

## 零售业行业

2018-7-30

行业研究 | 行业周报

评级 **看好** 维持

## 从海外复盘看零售龙头在经济波动期表现

## 报告要点

## ■ 一周核心观点

经历了一轮行业汰换和调整，今年以来，零售行业各细分龙头企业均加速业态创新与开店进程。与此同时由于去杠杆政策，上半年整体宏观数据以及居民可支配收入均出现增速放缓，尤其二季度以来终端消费增速出现疲态，在此背景下大家关注，国内龙头企业逆势扩张的有效性、投入产出性价比是否合理等问题。本周专题，我们选取美国市场龙头零售标的进行复盘，得出如下结论：1) 在经济放缓期，龙头零售企业仍在加快市场拓展步伐；2) 龙头企业比较优势突出，即使处于逆势扩张阶段，毛利率/ROE 等经营指标稳步提升；3) 龙头企业在经济承压期扩张，由于市场整体预期悲观或使得股票收益阶段性表现较弱，长期仍可实现较高收益。总体而言，样本龙头企业在经济放缓阶段，依赖于自身相对竞争力形成有突破性增长，经营效益平稳且长期向好，拉长来看市场收益持续稳健。基于此，我们认为，目前时点应该选择配置具有相对竞争力的细分龙头，通过较有效市场扩张，中长期实现规模和业绩的双重向上，个股推荐：苏宁易购、天虹股份、家家悦、永辉超市。

## ■ 一周行情走势

**市场表现概况：**本周商贸零售指数上涨 1.86%，上周下跌 0.05%，本周该指数跑赢沪深 300 指数 1.05 个百分点。百货上涨 1.34%，超市上涨 5.20%，专业连锁上涨 0.34%。**本周零售股涨幅前五：**南宁百货 (38.01%) / 津劝业 (27.41%) / 金一文化 (13.42%) / 上海九百 (9.40%) / 国芳集团 (8.37%)；**本周零售股涨幅后五：**南京新百 (-7.16%) / 快乐购 (-6.34%) / 爱婴室 (-6.33%) / 青岛金王 (-6.22%) / 珀莱雅 (-5.88%)。

## ■ 一周重点资讯

阿里与联华超市合作正式落地，联华超市将从天猫采购 1.8 亿元商品；苏宁与江苏移动达成战略合作；苏宁宣布进军二手房市场，推出新品牌“苏宁有房”；拼多多登陆纳斯达克，开盘股价上涨 40%，市值逼近 300 亿美元。

## ■ 一周重点公告

三江购物 2018 年上半年业绩快报：营业收入同比增长 7.91%，归属净利润同比下降 13.81%；上海家化 2018 年股票期权激励计划首次授予董事高管核心管理技术人员 10 人股票期权 340 万份，占比 0.5062%，行权价格 35.75 元。

**风险提示：** 1. 经济增速出现大幅度下滑，促消费政策方向发生偏移；  
2. 企业转型进度不达预期。

分析师 李锦

☎ (8627) 65799539

✉ lijn3@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490514080004

分析师 陈亮

☎ (8627) 65799539

✉ chenliang5@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517070017

联系人 罗祎

☎ (8627) 65799532

✉ luoyi1@cjsc.com.cn

分析师 刘亚舟

☎ (8627) 65799539

✉ liuyz1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518020003

## 相关研究

《2018Q2 商贸零售板块持仓分析》2018-7-22

《去杠杆背景下如何把握零售行业投资机会？》  
2018-7-16《2018 年商贸零售行业中期策略：流量重分配，  
龙头再扩张》2018-7-11

## 目录

本周核心观点 .....	4
市场策略：龙头企业扩张有序，阶段性加速拓店 .....	4
经营效益：经营效率平稳改善，有优化提升趋势 .....	6
市场表现：扩张阶段较为平稳，长期收益率可观 .....	9
一周行情走势 .....	11
下周大事提醒 .....	13

## 图表目录

图 1：1984-2017 年美国历史 GDP 增速变动 .....	4
图 2：1984-2017 年美国人均可支配收入增速变动 .....	4
图 3：必需消费品渠道超市龙头沃尔玛营业收入增速 .....	5
图 4：必需消费品渠道超市龙头好市多营业收入增速 .....	5
图 5：沃尔玛美国地区每年新增门店情况 .....	5
图 6：必需消费品渠道超市龙头好市多新增门店情况 .....	5
图 7：可选消费品渠道百货龙头梅西百货营业收入增速 .....	6
图 8：可选消费品渠道百货龙头 Nordstorm 营业收入增速 .....	6
图 9：梅西百货历史每年新增门店情况 .....	6
图 10：Nordstorm 历史每年新增门店情况 .....	6
图 11：沃尔玛历史毛利率水平 .....	7
图 12：沃尔玛历史净利率水平 .....	7
图 13：沃尔玛 EBITDA 利润率水平 .....	7
图 14：沃尔玛 ROE 水平 .....	7
图 15：好市多历史毛利率水平 .....	7
图 16：好市多历史净利率水平 .....	7
图 17：好市多 EBITDA 利润率水平 .....	8
图 18：好市多 ROE 水平 .....	8
图 19：梅西百货历史毛利率水平 .....	8
图 20：梅西百货历史净利率水平 .....	8
图 21：梅西百货 EBITDA 利润率水平 .....	8
图 22：梅西百货 ROE 水平 .....	8
图 23：Nordstorm 历史毛利率水平 .....	9
图 24：Nordstorm 历史净利率水平 .....	9
图 25：Nordstorm 的 EBITDA 利润率水平 .....	9
图 26：Nordstorm 的 ROE 水平 .....	9
图 27：沃尔玛历史收盘价走势 .....	10
图 28：沃尔玛历史 PS 估值水平 .....	10
图 29：好市多历史收盘价走势 .....	10

图 30: 好市多历史 PS 估值水平.....	10
图 31: Nordstorm 历史收盘价走势.....	10
图 32: Nordstorm 历史 PS 估值水平.....	10
图 33: 本周中信一级行业指数涨跌幅 (%) .....	11
图 34: 本季度至今中信商贸零售指数、沪深 300 指数涨跌幅 (%) .....	11
图 35: 本周中信一级行业指数涨跌幅 (%) .....	12
图 36: 本年度至今中信一级行业指数涨跌幅 (%) .....	12
表 1: 近四周百货、超市、连锁店子行业的涨跌幅 .....	12
表 2: 零售股 2018 年至今涨跌幅前五名.....	12
表 3: 零售股本季度至今涨跌幅前五名 .....	13
表 4: 零售股本月至今涨跌幅前五名 .....	13
表 5: 零售股本周至今涨跌幅前五名 .....	13
表 6: 行业重点上市公司估值指标与评级变化 .....	14

