

零售行业基金持仓低配比例持续下行，珠宝首饰、综合业态与化妆品备受市场关注

零售行业

推荐 维持评级

核心观点：

● 事件：近日，公募基金发布2021年第一季度前十大重仓股数据

本文所分析的基金包括：主动非债（普通股票型基金、偏股混合型基金、平衡混合型基金、灵活配置型基金和股票多空基金）；所公布的十大重仓股（期末持仓市值排名前十）且不包含港股与科创板股票。

● 我们的分析与判断：21Q1 商贸零售行业持仓市值占比创过去十年新低，低配比例环比20Q4进一步下行

2020Q1 基金商贸零售行业持仓总市值为 39.83 亿元，较上一季度环比下滑 24.16%；在中信 30 个一级行业中排名第 28，较上个季度的 25 名排位进一步出现回落；持仓市值所占全市场（不含港股及科创板）持仓比重为 0.19%，较上个季度环比降低 0.07 个百分点，低配比例达到 0.86%。从 2010Q1 开始基金持仓商贸零售占比全市场持仓比重的均值为 2.20%，中位数为 1.65%，当前远低于历史均值水平。基金持仓商贸零售行业比重在 10Q3 至 14Q2 期间一直处于下滑状态，此后保持低位徘徊；18Q1-19Q2 持仓比重触底反弹，但在 19Q2 达到过去三年高点后连续两个季度下滑；继 20Q1 环比首现底部反弹迹象后，自 20Q2 起再度开启逐季回落趋势，截止 2021Q1 基金持仓比重已降低至过往十年以来最低水平。

2021Q1 基金持仓商贸零售集中度（持仓市值排名前十的公司所占比重）为 95.67%，较上个季度下降 3.22 个百分点，从 2010Q1 开始基金持仓商贸零售集中度的均值为 90.19%，中位数为 91.75%，当前处于相对偏高的水平，证明行业配置依旧相对集中。本季度行业仍处于低配区间，环比 2020Q4 下滑 0.08 个百分点；自 12Q1 开始商贸零售行业一直处于低配状态，直至 18Q3 回升为超配状态并保持超过 1% 的超配比例，然后自 19Q2 再次低于 1%，并于同年 Q3 达到自 18 年以来最低配置水平；尽管行业配置比例 2020Q1 再度回升至超配状态，充分表明行业受基金重视程度有所回升，但自 20Q2 起再度陷入波动下行趋势，并于 2020Q3 跌落低配区间，截止 2021Q1 行业低配比例已达 2017 年以来最低水平。

● 我们的分析与判断：各大子行业及子板块均处于低配状态，行业内基金配置偏好珠宝首饰及钟表与综合业态板块

2021Q1 基金持仓中零售类行业总市值为 39.83 亿元，环比减少 24.16%；持仓市值占全市场比重为 0.19%，较上个季度环比减少 0.07 个百分点。2021Q1，一般零售行业持仓集中度为 100.00%，与上一季度水平持平，从 2018Q4 以来一般零售行业持仓集中度均值为 99.940%，中位数为 99.96%。当前集中度处于行

分析师

李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang_zb@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130517040001

甄唯莹

✉：zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

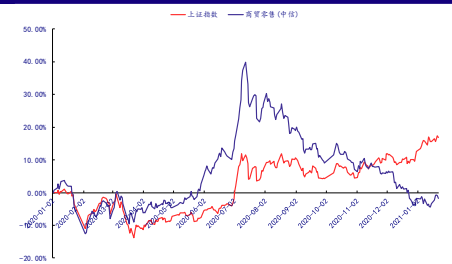
分析师登记编码：S0130520050002

特此鸣谢：

章鹏

行业数据

时间 2021.04.23



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河零售轻工李昂团队】行业点评_零售行业_2020Q4 零售行业基金持仓延续低配状态，市场关注珠宝首饰与化妆品等可选消费板块_20210124

【银河零售轻工李昂团队】行业点评_零售行业_2020Q3 零售行业基金持仓降至低配区间，市场持续关注电商渠道以及珠宝首饰板块_20201102

【银河零售轻工李昂团队】行业点评_零售行业_2020Q2 零售行业获超配但比例略有回落，电商市场关注度持续提升_20200722

【银河零售轻工李昂团队】行业点评_零售行业_2020Q1 零售行业低配幅度环比大幅收窄，超市与电商市场关注度提升_20200423

业过往两年来最高点，行业集中度逐步提升至 100%后呈现稳定趋势，说明基金对于一般零售子板块中的公司偏好选择较为稳定。除一般零售行业外，由于其余子板块内上市公司数量偏少，专营连锁、专业市场经营以及电商及服务行业的持仓集中度自 2018Q4 至 2021Q1 均为 100%，当前集中度数据符合历史规律。

