分点。2018 一季度百货板块毛利率、净利率、摊薄 ROE 分别为 21.29%、4.72%、2.59%,比去年同期分别提升 0.59、0.57、0.22 个百分点,期间费用率为 14.64%,与去年同期基本持平。

2017 年度板块收入端改善一方面是由于行业复苏,销售占比高的服装鞋帽、针纺织品、化妆品及金银珠宝等可选消费品需求回升,企业营收普遍好转,另一方面是供销大集、南京新百、王府井并表带来的收入大涨。供销大集于 2016 年 9 月收购海南供销大集控股有限公司 100%的股权并将其并表,2017 年度因非同一控制企业合并范围增加中国顺客隆控股有限公司等 21 家公司;南京新百业绩增长一是由于子公司南京新百房地产本期确认收入并结转成本,房地产收入同比增长 44.38%,二是合并安康通控股有限公司 84%股权、Sanpower International Healthcare Group Co.LTD100%的股权,非同一控制下合并山东省齐鲁干细胞工程有限公司 76% 股权;王府井完成收购 Belmont Hong Kong Ltd. (贝尔蒙特香港有限公司) 100% 股权事项,从 4 月开始并表。整体来看,2017 年百货板块收入端持续改善,毛利率与上年相比基本持平,

但控本增效成效显著，费用率也整体下降，净利率上升，板块盈利能力提升。2018 年一季度全国限额以上单位零售额数据显示，纺织服装类、化妆品类及金银珠宝类增速仍然可观，百货板块继续受益于可选消费回暖。

**图表 12：百货单季度营收及同比增速**

**图表 13：百货单季度营业利润及同比增速**


数据来源：Wind，中航证券金融研究所

数据来源：Wind，中航证券金融研究所

**图表 14：百货板块重点上市公司经营数据**

| 代码        | 公司名称  | 营收(同比增速) |        | 营业利润(同比增速) |         | 毛利率    |        | ROE 摊薄(整体法) |        | 年初以来涨跌幅 |
|-----------|-------|----------|--------|------------|---------|--------|--------|-------------|--------|---------|
|           |       | 2017     | 2018Q1 | 2017       | 2018Q1  | 2017   | 2018Q1 | 2017        | 2018Q1 |         |
| 000417.SZ | 合肥百货  | 6.72%    | 4.24%  | -12.79%    | 11.23%  | 20.17% | 18.32% | 5.82%       | 3.01%  | -13.01% |
| 000501.SZ | 鄂武商 A | 2.44%    | 3.51%  | 25.55%     | -0.41%  | 22.71% | 20.72% | 17.29%      | 3.81%  | -7.46%  |
| 002419.SZ | 天虹股份  | 7.31%    | 9.89%  | 37.20%     | 27.38%  | 25.76% | 26.02% | 11.92%      | 4.71%  | 53.74%  |
| 002561.SZ | 徐家汇   | 0.08%    | 1.64%  | 1.07%      | 11.19%  | 29.09% | 28.75% | 11.05%      | 3.19%  | -7.00%  |
| 600280.SH | 中央商场  | 31.46%   | 9.10%  | 115.27%    | -10.58% | 22.95% | 23.11% | 12.85%      | 2.12%  | 13.98%  |
| 600859.SH | 王府井   | 11.09%   | 6.11%  | 20.05%     | 76.89%  | 20.72% | 20.89% | 8.95%       | 4.33%  | 17.21%  |
| 600694.SH | 大商股份  | -4.79%   | -7.51% | 23.57%     | 10.97%  | 22.61% | 24.51% | 11.92%      | 4.57%  | 8.30%   |
| 600697.SH | 欧亚集团  | 7.35%    | 18.90% | 13.86%     | 24.15%  | 22.56% | 22.94% | 10.39%      | 1.68%  | -9.06%  |
| 600729.SH | 重庆百货  | -2.75%   | 9.66%  | 64.58%     | 42.50%  | 17.68% | 18.63% | 12.12%      | 9.48%  | 48.56%  |
| 600858.SH | 银座股份  | 1.25%    | 3.07%  | 53.31%     | 72.40%  | 18.89% | 17.71% | 1.63%       | 2.12%  | -0.55%  |
| 600827.SH | 百联股份  | 0.22%    | 1.40%  | 58.23%     | 9.62%   | 21.24% | 20.39% | 5.09%       | 1.86%  | -18.09% |
| 002277.SZ | 友阿股份  | 16.52%   | 10.52% | 16.02%     | 18.05%  | 19.32% | 23.21% | 5.96%       | 3.32%  | -16.87% |
| 002187.SZ | 广百股份  | 5.57%    | 20.88% | 37.71%     | 21.86%  | 17.30% | 17.50% | 6.57%       | 2.01%  | -4.17%  |
| 600785.SH | 新华百货  | 5.49%    | 7.11%  | 99.40%     | 31.14%  | 20.07% | 20.21% | 5.38%       | 4.65%  | 5.72%   |
| 600712.SH | 南宁百货  | 5.16%    | 10.20% | 114.16%    | 253.56% | 14.91% | 15.51% | 0.17%       | -0.01% | -9.82%  |