## 本周核心观点

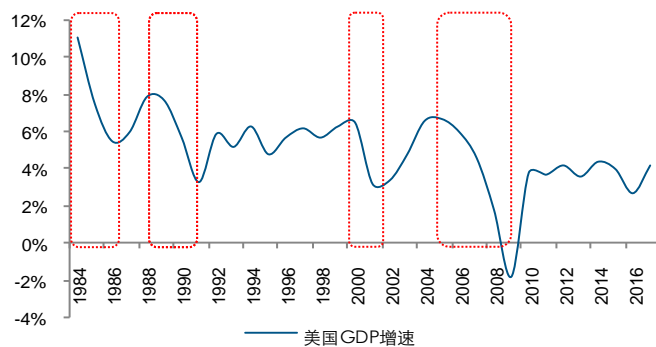
经历了一轮行业汰换和调整，今年以来，零售行业各细分龙头企业均加速业态创新与开店进程。与此同时由于去杠杆政策，上半年整体宏观数据以及居民可支配收入均出现增速放缓，尤其二季度以来终端消费增速出现疲态，在此背景下大家关注，国内龙头企业逆势扩张的有效性、投入产出性价比是否合理等问题。本周专题，我们选取美国市场龙头零售标的进行复盘，得出如下结论：1) 在经济放缓期，龙头零售企业仍在加快市场拓展步伐；2) 龙头企业比较优势突出，即使处于逆势扩张阶段，毛利率/ROE 等经营指标稳步提升；3) 龙头企业在经济承压期扩张，由于市场整体预期悲观或使得股票收益阶段性表现较弱，长期仍可实现较高收益。总体而言，样本龙头企业在经济放缓阶段，依赖于自身相对竞争力形成有突破性增长，经营效益平稳且长期向好，拉长来看市场收益持续稳健。基于此，我们认为，目前时点应该选择配置具有相对竞争力的细分龙头，通过较有效市场扩张，中长期实现规模和业绩的双重向上，个股推荐：苏宁易购、天虹股份、家家悦、永辉超市。

## 市场策略：龙头企业扩张有序，阶段性加速拓店

从 2018 年以来国内商贸零售细分领域部分龙头企业开启加速扩张进程，而当前阶段受去杠杆等因素影响，国内整体消费端增速出现放缓，居民可支配收入增速亦出现较大幅度放缓，在此背景下龙头企业加速扩张是否为较合适的战略选择及扩张有效性前景如何？我们拟借鉴美国在经济增速及居民人均可支配收入增速放缓阶段、经济增速震荡期，龙头企业的市场布局策略及所对应的效果来作为参考。

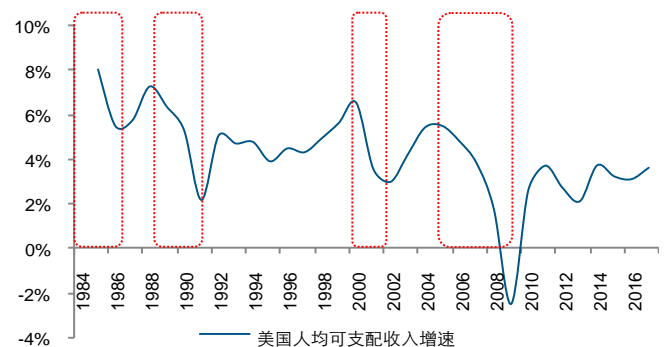
从 20 世纪 80 年代以来，美国出现四次较为持续且显著的经济增速放缓阶段，分别为 1984 年-1986 年阶段、1989 年-1991 年阶段、2000 年-2001 年阶段、2006 年-2009 年阶段，其中 1992-1999 年阶段为经济持续的窄幅震荡阶段。

图 1：1984-2017 年美国历史 GDP 增速变动



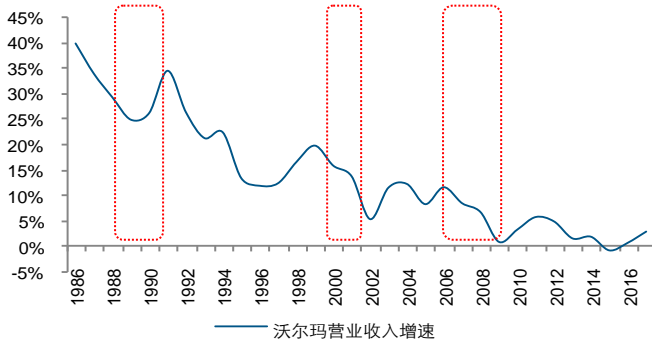
资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

图 2：1984-2017 年美国人均可支配收入增速变动



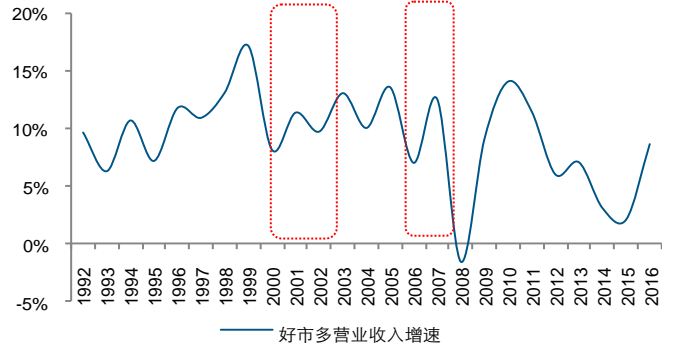
资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

从必需消费品渠道沃尔玛和好市多为例，在经济增速放缓的四个阶段来看，在经济形势偏弱情况下，超市龙头营业收入增长亦受到影响，沃尔玛分别于 2000 年-2001 年阶段、2006 年-2009 年阶段营业收入增速出现放缓，而 1989-1991 年阶段营业收入增速出现提升；好市多分别于 2001-2002 年阶段营业收入增速震荡向上，而 2006 年-2009 年阶段营业收入增速出现较大幅度放缓。

