

2019年02月24日

商贸零售

继续推荐超市龙头及低估值板块，珀莱雅1月线上数据表现依旧强劲

- **超市板块必需属性仍强，龙头受益于成长性预期改善，给予估值溢价。**国内超市行业双线融合趋势渐明，随双线龙头内外整合资源优势，对线下供应链及效率提出更高要求，行业加速集中已成必然趋势；宏观经济增速下行确实将一定程度上对行业造成不利影响，但行业作为必需消费抗周期性较强；而优势龙头凭借现有基础规模及盈利能力，可整合经营不善企业、推进展店、促进转型，并以规模效应带动盈利能力提升，机遇或大于挑战。从海内外复盘来看，虽行业历史格局衍变因素有所不同，但龙头历史股价影响动因基本一致，即：与业绩增速高度相关，且其成长性预期直接影响估值溢价（同时现金流也有一定影响）。沃尔玛不止曾经pe高达50倍，ps高达2倍。在相当不短的时间里，市场都给了相对业绩增速高达1.5倍的估值溢价；甚至在净利润下行的阶段，因为现金流及成长性预期的改变，估值仍然上行。据此当前国内：1) 永辉超市作为必需消费龙头，内外整合赋能提速，且聚焦主业推进到店到家业务，兼具高成长性及业绩弹性，预计云超25%增速，给予其扣除股权激励费用余额35倍PE，维持“买入-A”评级，6个月目标价10元；2) 家家悦：稳步推进西部扩张、门店调整升级、渠道下沉，扩张、提效潜力较大，19年业绩增速稳健，对应2019E 148亿元营收给予0.85倍PS估值，维持“买入-A”评级，6个月目标价27元，值得关注。
- **百货购物中心下沉三四线+注重购物体验门店调整+数字化赋能推进，优质龙头天虹、王府井仍处估值历史较低水平，继续推荐。**1) 天虹股份：数字化革新提效+门店改在优化体验+18-20年展店加速+次新店成熟增厚业绩，业绩有望稳健增长。①外延扩张：公司大店共计80家，未来有望继续深入低线城市，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8家大店，且19-20年展店预计均为10家；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；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；④估值层面：天虹股份19PE 13.6x，过去10年PE均值为20.54x，估值处于历史较低位置。2) 王府井：全国布局规模优势+多层次门店结构，全估值仍处低位。①多层次门店结构：公司是少数几家实现全国门店布局的百货龙头，目前门店50家，其中成熟门店对公司业绩起到支撑作用，成长门店的逐步成熟和亏损门店转型调整同样推动利润增长。②零售体验持续优化：公司大力开发引进体现新生活方式的商品资源，加大进口商品买断自营比例，优化品牌结构，吸引客流增长；③多业态协同发展：百货方面，不断向购物中心化、城市奥莱化、社区化方向发展，转型调整取得显著成效；购物中心方面，主力店发挥百货店商品经营的优势，经营呈现良好态势；奥特莱斯方面，大力推进自营项目的落地，优化品类结构，增长保持强劲。④估值层面：王府井19PE 9.8x，过去10年PE均值为22.37x，估值处于历史较低位置。

- **淘数据披露1月全网销量及销售数据：1) 护肤板块：销量同比增长5.31%；**

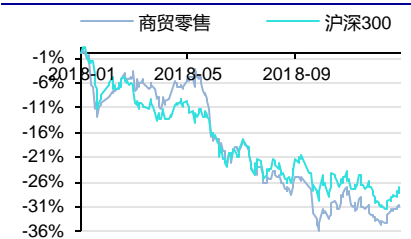
行业动态分析

证券研究报告

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	10.00	买入-A
603708 家家悦	27.00	买入-A
002419 天虹股份	14.50	买入-A
002867 周大生	38.50	买入-A
002024 苏宁易购	14.50	买入-A
603214 爱婴室	43.00	买入-A
603605 珀莱雅	48.00	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-4.38	-11.46	4.11
绝对收益	-1.10	-10.40	-21.96

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001
liuwz@essence.com.cn
021-35082109

相关报告

- 珀莱雅12月线上数据亮眼，行业增速趋缓精选优质龙头 2019-01-06
- 双11提振社零有限，必需消费仍较稳健，可选消费有所分化 2018-12-16
- 优势龙头整合提效，跨境进口迎政策利好 2018-11-26
- 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

GMV 同比增长 42.33%，相比于 12 月 57.81% 的 GMV 增速有所下降；彩妆板块：销量同比下降 1.67%，GMV 同比增长 30.38%，GMV 保持高位增速。国外方面，欧美高端品牌表现亮眼，日韩品牌表现次佳；国内方面，珀莱雅仍然表现亮眼：1) 上海家化旗下佰草集品牌，护肤板块销量和 GMV 分别同比下降 33.45% 和 20.43%，彩妆板块销量和 GMV 分别同比下降 25.73% 和 56.15%；高夫品牌，护肤板块销量同比下降 9.47%、GMV 同比增长 0.21%，彩妆板块销量和 GMV 同比增长 19.57% 和 26.02%；2) 御家汇旗下御泥坊品牌，护肤板块销量同比下降 6.95%、GMV 同比增长 11.35%，彩妆板块销量和 GMV 分别同比增长 73.56% 和 62.99%；小迷糊品牌，护肤板块销量和 GMV 分别同比降低 21.75% 和 9.10%，彩妆板块销量和 GMV 分别同比增长 567.71% 和 482.24%；阿芙品牌，护肤板块销量和 GMV 分别同比增长 8.34%、11.19%，彩妆板块销量和 GMV 分别同比下降 6.25% 和 29.07%；丽得姿品牌，护肤板块销量和 GMV 分别同比下降 62.92% 和 52.15%。3) 珀莱雅旗下的珀莱雅品牌，护肤板块销量和 GMV 分别同比增长 64.31% 和 68.47%，彩妆板块销量和 GMV 分别同比增长 64.53% 和 54.71%。

