

商业贸易行业

等待并寻找布局明年品种的机会

行业评级
买入

前次评级

买入

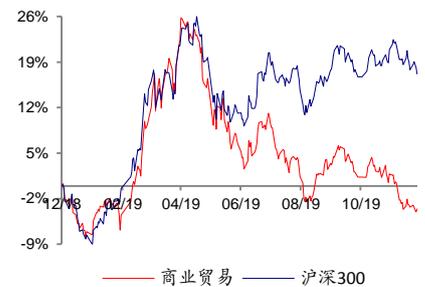
报告日期

2019-12-01

核心观点:

- 月度观点：等待并寻找布局明年品种的机会。** 11月 SW 商业贸易指数下跌 4.40%，跑输沪深 300（总市值加权平均）2.62 个百分点。分板块来看，百货板块下跌 1.33%，超市板块下跌 5.26%，珠宝首饰板块下跌 5.45%，化妆品板块下跌 10.26%。10 月社零同比增长 7.2%，增速环比下降 0.6pp，低于预期，各品类增速均有所放缓。分品类看，基础消费品的增速更具韧性，其中服装鞋帽增速回落明显，食品粮油、服装鞋帽增速分别为 9%、-0.8%，分别环比下降 1.4pp、4.4pp。饮料增速为 9.5%，环比上升 0.6pp，日用品增速保持 12% 不变。可选消费增速继续分化，10 月金银珠宝增速为 -4.5%；化妆品增速为 6.2%，环比下降 7.2pp。
- 市场关注度高、机构持仓集中的细分领域，11 月份的跌幅普遍较大，** 如化妆品、电商、超市、次新股等，因此我们认为 11 月份板块实际调整幅度是远大于行业指数跌幅。今年双十一阿里、京东等平台超预期的 GMV 表现，以及化妆品细分赛道的一骑绝尘，助推市场对于电商和化妆品板块的高涨情绪。但客观来看，除了化妆品外，其他如服装、3C 等品类仅仅微增甚至下降，且大多数品类均呈现少数头部品牌狂欢，大多中小品牌失色的格局，而往年热闹的线下企业参与度在今年也显得没那么积极，因此我们判断消费整体仍然低迷。
- 在整体低迷背景下，化妆品和电商仍然是我们眼中成长速度最快也最确定的红利赛道，** 从经营数据来看并没有明显低于预期，11 月股价调整更多还是估值去泡沫的过程。短期来看大多数品种的估值合理，也没有新的催化剂，但从布局明年的角度来看，这两个细分赛道仍然是成长股孵化的优质土壤。线下实体零售仍需谨慎，尽管诸如呆萝卜、妙生活等生鲜创业项目倒下，但并不意味着创新赛道证伪。全渠道是大势所趋，但对大多数线下企业而言，电商化是当下更为重要的战略，因此对于线下各个细分赛道的龙头公司，短期关注点应该聚焦在其涉足到家创新业务后的经营表现。
- 12 月的投资策略更多是等待并寻找布局明年品种的机会。** PEG 远小于 1 的成长股仍然是当前时点的首选。**推荐组合：南极电商、周大生、珀莱雅、壹网壹创、红旗连锁。**
- 风险提示：** 宏观经济下行影响终端消费需求；资金、人才技术等瓶颈制约传统企业的变革；电商持续分流线下；集中度提升线上竞争加剧。

相对市场表现


分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005



SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

相关研究:

商业贸易行业:电商渠道表现 2019-11-26
 优异,各市场全面推出到家业务

全球观察之开云集团:3Q19 2019-11-17
 保持双位数增长,创新是核心动力

商业贸易行业:10月社零同比增长 2019-11-14
 增长 7.2%,基础消费品增速更具韧性

联系人:

贾雨朦 021-60750604

jiayumeng@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
南极电商	002127.SZ	CNY	11.09	2019/10/17	买入	14.30	0.51	0.67	21.75	16.55	19.99	15.31	25.10	24.90
苏宁易购	002024.SZ	CNY	9.85	2019/10/31	买入	14.06	2.13	0.39	4.62	25.26	18.30	11.61	19.80	3.80
永辉超市	601933.SH	CNY	7.43	2019/10/30	增持	10.58	0.24	0.31	30.96	23.97	24.47	16.66	10.90	12.10
家家悦	603708.SH	CNY	23.22	2019/11/21	增持	28.78	0.82	0.98	28.32	23.69	14.99	12.65	14.90	15.10
天虹股份	002419.SZ	CNY	9.70	2019/10/24	买入	12.75	0.75	0.80	12.93	12.13	5.69	5.44	14.20	13.90
王府井	600859.SH	CNY	12.96	2019/10/31	买入	18.46	1.42	1.48	9.13	8.76	2.02	1.88	10.90	10.70
重庆百货	600729.SH	CNY	27.70	2019/10/20	买入	39.80	2.38	2.74	11.64	10.11	5.77	5.22	14.50	15.60
周大生	002867.SZ	CNY	17.31	2019/10/30	买入	26.82	1.34	1.62	12.92	10.69	9.68	7.72	20.10	19.60
老凤祥	600612.SH	CNY	47.90	2019/10/27	买入	63.00	2.72	3.15	17.61	15.21	8.88	7.61	18.60	17.80
上海家化	600315.SH	CNY	30.00	2019/10/24	增持	39.43	0.94	1.10	31.91	27.27	27.06	21.25	11.10	11.50
珀莱雅	603605.SH	CNY	83.98	2019/10/30	买入	101.20	1.92	2.53	43.74	33.19	32.33	24.57	18.80	19.50
丸美股份	603983.SH	CNY	61.35	2019/10/30	增持	72.22	1.30	1.51	47.19	40.63	42.80	36.14	19.00	18.10
爱婴室	603214.SH	CNY	42.00	2019/10/22	买入	55.80	1.52	1.86	27.63	22.58	15.66	13.33	15.40	16.30
红旗连锁	002697.SZ	CNY	7.94	2019/10/17	增持	8.84	0.34	0.41	23.35	19.37	18.75	17.05	13.30	13.70
阿里巴巴	BABA.N	USD	200.00	2019/11/4	买入	225.00	6.53	8.15	30.63	24.54	26.70	20.58	13.50	13.80
京东	JD.O	USD	32.65	2019/11/18	买入	38.20	1.04	1.33	31.39	24.55	33.07	21.60	8.00	11.50