数据来源：Wind，中航证券金融研究所

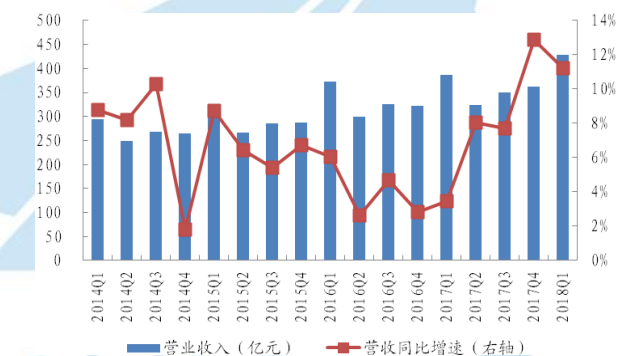
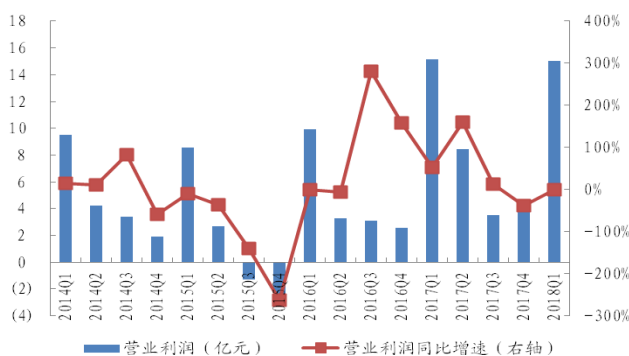
### 3、超市：营收小幅增长，龙头优势凸显

2017 年超市板块实现营收和营业利润分别为 1423.79 亿元、31.33 亿元，同比分别增长 7.84%、34.96%

(同比增速已进行追溯调整), 增速比去年同期分别提升 3.82 和 -40.62 个百分点。从单季度数据来看, Q1-4 超市板块分别实现营收 385.80 亿元、324.36 亿元、350.86 亿元、362.78 亿元。同比分别增长 3.47%、8.02%、7.69%、12.89%, 实现营业利润 15.14 亿元、8.46 亿元、3.51 亿元、4.20 亿元, 同比分别增长 52.09%、159.21%、12.49%、-38.96%。2018 年一季度超市板块实现营收和营业利润分别为 429.04 亿元、15.02 亿元, 同比分别增长 11.21%、-1.19%。

2017 年度超市板块毛利率、净利率、摊薄 ROE 分别为 21.59%、1.41%、5.05%, 比去年同期分别提升 0.18、0.08、0.79 个百分点, 期间费用率为 19.53%, 比去年同期下降 0.14 个百分点。2018 年一季度超市板块毛利率、净利率、摊薄 ROE 分别为 22.60%、2.73%、3.00%, 比去年同期分别提升 1.20、-0.41、0.13 个百分点, 期间费用率为 18.87%, 比去年同期提升 1.13 个百分点。

2017 年 CPI 以及食品 CPI 持续走高, CPI 指标与超市经营数据呈明显的正相关关系, CPI 走高有助于超市同店逐步改善, 超市板块收入端小幅增长。此外, 受益于供应链持续优化、生鲜等品类具有较强的不可替代性、贴近社区网点价值更高、具备线上线下融合的消费场景, 超市板块盈利能力逐步提升, 成为深度践行新零售的典范, 也成为资本布局的重点子板块, 新业态如无人超市、生鲜超市等层出不穷, 龙头企业优势凸显。整体来看, 2017 年超市板块收入端、毛利率及净利率与上年相比均有所改善, 费用率也整体小幅下降, 板块竞争力犹存。2018 年一季度板块营收增速提速、营业利润小幅下滑主要是永辉超市一季度展店提速导致营收增长明显, 但费用端承压, 拖累整体业绩。

**图表 15: 超市单季度营收及同比增速**

**图表 16: 超市单季度营业利润及同比增速**


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

**图表 17: 超市板块上市公司经营数据**

| 代码        | 公司名称 | 营收(同比增速) |        | 营业利润(同比增速) |         | 毛利率    |        | ROE 摊薄(整体法) |        | 年初以来涨跌幅 |
|-----------|------|----------|--------|------------|---------|--------|--------|-------------|--------|---------|
|           |      | 2017     | 2018Q1 | 2017       | 2018Q1  | 2017   | 2018Q1 | 2017        | 2018Q1 |         |
| 601933.SH | 永辉超市 | 19.01%   | 22.97% | 34.14%     | -5.95%  | 20.84% | 22.79% | 9.09%       | 3.88%  | -7.03%  |
| 002251.SZ | 步步高  | 11.51%   | 13.95% | 68.72%     | 6.43%   | 21.52% | 22.24% | 2.35%       | 2.62%  | -16.95% |
| 002697.SZ | 红旗连锁 | 9.77%    | 6.11%  | 51.38%     | 40.60%  | 27.72% | 27.39% | 7.11%       | 2.29%  | -13.64% |
| 603708.SH | 家家悦  | 5.14%    | 7.54%  | 21.23%     | 27.94%  | 21.58% | 21.54% | 12.54%      | 4.54%  | 9.64%   |
| 002264.SZ | 新华都  | 3.92%    | 1.54%  | -54.07%    | -19.65% | 21.32% | 21.89% | -3.19%      | 1.71%  | 2.77%   |