- **投资建议：**整体来看，12 月单月社零数据相比 11 月增速有所回暖，但综合全年数据趋势及 PPI 环比变化、经济走势等情况来看，社零整体中长期趋势仍待观望。市场初具宏观经济三四季度企稳预期，政府密集出台政策刺激消费，有助于修复中长期预期，其传导落地有待观望；在此背景下，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、珀莱雅、天虹股份、家家悦、周大生、苏宁易购、爱婴室。
- **市场回顾：**本周（2019.02.18-2019.02.22），商贸零售板块（申万）上涨 +4.22%，在申万 28 个行业中位列 18 位，上证综指上涨 +4.54%，超额收益 -0.32%。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 +3.73%、+3.22%、+2.98%、+3.88%、+8.12%。宏图高科（+15.98%）、新华锦（+11.62%）、潮宏基（+10.98%）涨幅居前；跌幅前三名分别为：武汉中商（-7.81%）、兰州民百（-3.23%）、中央商场（-3.00%）。
- **行业要闻：**
 - 腾讯 11 年投资了 700 家企业，其中 63 家已经上市、122 家成为市值/价值超 10 亿美金的独角兽。2018 年更有 16 家被投资公司实现 IPO，创下纪录。
 - 苏宁易购借旗下 PP 体育生态提升会员黏性，双方推出的中超联名会员将同时享受到 PP 体育和苏宁易购的双重福利，总价值超过 400 元。除专属身份会员卡、新赛季中超 240 场比赛免费观看、球迷专属购物礼包等多种权益外，还可享受云钻竞猜等多项福利，同时还可享受苏宁易购的升级服务。
 - 2018 年全国农村网络零售额达到 1.37 万亿元，同比增长 30.4%，全国农产品网络零售额达到 2305 亿元，同比增长 33.8%，农村电商迅猛发展。
- **公司动态：**
 - **周大生：**年报业绩增长 36% 符合预期，门店扩张+产品线衍生推动业绩增长：①18 全年：营收 48.70 亿元/+27.97%，归母净利润 8.06 亿元/+36.16%；②18Q4：营收 13.29 亿元/+21.59%，归母净利润 2.11 亿元/+19.89%。
 - **爱婴室：**公司拟使用最高不超过 40,000 万元闲置自有资金购买合法金融机构发行的低风险、短期（不超过一年）的理财产品。在上述额度内资金可以循

环使用，期限自股东大会审议通过之日起12个月内有效。

- **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. 重点更新

1.1. 周大生：年报业绩增长 36%符合预期，门店扩张+产品线衍生推动业绩增长

事件：2月18日，公司公布业绩快报：①18全年：营收48.70亿元/+27.97%，归母净利润8.06亿元/+36.16%；②18Q4：营收13.29亿元/+21.59%，归母净利润2.11亿元/+19.89%。

公司本次18年快报业绩基本符合预期。①门店扩张：公司18Q4净增门店185家（自营净增10家、加盟净增175家），18全年净增门店651家，总门店数增长至3375家，在珠宝行业品牌化率推进及竞争整合推动下继续实现了市占率的提升。②产品升级：公司在18年继续丰富产品线，推出了“LOVE100 星座极光”、“百魅”等情景风格珠宝，实现产品多场景佩戴的延伸，进一步激发市场需求。

竞争优势：1) 品牌管理优势：“周大生”定位于中高端钻石珠宝品牌，市占率在国内珠宝首饰市场位列前三，品牌价值从2011年的75.25亿元上升到2017年的301.58亿元；2) 产品优势：公司产品定位是“言情悦心流行精品”，2013年公司引入比利时EXELCO公司“LOVE100”百面切工钻石作为核心产品系列，钻石亮度较一般钻石可提升20%左右，且根据设计需求增添CNC冲压、机雕工序，使镶嵌产品表面更富有质感；3) 供应链整合优势：公司把握“品牌+供应链整合+渠道”产业模式的协同价值，建立了一套上游供应商的甄选及考核机制，实现对市场的快速反应；同时在质量管控上建立了多层次的质量监督管理体系，是业内率先进行产品全检的珠宝首饰企业之一；同时将附加值较低的生产和配送等中间环节外包，致力于产业链中高附加值的品牌推广和渠道建设环节，实现了经营规模的快速柔性扩张。

18年来公司两次股权激励，深度绑定员工：1) 2018/01 公司授予激励对象限制性股票964.31万股，占当时总股本的1.57%；2) 2018/04 公司拟向不超过100名员工筹集不超过1.5亿元，两次员工股权激励计划深度绑定优秀员工，激发公司长期活力，彰显公司长期发展信心。

未来看点：以点(自营)带面(加盟)加速渗透三四线城市，建设电商平台打造珠宝O2O生态圈。公司将完善营销网络，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，将通过租赁和与商场联营在一二线城市新设自营店，增强公司品牌区域影响力；同时在三四线城市，公司将借助加盟商迅速拓展和渗透市场；2) 线上端：建设电商平台，整合网上商城、产品发布、信息共享等功能，为消费者提供全面深入的电子商务服务，打造珠宝O2O生态圈，实现线上线下优势互补、资源共享，提升公司整体的营销能力；3) 公司还将①建立企业研发中心，增强时尚产品和豪华产品的设计能力；②提高原创产品的款式比例，提高公司产品利润率；③将企业品牌的内涵融入产品设计，创造独特的品牌风格，提高品牌产品的辨识度。

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

1.2. 苏宁易购：拟收购万达百货，进一步丰富全场景业态

事件：根据苏宁易购官方公众号，2月12日，苏宁易购董事长张近东在新春团拜会上宣布正式收购万达百货下属全部37家百货门店，构建线上线下到店到手全场景的百货零售业态，为用户提供更丰富的数字化、场景化购物体验。