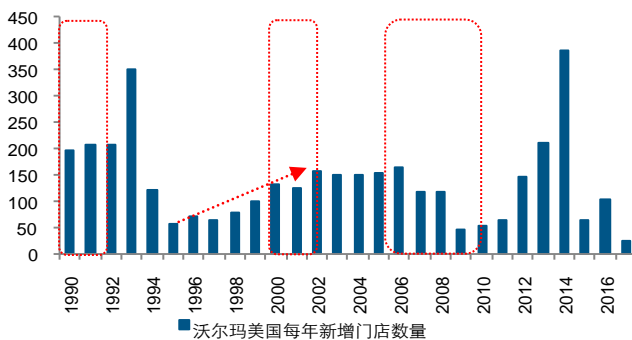
**图 3：必需消费品渠道超市龙头沃尔玛营业收入增速**


资料来源：Bloomberg,长江证券研究所

而从企业的扩张策略来看，在经济放缓期龙头企业扩张速度相对较快，且阶段性采用加速拓店的策略。沃尔玛在美国的门店扩张情况来看，在 1990-1991 年阶段、2000-2002 年阶段门店扩张速度均相对较快，且 2000-2002 年阶段开店速度相比于前几年有明显加速，而在经济危机期间的 2007-2009 年期间开店速度才出现调整；同时，2000-2002 年阶段好市多的门店扩张速度也出现明显加速，且仅在 2008-2009 年阶段开店速度明显放缓。

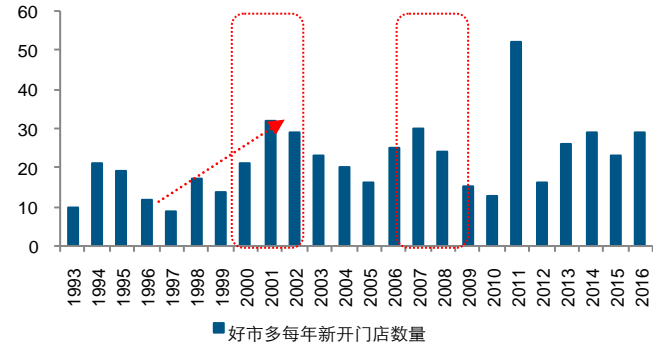
**图 4：必需消费品渠道超市龙头好市多营业收入增速**


资料来源：Bloomberg,长江证券研究所

**图 5：沃尔玛美国地区每年新增门店情况**


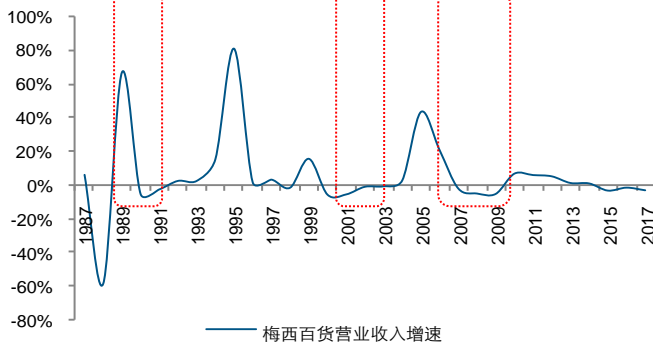
资料来源：Bloomberg,长江证券研究所

从可选消费品渠道龙头梅西百货、Nordstorm 运营情况来看，经济的增速放缓阶段并非一定会出现龙头企业增速放缓，其中梅西百货在 1989-1991 年和 2006-2009 年阶段均出现营业收入增速放缓，而 2001-2003 年出现营业收入增速底部环比小幅改善；Nordstorm 在 1989-1991 年阶段、2006-2009 年阶段均出现营业收入增速大幅放缓，而在 2001-2003 年期间营业收入增速出现环比持续提升。

**图 6：必需消费品渠道超市龙头好市多新增门店情况**


资料来源：Bloomberg,长江证券研究所

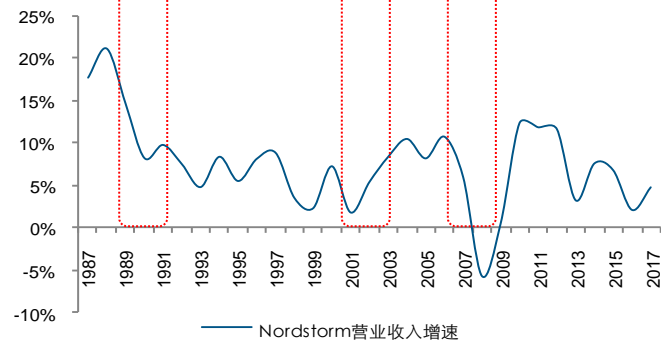
图 7: 可选消费品渠道百货龙头梅西百货营业收入增速



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

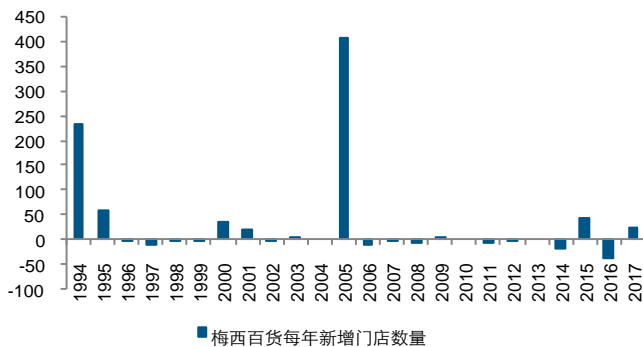
从梅西百货与 Nordstorm 的市场拓展策略来看, 由于梅西百货分别于 1994 年、2005 年发起较大规模的并购, 存在一定的整合调整期, 自身开店速度相对较慢且存在较持续的关店调整阶段; Nordstorm 分别于 2000-2002 年出现开店速度放缓, 于 2006-2009 年阶段开店速度明显加速, 可见经济的放缓并没有完全决定龙头企业的扩店节奏。

图 8: 可选消费品渠道百货龙头 Nordstorm 营业收入增速



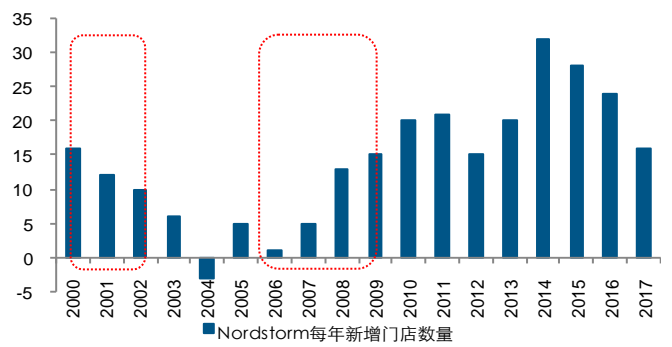
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 9: 梅西百货历史每年新增门店情况



