申万宏源研究 SWS RESEARCH

2019 年 05 月 19 日

4 月社零总额同比增长 7.2%，假期错位导致短期波动

——商业贸易行业周报（0513-0517）

看好

相关研究

"食品价格推动 4 月 CPI 维持温和通胀态势 -商业贸易行业周报（0506-0510）" 2019 年 5 月 13 日

"行业筑底迎来复苏，龙头好于行业整体 -商贸零售行业 2018 年年报及 19 年一季报回顾" 2019 年 5 月 6 日

证券分析师
赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com

研究支持
王昊哲 A0230519010002
wanghz@swsresearch.com

联系人
夏旭
(8621)23297818×66500571
xiaxu@swsresearch.com

本期投资提示：

- **社零增速放缓主要系五一假期错位影响。（1）4 月社零总额同比增速 7.2%** 预期值为 8.7%，增速环比下降 1.5pct、同比下降 2.2pct；**（2）剔除节假日因素影响，4 月社零总额增速环比持平。** 4 月较去年同期减少 2 天假期。**据国家统计局测算，剔除假期错位因素，今年 4 月社零总额同比增长 8.7%，增速符合预期；（3）食品价格上涨推动 CPI 涨幅扩大。** 4 月 CPI 同比上涨 2.5%，环比提升 0.2pct、同比提升 0.7pct。食品 CPI 同比上涨 6.1%，环比提升 2.0pct。非食品 CPI 上涨 1.7%，环比提升-0.1pct。

- **必需消费继续保持高速增长，线上消费环比持续改善。（1）减税对支撑居民消费的政策效果显著，日用品/中西药品/饮料/粮油食品/烟酒保持高速增长，**其中日用品/中西药品连续多月保持两位数高增长，上述品类同比增速分别为 12.6/11.5/9.7/9.3/3.3%，增速环比-4.0/-0.3/-2.4/-2.5/-6.2pct，增速同比 0.6/3.3/-0.7/1.3/-6.2/-10.3pct；**（2）与假期直接相关的纺织服装增速大幅放缓**，同比增速-1.1%，增速环比-7.7pct、增速同比-10.3pct；**（3）线上消费增速继续回升，网上零售占比持续提升。**1-4 月网上零售额同比增长 17.8%，增速环比提升 2.5pct。实物商品网上零售额同比增速 22.2%，增速环比提升 1.2pct。实物商品网上零售额占社零比重为 18.6%，占比环比提升 0.4pct。

- **可选消费增速环比放缓，汽车品类跌幅收窄。（1）受地产后周期影响，地产相关品类增速环比放缓**，家具/家电/建材同比增速 4.2/3.2/-0.3%，增速环比放缓 8.6/12.0/11.1pct、同比放缓 3.9/3.5/11.7pct；**（2）与假期直接相关的化妆品/通讯/金银珠宝/石油增速较低，**其中金银珠宝 3 月低基数影响环比小幅提升，上述品类同比增速 6.7/2.1/0.4/0.1%、环比放缓 7.7/11.7/-1.6/7.0pct，增速同比放缓 8.4/8.7/5.5/13.2pct；**（3）汽车品类跌幅收窄**，4 月同比增速-2.1%，增速环比 2.3pct、增速同比-5.6pct。

- **上周市场震荡走低，商业贸易板块跑赢沪深 300 指数。**截至周五（5 月 17 日）收盘，上证综指收于 2882.30 点，周跌幅 1.94%；沪深 300 指数收于 3648.76 点，周跌幅 2.19%；创业板指收于 1478.75 点，周跌幅 3.59%；中小板指收于 5546.33 点，周跌幅 3.42%。行业板块方面，商业贸易上周市场表现跑赢沪深 300 指数，在 28 个申万一级子行业中排名第 13，处于中上游水平。申万商业贸易行业整体周跌幅为 1.95%，跑赢沪深 300 指数 0.24pct；一般零售子板块周跌幅 1.76%，跑赢沪深 300 指数 0.43pct；专业零售子板块周跌幅为 3.04%，跑输沪深 300 指数 0.85pct。