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 1) 表中估值指标按照最新收盘价计算; 2) 阿里巴巴 2019E 指 FY2020E (2019/3/31 至 2020/3/31), 采用 non-GAAP 口径 EV/EBITDA 和 EPS; 3) 京东采用 non-GAAP 口径 EPS

目录索引

一、月度投资策略：等待并寻找布局明年品种的机会	5
二、月度行业数据	7
三、月度聚焦	10
（一）壹网壹创（300792.SZ）以数据驱动的电商“品牌管家”	10
（二）2019年“双十一”点评：头部平台表现超预期，美妆与直播大放异彩	11
（三）家家悦（603708.SH）收购淮北乐新商贸，跨区域扩张再下一城	12
风险提示	13

图表索引

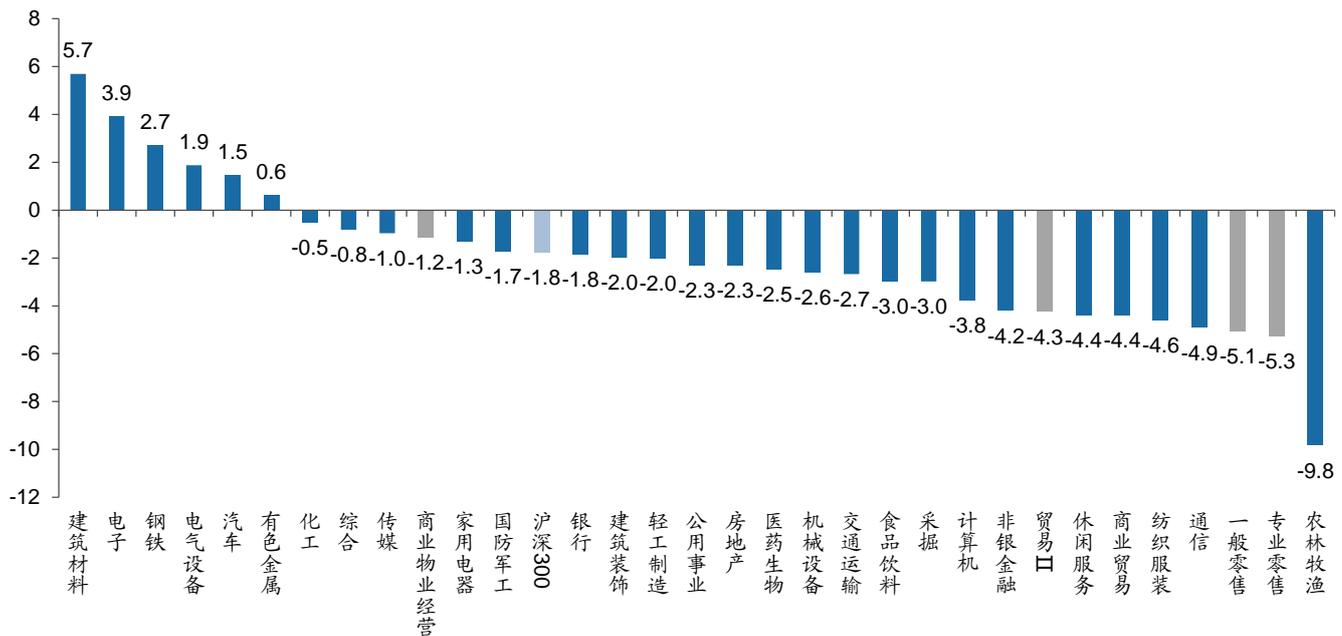
图 1: 各板块 2019 年 11 月涨幅 (总市值加权平均, %)	5
图 2: 按主题子板块涨幅 (2019 年 11 月)	5
图 3: 按市值子板块涨幅 (2019 年 11 月)	5
图 4: 主要电商公司月涨幅 (2019 年 11 月)	6
图 5: 申万行业估值横向对比 (截至 11 月 29 日收盘)	7
图 6: 零售行业历史估值, TTM 市盈率 (整体法, 截至 11 月 29 日收盘)	7
图 7: 社零总额、社零电商与百家零售同比增速	8
图 8: 广发零售行业指数、限额以上零售增速当月增速对比	8
图 9: 社零分地区: 城镇与农村同比增速	9
图 10: 社零分类型: 商品零售与餐饮同比增速	9
图 11: 电商累计同比增速、累计占比及基于广发零售指数的累计占比	9
图 12: 实物电商社零与累计同比情况	10
图 13: 网购社零: 吃/穿/用累计同比情况	10
表 1: 各月社零分品类限额以上同比增速 (%)	10