|           |      |         |        |          |           |        |        |         |       |         |
|-----------|------|---------|--------|----------|-----------|--------|--------|---------|-------|---------|
| 000759.SZ | 中百集团 | -1.04%  | 1.21%  | 151.97%  | -78.47%   | 21.78% | 21.26% | 2.26%   | 0.60% | -17.18% |
| 600361.SH | 华联综超 | -4.85%  | -3.40% | 336.36%  | 250.37%   | 21.63% | 20.74% | 2.90%   | 1.13% | -4.95%  |
| 601116.SH | 三江购物 | -7.96%  | 6.32%  | 19.82%   | -0.39%    | 23.66% | 24.06% | 6.64%   | 2.29% | -3.13%  |
| 002336.SZ | 人人乐  | -12.81% | -9.63% | -524.38% | 12231.24% | 21.06% | 25.49% | -30.45% | 3.08% | 11.80%  |

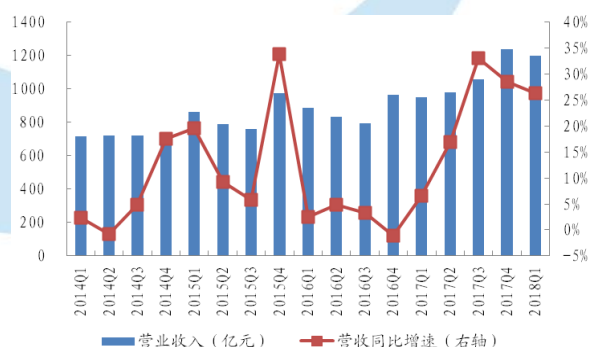
数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

#### 4、连锁: 苏宁易购迎来拐点

我们将连锁分为家电连锁和黄金珠宝两个子板块, 2017 年连锁板块共实现营收和营业利润分别为 4,229.71 亿元、134.85 亿元, 同比分别增长 21.25%、66.55% (同比增速已进行追溯调整), 增速比去年同期分别提升 18.93 和 9.71 个百分点。其中, 受益于苏宁易购盈利改善提速, 迎来业绩拐点, 家电连锁 2017 年度实现营收和营业利润分别为 2,903.38 亿元、49.40 亿元, 同比分别增长 23.20%、350.19% (同比增速已进行追溯调整); 黄金珠宝则受益于居民避险、保值需求的增长, 消费复苏, 景气度持续向上, 2017 年度实现营收和营业利润分别为 1,123.67 亿元、67.22 亿元, 同比分别增长 13.63%、13.58% (同比增速已进行追溯调整)。从单季度数据来看, Q1-4 连锁分别实现营收 949.09 亿元、978.41 亿元、1,055.95 亿元、1,236.99 亿元, 同比分别增长 6.65%、17.00%、33.16%、28.59%, 实现营业利润 20.15 亿元、23.76 亿元、25.70 亿元、64.36 亿元, 同比分别增长 61.36%、84.13%、73.16%、60.85%。2018 年一季度实现营收 1,197.78 亿元, 同比增长 26.28%, 实现营业利润 25.44 亿元, 同比增长 25.48%。

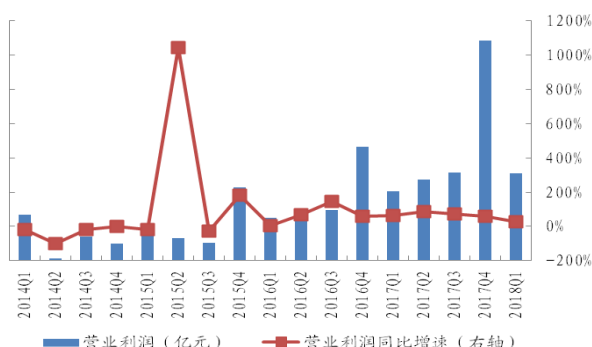
2017 年度连锁板块毛利率、净利率、摊薄 ROE 分别为 13.11%、2.76%、7.36%, 比去年同期提升 0.1、0.85、2.48 个百分点, 期间费用率为 10.77%, 比去年同期提升 0.05 个百分点。其中, 家电连锁毛利率、净利率、摊薄 ROE 分别为 10.62%、1.67%、5.53%, 毛利率与上年基本持平, 净利率、摊薄 ROE 比去年同期提升 1.20、3.90 个百分点, 期间费用率为 10.04%, 比去年同期下降 0.54 个百分点; 黄金珠宝毛利率、净利率、摊薄 ROE 分别为 13.73%、4.72%、9.15%, 毛利率与摊薄 ROE 比去年同期分别下降 0.81、0.17 个百分点, 净利率比去年同期提升 0.01 个百分点, 期间费用率为 8.11%, 比去年同期提升 0.43 个百分点。2018 一季度连锁毛利率、净利率、摊薄 ROE 分别为 13.43%、1.71%、1.25%, 毛利率与摊薄 ROE 比去年同期分别提升 0.33、0.1 个百分点, 净利率比去年同期下降 0.03 个百分点, 期间费用率为 10.9%, 比去年同期提升 0.32 个百分点。