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 10: Nordstorm 历史每年新增门店情况

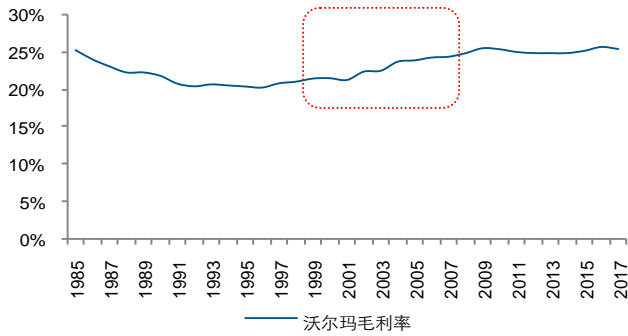


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

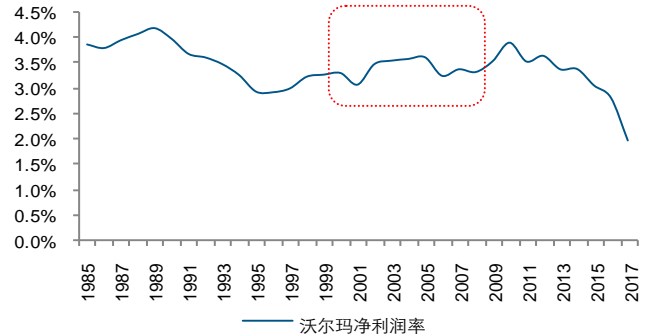
## 经营效益: 经营效率平稳改善, 有优化提升趋势

在经济放缓的 2000-2002 年阶段, 沃尔玛与好市多均选择了加速拓展门店的策略, 在此阶段二者的经营效率如何变化呢?

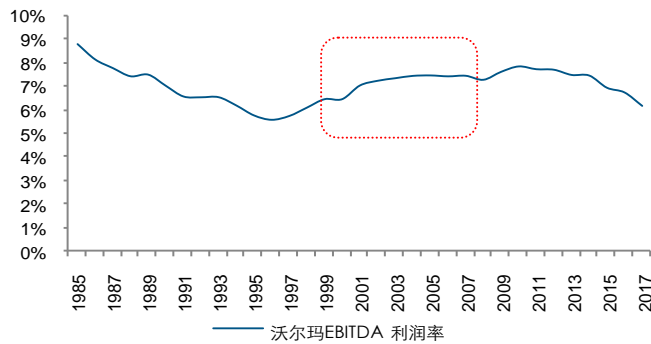
我们针对滞后一年的 2001-2003 年的特定阶段来看, 沃尔玛拓展门店数量明显提升, 开店数量平均在 130-150 家门店, 但期间沃尔玛的毛利率水平、净利率水平、EBITDA 利润率水平及 ROE 水平均出现小幅提升, 其中毛利率水平从 21.23% 提升 1.23 个百分点至 22.46%, ROE 水平从 2001 年的 20.08% 提升 1.71 个百分点至 21.79%, 所以沃尔玛在经济增速放缓阶段的加速扩张, 整体经营效率反而出现提升。

**图 11: 沃尔玛历史毛利率水平**


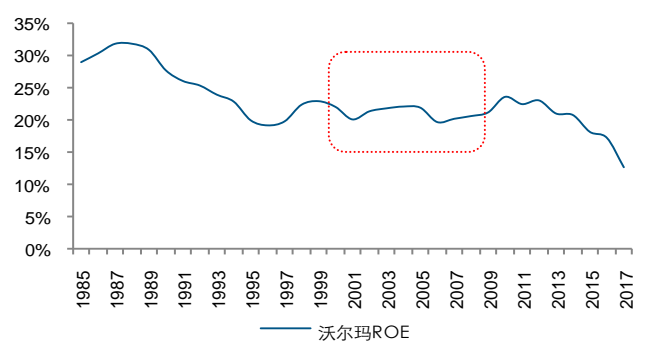
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

**图 12: 沃尔玛历史净利率水平**


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

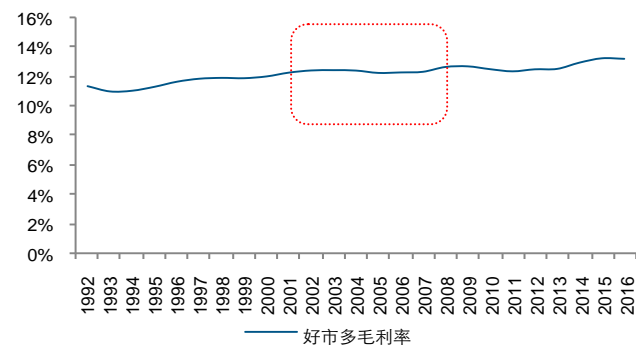
**图 13: 沃尔玛 EBITDA 利润率水平**


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

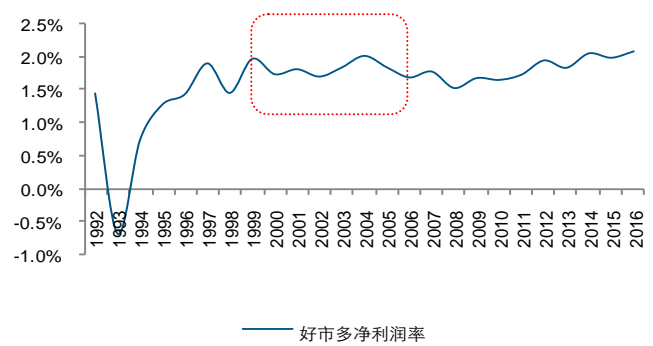
**图 14: 沃尔玛 ROE 水平**


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

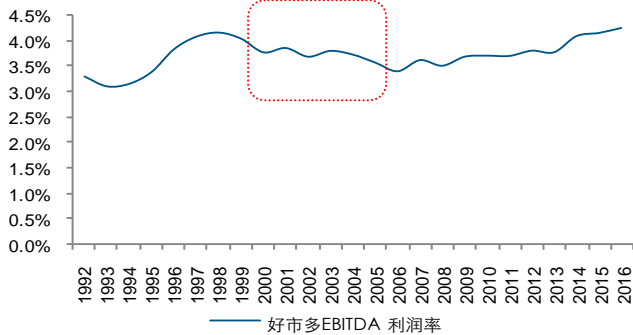
同时期的好市多的经营效益指标整体保持较为平稳, 且从长期来看加速扩张后的一段时间经营指标出现进一步大幅持续提升。在 2000-2002 年的加速扩张期, 对应滞后一年的前后好市多的整体经营指标水平均处于较平稳水平, 且其中毛利率水平提升 0.17 个百分点至 12.50%, 净利润率水平提升 0.02 个百分点至 1.83%, ROE 水平整体较平稳略有放缓, 从 13.24% 放缓 0.79 个百分点至 12.45%。

