

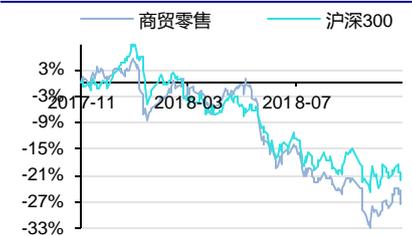
优势龙头整合提效，跨境进口迎政策利好

- **跨境进口电商迎政策利好，扩大开放激发消费潜力。**11月21日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，会议决定：1) 继续延续跨境电子商务零售进口政策，对跨境电商零售进口商品不执行首次进口许可批件、注册或备案要求，而按个人自用进境物品监管；2) 扩大适用范围到北京、沈阳、南京、武汉、西安、厦门等22个新设跨境电商综合试验区的城市(原15个)；3) 提升享受优惠商品范围及商品限额上限，新增群众需求量大的63个税目商品；提高享受税收优惠政策的商品限额上限，将单次交易限值由目前的2000元提高至5000元，将年度交易限值由目前的每人每年2万元提高至2.6万元，今后随居民收入提高相机调增；4) 完善相关出口退税政策：按照国际通行做法，支持跨境电商出口，研究完善相关出口退税等政策等。国家决定延续和完善跨境电子商务零售进口政策并扩大适用范围，一则有利于扩大开放更大激发消费潜力，二则利于保税模式跨境进口，优势龙头有望受益。
- **优势龙头整合提效，超市行业较为明显。**行业总量承压之时，优势龙头正夯内功，并凭借自身优势加速整合提效。本周超市行业体现较为明显：1) 永辉超市11月19日公告，公司一则从战略管理角度出发，决定将云超一、二集群进行合并管理，任命李国为永辉超市执行副总裁兼云超总裁；二则子公司富平云商拟与 Advantage Solutions China Ltd. 组建合资公司瑞德利零售营销服务(上海)有限公司，向零售商及品牌商提供店内零售营销陈列服务和顾客体验式营销服务，体现公司 To B、To C 业务双管齐下，并不断提升云超主业经营效率之决心；2) 家家悦于11月24日公告，拟以自有资金1.56亿元，通过受让股权及增资方式持有张家口福悦祥连锁超市有限公司67%股权，进入河北张家口启跨省发展新篇章，彰显公司作为生鲜供应链优势龙头，力促区域扩张、提效之战略。
- **投资建议：**10月社零增速同比上升8.6%，排除中秋错位影响，计算9、10双月社零名义同比+8.9%，增速基本维持；考虑到去年四季度高基数及经济环境影响，并结合双十一、通胀趋势等多项数据来看，2018Q4消费仍存压力；但中长期看，近月政府密集出台政策刺激消费，有助于修复中长期悲观预期。当前时点，建议重点关注内生经营稳健、既可凭借自身经营及品牌优势烫平短期消费周期、亦可凭借核心竞争力抢夺长期市占率的细分板块龙头，重点推荐：永辉超市、家家悦、天虹股份、周大生、苏宁易购、珀莱雅、爱婴室。
- **市场回顾：**本周(2018.11.19-2018.11.23)，商贸零售板块(申万)下跌-4.50%，在申万28个行业中位列14位，上证综指下跌-3.72%，超额收益-0.78%。分子行业来看，百货、超市、多业态零售、专业连锁、珠宝首饰涨跌幅分别为-4.16%、-3.33%、-3.46%、-6.17%、-3.50%。新华都(+4.35%)、新华百货(+2.25%)、我爱我家(+1.72%)涨幅居前；跌幅前三名分别为：南纺股份(-21.74%)、汇鸿集团(-12.60%)、三江购物(-9.35%)。

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票	目标价	评级
601933 永辉超市	9.00	买入-A
603708 家家悦	27.00	买入-A
002419 天虹股份	14.00	买入-A
002867 周大生	38.50	买入-A
002024 苏宁易购	14.50	买入-A
603605 珀莱雅	48.00	买入-A
603214 爱婴室	43.00	买入-A

行业表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-3.78	-5.15	14.45
绝对收益	-5.37	-10.62	-8.95

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020024
huangsh@essence.com.cn
021-35082092

相关报告

- 社零缓中趋稳，精选优质成长 2018-11-18
- 双十一大战已起，增幅明显、消费升级 2018-11-11
- 2018年三季报总结：中长期结合选股，精选优质成长 2018-11-06
- 基金三季报商贸零售行业持仓分析 2018-10-29

➤ **行业要闻:**

- 京东7FRESH进军上海 首店选址虹口上滨生活广场
- 京东金融升级为京东数字科技 开启金融城市等全产业链布局
- 寺库与美图达成战略合作 美图美妆APP将由TryTry运营
- 发力自有品牌 永辉优选田趣获“天府菜油”授牌
- 京东启用机器人智能配送站 日配送包裹量可达2000个

➤ **公司动态:**

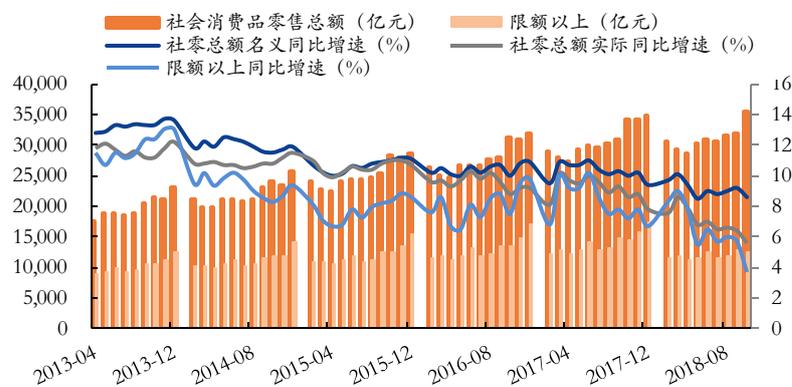
- 永辉超市: ①永辉超市决定将云超一、二集群进行合并管理。②永辉超市的子公司富平云商供应链管理有限公司拟与Advantage Solutions China Ltd. 组建合资公司, 瑞德利零售营销服务(上海)有限公司。
 - 周大生: 2018年10月份公司新增3家自营门店。
 - 步步高: 公司控股股东质押7,000万股股份。
 - 家家悦: 拟以自有资金1.56亿元, 通过受让股权及增资方式持有张家口福悦祥连锁超市有限公司67%股权。
- **风险提示:** 消费需求整体疲软; 行业竞争加剧; 龙头展店不及预期; 营销、创新、展店投入明显增大; 商品结构调整失效; CPI大幅下行风险。

1. 本周观点：优势龙头整合提效，跨境进口迎政策利好

1.1. 社零缓中趋稳，各指标趋势基本维持

10月社零同比增长8.6%，9、10双月合计社零同比+8.9%，增速基本维持。据国家统计局，2018年10月，社会消费品零售总额35534亿元，同比名义+8.6% (+5.6%)；限额以上单位消费品零售额12479亿元，+3.7pct，增速相较8、9月单月增速有所下降。我们认为，原因一则为中秋节错位对终端需求有所拖累，在必需消费、纺服、黄金珠宝上可能表现较为明显；二则系今年双十一在部分品类加大促销力度、导致消费有所滞后所致，这在化妆品上表现可能较为明显。排除中秋节错位影响，我们计算9、10双月合计社零同比名义增速约为8.9%，相比前期，增速基本维持。