2021Q1 基金对零售类子行业的配置力度偏好明显，按超配或低配比例高低排序，专营连锁 (-0.07%) > 专业市场经营 (-0.10%) > 电商及服务 (-0.12%) > 一般零售 (-0.39%)，相较于前一季度分别变化 -0.01/0.00/-0.11/0.01 个百分点。2021Q1，电商及服务板块创下低配比例新低；专营连锁与专业市场经营继续维持低配状态；一般零售板块低配比例环比 2020Q4 略有收窄但仍处于极低水平。

从超配比例的变化趋势来看，一般零售板块自 2020Q2 起伴随国内疫情防控步入常态化阶段后，必选消费渠道规模与业绩催化因素趋弱，叠加社区团购与生鲜电商在资本力量的加持下迅速崛起致使国内必选消费零售渠道竞争明显加剧，致使超市及便利店板块带领一般零售板块整体持仓比例加速回落，尽管受益于百货与综合业态等可选消费渠道能够分享一定顺周期背景下的业绩弹性红利并吸引部分机构投资者的目光，但市场普遍认为在本轮顺周期红利期中传统线下可选消费渠道或可实现恢复性增长而非趋势反转，故而使得机构对百货与综合业态板块内标的增配难以扭转对必选消费渠道的阶段性回避，截止 2021Q1 一般零售板块的配置比例依旧处于 18Q4 以来的绝对低位；电商及服务板块，受益于线上电商渠道过往十年内高速增长的红利，板块内公司普遍受到市场关注，使得行业内配置在 2018Q4 至 2020Q3 期间始终处于超配状态，但自 2020Q4 起受制于板块内龙头企业自身经营管理层面上的扰动以及市场对于淘系电商流量成本上行、品牌间竞争加剧、新兴电商模式与平台的分流效应等因素的考量使得板块进入低配区间，并在 2021Q1 呈现进一步恶化局面；至于专营连锁与专业市场经营，尽管二者始终保持低配状态，但相较于商贸零售行业整体处于持续低配的下行通道而言，机构投资者对于专营连锁和专业市场经营板块的关注度得到相对提升。综上可知，本季度商贸零售行业配置比例跌落至 17 年以来最低水平主要是由于前期相对受到市场关注的必选消费渠道与电商渠道板块内的对应股票配置明显下滑所致。

具体来看上述零售子行业，2021Q1 基金对珠宝首饰及钟表、电商及服务、超市及便利店、百货、综合业态、专业市场经营、家电 3C 板块的持仓总市值分别为 23.19 /7.19 /6.03 /1.66 /1.34/0.40/0.02 亿元，分别对应环比变化 38.55% /-75.37% /22.06% /489.63%/73.93%/-31.29%。从各板块基金持股总市值占比零售行业的规模份额情况来看，符合后疫情时代背景下的顺周期可选消费品牌商珠宝首饰及钟表板块取代电商及服务板块成为市场关注的重点，截止 2021Q1 其份额占比为 58.23%，环比 2020Q4 提升 26.36 个百分点，领先于其他子板块。与此同时，百货作为传统线下可选消费渠道的代表同样在 2021Q1 受到机构投资者的关注，持仓市值环比 2020Q4 增长 489.63%，持仓市值占行业整体比重环比提升 3.63%达到 4.17%。至于过去 2 年内备受关注的电商及服务板块则是在 2021Q1 呈现市值占比的环比大幅回落的局面，主要是受到电商渠道内部竞争加剧、各大品牌商对新兴电商模式及平台投入趋于分散化以及个别标的突发负面事件等多重因素影响，截止 2021Q1 该板块市值占行业整体的比值仅为 18.04%，环比回落 37.52 个百分点。此外，2020Q1 唯一实现业绩逆势正增长的超市及便利店板块在经历了 2020Q3 与 2020Q4 连续两个季度的回调后于 2021Q1 再度开始受到关注，持仓市值占行业整体比重环比 2020Q4 增加 22.06%，占比环比提升 5.74 个百分点达到 15.15%。综合来看，机构投资者在 2021 年一季度对商贸零售行业的投资主要选取顺周期背景下珠宝首饰及钟表品牌零售商与去年疫情中受损严重且业绩弹性特征显著的传统线下百货，辅以估值去化较为充分且中长期业绩具备较强韧性的超市及便利店板块，考虑到二季度整体消费市场进入相对淡季且各大品牌商与渠道商逐步开始为迎接下半年消费旺季进行蓄能，叠加“五一”小长假期间这一对我国消费市场未来短期发展趋势判断的关键节点，如若“五一”期间呈现出喜人的量价齐升局面，那么行业板块内的顺周期品牌零售商与渠道零售商或有望获得关注，反之业绩韧性特征更为明显的超市及便利店板块则有望凭借业绩同比增速逐