一、月度投资策略：等待并寻找布局明年品种的机会

11月大盘整体下跌，截至11月29日收盘，上证综指收于2871.98点，下跌1.95%；沪深300（总市值加权平均）下跌1.78%，其中商贸板块下跌4.40%。

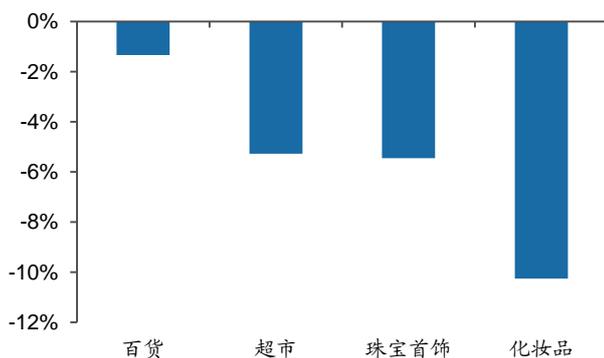
分主题来看，百货板块下跌1.33%，超市板块下跌5.26%，珠宝首饰板块下跌5.45%，化妆品板块下跌10.26%，大市值板块下跌2.95%，中市值板块下跌2.66%，小市值板块下跌3.00%，电商板块表现分化，阿里巴巴(13.21%)、唯品会(10.75%)、京东(4.82%)、南极电商(1.46%)、苏宁易购(-6.64%)、拼多多(-12.06%)。

图1：各板块2019年11月涨幅（总市值加权平均，%）



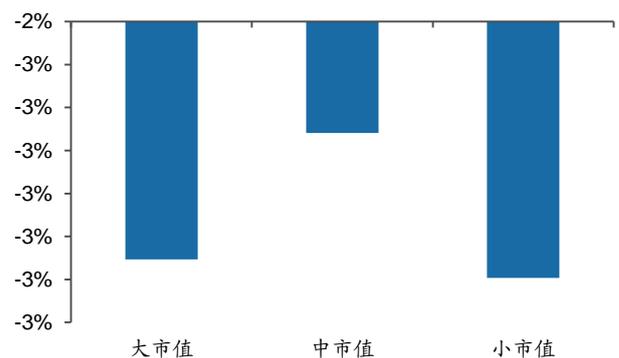
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图2：按主题子板块涨幅（2019年11月）



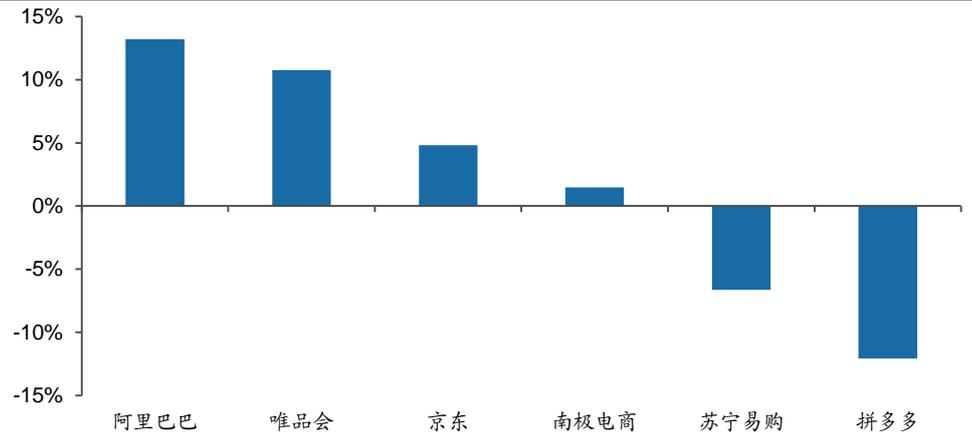
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图3：按市值子板块涨幅（2019年11月）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心（按市值划分依据为：50亿以下为小市值公司、50亿-150亿为中市值、150亿以上为大市值；涨跌幅以算术平均计算）