图1：10月社零同比增长8.6%，9-10双月增速月8.9%，基本维持前期态势



资料来源：Wind，安信证券研究中心

必需消费抗周期性仍强，黄金珠宝、化妆品维持景气，排除中秋错位影响，各指标趋势基本维持。单独10月数据来看，除中西药品、建筑装潢、汽车外，限额以上各品类增速均环比下滑（事实上汽车同比增速仍为负，且对整体社零增速趋缓造成影响）。但是，考虑到对于食品、研究、纺服、黄金珠宝等品类而言，今年中秋错位均对终端需求有所影响，如：据公司公开调研，超市中秋错位对9月同店影响约5%，纺服9月同比增速上升主要为最后一周拉动，故而，我们结合9、10双月看各品类增长，或许更具参考意义。9-10双月，必需消费品方面，限额以上粮油食品、饮料、日用品同比增长约10.7%、9.2%、13.8%，抗周期性仍强。可选消费品方面，黄金珠宝表现仍然亮眼，9-10双月限额以上增速分别为8.1%；化妆品9-10双月限额以上增速7.1%，略有回落，但仍然维持较好态势；家电、纺服双月限额以上增速5.3%、6.7%，继续受到终端消费需求影响；汽车9-10双月限额以上增速为-6.8%，因在社零中占比较大，对整体社零增速仍有拖累。

表1：10月社零数据更新及历史同比环比变化

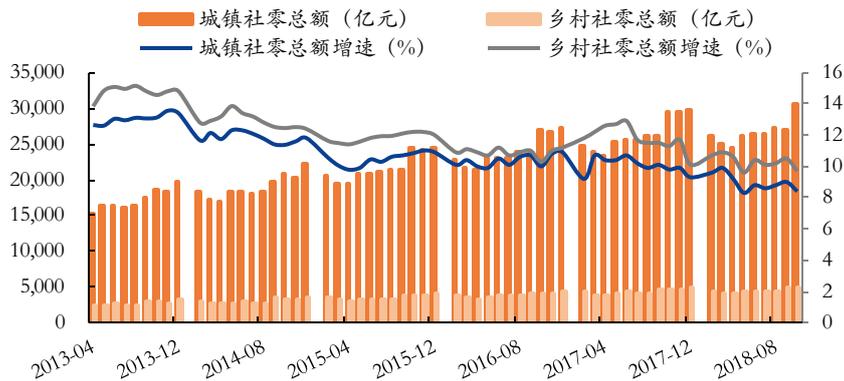
	社零数据当月同比增速 (%)									
	2018-02	2018-03	2018-04	2018-05	2018-06	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10	
社会消费品零售总额	9.7	10.1	9.4	8.5	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6	
社会消费品零售总额（扣除价格因素）	未披露	8.6	7.9	6.8	7.0	6.5	6.6	6.4	5.6	

限额以上企业消费品零售额	8.3	9.0	7.8	5.5	6.5	5.7	6.0	5.7	3.7
粮油食品类	9.7	11.2	8.0	7.3	13.0	9.5	10.1	13.6	7.7
饮料	8.2	11.3	10.4	7.1	12.6	6.8	8.1	10.4	7.9
烟酒	9.5	8.6	9.5	4.8	11.4	6.3	7.0	9.8	1.2
服装鞋帽针纺织品	7.7	14.8	9.2	6.6	10.0	8.7	7.0	9.0	4.7
化妆品	12.5	22.7	15.1	10.3	11.5	7.8	7.8	7.7	6.4
金银珠宝	3.0	20.4	5.9	6.7	7.9	8.2	14.1	11.6	4.7
日用品	10.1	16.9	12.0	10.3	15.8	11.3	15.8	17.4	10.2
家用电器和音像器材	9.2	15.4	6.7	7.6	14.3	0.6	4.8	5.7	4.8
中西药品	10.1	10.9	8.2	8.0	8.5	9.9	7.4	8.9	11.5
文化办公用品	-0.9	12.6	18.3	8.1	3.5	1.8	5.4	4.9	-3.3
家具类	8.5	10.9	8.1	8.6	15.0	11.1	9.5	9.9	9.5
通讯类器材	10.7	1.6	10.8	12.2	16.1	9.6	6.4	16.9	7.1
石油及制品	9.1	9.1	13.3	14.0	16.5	18.4	19.6	19.2	17.1
建筑及装潢材料	6.8	10.2	11.4	6.5	7.2	5.4	7.9	8.4	8.5
汽车	9.7	3.5	3.5	-1.0	-7.0	-2.0	-3.2	-7.1	-6.4
增速环比变化									
	2018-02	2018-03	2018-04	2018-05	2018-06	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10
社会消费品零售总额		0.4	-0.7	-0.9	0.5	-0.2	0.2	0.2	-0.6
社会消费品零售总额(扣除价格因素)			-0.7	-1.1	0.2	-0.5	0.1	-0.2	-0.8
限额以上企业消费品零售额		0.7	-1.2	-2.3	1.0	-0.8	0.3	-0.3	-2.0
粮油食品类		1.5	-3.2	-0.7	5.7	-3.5	0.6	3.5	-5.9
饮料		3.1	-0.9	-3.3	5.5	-5.8	1.3	2.3	-2.5
烟酒		-0.9	0.9	-4.7	6.6	-5.1	0.7	2.8	-8.6
服装鞋帽针纺织品		7.1	-5.6	-2.6	3.4	-1.3	-1.7	2.0	-4.3
化妆品		10.2	-7.6	-4.8	1.2	-3.7	0.0	-0.1	-1.3
金银珠宝		17.4	-14.5	0.8	1.2	0.3	5.9	-2.5	-6.9
日用品		6.8	-4.9	-1.7	5.5	-4.5	4.5	1.6	-7.2
家用电器和音像器材		6.2	-8.7	0.9	6.7	-13.7	4.2	0.9	-0.9
中西药品		0.8	-2.7	-0.2	0.5	1.4	-2.5	1.5	2.6
文化办公用品		13.5	5.7	-10.2	-4.6	-1.7	3.6	-0.5	-8.2
家具类		2.4	-2.8	0.5	6.4	-3.9	-1.6	0.4	-0.4
通讯类器材		-9.1	9.2	1.4	3.9	-6.5	-3.2	10.5	-9.8
石油及制品		0.0	4.2	0.7	2.5	1.9	1.2	-0.4	-2.1
建筑及装潢材料		3.4	1.2	-4.9	0.7	-1.8	2.5	0.5	0.1
汽车		-6.2	0.0	-4.5	-6.0	5.0	-1.2	-3.9	0.7