季边际改善与开店节奏大概率得以延续的逻辑获得市场更多关注。

● **我们的分析与判断：顺周期情绪浓厚推动珠宝首饰及钟表、化妆品以及百货等可选消费品零售与渠道企业关注度持续提升，电商与超市企业关注度下滑趋势依旧**

个股配置方面，2021Q1 基金持仓数量出现环比增加的标的的主要集中于珠宝首饰及钟表板块以及化妆品板块，其中周大生（002867.SZ）成为商贸零售板块持股基金数量最多的公司，并且持仓基金数量增加数量也位居板块首位，截止 2021 年一季度末共计拥有 36 只基金产品重仓该公司，环比增加 14 只，并且该板块中另外 2 家知名品牌零售商老凤祥（600612.SH）与飞亚达（000026.SZ）也成功跻身 11 只/6 只基金产品的重仓股之列，分别环比 2020Q4 增加 5 只/3 只。至于化妆品板块，珀莱雅（603605.SH）依旧吸引了诸多机构投资者，截止 2021Q1，共计拥有 14 只基金产品将其作为前十大重仓股，环比 2020Q4 减少 4 家，另外该板块内的另外两家标的企业水羊股份（300740.SZ）与上海家化（600315.SH）截止 2021 年一季度末也分别跻身 11 只/10 只基金产品的重仓股之列，环比 2020Q4 分别变动 10/8 只基金产品，充分表明市场对我国尚处于高速发展阶段的化妆品行业给予了充分的关注与肯定。至于 2021 年一季度遭遇机构资金大幅减持的电商及服务板块，该板块内知名公司南极电商（002127.SZ）重仓基金数量环比 2020Q4 减少 16 只，主要是由于公司自身深受舆论影响所致，而另一大标的壹网壹创（300792.SZ）截止 2021Q1 重仓基金数量共计 5 只，环比减少 12 只；零售板块中其他持股基金数量较为领先的标的的主要包括：蕴含国企混改与消费金融双概念的西南地区龙头重庆百货（600729.SH）与受益于疫情防控常态化后带动线下客流显著恢复的综合业态企业百联股份（600827.SH）。

从持仓市值的角度来看，黄金珠宝品牌零售企业周大生（002867.SZ）持续受到市场的关注，连续三个季度出现持股总市值环比增长，2021Q1 持仓市值环比增长达到 53.34%，持仓市值稳居商贸零售行业首位，紧随其后的老凤祥（600612.SH）也同属黄金珠宝品牌零售企业之列。另外，飞亚达（000026.SZ）作为国内钟表品牌零售企业兼具可选消费品与渠道属性，在一季度顺周期主线情绪浓厚的助推下成为商贸零售行业中持仓市值环比增速第一的标的，2021Q1 持仓市值环比增速达到 217.60%。此外，上海家化（600315.SH）在 2020 年成功引入外部高管后对公司整体发展战略进行了升级与调整并已经初步在报表业绩端显现出一定成效，使得其在 2021Q1 录得持仓市值环比增长 127.28% 的亮眼表现。从持仓比例的集中度角度来看，壹网壹创（00792.SZ）、周大生（002867.SZ）与老凤祥（600612.SH）的基金持股较为集中，占公司流通股比例分别达到 9.04%/5.31%/4.80%。

从持仓股数变动的角度来看，珠宝首饰与钟表品牌零售商、化妆品品牌商以及线下传统百货与综合业态板块内的企业备受市场青睐。其中，符合顺周期预期下可选消费市场复苏逻辑并正处于免税牌照申请的百联股份（600827.SH）在 2021 年一季度持仓股数变动位列首位，而遭受外部竞争与传言等负面影响较大的超市头部企业与电商企业持仓股数变动下滑较为明显，永辉超市（601933.SH）、家家悦（603708.SH）、红旗连锁（002697.SZ）、南极电商（002127.SZ）等均位列其中。