图表 18: 连锁单季度营收及同比增速



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 19: 连锁单季度营业利润及同比增速



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

**图表 20: 连锁板块重点上市公司经营数据**

| 代码        | 公司名称 | 营收(同比增速) |        | 营业利润(同比增速) |         | 毛利率    |        | ROE 摊薄(整体法) |        | 年初以来<br>涨跌幅 |
|-----------|------|----------|--------|------------|---------|--------|--------|-------------|--------|-------------|
|           |      | 2017     | 2018Q1 | 2017       | 2018Q1  | 2017   | 2018Q1 | 2017        | 2018Q1 | 截止5月9<br>日  |
| 603900.SH | 莱绅通灵 | 18.94%   | -4.37% | 34.67%     | 1.64%   | 54.50% | 56.94% | 13.53%      | 4.68%  | -13.47%     |
| 002345.SZ | 潮宏基  | 12.69%   | 0.79%  | 44.38%     | 0.09%   | 37.38% | 39.69% | 8.29%       | 2.65%  | -8.00%      |
| 002574.SZ | 明牌珠宝 | 10.03%   | 12.26% | 241.32%    | 52.13%  | 10.27% | 8.56%  | 2.79%       | 1.15%  | -6.17%      |
| 600612.SH | 老凤祥  | 13.86%   | 8.97%  | 11.96%     | 14.97%  | 8.35%  | 7.18%  | 20.26%      | 5.59%  | -8.16%      |
| 000587.SZ | 金洲慈航 | 10.73%   | 54.17% | -5.89%     | -4.61%  | 14.52% | 4.28%  | 10.84%      | 1.05%  | -0.57%      |
| 002721.SZ | 金一文化 | 42.55%   | 65.04% | 22.79%     | 517.82% | 10.77% | 8.86%  | 3.89%       | 2.53%  | -12.19%     |
| 002024.SZ | 苏宁易购 | 26.48%   | 32.76% | 708.20%    | 36.18%  | 14.10% | 16.37% | 5.34%       | 0.14%  | 11.31%      |
| 002416.SZ | 爱施德  | 17.28%   | 30.79% | 88.68%     | -24.71% | 2.82%  | 2.66%  | 7.04%       | 1.69%  | -12.04%     |

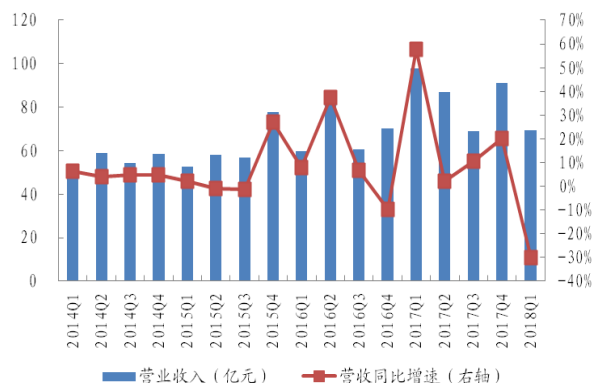
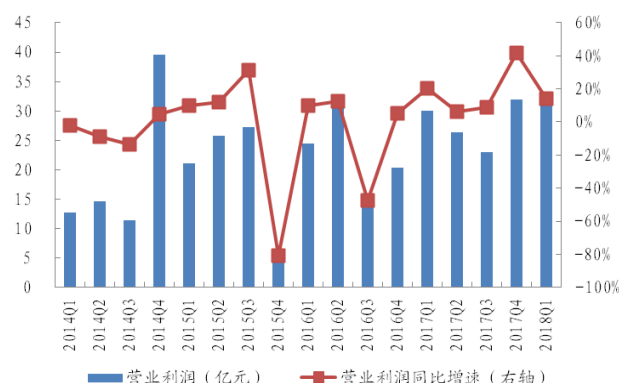
数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

## 5、商业物业经营: 租金提升困难, 经营压力犹存

2017 年商业物业经营实现营收和营业利润分别为 344.80 亿元、111.54 亿元, 同比分别增长 20.87%、19.36% (同比增速已进行追溯调整), 增速比去年同期分别上升 11.21 和 25.22 个百分点。从单季度数据来看, Q1-4 商业物业经营板块分别实现营收 97.98 亿元、86.84 亿元、68.96 亿元、91.02 亿元, 同比分别增长 57.9%、2.17%、10.5%、20.06%, 实现营业利润 30.07 亿元、26.31 亿元、22.99 亿元、31.98 亿元, 同比分别增长 20.21%、6.42%、8.84%、41.67%。2018 年一季度实现营收 69.36 亿元, 同比下降 30.08%, 实现营业利润 32.69 亿元, 同比增长 13.83%。

2017 年商业物业经营毛利率、净利率、摊薄 ROE 分别为 48.68%、22.73%、8.53%, 毛利率与净利率分别比去年同期下降 4.77、1.96, 摊薄 ROE 比去年同期提升 0.33 个百分点, 期间费用率为 22.2%, 比去年同期下降 0.63 个百分点。2018 一季度商业物业经营毛利率、净利率、摊薄 ROE 分别为 56.35%、37.1%、2.63%, 比去年同期分别提升 14.78、13.92、0.29 个百分点, 期间费用率为 24.81%, 比去年同期增加 9.63 个百分点。