资料来源：国家统计局，Wind，安信证券研究中心

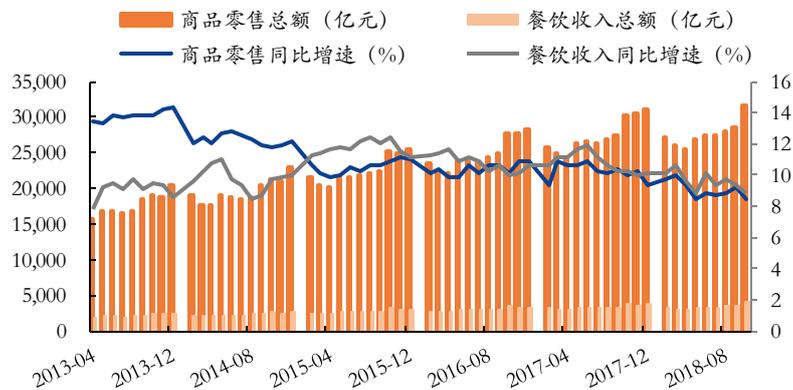
乡村增速高于城镇，餐饮增速高于零售但差距较窄，电商增速边际下滑、渗透率呈提升趋势。分区域来看，10月城镇消费品零售额为30601亿元，同比增长8.4%（环比下降0.6pct）；乡村消费品零售额4934亿元，同比增长9.7%（环比下降0.8pct），乡村增速仍高于城镇，增速差为1.3%。分类型来看，10月商品零售31528亿元，同比增长8.5%（增速下降0.7pct）；餐饮收入4006亿元，同比增长8.8%（增速下降0.6pct），餐饮增速略高于商品零售，差距较窄。分渠道来看，实物商品网上零售额至8、9、10月累计增速分别为28.6%、27.7%、26.7%，边际下滑，其中吃、穿、用累计增速分别为36.1%、22.5%、27.2%；8、9、10月实物网上零售额渗透率分别为17.3%、17.5%、17.5%，仍呈提升态势。

图 2：乡村增速高于城镇



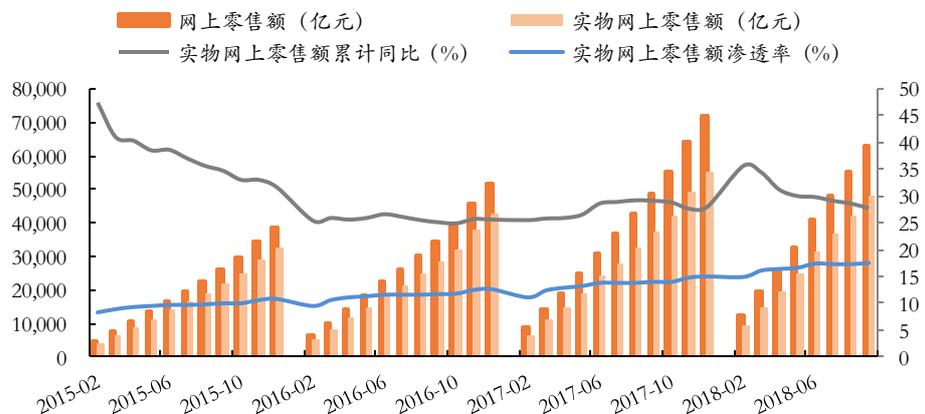
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：餐饮增速高于零售，但差距收窄



资料来源：Wind，安信证券研究中心

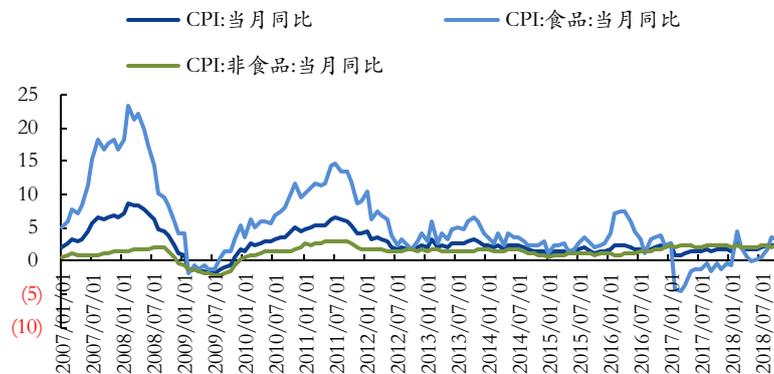
图 4：电商增速边际下滑，但渗透率呈上升态势



资料来源：Wind，安信证券研究中心

消费端压力仍存，2018Q4 通胀趋势性上涨或减弱，社零增速有待验证。一方面，从社零总额来看，排除节日错位及电商促销影响，社零增速自 5 月触底后虽有回暖，但因多方面因素影响，整体增速仍处趋缓态势，结合双十一统计数据来看，虽然高端及享受型品牌线上粘性 & 增速仍然较高、全网客单价维持上升态势，但整体增速大幅下降、耐用品更迭下滑、拼多多等大众平台获得较高份额，消费需求端或仍存压力。另一方面，10 月 CPI 同比+2.5%，与上月持平，其中：食品项极端天气对鲜菜、鲜果价格的推升作用开始消退，猪肉、蛋类价格环比涨幅回落，粮食价格环比维持稳定，回落 0.3pct；非食品项受国庆节出行带动及 10 月国际油价均价上涨影响，小幅上行 0.2 个百分点；结合工业品价格环比、经济走势、劳动力工资、粮食市场等情况看，2018 年四季度通胀趋势性上涨或并不明显。考虑去年四季度高基数、经济环境及以上两项影响，2018Q4 零售端或仍存压力；但近月来政府密集出台政策刺激消费，有助于修复中长期预期；整体而言，社零增速有待验证。

图 5: CPI 同比+2.5%，四季度通胀趋势性上涨或不明显



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

1.2. 优势龙头整合提效，超市行业较为明显

行业总量承压，既是挑战，亦是机遇。优势龙头凭借自身优势整合提效，享受市占率上升为长期看点，本周来看，超市行业体现较为明显。

永辉超市：云超一二集群合并管理，云商拟设子公司，推进内外整合。11月19日公司公告：1) 从战略管理角度出发，公司决定将云超一、二集群进行合并管理，任命李国为永辉超市执行副总裁兼云超总裁；2) 子公司富平云商拟与 Advantage Solutions China Ltd. 组建合资公司瑞德利零售营销服务（上海）有限公司，向零售商及品牌商提供店内零售营销陈列服务和顾客体验式营销服务。进入三季度以来，由于消费整体放缓等多方面因素影响，云超同店、费用等指标均具备一定压力；公司将一二集群合并管理，有利于内部整合、提升效率，且于云商板块下设子公司，一定程度上亦为 To B、To C 双管齐下体现。加之此前公司力推同业整合赋能，如 10 月联手腾讯与广州百佳签署投资协议，欲进一步开拓广东市场，加之此前联合中百、红旗，若平台化行进得以顺利推进，或可助力公司降本增效，充分受益于行业集中度提升。

家家悦：拟收购张家口福悦祥连锁超市，启跨省拓展新篇章。11月25日公司公告，拟以自有资金 1.56 亿元，通过受让股权及增资方式持有张家口福悦祥连锁超市有限公司 67% 股权，其中，受让股权投资金额 0.86 亿元，增资 0.70 亿元；并公告交易完成后，将利用标的公司全资物流子公司投资建设张家口综合物流项目，功能集常温物流、生鲜加工及中央厨房于一