● **投资建议**

整体来看，2020 年一季度的基金持仓情况大致符合我们前期在 2020 年四季度基金持仓点评中提出的“珠宝首饰与化妆品行业等能够分享顺周期可选消费复苏红利的子行业各中表现或将有所分化”的判断，并更加倾向于关注化妆品行业。展望 2021Q2，按线上与线下渠道划分，考虑到当前国内疫情防控在疫苗接种率持续提升的利好推动下大概率不具备成为限制国内人口正常流动的阻碍，结合即将到来的“五一劳动节”小长假以及 4 月初刚刚结束的清明假期国内线下旅游消费的数据，我们认为 2021Q2 线下消费渠道以及以线下渠道为主的消费品品类或有望借助假期效应对消费的拉动恢复至疫情前水平，甚至较疫情前实现一定增长，而“五一劳动节”小长假便是判断恢复常态或超预期增长的重要节点；按可选与必选消费区分，我们认为当前顺经济周期背景下可选消费优于必需消费的局面大概率仍将在 2021 年二季度得以延续，直至我国经济复苏动

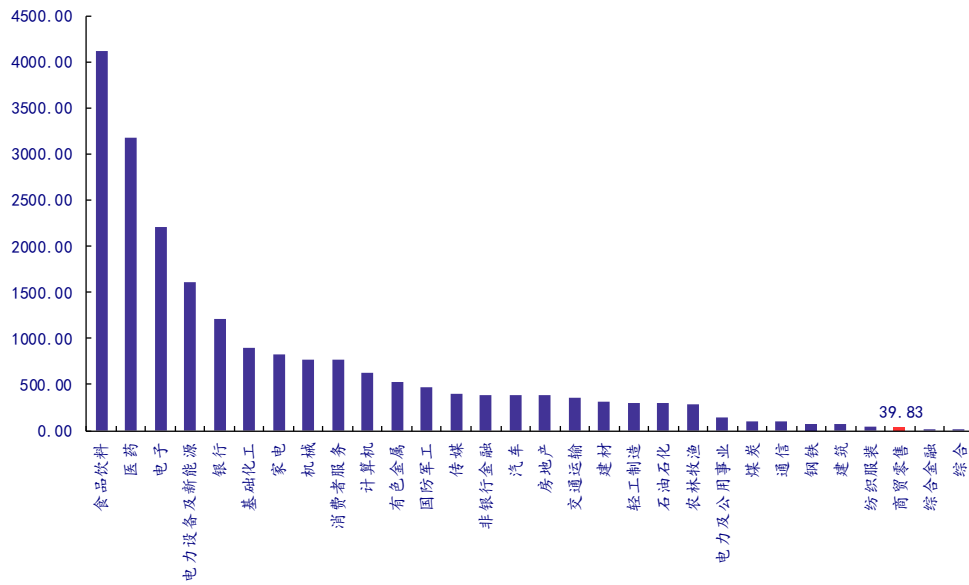
能出现明显的增长瓶颈或出现向下拐点，而顺周期标的中品牌零售商相较于渠道商而言业绩弹性特征与盈利能力更具备优势，使得品牌零售商在顺周期的宏观环境下的表现将明显优于渠道商。

在此背景下，我们继续维持 2021 年年度策略中“数字化”大主题、推荐可选消费的逻辑不变，同时建议增持酒类流通商、化妆品以及电商服务中的优质标的；公司方面，我们的推荐组合为：天虹百货(002419.SZ)、王府井(600859.SH)、永辉超市(601933.SH)、家家悦(603708.SH)、红旗连锁(002697.SZ)、华致酒行(300755.SZ)、壹网壹创(300792.SZ)、丽人丽妆(605136.SH)、上海家化(600315.SH)、珀莱雅(603605.SH)、丸美股份(603983.SH)、贝泰妮(300957.SZ)。