2017 年商业物业经营板块营收、营业利润增速提升, 板块收入来自商铺租金, 预收租金的模式使得收入整体较为稳定, 业绩增长的来源主要是提高租金标准和拓展新项目。在当前宏观经济条件下, 租金标准难以提升, 面对租户减租压力, 企业经营压力大。

**图表 21: 商业物业经营单季度营收及同比增速**

**图表 22: 商业物业经营单季度营业利润及同比增速**


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

**图表 23: 商业物业经营板块重点上市公司经营数据**

| 代码        | 公司名称 | 营收(同比增速) |         | 营业利润(同比增速) |         | 毛利率    |        | ROE 摊薄(整体法) |        | 年初以来涨跌幅 |
|-----------|------|----------|---------|------------|---------|--------|--------|-------------|--------|---------|
|           |      | 2017     | 2018Q1  | 2017       | 2018Q1  | 2017   | 2018Q1 | 2017        | 2018Q1 |         |
| 000061.SZ | 农产品  | 21.10%   | -8.06%  | 0.19%      | -21.66% | 37.75% | 39.26% | 0.29%       | 0.06%  | -12.40% |
| 002344.SZ | 海宁皮城 | -13.82%  | 5.41%   | -36.03%    | 18.76%  | 49.09% | 53.71% | 4.11%       | 1.55%  | -23.96% |
| 600415.SH | 小商品城 | 42.33%   | -82.85% | 39.69%     | -5.21%  | 32.56% | 50.32% | 13.04%      | 6.09%  | -11.42% |
| 600738.SH | 兰州民百 | -0.24%   | 8.73%   | -18.66%    | 27.59%  | 34.13% | 37.44% | 7.83%       | 3.01%  | 0.89%   |
| 600790.SH | 轻纺城  | 3.75%    | 1.14%   | 9.47%      | -1.97%  | 63.31% | 63.82% | 7.73%       | 1.83%  | -3.86%  |
| 000882.SZ | 华联股份 | 7.76%    | 36.30%  | -79.39%    | -55.73% | 36.27% | 45.03% | 0.26%       | 0.08%  | -3.28%  |
| 601828.SH | 美凯龙  | 16.14%   | 25.36%  | 25.93%     | 24.73%  | 71.14% | 70.58% | 10.09%      | 2.65%  | 12.29%  |

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

**小结:** 从行业整体以及各子板块的经营数据来看, 2017 年百货、超市、连锁及商业物业经营的收入端均改善, 百货、超市作为行业的核心子板块, 业绩增速超预期, 在当前新零售等行业创新层出不穷的背景下, 行业已全面复苏; 2018 年一季度行业在新的一年开端良好, 除了商业物业经营板块营收出现下滑之后, 其他几个板块营收仍增速显著, 行业持续复苏。

## 三、投资策略

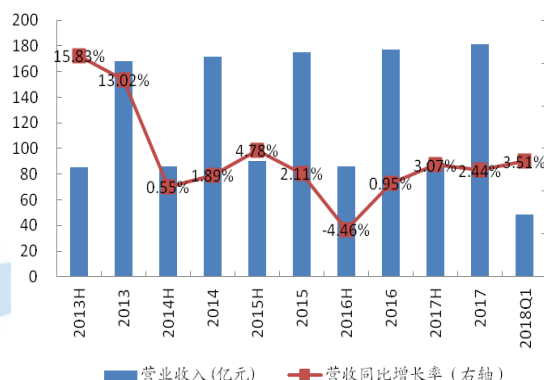
### 1、关注低估值百货龙头

今年线下龙头企业持续复苏, 百货、超市等板块收入端继续改善, 费用率也整体下降, 盈利能力提升。今年一季度开端良好, 我们预计, 今年全年行业的复苏态势将从结构性复苏转向全面弱复苏, 在此背景下, 建议关注估值偏低的百货龙头, 如鄂武商 A、欧亚集团、天虹股份等, 这类公司大多已在行业深耕多年, 品牌优势明显, 有基于传统零售业务开展创新业态的良好基础和基因, 在业绩持续向好过程中估值也存在较大向上修复的可能性。

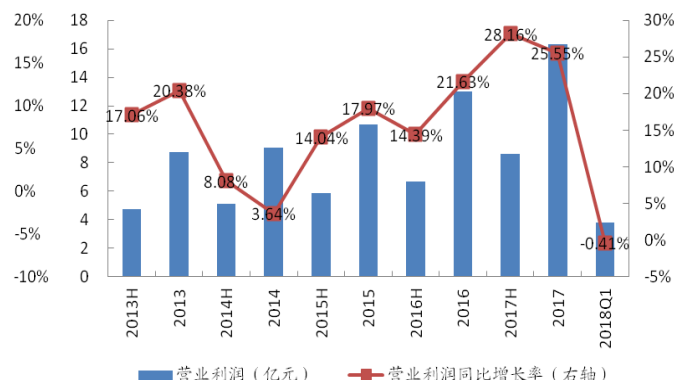
## 鄂武商 A (000501)