**图 11: 好市多历史毛利率水平**


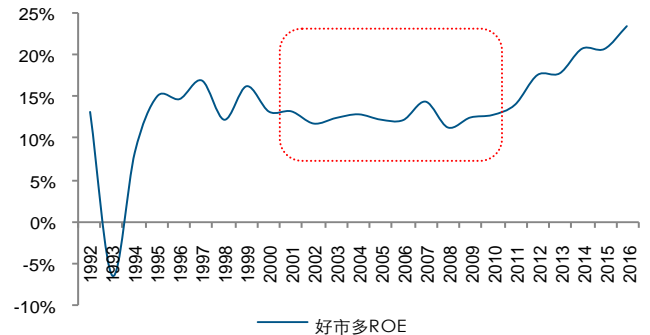
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

**图 16: 好市多历史净利润率水平**


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

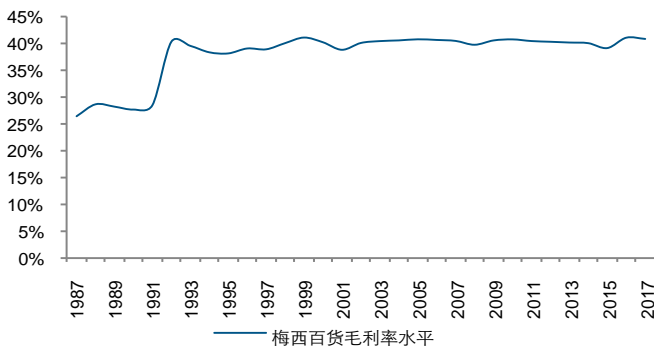
**图 17: 好市多 EBITDA 利润率水平**


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

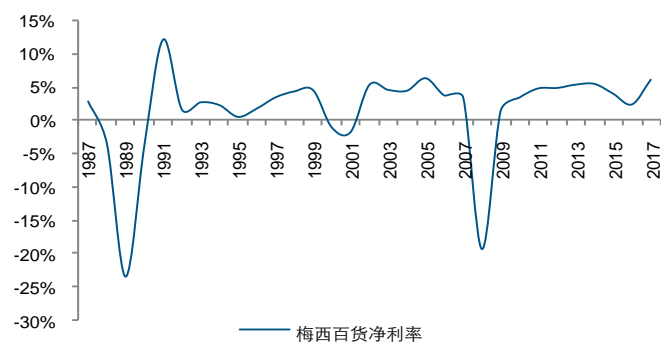
**图 18: 好市多 ROE 水平**


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

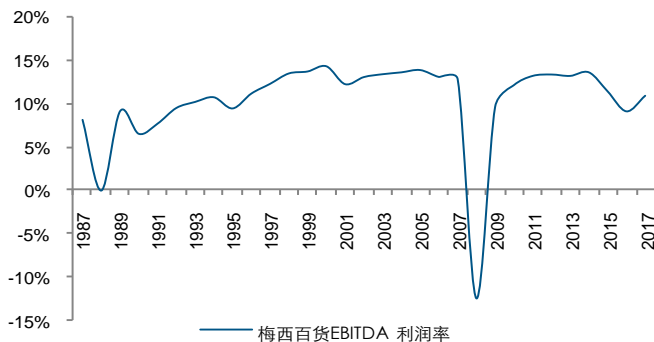
由于梅西百货主要于非经济放缓阶段进行行业整合并购,而自身开店拓展速度相对较少,从其 1994 年和 2005 年两次较大并购后来看,其整体经营指标改善幅度较小,表明并购整合难度依然较大对于经营效益提升存在不确定性。从 Nordstorm 在 2006-2009 年加速拓展阶段来看, Nordstorm 的运营指标中间出现小幅回调后出现环比回升,表明在其加速拓展阶段经历内生消化后经营指标出现改善,且其 ROE 水平从中期来看仍呈现持续提升状态,并于 2017 年达到历史新高 47.32%。

**图 19: 梅西百货历史毛利率水平**


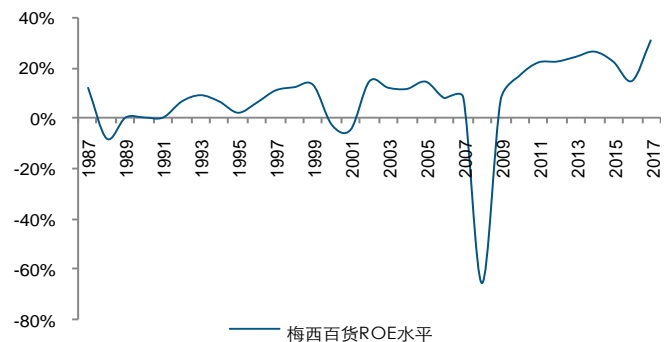
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

**图 20: 梅西百货历史净利率水平**


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

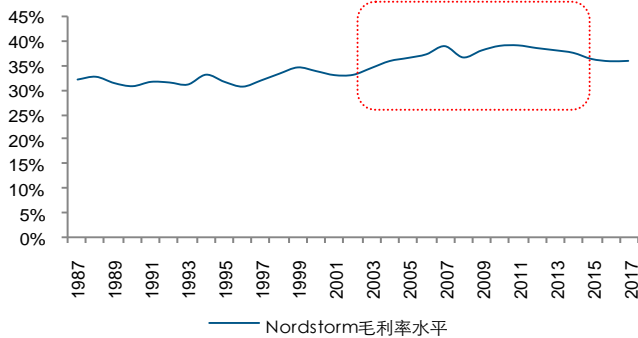
**图 21: 梅西百货 EBITDA 利润率水平**


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

**图 22: 梅西百货 ROE 水平**


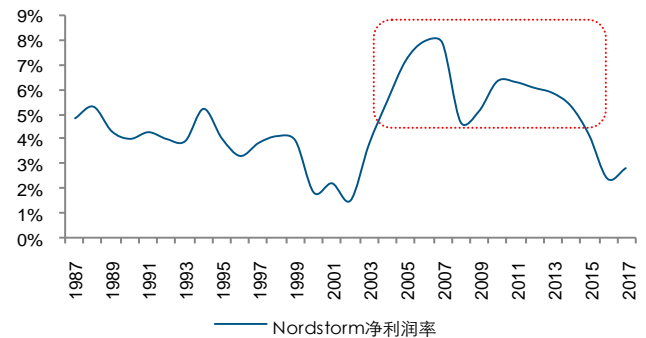
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 23: Nordstorm 历史毛利率水平