- **投资建议：我们预期 CPI 或将保持温和上涨，必需消费将受益。**超市行业同店增速和通胀正相关，有望受益于 CPI 上行；假期错位因素对可选消费形成明显的暂时冲击，今年 5 月节假日有 3 天，较去年 5 月多 3 天，**我们预期 5 月社零环比大幅提升的确定性较高，维持社零逐季回升，可选消费边际改善显著的观点。**建议重点关注全国超市龙头、具备生鲜壁垒的永辉超市；区域生鲜龙头、具备物流优势和机制优势的家家悦；智慧零售赋能、线上线下深度融合的苏宁易购；全国性百货企业、持续推进新零售战略布局的王府井、天虹股份；国改持续深化的重庆百货；享受婚庆人口红利，持续深耕三四线市场的周大生。

- **风险提示：**政策推进不及预期、消费需求不达预期、行业竞争加剧、企业展店速度放缓

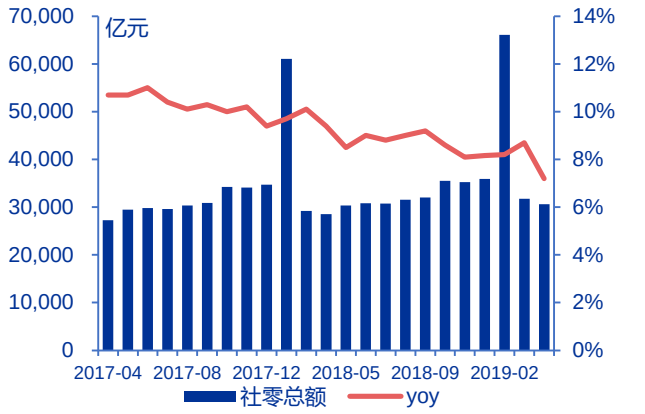
申万宏源研究微信服务号

1．商业贸易行业最新观点

1.1 4 月社零总额同比增长 7.2%，系五一假期错位影响

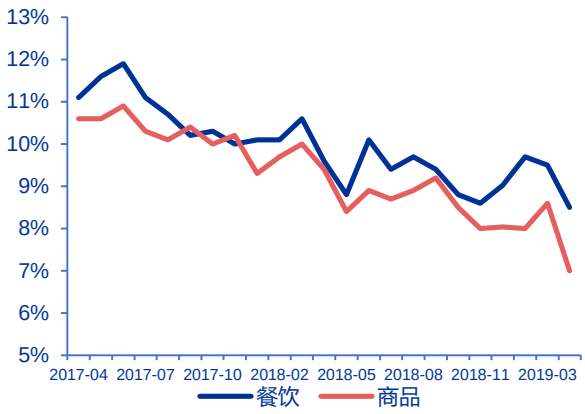
国家统计局公布 2019 年 4 月社会消费品零售总额数据：4 月社零总额 30,586 亿元，同比增长 7.2%，限额以上单位消费品零售额 11,120 亿元，同比增长 2.0%。城镇消费品零售额 26,259 亿元，同比增长 7.1%。乡村消费品零售额 4,327 亿元，增长 7.8%;餐饮收入 3,281 亿元，同比增长 8.5%；商品零售 27,305 亿元，增长 7.0%。

图 1：2019 年 4 月社零总额同比增长 7.2%



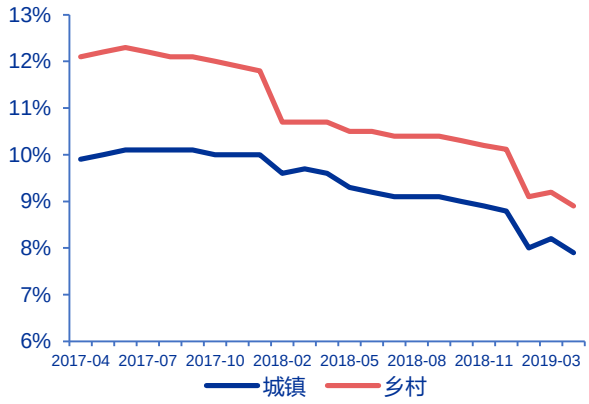
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 2：4 月餐饮/商品零售额同比增长 8.5/7.0%