湖北百货龙头，拥有购物中心10家，总面积约为146.5万平方米，自有物业面积约127.13万平方米；超市门店77家。以武汉国际广场、武商广场和世贸广场为核心的百货业态围绕奢侈品、化妆品和黄金珠宝创新经营，摩尔城强势地位稳固，仙桃、黄石、老河口、众圆等购物中心通过优化品类、调整结构、提升品牌级数等措施，有效提升市场竞争力。2017年公司实现营业收入181.22亿元，同比增长2.44%；实现营业利润16.34亿元，同比增长25.55%；2018年一季度公司实现营业收入48.36亿元，同比增长3.51%；实现营业利润3.78亿元，同比下滑0.41%。

图表 24：鄂武商 A 营业收入及同比增速



图表 25：鄂武商 A 营业利润及同比增速



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

数据来源：Wind，中航证券金融研究所

**购物中心巩固区域龙头地位。**摩尔城三家市场地位稳固，国际广场调整奢侈品经营稳居全国第一方阵；武商广场化妆品、女装销售继续保持龙头地位，潮品经营形成规模特色；世贸广场黄金珠宝树立“品牌多、品种全、数量足”的市场口碑。仙桃、黄石、老河口、众圆等购物中心发展势头向好。

**梦时代项目加速推进。**2017年梦时代项目提速，A地块顺利摘牌，各个主题项目完成可研分析，合作引入乐高探索中心项目，室内主题乐园、冰雪乐园进入设计深化阶段，预计2018年A、C、D地块实现主体结构封顶，乐园及酒店项目也继续推进。梦时代项目建成之后，将以一个全新的商业综合体的形象出现，与公司现有的购物中心互补互进，进一步提升公司购物中心经营能力，带来想象空间。

**估值优势明显。**截止到5月9日，公司动态PE只有9.16倍，PB也仅有1.52倍，结合公司的业绩以及业务经营情况，当前安全边际优势突出。

## 2、优选生鲜超市龙头

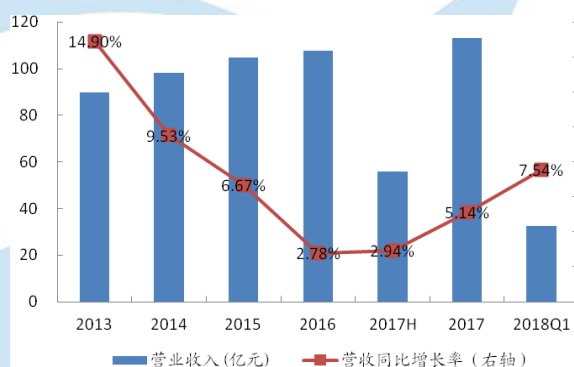
从阿里、腾讯的新零售布局路径我们可以看到，超市业态相比之下更受电商巨头青睐，在新零售的发展中步伐最快，一是超市所经营的品类大多是高频刚需快消品，纯线上销售物流成本过高，线上线下融合更易降本增效；二是实体商超线下门店多区域覆盖广，流量价值和场景支付价值较高；三是大型商超在采购、管理、库存等方面经验和优势明显，供应链价值和线上更易产生有效协同。其中，又属生鲜超市更具新零售基因，优势更明显，一是消费升级趋势下生鲜市场需求增强，市场空间相对较大；二是生鲜保质期短、易损耗、易变质、配送难，对仓储、配送、售后等环节要求高，且生鲜的行业标准模糊，消费者对商

品品质的认知不足，因此纯生鲜电商客损耗大成本高，单价门槛难以提高，相比之下，线下生鲜超市在生鲜采购、管理以及后端的仓储和物流商上具备优势，能有效控制损耗，降低成本。生鲜超市的新零售模式，通过线下门店展示产品，承载体验和仓储功能，通过线上走流量，客单价和消费频次均提高。因此我们建议关注生鲜超市龙头，如永辉超市、家家悦等，这类公司规模及产业链优势明显，在行业改革的大潮中最有可能先完成蜕变，迎来新的增长契机。

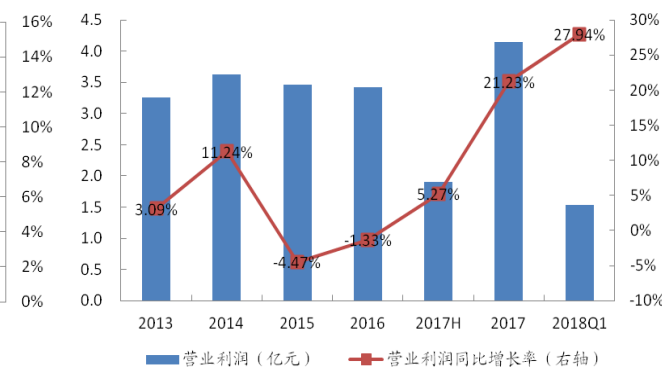
### 家家悦 (603708)