万达百货在全国的 37 家门店大都位于一、二线城市的 CBD 或市中心区域，会员数量超 400 万人。近两年，万达百货销售规模稳中有升，净利润水平持续提升。

苏宁收购万达百货，有望全面升级万达经营，进一步丰富苏宁业态。①苏宁原有的丰富业态，以及背后强大的八大产业资源，都可以与百货进行模块化对接，交互创新，创造出更多更创新的前沿业态，为用户提供全方位的服务体验；②苏宁有望通过输出智慧零售 CPU 能力，突破传统百货概念，从数字化和体验两方面改造供应链，打造全新的百货核心竞争力，补强百货这一重要拼图，进一步完善全场景、全品类布局；③近两年，万达百货销售规模稳中有升，净利润水平持续提升，并表后有望为苏宁贡献增量业绩。

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。

1.3. 天虹股份：推出第二期股票增持计划，彰显公司未来发展信心

事件：公司公布第二期市场化股票增持计划，参加增持计划的总人数不超过 295 人，资金总额上限为 9309 万元（以 1 月 14 日的 10.95 元/股计算，可对应认购总股数为 850.14 万股，占总股本的 0.71%），并计划在股东大会审议通过增持计划后 6 个月内以二级市场购买，存续期为 5 年，锁定期 1 年（入职若不满 2 年则为 2 年）。

点评：公司此前已在 17 年公告第一次市场化股票增持计划，包括了公司董事长等高管在内的不超过 232 名员工于 18 年 1-6 月期间实际累计购买的总股数约 987 万股，占股本的 0.82%，交易均价 11.96 元。本次发布第二期股票增持计划，对应的股价已调整至上次增持计划的成本价以下，一方面彰显公司对未来业务发展的信心，另一方面进一步凸显公司的目前股价已处历史较低水平。

核心逻辑：数字化革新提效+门店改造优化体验+18-20 年展店加速，公司业绩有望继续稳健增长。1) 外延扩张：天虹百货+购物中心共有门店 78 家，未来有望继续深入低线城市，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 8 家大店，且 19-20 年展店预计均为 10 家；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，目前的储备项目数已达 7 个，未来有望继续与国内领导型地产商落实更多管理输出项目。

风险提示：消费市场竞争激烈风险、门店扩张速度不及预期、经济下行抑制可选消费风险等。

1.4. 化妆品 1 月销售数据：内外资持续分化，珀莱雅品牌表现亮眼

淘数据披露 1 月全网销量及销售额，其中：1) 护肤板块：销量同比增长 5.31%；GMV 同比增长 42.33%，相比于 12 月 57.81% 的 GMV 增速有所下降；2) 彩妆板块：销量同比下降 1.67%，GMV 同比增长 30.38%，GMV 保持高位增速。

欧美高端品牌表现亮眼，日韩品牌表现次佳：①资生堂旗下资生堂品牌，护肤板块销量和 GMV 分别同比下降 12.90%和 20.70%，彩妆板块销量和 GMV 分别同比下降 25.84%和 32.63%；②雅诗兰黛旗下雅诗兰黛品牌，护肤板块销量和 GMV 分别同比增长 14.59%和

41.77%，彩妆板块销量和 GMV 分别同比增长 60.47%和 73.81%；海蓝之谜品牌，护肤板块销量和 GMV 分别同比增长 103.97%和 24.56%；③欧莱雅旗下兰蔻品牌，护肤板块销量同比增长 71.16%、GMV 同比增长 57.17%，彩妆板块销量同比增长 64.25%、GMV 同比增长 51.17%；欧莱雅品牌，护肤板块销量同比下降 11.91%、GMV 同比增长 45.83%，彩妆板块销量同比增长 4.81%、GMV 同比增长 46.39%；④宝洁旗下玉兰油品牌，护肤板块销量和 GMV 同比增长 19.89%、10.56%；SK-2 品牌，护肤板块销量和 GMV 分别同比下降 35.80%、2.74%；⑤爱茉莉太平洋旗下雪花秀品牌，护肤板块销量和 GMV 分别同比下降 16.13%、21.69%，悦诗风吟品牌，护肤板块销量同比降低 28.61%、GMV 同比增长 16.24%，彩妆板块销量同比增长 13.66%、GMV 同比下降 2.07%。

国产品牌表现分化，珀莱雅品牌表现亮眼：①上海家化旗下佰草集品牌，护肤板块销量和 GMV 分别同比下降 33.45%和 20.43%，彩妆版块销量和 GMV 分别同比下降 25.73%和 56.15%；高夫品牌，护肤板块销量同比下降 9.47%、GMV 同比增长 0.21%，彩妆版块销量和 GMV 同比增长 19.57%和 26.02%；②御家汇旗下御泥坊品牌，护肤版块销量同比下降 6.95%、GMV 同比增长 11.35%，彩妆版块销量和 GMV 分别同比增长 73.56%和 62.99%；小迷糊品牌，护肤版块销量和 GMV 分别同比降低 21.75%和 9.10%，彩妆版块销量和 GMV 分别同比增长 567.71%和 482.24%；阿芙品牌，护肤版块销量和 GMV 分别同比增长 8.34%、11.19，彩妆版块销量和 GMV 分别同比下降 6.25%和 29.07%；丽得姿品牌，护肤版块销量和 GMV 分别同比下降 62.92%和 52.15%。③中路股份旗下的膜法世家品牌，护肤板块销量和 GMV 分别同比增长 146.83%和 138.82%；④珀莱雅旗下的珀莱雅品牌，护肤板块销量和 GMV 分别同比增长 64.31%和 68.47%，彩妆版块销量和 GMV 分别同比增长 64.53%和 54.71%；⑤非上市公司中的百雀羚品牌，护肤板块销量和 GMV 分别同比增长 20.62%和 24.56%，彩妆版块销量和 GMV 分别同比增长 25.95%和 18.99%；一叶子品牌，护肤板块销量和 GMV 分别同比下降 59.57%和 64.48%；自然堂品牌，护肤品板块销量同比下降 0.52%、GMV 同比增长 2.57%，彩妆版块销量和 GMV 分别同比增长 10.91%和 36.78%；佰草世家品牌，护肤板块销量和 GMV 分别同比增长 88.89%和 62.27%；韩后品牌，护肤版块销量和 GMV 分别同比下降 13.99%和 9.71%，彩妆版块销量和 GMV 分别同比下降 42.85%和 47.78%；相宜本草品牌，护肤板块销量同比下降 15.50%、GMV 同比增长 30.12%，彩妆版块销量和 GMV 分别同比增长 245.61%和 362.44%；韩束品牌，护肤板块销量和 GMV 分别同比下降 25.60%和 25.66%，彩妆版块销量和 GMV 分别同比下降 31.83%和 39.14%。