图4: 主要电商公司月涨幅 (2019年11月)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

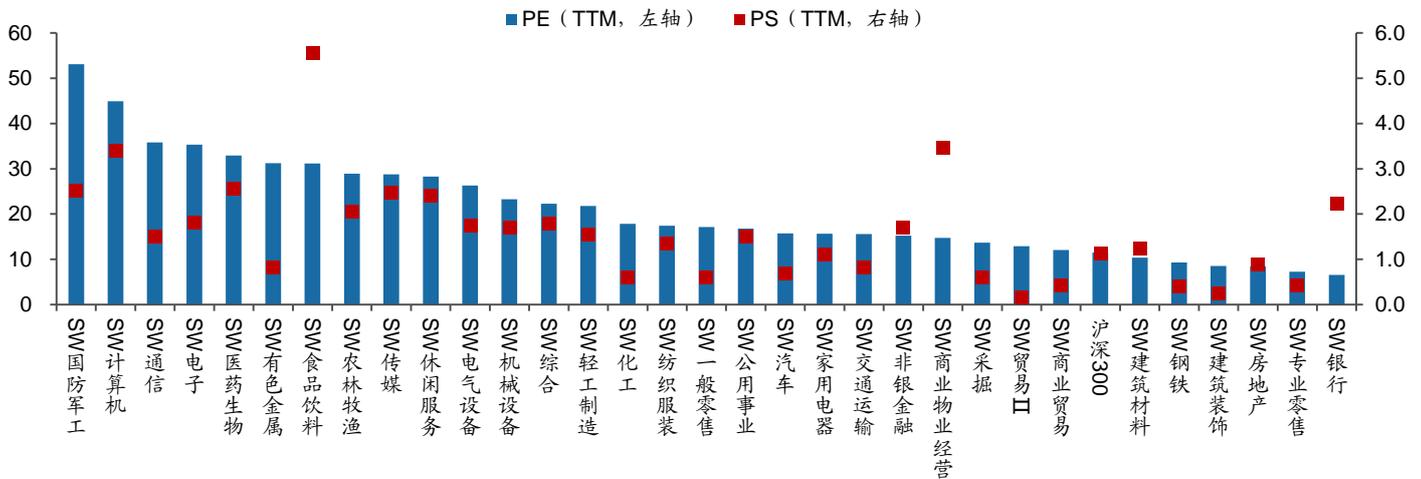
市场关注度高、机构持仓集中的细分领域, 11月份的跌幅普遍较大, 如化妆品、电商、超市、次新股等, 因此我们认为11月份板块实际调整幅度是远大于行业指数跌幅。今年双十一阿里、京东等平台超预期的GMV表现, 以及化妆品细分赛道的一骑绝尘, 助推市场对于电商和化妆品板块的高涨情绪。但客观来看, 除了化妆品外, 其他如服装、3C等品类仅仅微增甚至下降, 且大多数品类均呈现少数头部品牌狂欢, 大多中小品牌失色的格局, 而往年热闹的线下企业参与度在今年也显得没那么积极, 因此我们判断消费整体仍然低迷。

在整体低迷背景下, 化妆品和电商仍然是我们眼中成长速度最快也最确定的红利赛道, 从经营数据来看并没有明显低于预期, 11月股价调整更多还是估值去泡沫的过程。短期来看大多数品种的估值合理, 也没有新的催化剂, 但从布局明年的角度来看, 这两个细分赛道仍然是成长股孵化的优质土壤。线下实体零售仍需谨慎, 尽管诸如呆萝卜、妙生活等生鲜创业项目倒下, 但并不意味着创新赛道证伪。全渠道是大势所趋, 但对大多数线下企业而言, 电商化是当下更为重要的战略, 因此对于线下各个细分赛道的龙头公司, 短期关注点应该聚焦在其涉足到家创新业务后的经营表现。

12月的投资策略更多是等待并寻找布局明年品种的机会。PEG远小于1的成长股仍然是当前时点的首选。

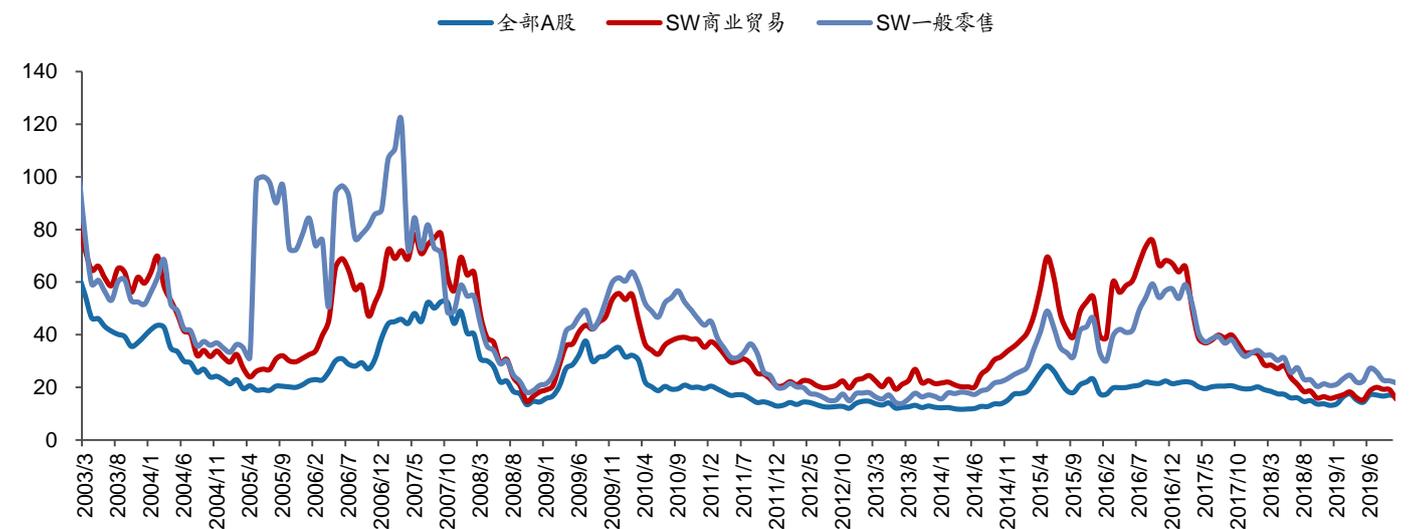
推荐组合: 南极电商、周大生、珀莱雅、壹网壹创、红旗连锁。

图5：申万行业估值横向对比（截至11月29日收盘）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心（规则为 TTM，剔除负值，即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度归属归母净利润或营业收入之和）