公司按照“区域密集、城乡一体”的战略，强化区域网络密度、渗透能力和市场占有率，截止 2017 年末在山东省开设了连锁门店 675 家；公司在供应链和生鲜方面优势明显，与 2,500 多家厂商有长期稳定的合作关系，在生鲜上坚持“源头直采”的经营模式，建立了遍布全国的直采网络，并拥有成熟、覆盖各区域的生鲜物流体系。随着公司西部区域拓展速度的加快，未来规模优势和竞争力将进一步提升。2017 年公司实现营业收入 113.3 亿元，同比增长 5.14%；实现营业利润 4.14 亿元，同比增长 21.23%；2018 年一季度公司实现营业收入 32.61 亿元，同比增长 7.54%；实现营业利润 1.53 亿元，同比增长 27.94%。

图表 26：家家悦营业收入及同比增速



图表 27：家家悦营业利润及同比增速



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

数据来源：Wind，中航证券金融研究所

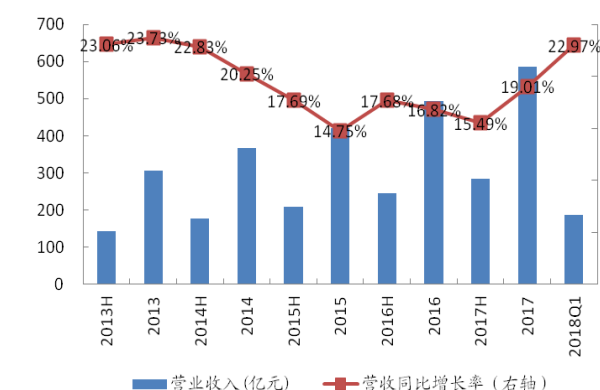
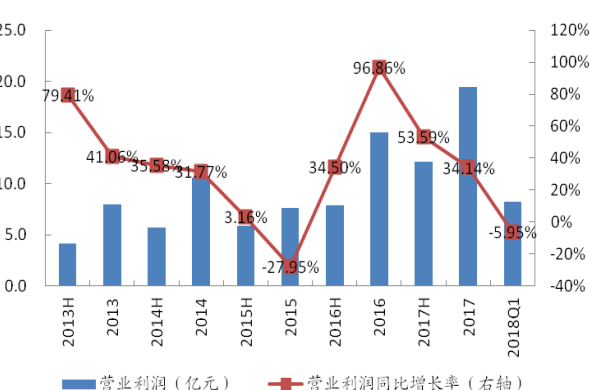
**立足胶东，山东全省扩张。**截止 2017 年末，公司在山东省开设了连锁门店 675 家，其中胶东地区门店数量 589 家，胶东地区区域优势明显，同时公司在 2017 年加快了省内拓展速度，济南、泰安、临沂等地都有新的突破，全省网络已逐渐铺开，规模优势将进一步提升。

**生鲜优势明显。**公司是农业部、商务部确定的首批农超对接企业，生鲜业务营收占比超过 40%，生鲜商品已建立了遍布全国的直采网络，超过 80% 的采取“直采”模式，保证了产品质量和价格优势。同时，公司拥有成熟、覆盖各区域的生鲜物流体系，并拥有包括恒温库、速冷库、冷库、冷藏车等多种冷链仓储及运输设施，开发了实时冷链恒温监控系统，对生鲜农产品的冷链运输进行全程控制。生鲜产品聚客效应显著，且具有天然的壁垒，有利于稳固公司市场地位。

### 永辉超市 (601933)

公司在生鲜市场深耕十余年，利用完善的生鲜经营和管理体系构筑起较高的壁垒，并以生鲜聚客，实现不同品类间的协同效应，同时通过全球垂直采购供应链、线上线下全渠道建设、“内部合伙人”运营机

制+赛马制、精细化的内部管理铸就核心竞争力。目前公司业务分为云超、云创、云商、云金四个板块，各板块之间协同发展，公司已蜕变为国内超市龙头。2017 年公司实现营业收入 585.91 亿元，同比增长 19.01%；实现营业利润 19.41 亿元，同比增长 34.14%；2018 年一季度公司实现营业收入 187.67 亿元，同比增长 22.97%；实现营业利润 8.21 亿元，同比下滑 5.95%。

**图表 28：永辉超市营业收入及同比增速**

**图表 29：永辉超市营业利润及同比增速**


数据来源：Wind，中航证券金融研究所

数据来源：Wind，中航证券金融研究所

**门店继续扩张，项目储备丰富。**2017 年公司新增 Bravo 门店 133 家、永辉生活店 172 家、超级物种 27 家，开业门店经营面积 528 万平方米，较上年度增加 23%；新签约门店 133 家，已签约未开业门店达 282 家，储备面积 179 万平方米。2018 年一季度公司新开绿标店 19 家、永辉生活店 47 家、超级物种 11 家。公司门店扩张速度不减，未来业绩仍有望保持稳定增长。

**新物种引领业态升级。**由永辉云创孵化打造的“零售+餐饮”深度融合的超级物种，是永辉践行新零售所创造出的商业模式，超级物种的优势是可以与永辉共享供应链，加上“内部合伙人”机制提质增效效果明显。当前公司持续推进传统门店业态升级，引入波龙工坊、鲑鱼工坊、盒牛工坊等物种，提升门店品牌形象，吸引年轻客流人群，随着门店改造业态升级逐步完成，公司盈利能力存在进一步提升空间。