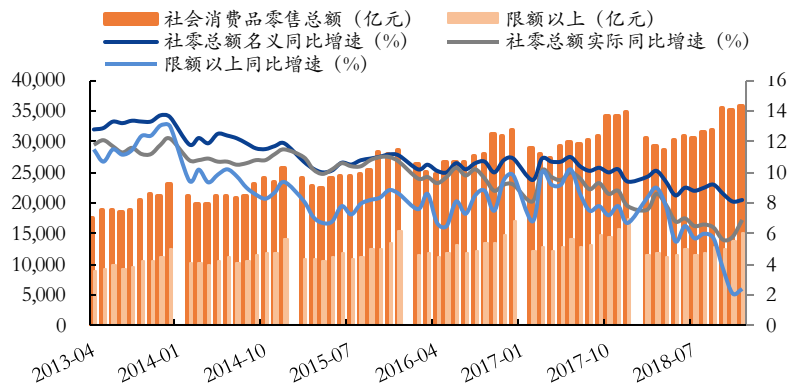
此外，**珠宝板块：**1 月行业整体销量有所提升，销量同比增长 78.91%，GMV 同比增长 38.34%；**手表板块：**1 月销量同比增长 4.78%，GMV 同比增长 16.09%。

风险提示：宏观经济增速不及预期，行业竞争加剧、新品投放市场效果不及预期

1.5. 12 月社零名义增长 8.2%，环比有所回暖

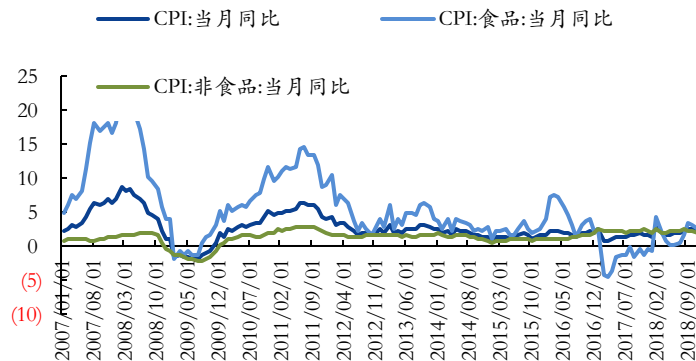
12 月社零同比名义增长 8.2%，实际增长 6.9%，有所回暖。据 Wind 数据，2018 年 12 月，社会消费品零售总额 35893 亿元，同比名义增长 8.2%（扣除价格因素实际增长 6.9%）；限额以上单位消费零售额 15084 亿元，增长 2.4%。其中，12 月 CPI 同比+1.9%，增速下降 0.3pct，环比由上月下降 0.3%转为持平；其中食品 CPI 同比+2.5%，增速环比持平，非食品 CPI 同比+1.7%，增速环比下滑 0.4pct。此外，排除石油及制品、汽车类影响后，限额以上商品零售增速约为 8%，高于剔除前约 6pct。

图 1： 12 月社零同比名义增长 8.2%，实际增长 6.9%



资料来源：国家统计局，Wind，安信证券研究中心

图 2：12 月 CPI 同比+1.9%，涨幅回落 0.3pct，主要为非食品项影响



资料来源：国家统计局，Wind，安信证券研究中心

必需消费继续趋势上行，化妆品、黄金珠宝增速下行，家电、家具趋势向上。从 12 月社零数据来看，分品类主要趋势如下：1) 必需消费继续趋势上行。其中限额以上粮油食品、日用品、饮料、烟酒同比增长约 11.3%、16.8%、9.2%、8.4%，增速相对 11 月环比+0.7pct、+0.8pct、1.3pct、4.7pct，体现整体消费环境放缓情况下，必需消费的抗周期属性；2) 可选消费中，化妆品、黄金珠宝增速仍然有所下行，12 月限额以上化妆品、黄金珠宝增速同比+1.9%、2.3%，增速环比下降 2.5pct、3.3pct；纺服略有回暖，12 月限额以上纺服增速同比+7.4%，增速环比+1.9pct；家电、家具趋势向上，限额以上家电、家具同比增长约 13.9%、12.7%，增速环比+1.4pct、4.7pct，限额以上建材增速略微回落 1.2pct 至 8.6%。

表 1：2018 年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 (%)										
	2018-03	2018-04	2018-05	2018-06	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10	9-10 双月	2018-11	2018-12
社会消费品零售总额	10.1	9.4	8.5	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6	8.9	8.1	8.2
社会消费品零售总额 (扣除价格因素)	8.6	7.9	6.8	7.0	6.5	6.6	6.4	5.6	6.0	5.8	6.9
限额以上企业消费品零售额	9.0	7.8	5.5	6.5	5.7	6.0	5.7	3.7	4.7	2.1	2.4
粮油食品类	11.2	8.0	7.3	13.0	9.5	10.1	13.6	7.7	10.7	10.6	11.3
饮料	11.3	10.4	7.1	12.6	6.8	8.1	10.4	7.9	9.2	7.9	9.2
烟酒	8.6	9.5	4.8	11.4	6.3	7.0	9.8	1.2	5.7	3.1	8.4