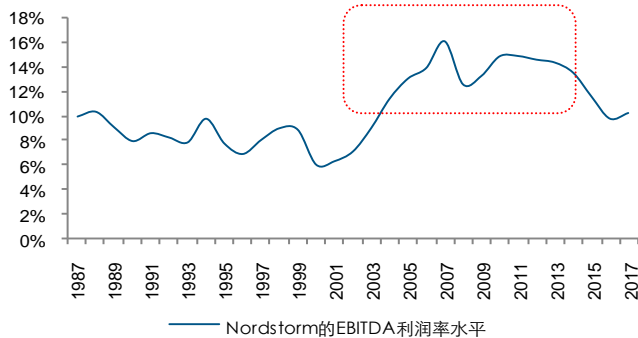
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 24: Nordstorm 历史净利率水平



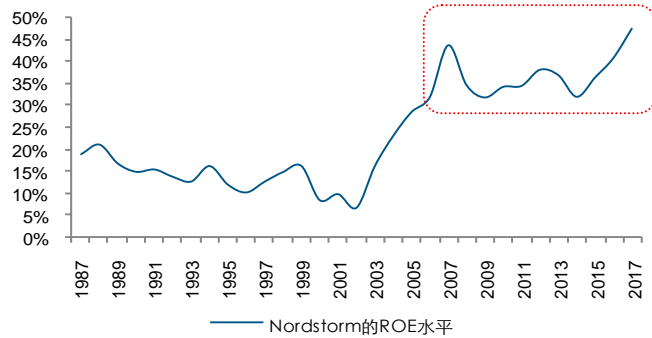
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 22: Nordstorm 的 EBITDA 利润率水平



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 23: Nordstorm 的 ROE 水平



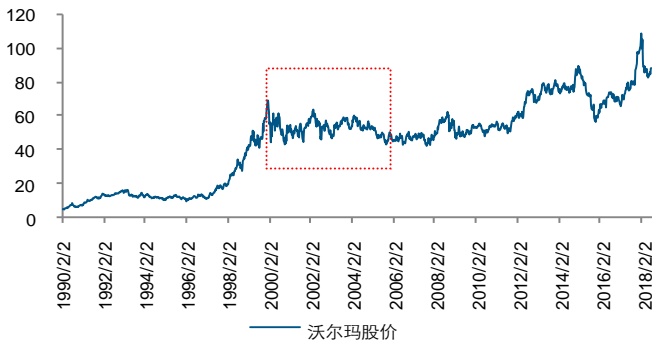
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

总体而言，龙头企业在经济放缓期且自身加快拓店的阶段，其整体经营指标呈现平稳改善趋势，表明具备相对竞争力的龙头企业在消费端疲弱期进行拓展，对于其内生经营负面影响相对较小，且有利于奠定其长期竞争优势，实现长期较高的投资回报。

### 市场表现：扩张阶段较为平稳，长期收益率可观

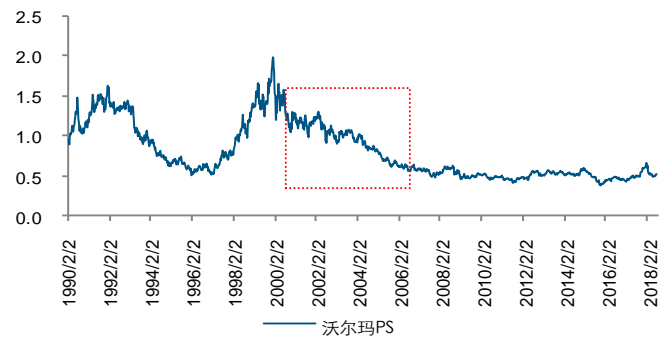
在龙头企业于经济增速放缓期加速扩张的阶段，虽龙头企业经营指标平稳改善但市场表现较弱。从沃尔玛来看在 2000-2002 年阶段整体收盘价表现比较平稳，且对应的 PS 估值中枢出现持续向下调整；从好市多市场表现来看，在该阶段收盘价出现小幅提升，PS 估值水平出现大幅回落后续小幅反弹；从 Nordstorm 的市场表现来看，收盘价与 PS 估值水平均出现较大幅度的回调后迎来抬升，且从中长期来看好市多与 Nordstorm 出现阶段盘整后均录得长期更高收益。总体而言，在市场对于经济前景较为谨慎背景下企业的经营效益预期较为悲观，而从实际情况来看，部分具有有效竞争力的龙头企业在经济趋缓阶段，或有望依赖于自身相对竞争力形成有突破性的成长，整体经营效益平稳且长期向好，并从中长期来看实现更高市场收益。

图 27: 沃尔玛历史收盘价走势



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 28: 沃尔玛历史 PS 估值水平



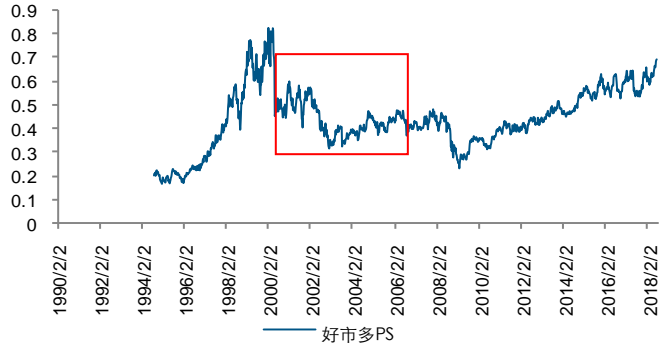
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 29: 好市多历史收盘价走势



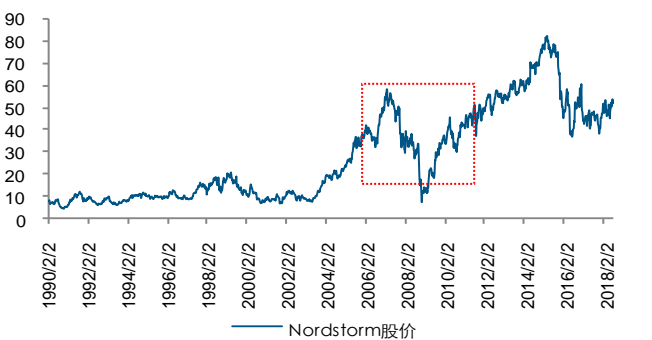
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 30: 好市多历史 PS 估值水平