体，通过供应链优势对接提升标的公司的盈利能力，打造社会化的供应链服务平台。公司主打生鲜差异化定位，大卖场、综超并行，目前已在威海、烟台建立绝对优势，当前积极推进省内扩张、供应链建设及效率提升：1) 展店端预计提速，2018 全年展店目标为 100 家，虽当前能否顺利完成仍需关注，但超过 2017 年基本无疑；2) 供应链端推动优化、整合、落地，积极拓展国际采购，推进莱芜、烟台物流中心投入使用提升西部效率，增强生鲜加工中心建设、提升农产品后标准化能力，并促青岛维客整合逐步落地完成、力求发挥区域规模优势；3) 推进合伙人制度实行，4 月于西部新增 56 家合伙人试点门店，目前合计合伙人试点门店总数达 89 家。省内力推西部扩张及渠道下沉战略下，结合跨省战略实施，区域龙头志存高远，若胶东模式成功复制，区域扩张、提效潜力较大。

1.3. 跨境进口电商迎政策利好，扩大开放激发消费潜力

事件：11 月 21 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，决定延续和完善跨境电子商务零售进口政策并扩大适用范围，扩大开放更大激发消费潜力。会议决定：1) 继续延续跨境电子商务零售进口政策：自明年 1 月 1 日起，延续实施跨境电商零售进口现行监管政策，对跨境电商零售进口商品不执行首次进口许可批件、注册或备案要求，而按个人自用进境物品监管；2) 扩大适用范围：将政策适用范围从之前的杭州等 15 个城市，再扩大到北京、沈阳、南京、武汉、西安、厦门等 22 个新设跨境电商综合试验区的城市；3) 提升享受优惠商品范围及商品限额上线：在对跨境电商零售进口清单内商品实行限额内零关税、进口环节增值税和消费税按法定应纳税额 70%征收基础上，进一步扩大享受优惠政策的商品范围，新增群众需求量大的 63 个税目商品；提高享受税收优惠政策的商品限额上限，将单次交易限值由目前的 2000 元提高至 5000 元，将年度交易限值由目前的每人每年 2 万元提高至 2.6 万元，今后随居民收入提高相机调增；4) 完善相关出口退税政策：按照国际通行做法，支持跨境电商出口，研究完善相关出口退税等政策等。

跨境电子商务零售进口政策对跨境进口业务本身是限制作用。2016 年 3 月 24 日，财政部、海关总署、国家税务总局联合发布跨境电子商务零售进口政策，规定：要求跨境电商零售进口商品不再按“物品”征收行邮税，而是按“货物”征收关税、增值税、消费税等；规定跨境电子商务进口商品的单次交易限值为人民币 2000 元，个人年度交易限值为人民币 20000 元，限制以内进口的跨境电子商务零售进口商品，关税税率暂设为 0%，进口环节增值税、消费税取消免征税额，暂按法定应纳税额的 70%征收，其余商品均按照一般贸易方式全额征税，并规定政策于 2016 年 4 月 8 日起执行。将跨境进口商品以“货物”定性，导致其“一线”进区时需要按照一般贸易的方式来进行监管，并出具通关单，对跨境进口一定程度上起到限制作用。

政策一出跨境进口一时熔断，后实行暂缓。2016 年 4 月 7 日晚 8 时，财政部、发展改革委、商务部、海关总署、国家税务总局、质检总局等 11 个部门共同公布了《跨境电子商务零售进口商品清单》，俗称“正面清单”，清单共包括 1142 个 8 位税号商品，规定 4 月 8 日起，只有清单上的商品能够按照跨境电商零售进口的新税制来进口，清单之外商品仍执行一般贸易税收政策或行邮税政策。2016 年 4 月 8 日，新政开始执行，但由于正面清单公布较晚，政策实施细则没有及时公布，导致保税仓内的大量清单外商品不能清关，而正在运输途中的清单外商品也不能进入保税区。与此同时，各大跨境电商平台正面清单外的产品下架，跨境电商行业进入“熔断”状态。2016 年 4 月 15 日，国务院财政部等 13 个部门公布《跨境电子商务零售进口商品清单(第二批)》，共包括 151 个 8 位税号商品，自 2016 年 4 月 16 日起实施。2016 年 5 月 11 日，国务院对跨境电商零售进口有关监管要求给予一年的过渡期，过渡期内在上海、杭州等 10 个试点城市，继续按照税收新政实施前的监管要求进行监管，过渡期到 2017 年 5 月 11 日前(含 5 月 11 日)止。但新政中关于税率的调整保持不变。此后，

国务院常务会议分别于 2016 年 11 月 15 日、2017 年 12 月 7 日将过渡期延长至 2017 年底、2018 年底，并于后一项会议中将使用范围扩大至合肥、成都、大连、青岛、苏州等 5 个城市。

政策再延缓，扩大开放激发消费潜力，跨境进口电商龙头有望受益。本次会议中，一则延缓跨境电子商务零售进口政策适用日期，对跨境进口商品继续以个人自用进境物品监管，有利于增强时效性；二则进一步拓宽城市适用范围、提升享受优惠商品范围及商品限额上线，是政策对于跨境进口电商加持体现，保税模式跨境进口龙头有望受益。另一方面，国家完善相关出口退税政策，亦是支持跨境电商出口的体现。政策加持，有利于以扩大开放激发消费潜力，亦使跨境进口电商龙头获政策加持，有望受益。

1.4. 投资建议

10 月社零增速同比上升 8.6%，环比-0.6pct，考虑到中秋错位影响，计算 9、10 双月社零名义同比+8.9%，增速基本维持；考虑到去年四季度高基数及经济环境影响，并结合双十一、通胀趋势等多项数据来看，2018Q4 消费仍存压力；但中长期看，近月政府密集出台政策刺激消费，有助于修复中长期悲观预期。当前时点，建议重点关注内生经营稳健、既可凭借自身经营及品牌优势烫平短期消费周期、亦可凭借核心竞争力抢夺长期市占率的细分板块龙头，重点推荐：永辉超市、家家悦、天虹股份、周大生、苏宁易购、珀莱雅、爱婴室。

1.5. 风险提示

消费需求整体疲软；行业竞争加剧；龙头展店不及预期；上市公司营销、创新、展店投入明显增大；商品结构调整失效；CPI 大幅下行风险。

2. 核心推荐标的

永辉超市：公司以生鲜差异化定位为始，20 余载精耕供应链，已成超市第四龙头；在行业外资退化、内资分化、双线融合发展趋势之下，携强生鲜壁垒及当前线下最高效供应链管理，既具机遇，亦有挑战。云超板块全国布局已现后，公司顺势而行，力促孵化迭代，并向平台化方向衍进；待整合赋能降本增效，或充分受益于行业集中度提升，成就规模、盈利能力双双逆势增长。下调盈利预测至 2018-2020 年 EPS 为 0.13 元/股、0.21 元/股、0.30 元/股，维持“买入-A 评级”，6 个月目标价 9 元。

风险提示：1) 非上市公司门店选址壁垒问题；2) 区域竞争加剧；3) 低线城市新业态发展超预期；4) 线下门店拓展不及预期；5) 龙头合作不及预期；6) 创新业务大幅拖累业绩；7) CPI 大幅下行风险。