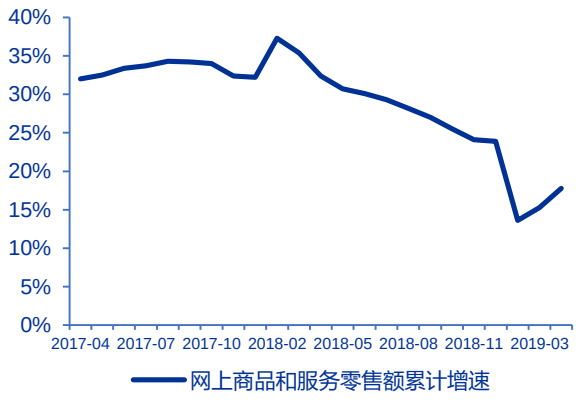
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 3：1-4 月城镇/乡村社零累计同比增长 7.9/8.9%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 4：1-4 月网上零售额累计同比增长 17.8%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

社零增速放缓主要系五一假期错位影响。（1）4 月社零总额同比增速 7.2%，预期值为 8.7%，增速环比下降 1.5pct、同比下降 2.2pct；**（2）剔除节假日因素影响，4 月社零总额增速环比持平。**2018 年五一假期为 4 月 29 日至 5 月 1 日， 2019 年为 5 月 1 日至 4 日，4 月较去年同期减少 2 天假期。**据国家统计局测算，剔除假期错位因素，今年 4 月社零总额同比增长 8.7%，增速符合预期；（3）食品价格上涨推动 CPI 涨幅扩大。**4 月 CPI 同比上涨 2.5%，涨幅环比提升 0.2pct、同比提升 0.7pct。食品 CPI 同比上涨 6.1%，涨幅

环比提升 2.0pct、同比提升 5.4pct。非食品 CPI 上涨 1.7%，涨幅环比提升-0.1pct、同比提升-0.4pct

图 5：2019 年一季度 GDP 同比增长 6.4%

资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 6：2019 年 4 月 CPI 同比上涨 2.5%

资料来源：国家统计局，申万宏源研究

必需消费继续保持高速增长，线上消费环比持续改善。（1）减税对支撑居民消费的政策效果显著，日用品/中西药品/饮料/粮油食品/烟酒保持高速增长，其中日用品/中西药品连续多月保持两位数高增长，上述品类同比增速分别为 12.6/11.5/9.7/9.3/3.3%，增速环比-4.0/-0.3/-2.4/-2.5/-6.2pct，增速同比 0.6/3.3/-0.7/1.3/-6.2/-10.3pct；**（2）与假期直接相关的纺织服装增速大幅放缓，**同比增速-1.1%，增速环比-7.7pct、增速同比-10.3pct；**（3）线上消费增速继续回升，网上零售占比持续提升。**1-4 月网上零售额同比增长 17.8%，增速环比提升 2.5pct。实物商品网上零售额同比增速 22.2%，增速环比提升 1.2pct。实物商品网上零售额占社零比重为 18.6%，占比环比提升 0.4pct。

可选消费增速环比放缓，汽车品类跌幅收窄。（1）受地产后周期影响，地产相关品类增速环比放缓，家具/家电/建材同比增速 4.2/3.2/-0.3%，增速环比放缓 8.6/12.0/11.1pct、同比放缓 3.9/3.5/11.7pct；**（2）与假期直接相关的化妆品/通讯/金银珠宝/石油增速较低，**其中金银珠宝 3 月低基数影响环比小幅提升，上述品类同比增速 6.7/2.1/0.4/0.1%、环比放缓 7.7/11.7/-1.6/7.0pct，增速同比放缓 8.4/8.7/5.5/13.2pct；**（3）汽车品类跌幅收窄，**4 月同比增速-2.1%，增速环比 2.3pct、增速同比-5.6pct。

表 1：2019 年 4 月限额以上单位商品零售额同比增长 1.80%

指标名称	绝对量（亿元）	同比增速
限额以上单位商品零售	10,429	1.80%
粮油、食品类	1,022	9.30%
饮料类	155	9.70%
烟酒类	259	3.30%
服装鞋帽、针纺织品类	1,000	-1.10%
化妆品类	210	6.70%
金银珠宝类	186	0.40%
日用品类	438	12.60%
家用电器和音像器材类	683	3.20%
中西药品类	493	11.50%
文化办公用品类	242	3.60%
家具类	143	4.20%