图6：零售行业历史估值，TTM市盈率（整体法，截至11月29日收盘）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心（规则为 TTM，即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度归属母公司股东的净利润之和）

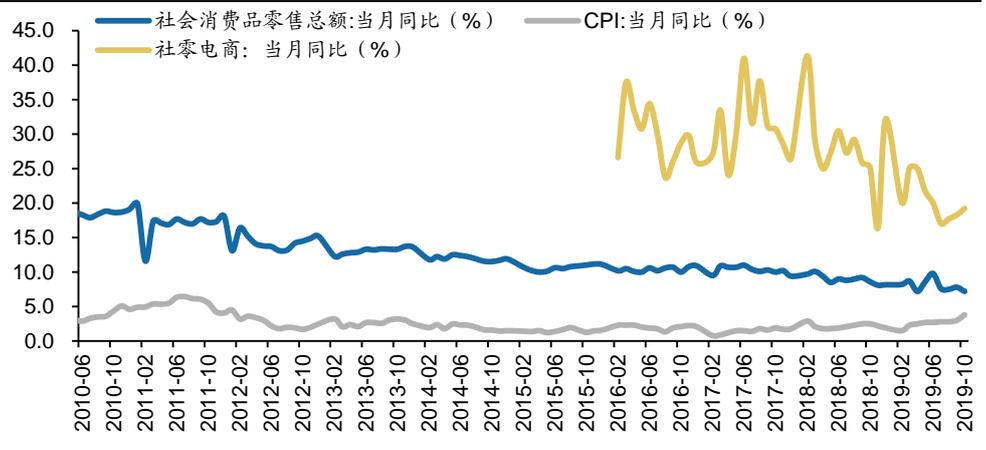
二、月度行业数据

10月社零同比增长7.2%，基础消费品增速更具韧性

据国家统计局数据，10M19我国社零总额为3.81万亿元，同比增长7.2%，增速环比下降0.6pp，低于预期，各品类增速均有所放缓。若基于广发零售指数（GFRI），测算10月消费品零售同比增速为5.0%（统计局限额以上社零商品增速为0.9%），较9月回落1.2 pp。若扣除价格因素影响，10M19的社零实际增长约

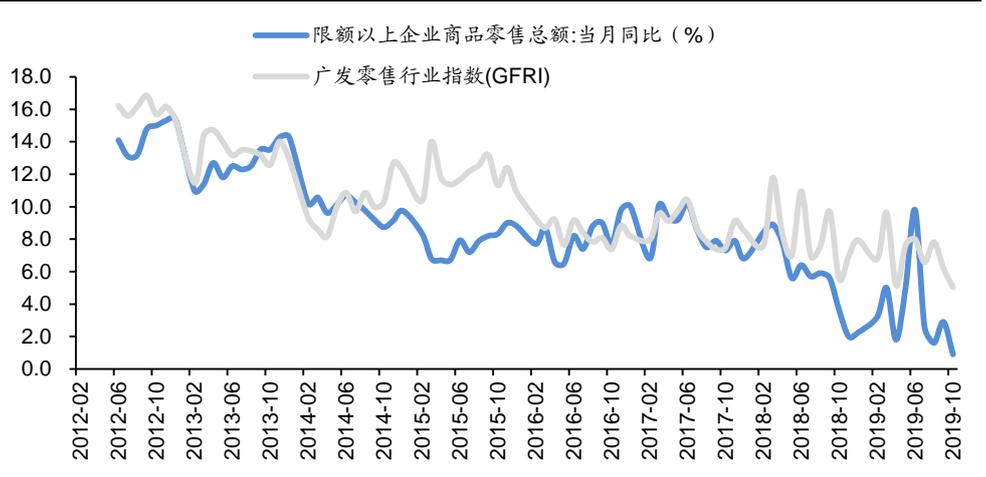
4.9%。

图7: 社零总额、社零电商与百家零售同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图8: 广发零售行业指数、限额以上零售增速当月增速对比

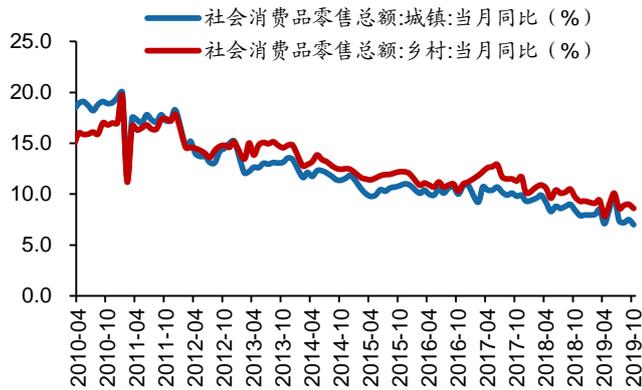


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

分地区, 乡村增速优于城镇, 10M19城镇零售额3.27万亿元, 同比增长7.0%, 较9M19下降0.5pp; 乡村零售额0.54万亿元, 同比增长8.6%, 较9M19下降0.4pp。分类型, 餐饮增速高于商品零售, 10月餐饮收入0.44万亿元, 同比增长9%, 较9M19下降0.4pp; 商品零售3.4万亿元, 同比增长7%, 较9M19下降0.6pp。