● **风险提示**

消费者信心不足的风险；行业竞争加剧的风险。

图 1：2021Q1 全市场基金持仓情况（单位：亿元）较 2020Q4 下滑 3 位



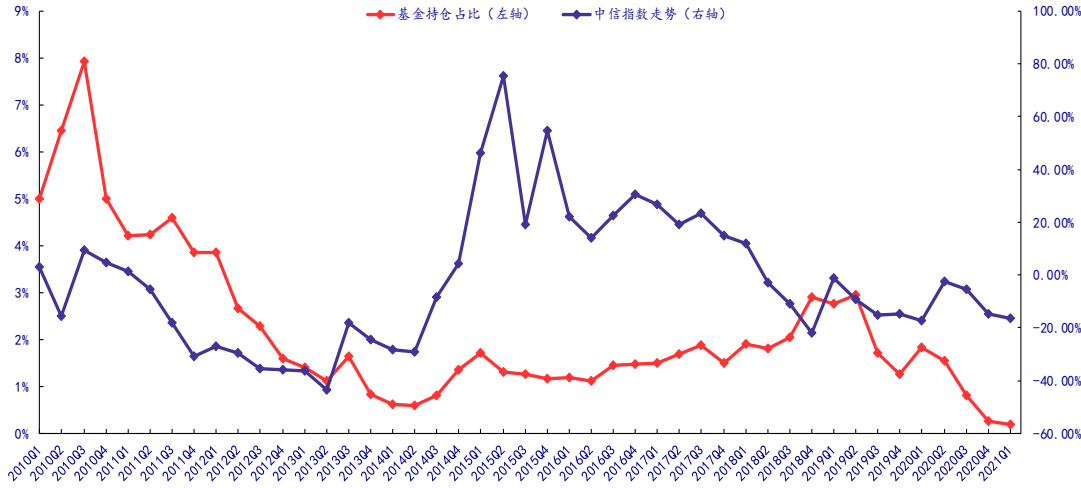
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 1: 2020Q4-2021Q1 基金所持各行业市值情况

排序	行业	2021Q1		2020Q4		持仓市值环比变化
		持仓总市值(亿元)	所占比重	持仓总市值(亿元)	所占比重	
1	食品饮料	4112.11	19.66%	4080.93	20.00%	0.76%
2	医药	3173.13	15.17%	2991.38	14.66%	6.08%
3	电子	2206.73	10.55%	2041.87	10.01%	8.07%
4	电力设备及新能源	1614.82	7.72%	1940.67	9.51%	-16.79%
5	银行	1215.60	5.81%	686.81	3.37%	76.99%
6	基础化工	900.05	4.30%	761.40	3.73%	18.21%
7	家电	823.53	3.94%	971.45	4.76%	-15.23%
8	机械	774.15	3.70%	771.01	3.78%	0.41%
9	消费者服务	772.80	3.69%	661.44	3.24%	16.84%
10	计算机	624.48	2.99%	751.68	3.68%	-16.92%
11	有色金属	531.41	2.54%	569.29	2.79%	-6.65%
12	国防军工	470.01	2.25%	562.96	2.76%	-16.51%
13	传媒	394.24	1.88%	454.94	2.23%	-13.34%
14	非银行金融	392.07	1.87%	579.33	2.84%	-32.32%
15	汽车	385.94	1.84%	469.67	2.30%	-17.83%
16	房地产	381.51	1.82%	401.57	1.97%	-4.99%
17	交通运输	362.71	1.73%	433.39	2.12%	-16.31%
18	建材	316.63	1.51%	220.97	1.08%	43.29%
19	轻工制造	303.11	1.45%	204.04	1.00%	48.55%
20	石油石化	301.21	1.44%	187.97	0.92%	60.24%
21	农林牧渔	287.31	1.37%	252.41	1.24%	13.83%
22	电力及公用事业	149.79	0.72%	62.39	0.31%	140.08%
23	煤炭	99.32	0.47%	40.24	0.20%	146.80%
24	通信	97.91	0.47%	123.82	0.61%	-20.92%
25	钢铁	71.90	0.34%	44.26	0.22%	62.46%
26	建筑	70.81	0.34%	53.13	0.26%	33.29%
27	纺织服装	43.90	0.21%	27.66	0.14%	58.72%
28	商贸零售	39.83	0.19%	52.53	0.26%	-24.16%
29	综合金融	3.31	0.02%	3.59	0.02%	-7.79%
30	综合	0.30	0.00%	0.21	0.00%	38.96%