指标名称	绝对量（亿元）	同比增速
通讯器材类	337	2.10%
石油及制品类	1,599	0.10%
汽车类	3,054	-2.10%
建筑及装潢材料类	151	-0.30%

资料来源：国家统计局，申万宏源研究

1.2 本周投资建议

从行业中长期发展角度，我们依旧坚定推荐行业逻辑清晰，扩张成长空间巨大，竞争优势突出，管理优秀高效的零售公司。尽管短期市场偏好出现一定调整，但是真正穿越周期实现成长的零售公司一定是坚定做实主业、稳步扩张的零售龙头，这些公司的价值会随着成长持续增长，为投资人带来长期稳定的回报。

百货板块，估值具备长期投资价值、安全边际充足、逆周期展店、经营管理改善的个股，首推王府井、天虹股份。（1）王府井：公司兼具规模和品牌优势，处全渠道转型升级档口，具有较强区域扩张实力，门店数量及收入增速稳定，新店占比达到 30%，新开门店以购物中心和奥特莱斯业态为主，老店向购物中心或城市奥莱方向调改，公司 PB 只有 1.2 倍，19 年 PE 10 倍，估值依旧处于历史低位，自有物业价值提供安全边际；**（2）天虹股份：**公司通过轻资产模式拓展新店、快速调改老店，新增大量体验性业态，吸引客流回归。目前储备项目充足，随着经济表现的回暖，未来 2-3 年展店有望加速，与腾讯在数字化及智慧化方面的合作有望进一步提升公司的经营效率，设立市场化股票增持计划充分调动管理层和员工的积极性，彰显公司对未来发展的信心。

超市板块，长期看好高确定性龙头，全国型龙头推荐永辉超市，区域型龙头建议关注家家悦。（1）永辉超市：近期公司剥离云创业务，聚力发展云超业务，做大做强到店业务，深入探索新零售业务。公司具备较强的规模优势和生鲜供应链竞争壁垒，仍可以凭借到店业务实力提升市场占有率，保障业绩增速和盈利能力。到家业务满足多元消费需求，创造更优的消费者体验，增强用户粘性，提升公司市场竞争力、提高市场占有率，积极探索卫星仓、布局小型店、MINI 店等新兴业态模式，运用大数据、人工智能等先进技术进行门店及中后台升级改造，提升物流配送效率，综合提升新零售业务实力。公司近期进行管理层组织架构调整和业务调整，治理模式国际化，成立大科技事业部，科技化中后台建设提升公司治理能力，成立大供应链事业部，简政放权打造中短半径供应链，后台精简和大数据应用将大幅降低成本费用，业绩弹性凸显；**（2）家家悦：**公司是山东省区域超市龙头，具备出色的生鲜供应链实力，毛利处于行业领先水平，生鲜占比超过 40%，自有品牌商品营收占比超过 8%，凭借供应链优势在胶东地区密集布局，并成功在山东中西部地区复制，2018 年 11 月收购张家口福悦祥 67%股权，开启全国扩张步伐。密集型小店布局，兼具门店和前置仓功能，物流体系覆盖全省并渗透乡镇农村。

专业连锁板块，苏宁易购业绩拐点已现，智慧零售战略加速起航，开启新一轮成长周期。2019 年国家有望出台促进汽车、家电等产品消费的措施，家电板块预期收益。公司线上业务高速增长，实现商品全品类覆盖，消费场景不断延伸，第三方平台有望爆发。线下