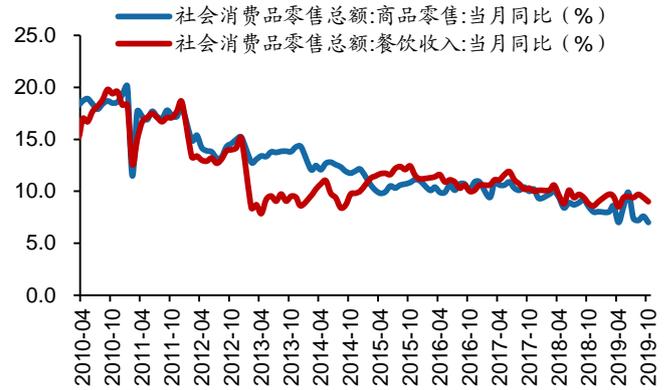
分品类看, 基础消费品的增速更具韧性, 其中服装鞋帽增速回落明显, 10M19食品粮油、服装鞋帽增速分别为9%、-0.8%, 分别环比下降1.4pp、4.4pp。饮料增速为9.5%, 环比上升0.6pp, 日用品增速保持12%不变。可选消费增速继续分化, 10M19金银珠宝增速为-4.5%; 化妆品增速为6.2%, 环比下降7.2pp。地产系整体增速回落明显, 10M19家电和家具的增速分别为0.7%和1.8%, 分别环比下降4.7pp和4.5pp。消费电子类产品环比表现靓丽, 10M19通讯器材增速为22.9%, 环比拉升14.5pp。汽车零售增速回落, 10M19汽车增速为-3.3%。

图9: 社零分地区: 城镇与农村同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

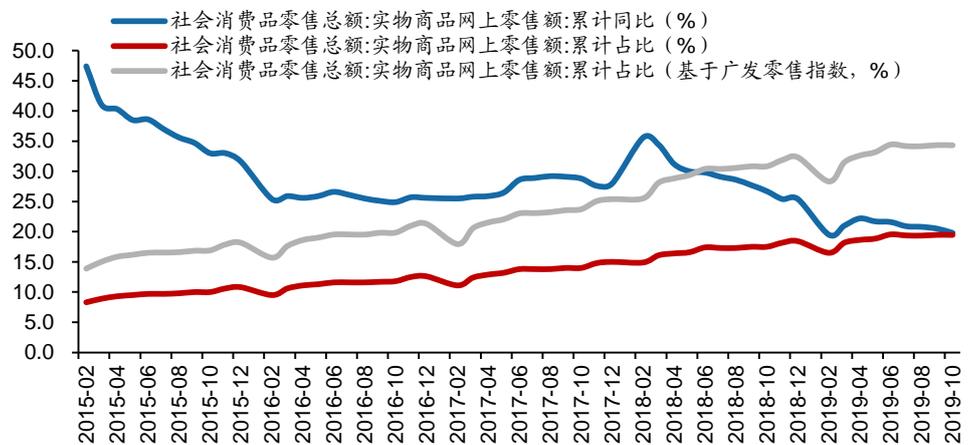
图10: 社零分类型: 商品零售与餐饮同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

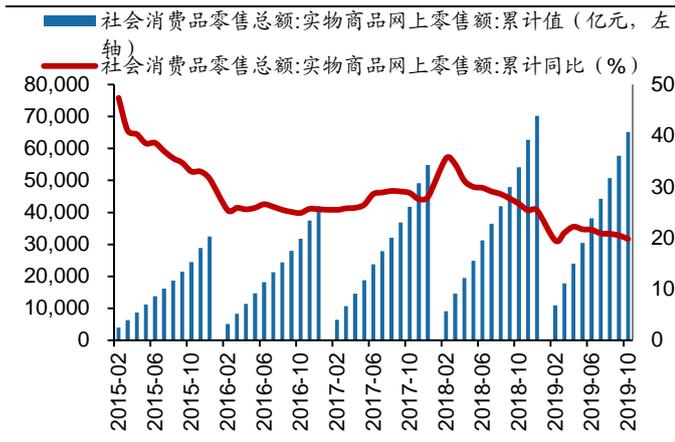
10月电商增速环比提升, “吃”的商品韧性更强。1-10月全国实物商品网上零售额为6.51万亿元, 同比增长19.8%, 环比下降0.7pp。电商渗透率维持在19.5%。分月度看, 10月份电商零售额为0.74万亿元, 同比增长19.2%, 环比上升0.9pp。若基于广发零售指数, 则1-10月份电商渗透率达34.3%。分品类来看, 10月份“吃”的电商增速为34.8%, 环比提升5.9pp; 而“穿、用”的电商增速为7.1%和16.6%, 分别环比下降11.5pp和3.7pp, 经济下行压力下, “吃”的商品韧性更强。