家家悦：公司以生鲜差异化定位深耕胶东，大卖场、综超并行，威海烟台区域优势明显，亦为过去几年为数不多的逆势扩张优势龙头。当前行业变革加速之际，凭借供应链、物流、人员积累及优势，力推西部拓展，且稳步推进渠道下沉及门店改造升级，参考永辉成功案例，认可公司于山东的高成长性，营收弹性较大；在品类及区域调整双重作用下，同店增速、新店坪效、超市主营毛利率等多项指标趋势向好，租金、折旧费用率等影响或有限，人员费用率或将缓慢下行，下行空间较大。预计 2018-2019 年 EPS 为 0.85、0.97 元/股，由于省内扩张、提效潜力较大，且业绩处于上升期，给予 1 倍 PS 估值，维持“买入-A”评级，对应 2018E 124.2 亿元营收（不考虑青岛维客贡献），6 个月目标价 27 元。

风险提示：区域竞争加剧；门店拓展不及预期；供应链建设不及预期；合伙人制度推进不及预期；CPI 下行风险。

天虹股份：1) 外延扩张：天虹百货+购物中心共有门店 80 家，未来有望继续深入低线城市，继续享受三四线城市消费崛起带来的市场红利。预计 18 年有望新开 10 家大店，且 19-20 年展店速度有望延续；2) 内生业态升级：优化供应链降本提效、主题馆等开发强化百货体验、天虹到家及腾讯合作等深耕数字化，三层面推动内部零售升级；3) 轻资产方面：公司在 18Q3 实现了首单管理输出购物中心项目佛山 ipark 成功开业，未来有望继续与国内领导型地产商展开更多管理输出项目。预计公司 2018-20 年的归母净利润 8.88 亿元/10.65 亿元/12.62 亿元，EPS 分别为 0.74 元/0.89 元/1.05 元，给予“买入-A”评级，6 个月目标价为 14.00 元。

风险提示：经济下行抑制可选消费风险；消费市场竞争激烈风险；门店扩展进度不及预期等。

周大生：1) 营销网络有望持续扩展：①线下端：建立以一二线城市为骨干，三四线城市为网络的“自营+加盟”营销体系，预计 18-20 年有望持续高增速开店；②线上端：建设电商平台，打造珠宝 O2O 生态圈；2) 国内钻石受婚嫁需求奠定基础，非婚假需求贡献增量，整体行业需求有望持续增长，公司引入 100 切面钻石铸造产品壁垒，强化钻石主业优势，主业有望持续受益；3) 18 年来公司两次股权激励，深度绑定员工，彰显公司长期发展信心。预计公司 2018-20 年收入增速分别为 29.0%/22.5%/19.6%，归母净利分别为 7.8/9.8/11.9 亿元。给予 2018 年 PE 23.9x，6 个月目标价为 38.50 元，给予“买入-A”评级。

风险提示：连锁经营管理风险；产品质量控制风险；指定供应商的供货风险；委外生产风险等。

苏宁易购：1) 公司以智慧零售为核心，一方面以苏宁易购直营店和零售云加盟店为两大抓手深耕低线城市，另一方面以苏宁小店进军便利店市场，并以小店作为物流节点，辐射周围三公里用户群，彻底打通线上与线下流量，有效扩大用户范围，获取粘性流量；2) 部分品类将体现出较强的规模效应，线下渠道的布局将提升传统强项家电品类的议价能力；3) 物流及广告费用弹性较大，具大幅优化空间；公司团队利益充分绑定，经营效率将有效提升。考虑到四季度将完成①物流地产基金收购 5 家公司增厚 2018 年净利 8.63 亿元，②华泰证券会计处理方法变更产生 7.6 亿元投资收益，上调 2018-2020 年业绩预测至 78.13/32.29/39.10 亿元；维持买入-A 评级，采取分部估值法估计目标市值为 1376 亿元，对应目标价 14.78 元。

风险提示：宏观消费环境变差风险；线下扩张不及预期风险；电商竞争格局变化，出现价格战等风险；低线城市消费升级不及预期；便利店行业竞争格局变化，发展不及预期；费用控制不及预期等。

珀莱雅：优化品牌定位增强品牌力，深推电商发展实现销售增长。1) 公司不断探索更有效的营销推广方式，打造“明星产品”增强品牌力，提高消费者对品牌的忠诚度和美誉度；2) 不断加大对于电商渠道的各项资源投入，公司已经与主要电商平台如天猫、淘宝、唯品会、京东、聚美优品、云集等建立深入合作；3) 优资菜单品牌店开店数已超过 500 家，直控终端有望实现收入和盈利能力的大幅提升。

风险提示：其他化妆品牌竞争风险，经销商管理风险，渠道结构风险，新项目孵化风险。

爱婴室：1) 渠道优势为核心壁垒：爱婴室成立于 2005 年，已于华东及华南区域铺设 212 家直营门店；管理层深耕行业近 20 年，掌握核心渠道资源，与重点母婴品牌已建立长期坚固合作关系；2) 以量带价为重点战略之一：以标准化程度高、价格高度敏感的品类（奶粉、

尿布)为引流产品,带动体验性较强的高毛利品类产品销售,保证获利空间;3)充分利用终端优势,强化门店导购服务,进行消费者教育;并利用到店服务(抚触馆、游泳馆)提升客户粘性;4)利用连锁品牌效应、终端导购优势,不断提升自有品牌占比,提升毛利率;2017年自有品牌营收占比8%,2020年有望提升至20%,毛利率有望提升近2pct;5)展店计划明确稳步推进,预计2018-2020年至少自建130家,2018年预计开店44家,净开店数32家;6)现金充裕保障后续扩张,截止2018Q3公司在手现金近8000万,活期理财约5亿元,为后续自建/收购备足弹药。预计2018-2020年营收约为22.07/27.82/34.16亿元,对应增速分别为22.07%/26.04%/22.82%,净利润1.23/1.60/2.03亿元,对应增速31%/30%/27%,成长性突出。

风险提示: 宏观经济增速下行;展店不及预期;行业格局发生重大变化,电商龙头大举进军线下市场;自有品牌拓展不及预期等。

3. 下周投资提醒

表 2: 下周重要会议

公司会议			
序号	公司名称	会议名称	会议时间
1	拉芳家化	股东大会	20181126
2	我爱我家	股东大会	20181127
3	新世界	股东大会	20181128
4	重庆百货	股东大会	20181128
5	宏图高科	股东大会	20181128
6	华联综超	股东大会	20181128

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

4. 行业新闻

社区团购平台“松鼠拼拼”获 3000 万美元 A 轮融资

社区团购平台“松鼠拼拼”近日完成了 3000 万美元 A 轮融资,本轮投资方包括 IDG 资本、高瓴资本、MSA、云九等机构,以及美团网原 COO 干嘉伟,由指数资本担任独家财务顾问。此前,“松鼠拼拼”还曾获得 IDG、BAT 的 400 万美元天使轮融资。(联商网)

京东 7FRESH 进军上海 首店选址虹口上滨生活广场

11 月 19 日,京东 7FRESH 正式宣布与崇邦集团战略签约,加速推进 7FRESH 在华东地区的门店落地计划。目前,7FRESH 上海首店将落址于崇邦集团位于上海虹口区的上滨生活广场商圈内。此次与崇邦集团的签约,也标志着京东 7FRESH 正式进军上海,深耕华东市场。(联商网)