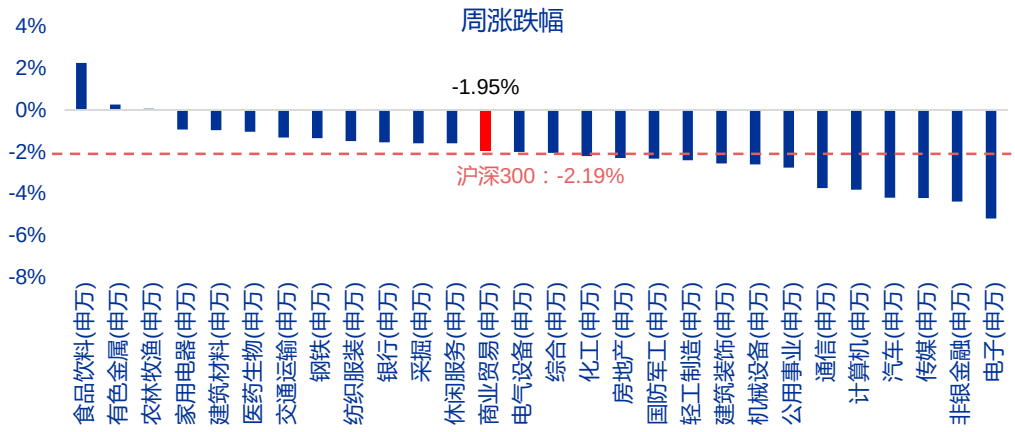
业务完善业态布局，建立差异化竞争优势，深耕低线城市及城市社区市场，零售云触达低线城市，苏宁小店进入升级扩张期。物流和金融业务盈利能力提高，生态闭环逐渐完善。

2．上周零售行业行情回顾

2.1 一周市场行情

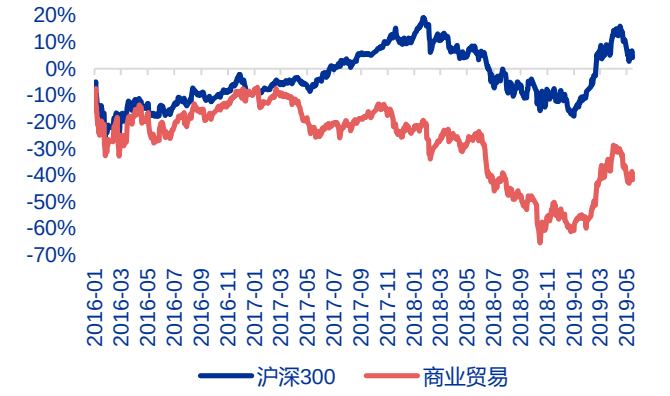
上周市场震荡走低，商业贸易板块跑赢沪深 300 指数。截至周五（5 月 17 日）收盘，上证综指收于 2882.30 点，周跌幅 1.94%，沪深 300 指数收于 3648.76 点，周跌幅 2.19%；创业板指收于 1478.75 点，周跌幅 3.59%；中小板指收于 5546.33 点，周跌幅 3.42%。行业板块方面，商业贸易上周市场表现跑赢沪深 300 指数，在 28 个申万一级子行业中排名第 13，处于中上游水平。申万商业贸易行业整体周跌幅为 1.95%，跑赢沪深 300 指数 0.24pct；一般零售子板块周跌幅 1.76%，跑赢沪深 300 指数 0.43pct；专业零售子板块周跌幅为 3.04%，跑输沪深 300 指数 0.85pct。

图 7：商贸零售行业上周市场表现排名第 13



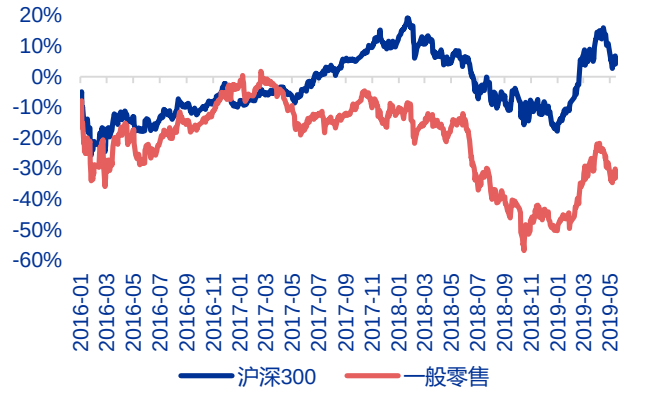
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：2016 年初以来，商业贸易板块涨跌幅



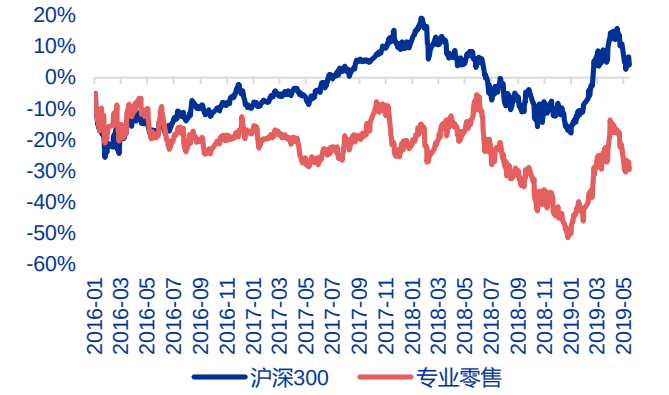
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：2016 年初以来，一般零售板块涨跌幅