图11: 电商累计同比增速、累计占比及基于广发零售指数的累计占比



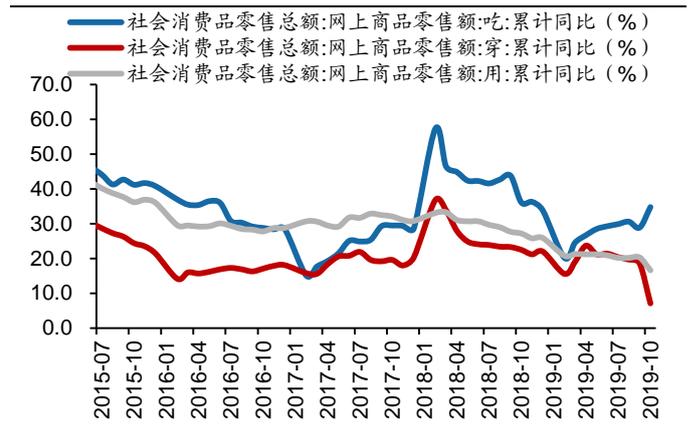
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 实物电商社零与累计同比情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 网购社零: 吃/穿/用累计同比情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 1: 各月社零分品类限额以上同比增速 (%)

	2018年				2019年							
	10月	11月	12月	1-2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
食品粮油	7.7	10.6	11.3	10.1	11.8	9.3	11.4	9.8	9.9	12.5	10.4	9.0
服装鞋帽纺织品	4.7	5.5	7.4	1.8	6.6	(1.1)	4.1	5.2	2.9	5.2	3.6	(0.8)
化妆品	6.4	4.4	1.9	8.9	14.4	6.7	16.7	22.5	9.4	12.8	13.4	6.2
金银珠宝	4.7	5.6	2.3	4.4	(1.2)	0.4	4.7	7.8	(1.6)	(7.0)	(6.6)	(4.5)
日用品	10.2	16.0	16.8	15.9	16.6	12.6	11.4	12.3	13.0	13.0	12.0	12
家用电器和音像器材	4.8	12.5	13.9	3.3	15.2	3.2	5.8	7.7	3.0	4.2	5.4	0.7
文化办公用品	(3.3)	(0.4)	(4.0)	8.8	(4.0)	3.6	3.1	6.5	14.5	19.8	(0.2)	(3.4)
家具类	9.5	8.0	12.7	0.7	12.8	4.2	6.1	8.3	6.3	5.7	6.3	1.8
通讯器材	7.1	(5.9)	(0.9)	8.2	13.8	2.1	6.7	5.9	1.0	3.5	8.4	22.9

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、月度聚焦

(一) 壹网壹创 (300792.SZ) 以数据驱动的电商“品牌管家”

电商代运营: 朝阳行业, 品牌电商战略的操盘手

参考艾瑞咨询数据, 2018年代运营服务市场交易规模约1613亿元, 同比增速46%。具备后端规模化成本优势、沉淀丰富运营经验与案例集的龙头玩家基本显露, 行业集中度持续提高。美妆是景气度最高、代运营发展最成熟的类目, 佣金率及品牌需求均显著高于其他品类。参考Bloomberg数据, 中国美妆市场约四千亿销售规模, 线上渗透率仅27%, 仍有很大提升空间。

壹网壹创: 以创意营销为核心竞争力的电商“品牌管家”

百雀羚为壹网壹创的起家标杆品牌, 公司对其的业务依赖已大幅下降; 1H19百雀羚在GMV、收入、净利润中的占比已下降至12%、47%、27%, 单一客户依赖程度大幅减小。

前端创意营销为壹网壹创的核心竞争力，以电商数据驱动、效果量化是公司有别于传统4A公司的特点。百雀羚、宝洁、OLAY等爆款影响案例背后，长期可维持的营销创造力来源于公司文化积淀、组织架构管理（设有创研中心）、年轻化的团队建设（87%员工为30岁以下）与数据驱动（充分挖掘平台大数据设计方案、预测试营销效果）。不断接管运营能力需提升的店铺并成功完成经营优化，亦是壹网壹创能力的证明。

盈利预测与投资建议

预计2019-2021年公司营业收入分别为15.2/19.5/23.2亿元，同比增长50%/28%/19%，净利润分别为2.3/2.9/3.7亿元，同比增长41%/27%/27%。由于A股市场暂无其他可比电商代运营公司，我们参考美股宝尊电商及A股值得买的估值情况，综合考虑壹网壹创所处赛道的景气度优势及规模扩张潜力，给予公司2020年50x PE，对应合理价值181.5元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：品牌将电商渠道收归自营或变更服务商；新品牌拓展不达预期；成本摊薄效果不达预期；电商行业、美妆行业景气度下降。

（二）2019年“双十一”点评：头部平台表现超预期，美妆与直播大放异彩

“双十一”天猫交易额增长25.7%，用户数持续增长，活跃度不断提高

第11个“双十一”落下帷幕，电商仍然体现出极强的韧劲。据天猫统计，2019年天猫双11成交额2684亿，同比增长25.71%（去年增速26.9%），超市场预期。除了GMV之外，**用户增长量及活跃度**成为阿里今年最大亮点，淘宝及天猫总裁蒋凡预计，“双十一”当天淘宝app的日活（DAU）预计将突破5亿，访问淘宝和天猫app的用户将增长1亿，其中7成来自下沉市场。物流和计算能力再次刷新纪录，依据菜鸟网络数据，今年天猫“双十一”物流订单突破10亿仅用时16小时33分钟，与去年相比提前近7个小时。今年天猫订单创建峰值以54.4万笔/秒创历史新高。京东如往常一样，披露11.1-11日的数据，累计下单金额超过2044亿元，同比增长27.9%（去年增速25.3%），同样超市场预期，Plus会员数突破1500万，人均消费额是普通用户的4倍，1-11日在全国90%区县实现24小时达。苏宁披露双十一当天全渠道订单量增长76%（去年披露全渠道销售额增长132%）。