服装鞋帽针纺织品	14.8	9.2	6.6	10.0	8.7	7.0	9.0	4.7	6.7	5.5	7.4
化妆品	22.7	15.1	10.3	11.5	7.8	7.8	7.7	6.4	7.1	4.4	1.9
金银珠宝	20.4	5.9	6.7	7.9	8.2	14.1	11.6	4.7	8.1	5.6	2.3
日用品	16.9	12.0	10.3	15.8	11.3	15.8	17.4	10.2	13.8	16.0	16.8
家用电器和音像器材	15.4	6.7	7.6	14.3	0.6	4.8	5.7	4.8	5.3	12.5	13.9
中西药品	10.9	8.2	8.0	8.5	9.9	7.4	8.9	11.5	10.1	9.3	10.6
文化办公用品	12.6	18.3	8.1	3.5	1.8	5.4	4.9	-3.3	0.8	-0.4	-4.0
家具类	10.9	8.1	8.6	15.0	11.1	9.5	9.9	9.5	9.7	8.0	12.7
通讯类器材	1.6	10.8	12.2	16.1	9.6	6.4	16.9	7.1	12.1	-5.9	-0.9
石油及制品	9.1	13.3	14.0	16.5	18.4	19.6	19.2	17.1	18.1	8.5	5.8
建筑及装潢材料	10.2	11.4	6.5	7.2	5.4	7.9	8.4	8.5	8.5	9.8	8.6
汽车	3.5	3.5	-1.0	-7.0	-2.0	-3.2	-7.1	-6.4	-6.8	-10.0	-8.5

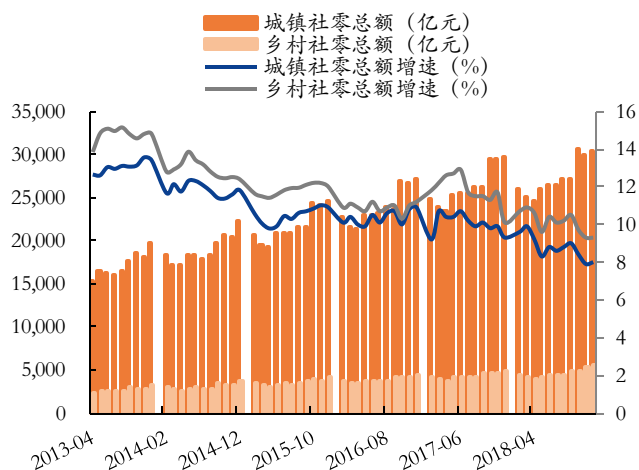
增速环比变化

	2018-03	2018-04	2018-05	2018-06	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10	2018-11	11月相对9-10月均值变动	2018-12
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	-0.5	-0.8	0.1
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	0.2	-0.2	1.1
限额以上企业消费品零售额	0.7	-1.2	-2.3	1	-0.8	0.3	-0.3	-2.0	-1.6	-2.6	0.3
粮油食品类	1.5	-3.2	-0.7	5.7	-3.5	0.6	3.5	-5.9	2.9	-0.1	0.7
饮料	3.1	-0.9	-3.3	5.5	-5.8	1.3	2.3	-2.5	-	-1.3	1.3
烟酒	-0.9	0.9	-4.7	6.6	-5.1	0.7	2.8	-8.6	1.9	-2.6	5.3
服装鞋帽针纺织品	7.1	-5.6	-2.6	3.4	-1.3	-1.7	2.0	-4.3	0.8	-1.2	1.9
化妆品	10.2	-7.6	-4.8	1.2	-3.7	0	-0.1	-1.3	-2.0	-2.7	-2.5
金银珠宝	17.4	-14.5	0.8	1.2	0.3	5.9	-2.5	-6.9	0.9	-2.5	-3.3
日用品	6.8	-4.9	-1.7	5.5	-4.5	4.5	1.6	-7.2	5.8	2.2	0.8
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	7.7	7.2	1.4
中西药品	0.8	-2.7	-0.2	0.5	1.4	-2.5	1.5	2.6	-2.2	-0.8	1.3
文化办公用品	13.5	5.7	-10.2	-4.6	-1.7	3.6	-0.5	-8.2	2.9	-1.2	-3.6
家具类	2.4	-2.8	0.5	6.4	-3.9	-1.6	0.4	-0.4	-1.5	-1.7	4.7
通讯类器材	-9.1	9.2	1.4	3.9	-6.5	-3.2	10.5	-9.8	-13.0	-18.0	5.0
石油及制品	0.0	4.2	0.7	2.5	1.9	1.2	-0.4	-2.1	-8.6	-9.6	-2.7
建筑及装潢材料	3.4	1.2	-4.9	0.7	-1.8	2.5	0.5	0.1	1.3	1.3	-1.2
汽车	-6.2	0	-4.5	-6.0	5.0	-1.2	-3.9	0.7	-3.6	-3.2	1.5

资料来源：国家统计局，Wind，安信证券研究中心

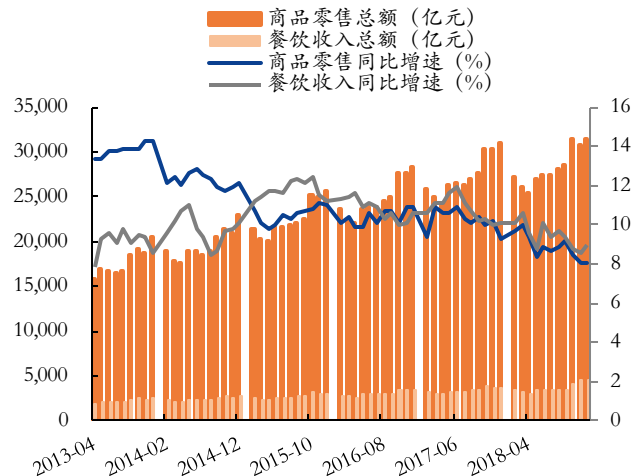
乡村增速高于城镇，餐饮增速高于零售，电商增速边际下滑、渗透率呈提升趋势。分区域来看，乡村增速高于城镇，12月城镇消费品零售额为30329亿元，同比增长8.0%（环比增长0.1pct）；乡村消费品零售额5565亿元，同比增长9.3%（环比持平），城乡增速差为1.3%。分类型来看，餐饮增速略高于商品零售：12月商品零售31472亿元，同比增长8.0%（环比持平）；餐饮收入4422亿元，同比增长9.0%（环比+0.4pct）。分渠道来看，实物商品网上零售额至9、10、11、12月累计增速分别为27.7%、26.7%、25.4%、25.4%，单12月边际下滑趋势降低；渗透率17.5%、17.5%、18.2%、18.4%，呈现提升趋势；网上商品销售额中，吃、穿、用累计增速分别为33.8%、22.0%、25.9%，增速环比分别-2.5pct、+0.8pct、+0.1pct。