### 3、持续跟踪国企改革受益企业

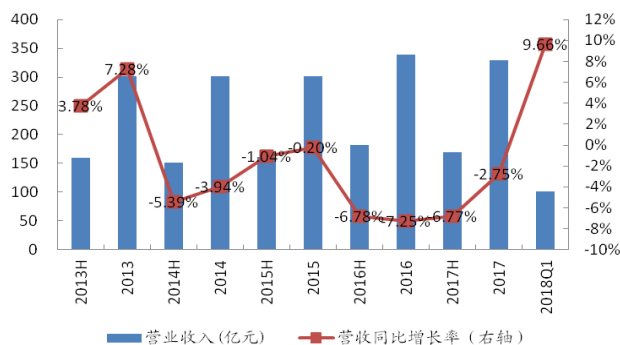
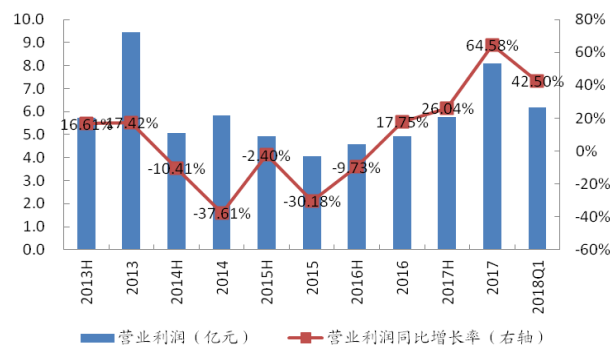
国企改革顶层设计逐步成型以来，逐渐进入改革集中落地期，“十九大”明确提出要“深化国有企业改革，发展混合所有制经济，培育具有全球竞争力的世界一流企业”，预计今年国企改革会继续加速推进，各地方政府的混改政策和时间也会加速落地。

商贸行业充分竞争，改革阻力相对较小，向来是国企改革的排头兵，随着混改的进一步落实，建议关注国企改革受益股，如王府井、重庆百货、中百集团等，这类企业可以通过注入集团公司资产减少同业竞争、实现业务转型，也可以通过引入战略投资者完善企业机制、提质增效，增强市场竞争力，或者通过股权激励或员工持股计划激发员工活力，有效提升经营效率。

#### 重庆百货（600729）

重庆地区零售龙头，重庆国资下属企业，旗下拥有重庆百货、新世纪百货、商社电器和商社汽贸品牌，

业态涵盖百货、超市、电器连锁、汽贸等。2017 年公司实现营业收入 329.15 亿元，同比下滑 2.75%；实现营业利润 8.08 亿元，同比增长 64.58%；2018 年一季度公司实现营业收入 100.63 亿元，同比增长 9.66%；实现营业利润 6.17 亿元，同比增长 42.50%。

**图表 30：重庆百货营业收入及同比增速**

**图表 31：重庆百货营业利润及同比增速**


数据来源：Wind，中航证券金融研究所

数据来源：Wind，中航证券金融研究所

**继续优化门店。**公司进一步优化核心业务，百货推进特色化调改或购物中心转型；超市推进供应链前置，增加基地直采单品，同时引进餐饮、生活服务；电器强化打造旗舰店。截止 2017 年 12 月 31 日，公司经营网点有 311 个（按业态口径计算），比上年同期减少 1 个，其中：百货业态 55 个（+2），超市业态 181 个（-4），电器业态 47 个（+1），汽贸业态 28 个，网点辐射重庆主城区，在重庆及周边地区规模优势明显。

**马上消费继续发力。**2017 年 6 月，公司出资 2.66 亿元参与马上消费第二轮增资，增资完成后公司持有马上消费股权比例为 30.615%。马上消费以“金融+科技”为核心，运用互联网和大数据模式，结合消费场景，为消费者提供“一站式”金融服务，经过几年培育目前已进入收获期，2017 年马上消费共实现营收 46.68 亿元，净利润 5.78 亿元，为公司贡献投资收益 1.78 亿元。预计随着互联网消费金融整体规模的增长，马上消费将持续为公司贡献利润。

**关注商社集团混改进程。**根据公告内容，公司控股股东商社集团拟以公开征集方式引进两名战略投资者，实施混合所有制改革；本次混改完成后，商社集团的股权结构将发生重大变化，由重庆市国资委履行出资人职责的国有独资公司转变为重庆市国资委和战略投资者共同持股的有限责任公司，其中：重庆市国资委持股 45%，一名战略投资者持股 45%，另一名战略投资者持股 10%，无任何一个股东能够单独实现对商社集团和公司的实际控制，公司控制权可能发生变更。目前混改已提上日程，虽然仍有不确定性，但引入社会资本势必将提升公司的经营活力，有助于公司长期发展。

（全文完）

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

薄晓旭，SAC 执业证书号：S0640513070004，金融学硕士，2011 年 7 月加入中航证券金融研究所，从事商业贸易、休闲服务行业研究。

## 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，本报告清晰、准确地反映了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：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。