电器，3C，美妆、服装是基本盘，美妆个护大放异彩

品类端：截至11月11日19时，据星图数据统计，今年“双十一”品类结构未发生显著改变，手机数码类、家用电器类和美妆个护类产品仍稳居前三，美妆个护品类以预销售额高达46.8%的占比凸显其增长潜力，服装类产品虽然在预售阶段表现差强人意，但在今年“双十一”当天交易额跻身品类第四，较去年排名（第六）有所提高。鞋包品类销售排名在今年显著提高跻身前五行列。

今年参与天猫“双十一”的品牌达到20万个，同比增长11%（去年为18万个）。从预售阶段开始，今年“双十一”头部品牌的竞争优势已然凸显，预销售额破亿的品牌共计64个。根据阿里披露，148个品牌销售额过亿，美妆类目占32个席位，其中国际大品牌占26席，雅诗兰黛成为全平台首个破10亿品牌。品牌背后的代运营公司也同样捷报频频，壹网壹创GMV为35亿（同比增长91%），杭州悠可GMV同比增长100%。

电商不断开拓新营销渠道，直播销售表现亮眼

今年的双十一除了传统晚会外，直播成为最大亮点，天猫利用直播、短视频app等平台提高流量和销售额，充分发挥“网红带货”效应，超过50%的天猫商家通过直播获得新增长。1小时03分，淘宝直播引导成交超过去年全天，8小时55分淘宝直播引导成交超100亿元。截至21点的top榜单显示，薇娅和李佳琦的热度分别为3.2亿和1.9亿，遥遥领先，头部效应明显。

投资建议

阿里和京东两大平台超预期的表现，体现了电商极强的韧性。前端流量玩法的创新，后端供应链、物流、系统等配套不断升级，是双十一持续超预期的驱动力。随着用户基数的扩大，消费习惯的转变，我们认为电商整体渗透率仍处于上升通道。继续看好头部电商平台，电商产业链服务公司（供应链服务、代运营服务）以及电商驱动增长的品类和品牌，建议投资者关注南极电商、壹网壹创、珀莱雅、三只松鼠、值得买等。

风险提示：宏观经济下行趋势持续；双十一对平时消费的分流；线下渠道可能继续受电商分流。

（三）家家悦（603708.SH）收购淮北乐新商贸，跨区域扩张再下一城 收购乐新商贸75%股权，继进入河北市场后，再度跨区域扩张进入安徽市场。

公司发布公告，拟以自有资金2.1亿元，通过受让股权及增资方式收购淮北市乐新商贸的75%股权。按协议约定，刘永红（真棒集团股东）以现金及两处商业物业出资设立乐新商贸，并将乐新商贸的100%股权转让给真棒集团，真棒集团将在淮北市与超市业务相关的经营性资产、负债及不动产投入到乐新商贸。2018年真棒集团涉及重组的资产共实现营收6.67亿元，亏损约0.29亿元，依此测算此次收购资产对应18年的PS估值约为0.42X（未考虑刘永红的两处商业物业）。标的资产在交接过渡期内，产生的收益归股东按出资比例享有，或为经营亏损则由交易对方以现金方式补偿给标的公司。

跨区域扩张再下一城，福悦祥超市成功改造提供整合样本

公司公告显示，真棒集团目前在淮北市拥有已开业的直营连锁门店31处，经营业态主要为超市，平均单店面积约3500平米，与公司主力业态一致，且在淮北市具有较强的品牌影响力，本次投资后标的公司门店品牌变更为“家家悦真棒”；同时标的资产拥有支撑超市业务发展的物流中心和食品加工厂，合计约11.3万平米。公司收购的张家口福悦祥超市于1Q19并表，其成功的改造经验可供家家悦真棒超市整合参考。

盈利预测及投资建议

公司聚焦社区生鲜超市，同店稳步增长，考虑合伙人制度全面铺开、供应链整合不断强化、物流仓储逐步完善，各业态同店收入仍将稳步提升，预计19-21年归母净利润分别为5.0亿、5.98亿、7.2亿元，EPS为0.82、0.98、1.18元（暂不考虑乐新商贸业务并表），参考可比公司的估值水平给予公司19年35X PE，对应合理价值28.78元/股，维持“增持”评级。

风险提示：新收购业务整合效果不达预期；永辉超市等全国性龙头进入山东省

场；互联网巨头的新零售布局加剧零售市场竞争。

风险提示

1. 宏观经济下行影响终端消费需求，可选消费景气度持续下行；
2. 资金、人才、技术等瓶颈，制约传统企业的变革；
3. 人工租金成本上涨，电商持续分流持续，实体零售持续承压；
4. 电商集中度持续提升，线上竞争加剧；
5. 资本推动新业态持续出现，分流冲击现有公司业绩。

广发商贸零售行业研究小组

洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017年新财富批零行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。

高峰：资深分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于招商证券。

贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。