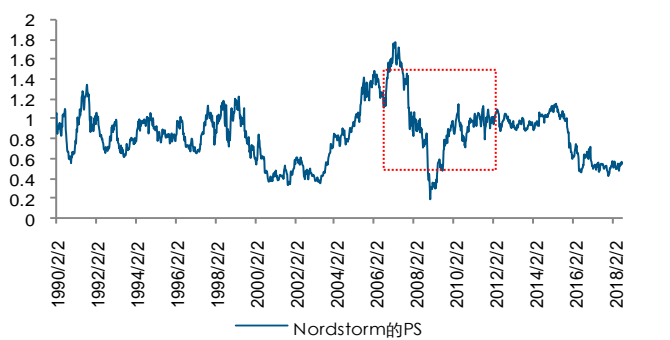
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 31: Nordstrom 历史收盘价走势



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 32: Nordstrom 历史 PS 估值水平

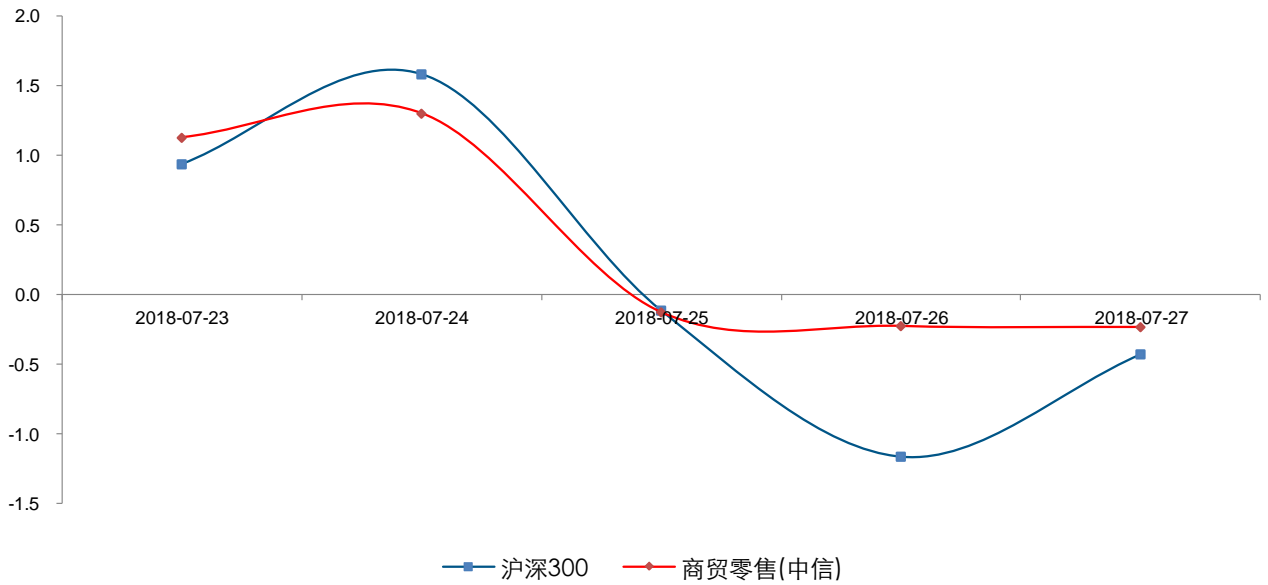


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

一周行情走势

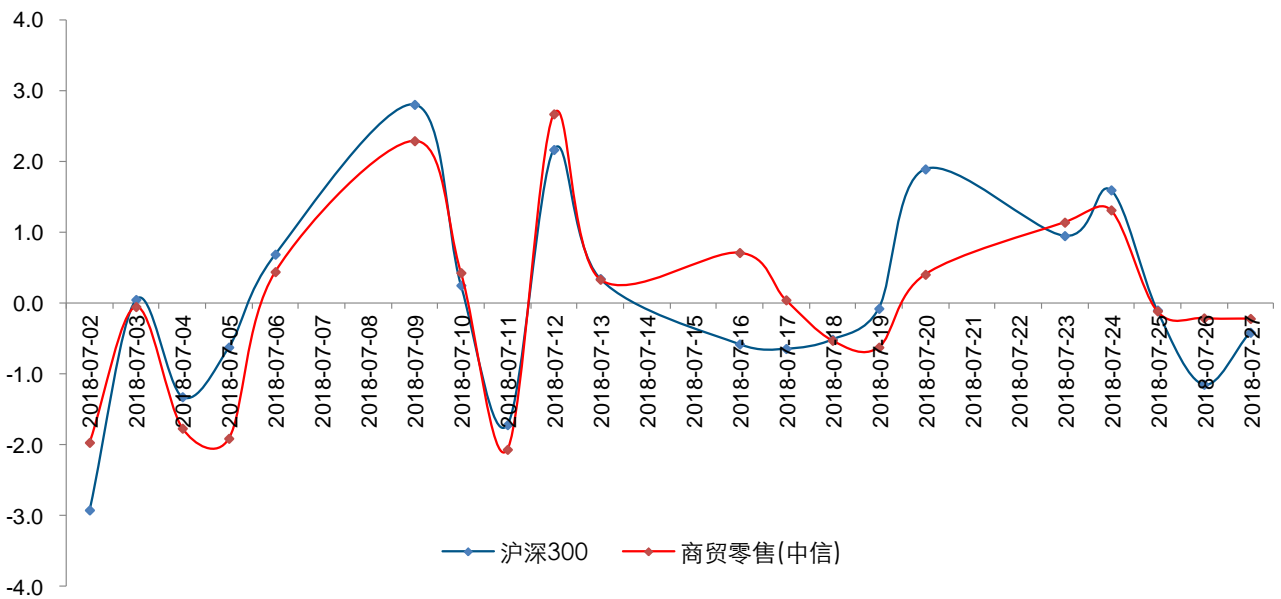
【市场表现概况】

图 43: 本周中信一级行业指数涨跌幅 (%)



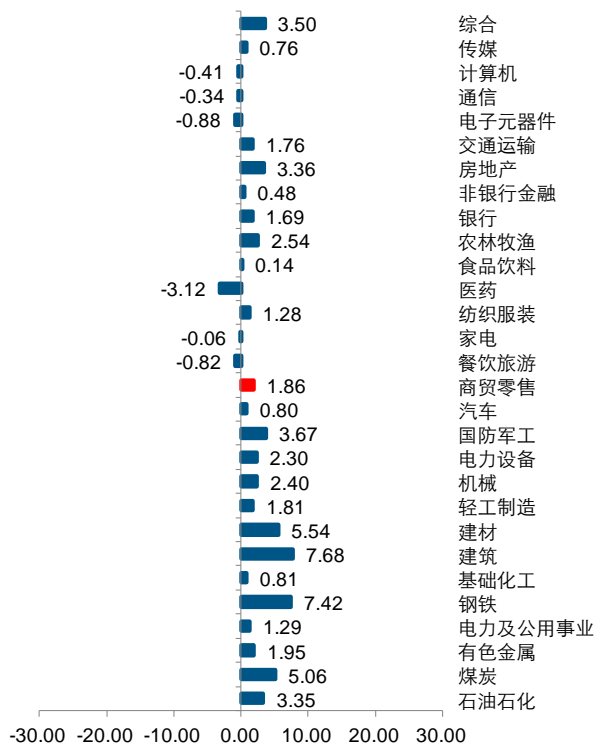
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 54: 本季度至今中信商贸零售指数、沪深 300 指数涨跌幅 (%)