京东自主研发无人货机“京鸿”首飞成功

11 月 19 日,陕西蒲城机场,由京东自主研发的首款原生支线无人货运飞机正式完成首飞。在总装下线 5 个月后,京鸿无人货运大飞机成功完成爬升、平飞、着陆等一系列既定飞行科目,标志着京东干线-支线-末端三级航空物流体系在支线环节向实际运营迈出重要一步,京东已经搭建起全流程的无人机研发、生产以及供应链管控体系。(联商网)

京东全球购更名“海囤全球” 设立多个海外直采中心

11月19日，京东正式将旗下全球购品牌全面升级为“海囤全球”。定位于“京东旗下全球直购平台”的海囤全球将专注原产地直购模式，加强自营直采、突出原产直购、京东配送优势。与品牌升级相伴随，近一年来，业务也在采购销售、品质管控、物流配送、售后服务四个方面持续升级。（联商网）

京东金融升级为京东数字科技 开启金融城市等全产业链布局

11月20日，在JDD-2018 京东数字科技全球探索者大会上，CEO 陈生强宣布，“京东金融”品牌正式升级为“京东数字科技”，并发布了新品牌 Logo 及 Slogan——“预见、改变、实现”。当日，陈生强正式发布了京东数字科技在产业数字化领域的两大业务进展——城市操作系统和京东钼媒。

寺库与美图达成战略合作 美图美妆 APP 将由 TryTry 运营

11月22日下午，寺库集团、TryTry 与美图公司三方正式签署备忘录达成战略合作，美图美妆 APP 将由寺库集团（SECO）投资的美妆电商“TryTry”进行运营，TryTry 将负责美图美妆平台的品牌推广、货品采购、销售、发货、客服等全面管理。（联商网）

发力自有品牌 永辉优选田趣获“天府菜油”授牌

11月22日，由四川省粮食和物资储备局、四川省财政厅、四川省农业农村厅联合主办的“天府菜油”行动暨产业创新联盟(以下简称“联盟”)启动大会在成都召开，永辉云商受邀加入该联盟，是国内大型零售终端企业中第一家入选天府菜油产业创新联盟的企业。同时，永辉自有品牌永辉优选田趣获得“天府菜油”授牌认证。（联商网）

京东启用机器人智能配送站 日配送包裹量可达 2000 个

11月22日，京东宣布，京东物流首个由机器人完成配送任务的智能配送站正式投入使用，每台机器人一次可配送 30 个包裹，配送站每天最高可吞吐 2000 个包裹。首个京东配送机器人智能配送站位于长沙市科技新城，占地面积 600 平米，设有自动化分拣区、配送机器人停靠区、充电区、装载区等多个区域，可同时容纳 20 台配送机器人，完成货物分拣、机器人停靠、充电等一系列环节。（联商网）

5. 公司新闻

莱绅通灵：公司控股股东增持公司股份 1,610,800 股。

据公司公告，截止本公告日，公司控股股东、董事长、总裁沈东军先生通过上海证券交易所交易系统以集中竞价方式累计增持公司股份 1,610,800 股，占公司总股本的 0.47%，增持均价为 12.47 元/股，增持金额为 2009.41 万元。

新华锦：公司控股股东将 1,200 万股无限售流通股解除质押。

据公司公告，新华锦公司控股股东山东鲁锦进出口集团有限公司将 1,200 万股无限售流通股解除质押，占本公司总股本的 3.19%。本次股份解除质押后鲁锦集团剩余质押股份数量为 17,150 万股，占本公司总股本的 45.61%。

永辉超市：①永辉超市决定将云超一、二集群进行合并管理。②永辉超市的子公司富平云商供应链管理有限公司拟与 Advantage Solutions China Ltd. 组建合资公司，瑞德利零售营销服务（上海）有限公司。

据公司公告，①永辉超市决定将云超一、二集群进行合并管理，任命李国为永辉超市执行副总裁兼云超总裁。永辉超市的子公司富平云商供应链管理有限公司拟与 Advantage Solutions China Ltd. 组建合资公司，瑞德利零售营销服务（上海）有限公司，向零售商及品牌商提供

店内零售营销陈列服务和顾客体验式营销服务。合资公司的投资总额为 1400 万元人民币，注册资本为 1000 万元人民币，其中：永辉超市认缴注册资本 570 万元人民币，持股比例为 57%；Advantage 认缴注册资本 430 万元人民币，持股比例为 43%。

银座股份：济南银座万虹广场店于 2018 年 11 月 18 日正式营业。

据公司公告，济南银座万虹广场店于 2018 年 11 月 18 日正式营业，计租建筑面积 77998 平方米，经营业态为购物中心，物业权属为租赁。

周大生：2018 年 10 月份公司新增 3 家自营门店。

据公司公告，周大生 2018 年 10 月份公司新增 3 家自营门店，门店名称分别为：周大生北京枫尚奥特莱斯专柜、周大生南昌华润万家八一专柜以及周大生上海长宁龙之梦购物中心专卖店。

供销大集：公司的全资子公司拟向另一全资子公司增资 400,000 万元。

据公司公告，供销大集的全资子公司海南供销大集金服信息科技有限公司拟向供销大集全资子公司霍尔果斯信航鼎盛金融投资有限公司增资 400,000 万元。

华联股份：拟将持有的全资子公司股权进行转让。

据公司公告，华联股份拟将持有的全资子公司武汉海融兴达商业管理有限公司、合肥海融兴达商业管理有限公司、内江华联购物中心有限公司及无锡奥盛通达商业管理有限公司 100% 的股权进行转让，受让方为汉合江阳（北京）商业发展有限公司，交易对价为 79,443.26 万元人民币。

汇嘉时代：公司转让持有股权。

据公司公告，汇嘉时代将持有的新疆杉杉汇嘉奥特莱斯购物广场有限公司 20% 的股权以 200,000 元转让给杉杉商业集团有限公司，转让完成后，杉杉集团持有杉杉汇嘉 80% 股权，公司持有杉杉汇嘉 20% 股权。

北京城乡：收到国有资本经营预算安排资金 2,300 万元。

据公司公告，北京城乡于 2018 年 11 月 15 日收到北京市人民政府国有资产监督管理委员会向公司拨付国有资本经营预算安排资金 2,300 万元，支持公司便民商业发展项目。日前，上述款项已到账。

鄂武商 A：公司董事辞职；公司监事辞职。

据公司公告，陈业高先生因工作变动原因辞去公司董事职务；汪梅芳先生因工作变动原因辞去公司监事职务。

天虹股份：公司下属子公司租赁湖南省长沙县方略城市广场项目部分。

据公司公告，天虹股份下属子公司长沙市天虹百货有限公司租赁湖南省长沙县方略城市广场项目部分商业开设购物中心，租赁期限 20 年。该项目交易总金额约 109,162 万元（含租金和商业服务费），此外，公司对于该项目装修、设备购置等投资约 7,334 万元。

厦门国贸：公司与海南省发展控股有限公司共同出资设立海南国贸有限公司。

据公司公告，厦门国贸与海南省发展控股有限公司共同出资设立海南国贸有限公司。海南国贸注册资本 1 亿元人民币，公司出资 6,000 万元人民币，占海南国贸总股本的 60%，海发控股出资 4,000 万元人民币，占海南国贸总股本的 40%。

浙江东方：公司董事辞职。

据公司公告，公司董事朱杭烈先生、裘高尧先生因工作变动原因，辞去公司第八届董事会董事职务。辞去董事职务后，朱杭烈先生不再在公司担任职务，裘高尧先生仍担任公司副总裁职务。