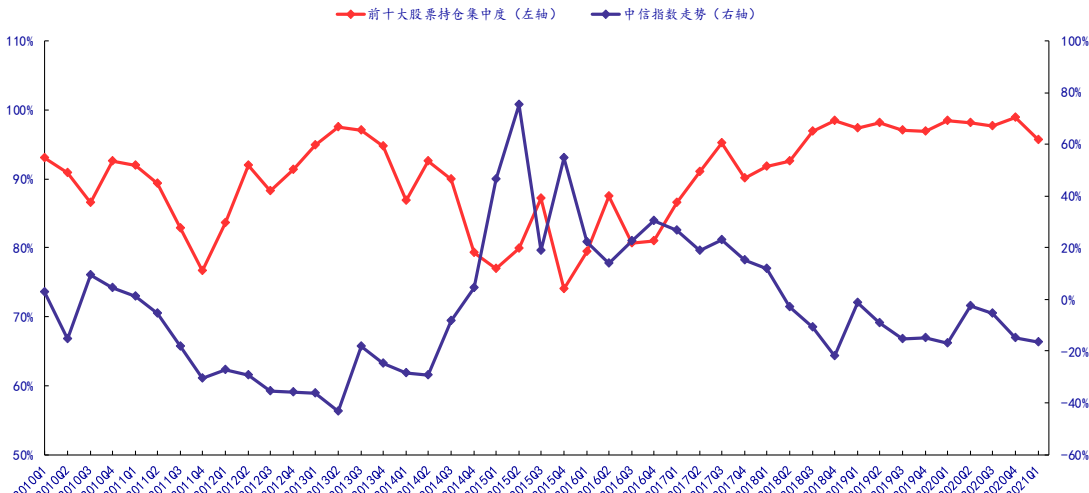
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 2：基金持仓商贸零售占比与 GS 商贸零售指数走势对比



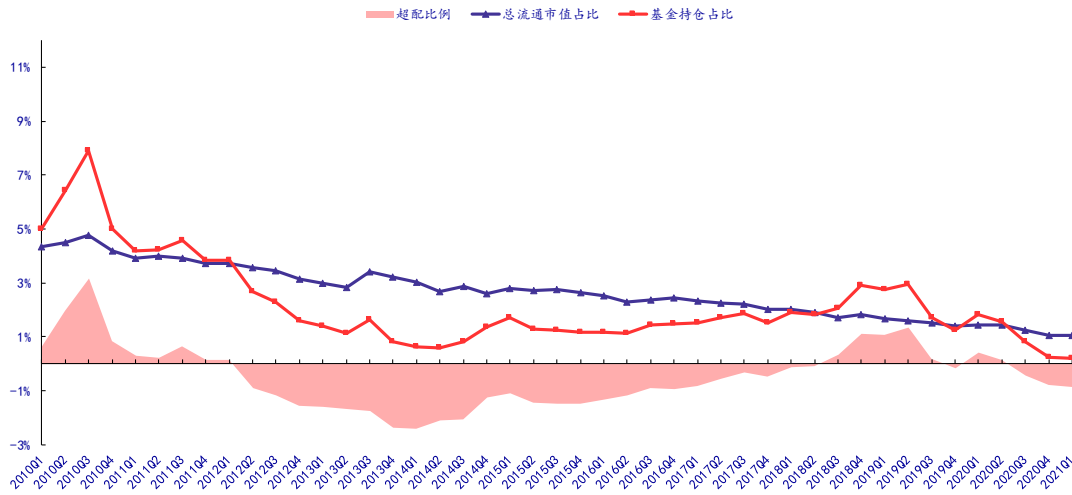
资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 3：基金持仓商贸零售集中度与持仓商贸零售指数走势对比



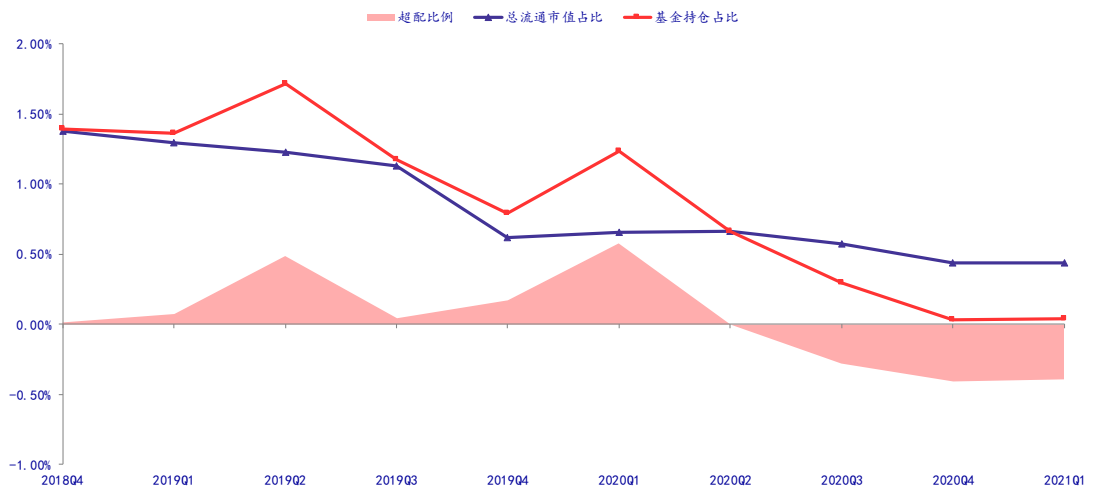
资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 4：基金持仓金额中商贸零售行业占比与该行业流通市值占比全市场的对比（配置情况，中信行业分类）