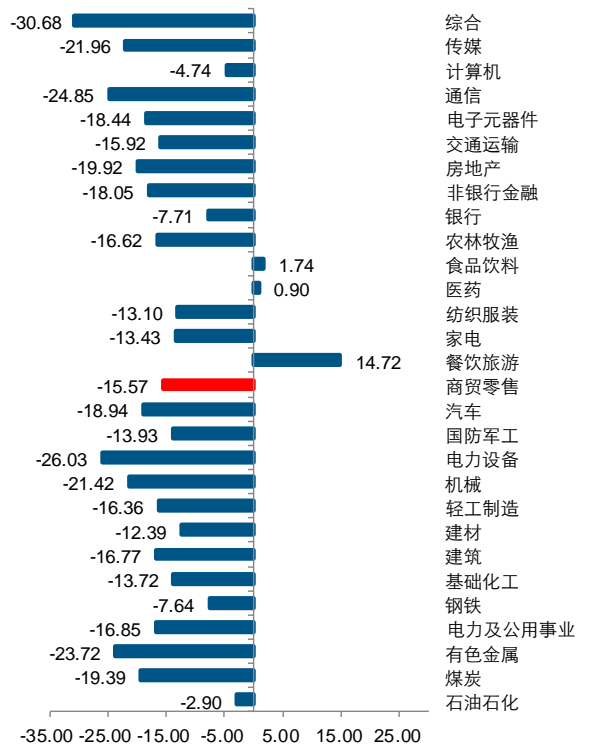
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 65: 本周中信一级行业指数涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 76: 本年度至今中信一级行业指数涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 1: 近四周百货、超市、连锁店子行业的涨跌幅

分类	18/07/23-18/07/27	18/07/15-18/07/20	18/07/09-18/07/13	18/07/02-18/07/06
百货	1.34%	-0.39%	4.54%	-4.81%
超市	5.20%	-2.23%	4.93%	-5.23%
连锁店	0.34%	1.04%	2.82%	-7.86%
零售	1.86%	-0.05%	3.59%	-5.23%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 【零售公司涨跌幅明细】

表 2: 零售股 2018 年至今涨跌幅前五名

代码	股票	股价	涨跌幅	代码	股票	股价	涨跌幅
603214	爱婴室	51.93	81.30%	600682	南京新百	15.03	-59.95%
300740	御家汇	29.91	67.61%	000587	金洲慈航	3.47	-50.43%
603605	珀莱雅	45.82	60.91%	002721	金一文化	8.79	-44.85%
600729	重庆百货	35.10	42.21%	600693	东百集团	5.91	-41.49%
300413	快乐购	41.79	40.17%	002251	步步高	10.83	-39.43%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 3：零售股本季度至今涨跌幅前五名

代码	股票	股价	涨跌幅	代码	股票	股价	涨跌幅
600712	南宁百货	5.70	34.12%	000587	金洲慈航	3.47	-30.04%
300022	吉峰农机	4.27	11.49%	000523	广州浪奇	6.16	-22.03%
300413	快乐购	41.79	10.15%	000564	供销大集	4.23	-11.32%
600838	上海九百	7.68	9.71%	600655	豫园股份	8.44	-10.69%
600306	商业城	7.05	8.96%	600682	南京新百	15.03	-7.94%

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 4：零售股本月至今涨跌幅前五名

代码	股票	股价	涨跌幅	代码	股票	股价	涨跌幅
600712	南宁百货	5.70	34.12%	000587	金洲慈航	3.47	-30.04%
300022	吉峰农机	4.27	11.49%	000523	广州浪奇	6.16	-22.03%
300413	快乐购	41.79	10.15%	000564	供销大集	4.23	-11.32%
600838	上海九百	7.68	9.71%	600655	豫园股份	8.44	-10.69%
600306	商业城	7.05	8.96%	600682	南京新百	15.03	-7.94%

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 5：零售股本周至今涨跌幅前五名

代码	股票	股价	涨跌幅	代码	股票	股价	涨跌幅
600712	南宁百货	5.70	38.01%	600682	南京新百	15.03	-7.16%
600821	津劝业	5.16	27.41%	300413	快乐购	41.79	-6.34%
002721	金一文化	8.79	13.42%	603214	爱婴室	51.93	-6.33%
600838	上海九百	7.68	9.40%	002094	青岛金王	8.90	-6.22%
601086	国芳集团	8.42	8.37%	603605	珀莱雅	45.82	-5.88%

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 下周大事提醒

资料来源：Wind

<b>2018-07-30</b>	飞亚达 A	分红派息	御家汇	股东大会互联网投票起始
<b>2018-07-30</b>	御家汇	股东大会现场会议登记起始	中央商场	股东大会互联网投票起始
<b>2018-07-30</b>	中央商场	股东大会召开	飞亚达 A	分红除权
<b>2018-07-31</b>	御家汇	股东大会召开	汇嘉时代	中报预计披露日期
<b>2018-08-03</b>	海印股份	股东大会现场会议登记起始	南京新百	限售股份上市流通

## 【重点公司跟踪预测表】

表 6：行业重点上市公司估值指标与评级变化

公司代码	公司简称	最新投资评级	股价	EPS (元) 预测			PE (倍)		
			2018/7/27	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
601933	永辉超市	买入	7.80	0.19	0.17	0.26	41	46	30
000759	中百集团	买入	7.48	0.10	0.77	0.27	75	10	28
000501	鄂武商A	买入	11.70	1.65	1.55	1.60	7	8	7
002419	天虹股份	买入	13.81	0.6	0.73	0.83	23	19	17
603900	莱绅通灵	买入	19.44	0.91	1.02	1.29	21	19	15
002024	苏宁易购	买入	13.44	0.45	0.6	0.23	30	22	58
603708	家家悦	买入	23.67	0.66	0.83	1.01	36	29	23

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼（518048）

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。