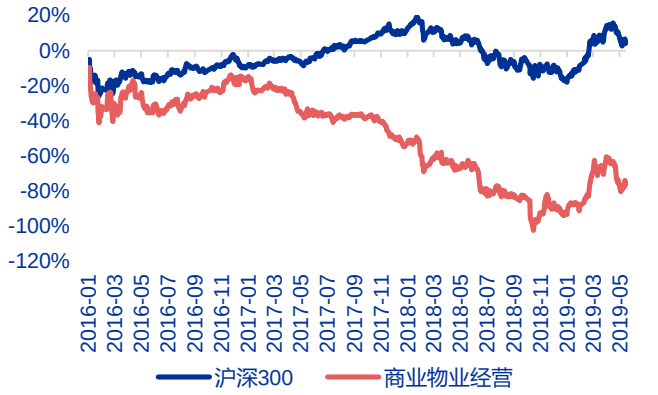
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：2016 年初以来，专业零售板块涨跌幅



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 11：2016 年初以来，商业物业经营板块涨跌幅



资料来源：Wind，申万宏源研究

2.2 个股涨跌幅一览

上周行业内市场涨幅前五的个股分别为：农产品（7.91%）、中兴商业（7.04%）、江苏舜天（5.70%）、天音控股（4.26%）、红旗连锁（3.42%）。市场涨幅后五的个股分别为远大控股（-7.38%）、跨境通（-6.95%）、厦门国贸（-6.44%）、博士眼镜（-6.40%）、文峰股份（-5.14%）。

表 2：一周市场涨幅前五的个股情况

股票代码	股票简称	周涨跌幅	周成交量：万手	周收盘价：元
000061.SZ	农产品	7.91%	89.34	6.14
000715.SZ	中兴商业	7.04%	16.02	10.03
600287.SH	江苏舜天	5.70%	186.55	7.79
000829.SZ	天音控股	4.26%	60.09	6.12
002697.SZ	红旗连锁	3.42%	97.16	6.03

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 3：一周市场涨幅后五的个股情况

股票代码	股票简称	周涨跌幅	周成交量：万手	周收盘价：元
000626.SZ	远大控股	-7.38%	31.79	8.91
002640.SZ	跨境通	-6.95%	82.60	9.11
600755.SH	厦门国贸	-6.44%	112.25	8.13
300622.SZ	博士眼镜	-6.40%	5.15	19.00
601010.SH	文峰股份	-5.14%	33.59	3.32

资料来源：Wind，申万宏源研究

3．一周行业新闻回顾

1、沃尔玛、永辉、家乐福等零售商一季度市占率出炉（联商网）

凯度消费者指数最新报告显示，截至 2019 年 3 月 22 日的 12 周，中国快速消费品市场销售额呈现温和增长，同比增长 2.4%。高鑫零售、华润万家和沃尔玛仍然保持领先地位，

在一季度，这三家公司共占有现代通路（大卖场/超市/便利店）中 20.4%的市场份额，但较去年同期均有不同程度的回落。

2、万达百货 37 家门店更名为苏宁易购广场（联商网）

37 家苏宁易购广场将基于自身经营基础整合自身在双线渠道的优势资源 如苏宁极物、苏宁红孩子、苏宁小店等其它业态，并联合原有供应商完成业态融合改造，打造集吃喝玩乐、购物为一体智慧零售广场。加上原有 19 家苏宁易购广场和 16 家苏宁广场，苏宁旗下广场业态已经达到了 72 家，正式建成自营智慧零售广场体系。

3、天虹微喔便利店获 CCFA2019 年中国便利店创新奖（联商网）

5 月 12-15 日，由中国连锁经营协会主办的“2019 中国便利店大会”在武汉召开。会上天虹微喔便利店地方特色小吃项目获得“中国便利店商品创新奖”。 在激烈竞争中，天虹微喔便利店始终聚焦于中国消费者餐食需求，不断优化顾客“一日五餐”餐饮体验。据悉这是此次 13 项大奖中，中国便利店唯一一个以商品创新获得的创新奖。