图 3：乡村增速高于城镇



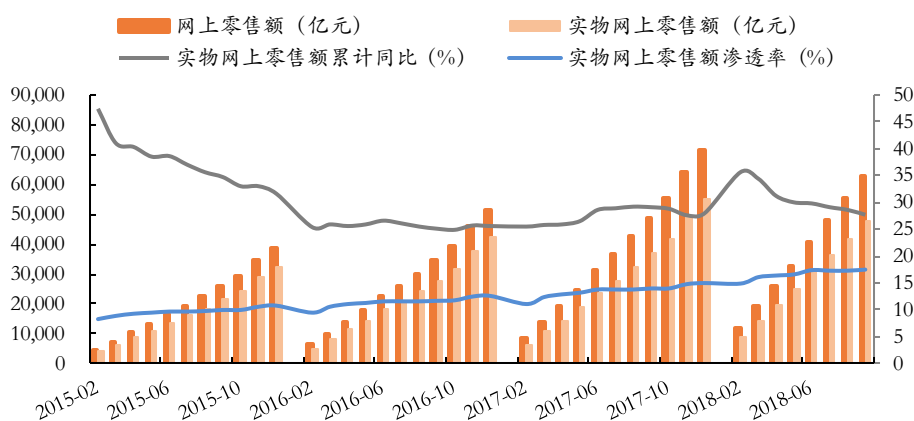
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：餐饮增速高于零售



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：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

投资建议：整体来看，12 月单月社零数据相比 11 月增速有所回暖，但综合全年数据趋势及 PPI 环比变化、经济走势等情况来看，社零整体缓中趋稳或为大体趋势。市场初具三四季度宏观经济企稳预期，政府密集出台政策刺激消费，有助于修复中长期预期，其传导落地有待观望；在此背景下，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、珀莱雅、天虹股份、家家悦、周大生、苏宁易购、爱婴室。

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；在行业双轮融合发展趋势之下，携强生鲜壁垒及当前线下最高效供应链管理，兼具机遇，亦有挑战。云超板块内生确定性较足后，公司顺势而行，力促内外整合加速，并向平台化方向行进；拟

剥离创新业务出表，不仅有利于创新业务发展以待协同，也有利于聚焦主业提升效率；待降本增效完成，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。以美为鉴，沃尔玛估值与业绩增速有较大相关性，特别在快速扩张期估值提升明显，PE 最高达 50 倍，PS 最高达 2 倍；针对 2018-2020 年云超内生 25% 增速，考虑稀缺龙头成长性及内外整合赋能弹性溢价，给予 2019 年云超板块 35 倍 PE，对应 6 个月目标价 10 元，维持“买入-A”评级，预计 2018-2019 年 EPS 为 0.17 元/股、0.25 元/股。

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，估算营收具备 4-6 倍弹性；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。当前环境下公司业绩增速稳健，预计 2018-2019 年 EPS 为 0.85、1.01 元/股，由于省内扩张、提效潜力较大，对应 2019E 148 亿元营收给予 0.85 倍 PS 估值，6 个月目标价 27 元，维持“买入-A”评级。

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；消费市场激烈竞争风险；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) 优资莱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	爱婴室	股东大会	20190227

数据来源：Wind，安信证券研究中心

4. 行业新闻

新世界：新世界下属的全资子公司新世界城位于上海市南京西路 2-68 号的营业门店将于 2019 年 3 月 11 日起闭店装修（部分楼层营业），闭店装修实施期约九个月，预计于 2019 年 12 月份正式营业。

腾讯 11 年投了 700 多家企业 63 家已经上市。联商网 2 月 20 日消息，日前腾讯公司总裁刘

焜平在腾讯投资年会暨 IF 大会上表示，投资是腾讯集团的核心战略之一，2019 年腾讯的投资规模不会收缩。（联商网）

苏宁易购借旗下 PP 体育生态提升会员黏性，双方推出的中超联名会员将同时享受到 PP 体育和苏宁易购的双重福利，总价值超过 400 元。除专属身份会员卡、新赛季中超 240 场比赛免费观看、球迷专属购物礼包等多种权益外，还可享受云钻竞猜等多项福利，同时还可享受苏宁易购的升级服务。

苏宁易购借旗下 PP 体育生态提升会员黏性---2 月 21 日，苏宁易购与 PP 体育举办联名会员启动仪式，宣布推出新赛季中超联名会员，球迷将在苏宁易购平台获得诸多专享权益，包括新赛季中超免费观赛特权。据了解，双方推出的中超联名会员将同时享受到 PP 体育和苏宁易购的双重福利，总价值超过 400 元。除专属身份会员卡、新赛季中超 240 场比赛免费观看、球迷专属购物礼包等多种权益外，还可享受云钻竞猜等多项福利，同时还可享受苏宁易购的升级服务。（联商网）

2018 年全国农村网络零售额达到 1.37 万亿元，同比增长 30.4%，全国农产品网络零售额达到 2305 亿元，同比增长 33.8%，农村电商迅猛发展。

2018 年中国农村网络零售额 1.37 万亿元- 记者 2 月 21 日从商务部获悉，2018 年全国农村网络零售额达到 1.37 万亿元，同比增长 30.4%，全国农产品网络零售额达到 2305 亿元，同比增长 33.8%，农村电商迅猛发展。