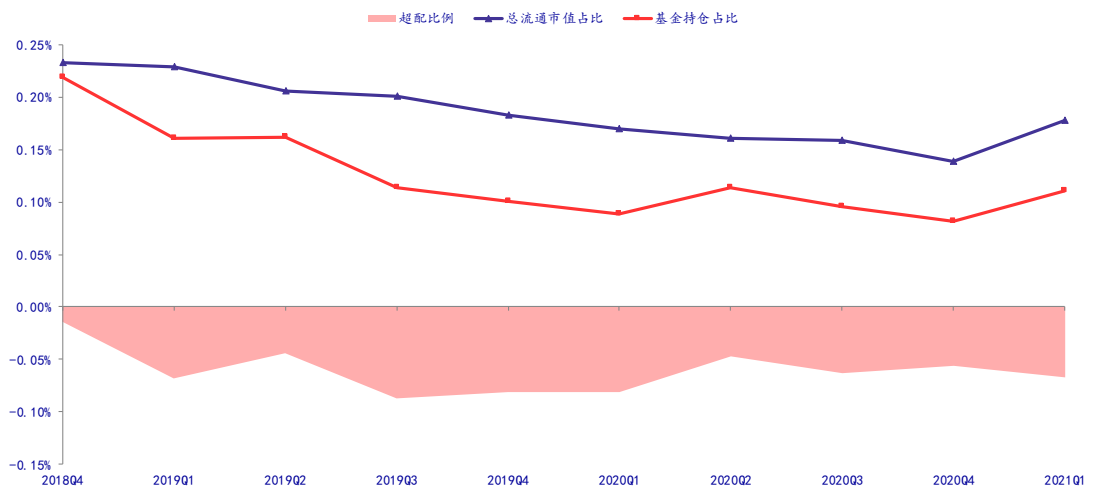
资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 5：基金持仓金额中一般零售行业占比与该行业流通市值占比全市场的对比（配置情况，中信行业分类）



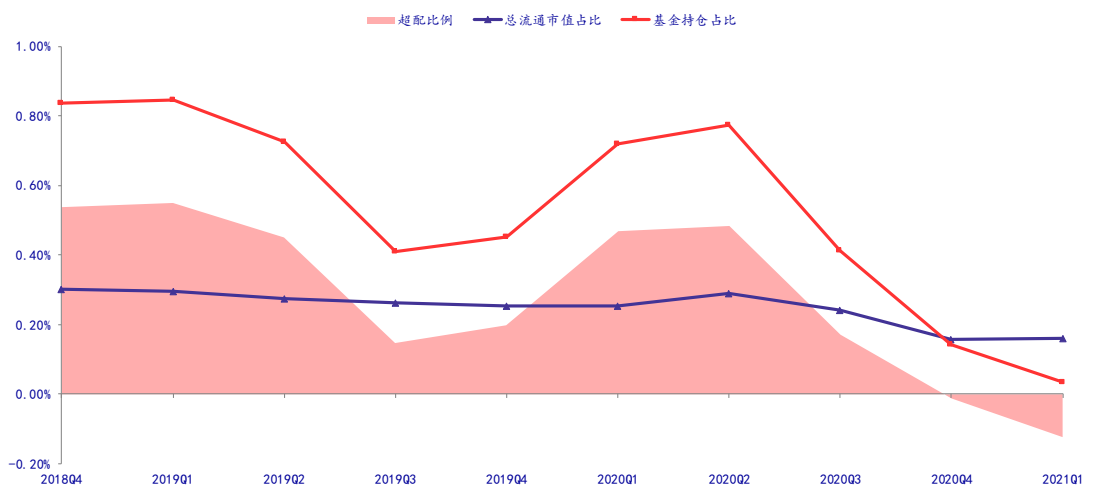
资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 6：基金持仓金额中专营连锁行业占比与该行业流通市值占比全市场的对比（配置情况，中信行业分类）