4、亚马逊超沃尔玛成全球最大零售商 阿里位居第三（联商网）

5 月 16 日，福布斯公布 2019 年全球上市公司 2000 强榜单，两大电商巨头美国亚马逊和中国阿里巴巴被划分到零售行业，亚马逊在总榜单上的排名跃升 25 位，至第 28 位，超过沃尔玛（第 29 位），成为全球最大零售商。阿里巴巴在总榜单上排名从去年的第 81 位跃升至第 59 位，在零售业中位居第三。

5、一季度中国家电市场零售额同比下降 3.1%（联商网）

中国家用电器研究院和全国家用电器工业信息中心联合发布《2019 年中国家电行业一季度报告》，2019 年一季度，中国家电市场零售额规模达到 1834 亿元，同比下降 3.1%，传统品类中，多数产品呈现下滑趋势。在传统家电的主要赛道上，产品同质化严重。

4．行业上市公司公告

1、永辉超市:关联交易公告

公司的联营公司永辉云创科技有限公司拟增资 10 亿元人民币，用于门店扩张、夯实供应链、提升永辉生活（S2C）等，永辉云创现有股东将对其进行同比例增资，其中，永辉超市出资 2.66 亿元人民币，增资后公司对永辉云创的持股比例不变，仍为 26.6%。

2、美年健康：关于股东部分股权质押的公告

公司于 5 月 17 日分别收到公司控股股东天亿资产和股东上海美馨的通知 ,获悉其所持有本公司的部分股份办理了质押手续。截至 5 月 17 日，天亿资产和上海美馨持股比例分别为 9.49%和 6.72%，完成本次部分股份质押登记手续后，天亿资产和上海美馨累计质押本公司股份占公司总股本的 6.94/4.38%。

3、鄂武商 A:董事及高管人员减持股份预披露公告

公司于 2019 年 5 月 14 日收到公司董事及高管人员出具的《武汉武商集团股份有限公司董事、监事、高级管理人员关于股份减持计划的告知函》。董事朱曦及熊海云、副总经理汪斌及李东计划计划自 2019 年 6 月 10 日-12 月 6 日期间以集中竞价方式减持公司股份约 19.71 万股(占公司总股本比例 0.026%)。

4、厦门国贸:关于联合竞得漳州市地块的公告

公司下属全资子公司漳州贸悦与合作方厦门衡资近日在漳州市国有建设用地使用权公开出让活动中，以人民币 181,000 万元总价联合竞得龙文区 2019P05 地块，其中漳州贸悦与厦门衡资出资股比分别为 50%和 50%。

5、中兴商业:重大事项停牌公告

公司于 2019 年 5 月 12 日接到控股股东方大集团部分要约收购书面告知函，由于本次要约收购事项存在不确定性，为保证公平信息披露，维护广大投资者利益，公司股票自 2019 年 5 月 13 日开市起停牌，停牌时间预计不超过 5 个交易日。

5．行业重点公司估值

表 4：商业贸易行业重点公司估值表

证券代码	证券简称	投资评级	2019-05-17		PB	申万预测 EPS				PE		
			收盘价(元)	总市值（亿元）	2018A	2018A	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002419	天虹股份	买入	12.75	153	2.3	0.75	0.89	1.03	1.14	14	12	11
002024	苏宁易购	买入	11.12	1,035	1.3	1.43	2.00	0.32	0.37	6	35	30
601933	永辉超市	买入	10.00	957	4.9	0.15	0.25	0.34	0.45	40	29	22
000501	鄂武商 A	增持	11.10	85	1.0	1.37	1.52	1.59	1.68	7	7	7
600655	豫园股份	买入	8.53	331	1.2	0.78	0.92	1.09	1.29	9	8	7
600729	重庆百货	买入	30.62	124	2.2	2.04	2.51	3.07	3.74	12	10	8
600859	王府井	买入	16.93	131	1.2	1.55	1.64	1.96	2.26	10	9	8

资料来源：Wind 资讯、申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（Outperform）：相对强于市场表现5%～20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。