电商已成为脱贫攻坚的重要手段。商务部新闻发言人高峰当日在例行发布会上说，由商务部指导，29 家单位成立的中国电商扶贫联盟，帮扶对象覆盖 351 个贫困县，推动企业为贫困地区农产品开展“三品一标”认证，提升品牌化、标准化水平，促进农产品上行取得新进展。（联商网）

5. 公司新闻

周大生：年报业绩增长 36%符合预期，门店扩张+产品线衍生推动业绩增长

据 2019 年 2 月 18 日公司公告，公布业绩快报：①18 全年：营收 48.70 亿元/+27.97%，归母净利润 8.06 亿元/+36.16%；②18Q4：营收 13.29 亿元/+21.59%，归母净利润 2.11 亿元/+19.89%。

新世界：全资子公司将闭店装修

据 2019 年 2 月 21 日公司公告，新世界下属的全资子公司新世界城位于上海市南京西路 2-68 号的营业门店将于 2019 年 3 月 11 日起闭店装修（部分楼层营业），闭店装修实施期约九个月，预计于 2019 年 6 月 21 日公司正式营业。

莱绅通灵：公司副总裁辞职

据 2019 年 2 月 21 日公司公告，莱绅通灵董事会于近日收到王庆成先生递交的书面辞职报告，王庆成先生因个人原因辞去公司副总裁职务，辞职后不在公司担任任何职务。

爱婴室：公司购买理财产品

据 2019 年 2 月 21 日公司公告，公司拟使用最高不超过 40,000 万元闲置自有资金购买合法金融机构发行的低风险、短期（不超过一年）的理财产品。在上述额度内资金可以循环使用，期限自股东大会审议通过之日起 12 个月内有效。

东百集团：公司控股股东部分股份质押

据 2019 年 2 月 21 日公司公告，公司控股股东福建丰琪投资有限公司将其持有的 26,000,000

股公司无限售条件流通股(占公司总股本的 2.89%)质押给中银国际证券股份有限公司用于办理股票质押式回购交易业务,初始交易日为 2019 年 2 月 19 日,购回交易日为 2020 年 2 月 19 日。相关交易手续已办理完毕。

翠微股份: 公司上调债券票面利率

据 2019 年 2 月 22 日公司公告,翠微股份有权决定是否在本期债券存续期的第 3 年末上调本次债券后 2 年的票面利率。在本期债券存续期的第 3 年年末,公司选择上调票面利率 120 个基点,本期债券票面利率由 3.0%变更为 4.2%,并在债券存续期后 2 年固定不变。

兰州民百: 公司控股股东部分股份质押

据 2019 年 2 月 22 日公司公告,公司控股股东红楼集团有限公司解除了质押给华夏银行股份有限公司杭州之江支行的本公司限售流通股 14,350,000 股,占公司总股本的 1.83%,质押登记解除日为 2019 年 2 月 21 日。同日,红楼集团将有限售流通股 54,350,000 股股份质押给华夏银行股份有限公司杭州之江支行,质押股份占公司总股本的 6.94%,质押登记日为 2019 年 2 月 21 日,质押期限为三年。

莱绅通灵: 公司计划择机增持公司股份

据 2019 年 2 月 23 日公司公告,基于对公司未来发展的信心及对公司长期投资价值的认可,公司控股股东、董事长、总裁沈东军先生计划自 2018 年 8 月 24 日起 6 个月内,以自有资金通过上海证券交易所交易系统集中竞价方式择机增持公司股份,增持金额为 2000 万-5000 万元。

远大控股: 全资子公司收到各类政府补贴

据 2019 年 2 月 23 日公司公告,远大控股的全资子公司远大物产集团有限公司及其下属子公司 2019 年度已累计获得与收益相关的政府补助 14,020,084.32 元。

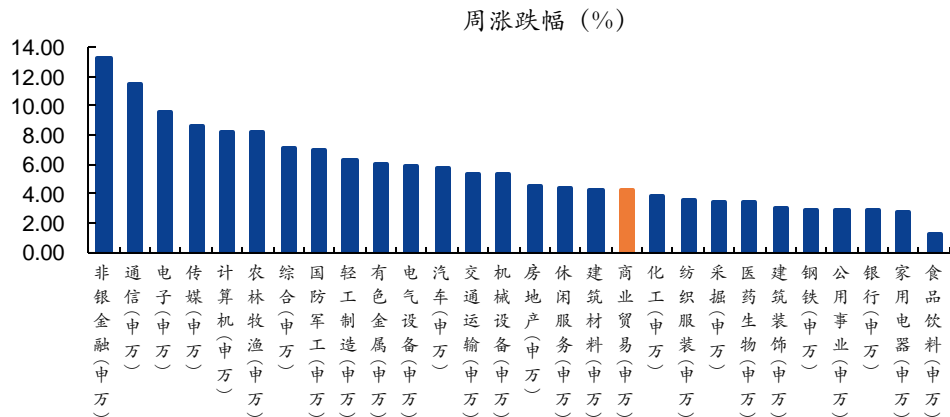
茂业商业: 公司计划增持公司股票

据 2019 年 2 月 23 日公司公告,基于对公司未来发展前景的信心和对公司市场价值的认同,公司控股股东茂业商厦计划根据相关法律法规的规定,在未来 6 个月内以自有资金及自筹资金(包括但不限于银行贷款),通过茂业商厦、茂业商厦控制的企业或其一致行动人(即“增持人”)账户或法律允许的其他方式在二级市场增持本公司股票,累计增持金额不低于人民币 0.8 亿元,不超过人民币 3.6 亿元。