茂业商业：公司控股股东将 24,000,000 股无限售流通股办理了股票质押解除登记手续，同时，将 24,000,000 股无限售流通股进行补充质押。

据公司公告，茂业商业控股股东深圳茂业商厦有限公司将其持有的茂业商业 24,000,000 股无限售流通股办理了股票质押解除登记手续，同时，将其持有的茂业商业 24,000,000 股无限售流通股进行补充质押。

农产品：变更中英文名称。

据公司公告，农产品将中文名称“深圳市农产品股份有限公司”变更为“深圳市农产品集团股份有限公司”；英文名称“SHENZHEN AGRICULTURAL PRODUCTS CO.,LTD”变更为“SHENZHEN AGRICULTURAL PRODUCTS GROUP CO.,LTD”。

豫园股份：公司全资子公司参与三个项目股权及债权交易。

据公司公告，豫园股份全资子公司上海豫园商城房地产发展有限公司参与三个项目股权及债权交易：上海金豫阁置业有限公司 100% 股权及转让方对标的公司 28432.953284 万元债权；上海金豫置业有限公司 78.47% 股权及转让方对标的公司 21847.9680 万元债权；上海金豫置业有限公司 21.53% 股权。合计金额约 12.4 亿元。

友阿股份：①拟申请注册发行短期融资券，。②公司为控股子公司提供财务资助。

据公司公告，友阿股份拟申请注册发行不超过 10 亿元（含 10 亿元）人民币的短期融资券，本次短期融资券期限为不超过 365 天，发行利率将按照市场情况确定。②友阿股份以借款方式为控股子公司长沙友阿五一广场商业有限公司提供不超过 20,000 万元（含 20,000 万元）的财务资助用于友阿五一的经营和发展，本次提供的财务资助资金还款期限为 2023 年 12 月 31 日。

新华锦：公司控股股东将 650 万股无限售流通股解除质押。

据公司公告，控股股东山东鲁锦进出口集团有限公司将其持有的本公司 650 万股无限售流通股解除质押，占本公司总股本的 1.73%。

海印股份：公司全资子公司出租商墅。

据公司公告，海印股份全资子公司广州海印国际展贸城有限公司将其所持商墅出租给广州市国正物业经营管理有限公司，租赁期限自 2018 年 12 月 1 日至 2038 年 1 月 31 日止，租金总额为 42,850.33 万元。

国芳集团：聘任王丹莢女士为公司副总经理。

据公司公告，国芳集团聘任王丹莢女士为公司副总经理，任职期限自本次董事会审议通过之日起至第四届董事会任期届满之日止。

宏图高科：支付公司 2015 年度第一期中期票据的利息。

据公司公告，宏图高科将于 2018 年 11 月 25 日支付公司 2015 年度第一期中期票据的利息。

步步高：公司控股股东质押 7,000 万股股份。

步步高控股股东步步高投资集团股份有限公司质押 7,000 万股股份，占公司总股份数的 8.10%。截至本公告日，步步高集团共持有本公司股份 302,241,133 股，占总股本的 34.99%。

南极电商：公司股东解除质押 3,000,000 股股份。

据公司公告，南极电商股东东方新民控股有限公司解除质押 3,000,000 股股份，占公司股份总数的 0.12%。东方新民累计质押其持有的公司股份 88,499,800 股，占公司股份总数的 3.61%。截至 2018 年 11 月 22 日，东方新民共持有公司股份 91,574,253 股，占公司股份总数的 3.73%。

我爱我家：公司控股股东质押 4,820 万股有限售条件流通股股份。

据公司公告，我爱我家控股股东信息西藏太和先机投资管理有限公司质押 4,820 万股有限售条件流通股股份，占本公司总股本的 2.05%。本次质押完成后，太和先机持有本公司 41,102.9689 万股股份，占本公司总股本的 15.75%。

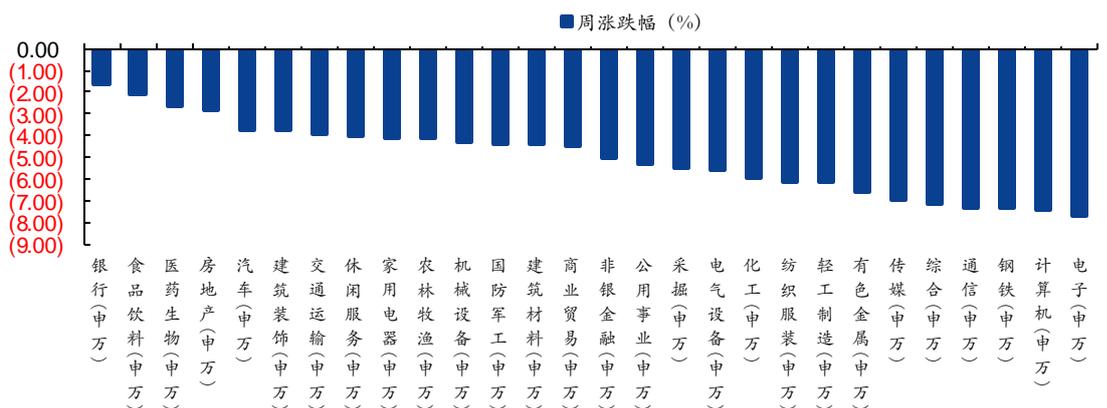
家家悦：拟收购张家口福悦祥连锁超市，启跨省拓展新篇章

据公司公告，拟以自有资金 1.56 亿元，通过受让股权及增资方式持有张家口福悦祥连锁超市有限公司 67% 股权，其中，受让股权投资金额 0.86 亿元，增资 0.70 亿元；并公告交易完成后，将利用标的公司全资物流子公司投资建设张家口综合物流项目，功能集常温物流、生鲜加工及中央厨房于一体，通过供应链优势对接提升标的公司的盈利能力，打造社会化的供应链服务平台。

6. 上周市场回顾

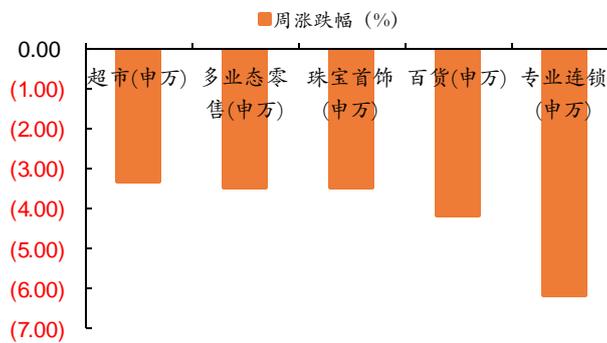
本周（2018.11.19-2018.11.23），商贸零售板块（申万）下跌-4.50%，在申万 28 个行业中位列 14 位，上证综指下跌-3.72%，超额收益-0.78%。分子行业来看，百货、超市、多业态零售、专业连锁、珠宝首饰涨跌幅分别为-4.16%、-3.33%、-3.46%、-6.17%、-3.50%。新华都(+4.35%)、新华百货(+2.25%)、我爱我家(+1.72%) 涨幅居前；跌幅前三名分别为：南纺股份(-21.74%)、汇鸿集团(-12.60%)、三江购物(-9.35%)。