6. 上周市场回顾

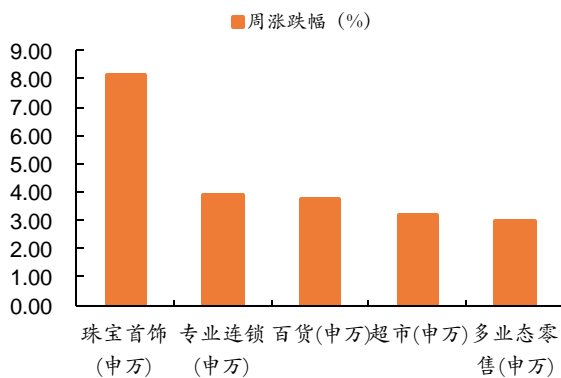
本周(2019.02.18-2019.02.22),商贸零售板块(申万)上涨+4.22%,在申万 28 个行业中位列 18 位,上证综指上涨+4.54%,超额收益-0.32%。分子行业来看,百货、超市、多业态零售、专业连锁、珠宝首饰涨跌幅分别为+3.73%、+3.22%、+2.98%、+3.88%、+8.12%。宏图高科(+15.98%)、新华锦(+11.62%)、潮宏基(+10.98%)涨幅居前;跌幅前三名分别为:武汉中商(-7.81%)、兰州民百(-3.23%)、中央商场(-3.00%)。

图 6：本周商贸零售板块（申万）上涨+0.48%，位列第 14 位



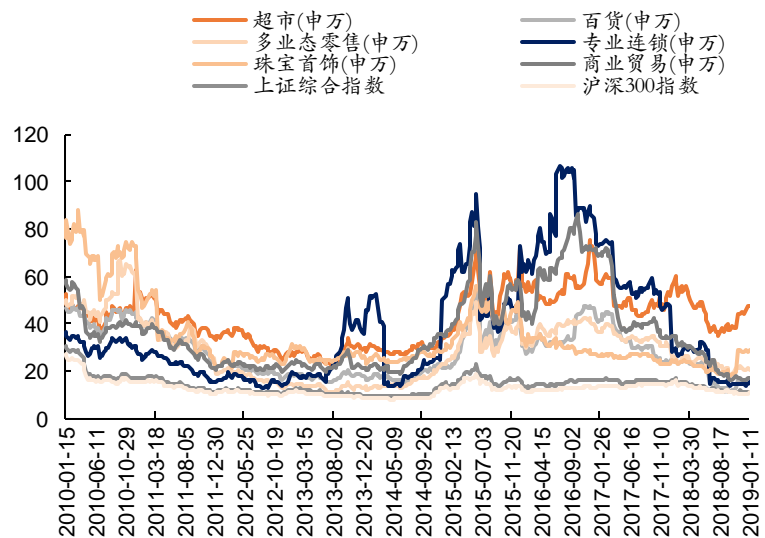
资料来源：Choice，安信证券研究中心

图 7：各零售子版块上周表现



资料来源：Choice，安信证券研究中心

图 8：零售板块历史市盈率



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(百万股)	周成交金额(亿元)
600122.SH	宏图高科	15.98	3.92	3.42	4.17	27.29	316.07	12.21
600735.SH	新华锦	11.62	6.15	5.51	6.28	21.60	81.23	4.70
002345.SZ	潮宏基	10.98	4.85	4.40	4.95	7.90	69.42	3.22
300740.SZ	御家汇	10.88	17.22	15.12	17.47	31.08	45.95	7.45
000058.SZ	深赛格	10.80	7.08	6.39	7.21	24.62	132.48	8.88

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(百万股)	周成交金额(亿元)
000785.SZ	武汉中商	-7.81	10.98	10.75	12.33	66.53	167.05	19.29
600738.SH	兰州民百	-3.23	8.09	7.93	8.44	25.49	107.40	8.81
600280.SH	中央商场	-3.00	4.21	4.07	4.46	12.90	146.83	6.27
603900.SH	莱绅通灵	-2.24	12.20	11.89	12.89	29.71	25.29	3.17
600612.SH	老凤祥	-1.36	42.17	41.68	44.02	2.90	9.21	3.95

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	8.84	3.27	0.19	0.18	0.27	47	49	33	1.1
603708.SH	家家悦	23.00	1.72	0.66	0.85	0.97	35	27	24	0.9
002024.SZ	苏宁易购	11.62	3.38	0.45	0.84	0.35	26	14	33	0.5
002419.SZ	天虹股份	12.64	1.94	0.90	0.74	0.89	14	17	14	0.7
600859.SH	王府井	15.70	1.62	1.17	1.46	1.60	13	11	10	0.4
002867.SZ	周大生	30.18	6.31	1.31	1.61	2.01	23	19	15	3.1
600612.SH	老凤祥	42.17	-1.36	2.17	2.45	2.77	19	17	15	0.4
603605.SH	珀莱雅	47.05	1.80	1.00	1.32	1.72	47	36	27	3.2
603630.SH	拉芳家化	14.76	4.09	0.84	0.83	0.97	18	18	15	2.6
600315.SH	上海家化	29.09	-0.58	0.58	0.80	1.04	50	37	28	2.2
300740.SZ	御家汇	17.22	10.88	1.32	0.77	1.02	13	22	17	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(%)	
000701.SZ	厦门信达	2019-02-27	2,871.87	40,661.31	37,789.44	92.94	40,661.31	100.00	定向增发机构配售股份
000034.SZ	神州数码	2019-03-04	29,609.69	65,407.04	35,796.99	54.73	65,406.68	100.00	定向增发机构配售股份
002264.SZ	新华都	2019-03-21	7,061.87	69,204.39	60,164.70	86.94	67,226.57	97.14	定向增发机构配售股份
600653.SH	中华控股	2019-03-25	20,000.00	194,638.03	174,638.03	89.72	194,638.03	100.00	定向增发机构配售股份
603214.SH	爱婴室	2019-04-01	3,020.28	10,000.00	2,500.00	25.00	5,520.28	55.20	首发原股东限售股份
000501.SZ	鄂武商 A	2019-04-08	8,165.14	76,899.27	67,744.40	88.09	75,909.54	98.71	定向增发机构配售股份

数据来源：Wind，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

刘文正声明, 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