图 1：本周商贸零售板块（申万）上涨+6.70%，位列第 14 位



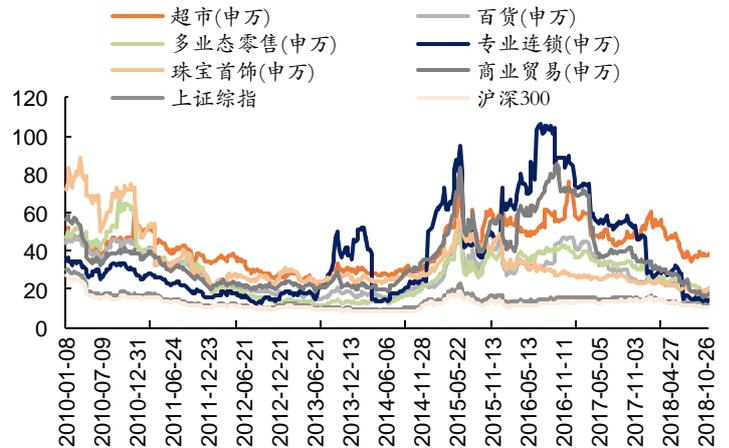
资料来源：Choice，安信证券研究中心

图 2：各零售子版块上周表现



资料来源：Choice，安信证券研究中心

图 3：零售板块历史市盈率



资料来源：Choice，安信证券研究中心

表 2：上周零售板块个股涨幅前五名

证券代码	证券简称	周涨跌幅(%)	收盘价(元)	周最低价(元)	周最高价(元)	周换手率(%)	周成交量(万股)	周成交金额(亿元)
002264.SZ	新华都	4.35	6.95	6.33	7.25	17.94	107.96	7.25
600785.SH	新华百货	2.25	18.15	17.64	19.45	1.63	3.68	0.68
000560.SZ	我爱我家	1.72	5.92	5.74	6.35	3.11	35.16	2.09
600626.SH	申达股份	0.88	5.73	5.55	6.15	12.04	85.55	4.97
603605.SH	珀莱雅	0.48	41.50	39.70	42.99	13.72	8.52	3.53

数据来源：Choice，安信证券研究中心

表 3：上周零售板块个股跌幅前五名

证券代码	证券简称	周涨跌幅(%)	收盘价(元)	周最低价(元)	周最高价(元)	周换手率(%)	周成交量(万股)	周成交金额(亿元)
600250.SH	南纺股份	-21.74	7.09	6.98	9.04	17.87	46.23	3.70
600981.SH	汇鸿集团	-12.60	4.37	4.36	5.45	17.97	43.45	2.14
601116.SH	三江购物	-9.35	11.92	11.92	13.14	6.09	25.01	3.14
600735.SH	新华锦	-9.06	5.02	5.00	5.62	11.80	44.36	2.39
300740.SZ	御家汇	-9.02	22.70	22.70	26.37	50.02	34.01	8.52

数据来源：Choice，安信证券研究中心

表 4：零售行业重点关注个股

证券代码	证券简称	股价(元)	周涨跌幅(%)	2017EPS(元/股)	2018EPS(元/股)	2019EPS(元/股)	2017PE	2018PE	2019PE	PS
601933.SH	永辉超市	7.11	-2.20	0.19	0.13	0.21	37	55	34	1.1
603708.SH	家家悦	21.72	-5.52	0.66	0.85	0.97	33	26	22	0.9
002024.SZ	苏宁易购	10.72	-7.67	0.45	0.84	0.35	24	13	31	0.5
002419.SZ	天虹股份	11.64	-4.20	0.90	0.74	0.89	13	16	13	0.7
600859.SH	王府井	14.77	-3.72	1.17	1.46	1.60	13	10	9	0.4
002867.SZ	周大生	30.20	-4.34	1.31	1.61	2.01	23	19	15	3.1
600612.SH	老凤祥	36.03	-1.88	2.17	2.45	2.77	17	15	13	0.4
603605.SH	珀莱雅	41.50	0.48	1.00	1.32	1.72	42	31	24	3.2
603630.SH	拉芳家化	14.15	-4.52	0.84	0.83	0.97	17	17	15	2.6
600315.SH	上海家化	26.97	-3.33	0.58	0.80	1.04	47	34	26	2.2
300740.SZ	御家汇	22.70	-9.02	1.32	0.77	1.02	17	30	22	3.4

数据来源：Wind，安信证券研究中心

附录：零售板块近期解禁

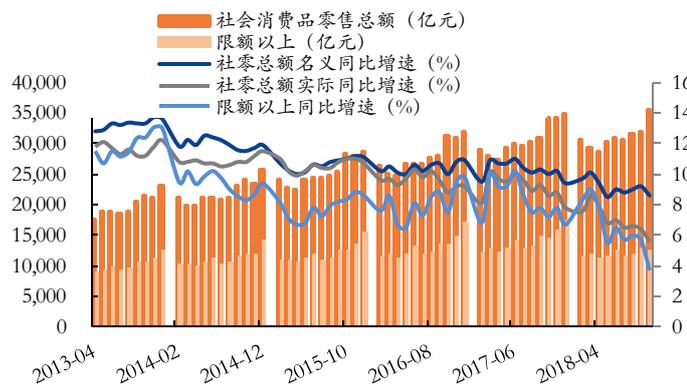
表 5: 零售行业限售股解禁情况汇总 (单位: 万股)

代码	简称	解禁日期	解禁数量(万股)	总股本	解禁前(万股)		解禁后(万股)		解禁股份类型
					流通 A 股	占比(%)	流通 A 股	占比(%)	
汇鸿集团	2018-12-10	200,057.86	224,243.32	24,185.46	10.79	224,243.32	224,243.32	100.00	定向增发机构配售股份
时代万恒	2018-12-12	2,537.50	29,430.21	22,619.21	76.86	29,430.21	25,156.71	85.48	定向增发机构配售股份
吉峰科技	2018-12-13	1,887.69	38,024.04	32,112.89	84.45	38,024.04	34,000.58	89.42	定向增发机构配售股份
我爱我家	2018-12-31	36,807.94	235,550.09	112,957.36	47.95	235,550.09	149,765.29	63.58	定向增发机构配售股份

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

附录: 宏观数据跟踪

图 4: 社零总额历史波动



资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

图 5: CPI 历史波动



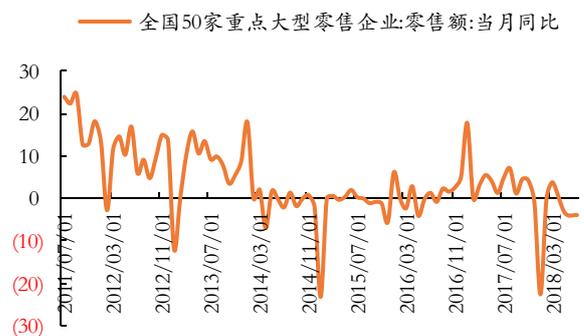
资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

图 6: 全国百家大型零售企业历史波动



资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

图 7: 全国 50 家大型零售企业历史波动



资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

黄守宏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
杨晔		0755-82558046	yangye@essence.com.cn
巢莫雯		0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
王红彦		0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034