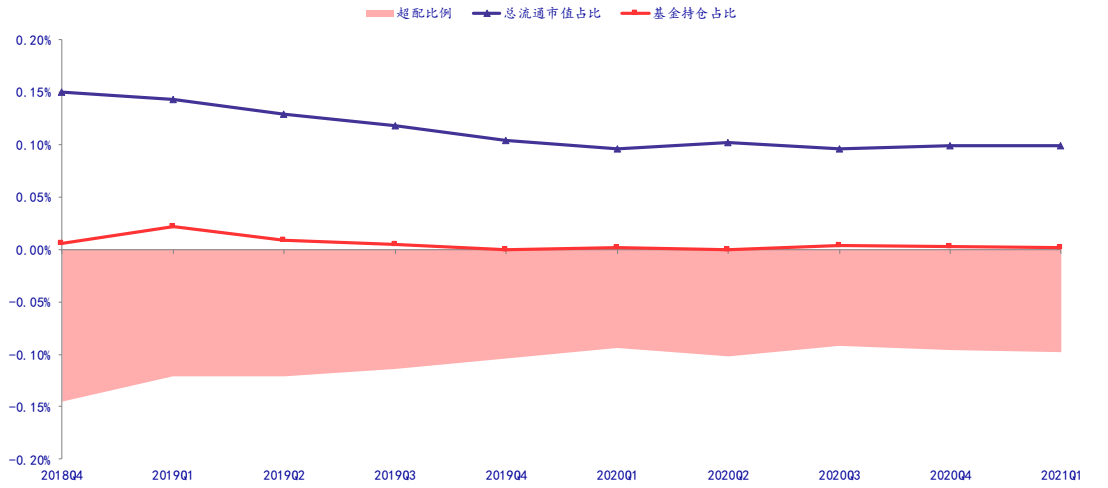
资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 7：基金持仓金额中电商及服务行业占比与该行业流通市值占比全市场的对比（配置情况，中信行业分类）



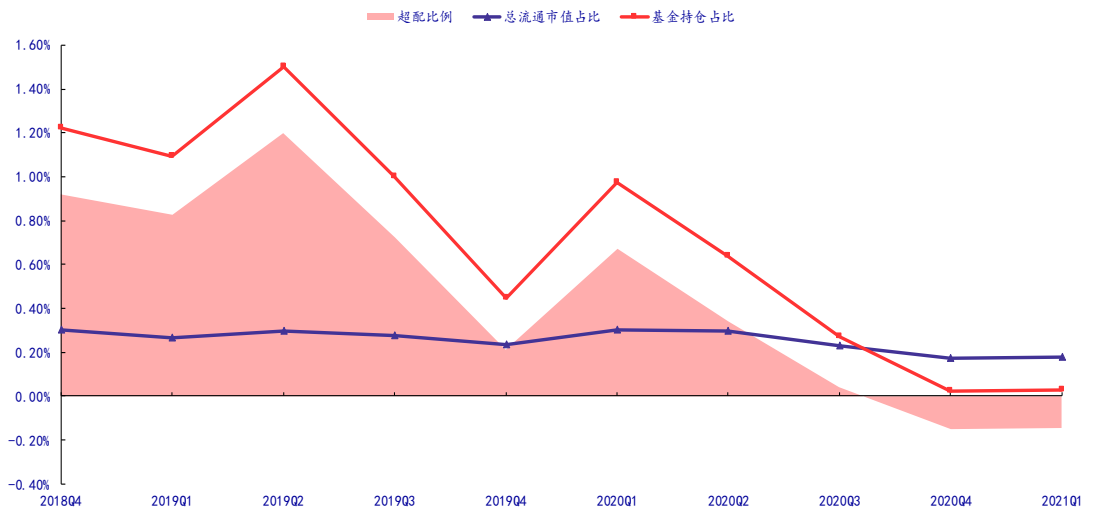
资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 8：基金持仓金额中专业市场经营行业占比与该行业流通市值占比全市场的对比（配置情况，中信行业分类）



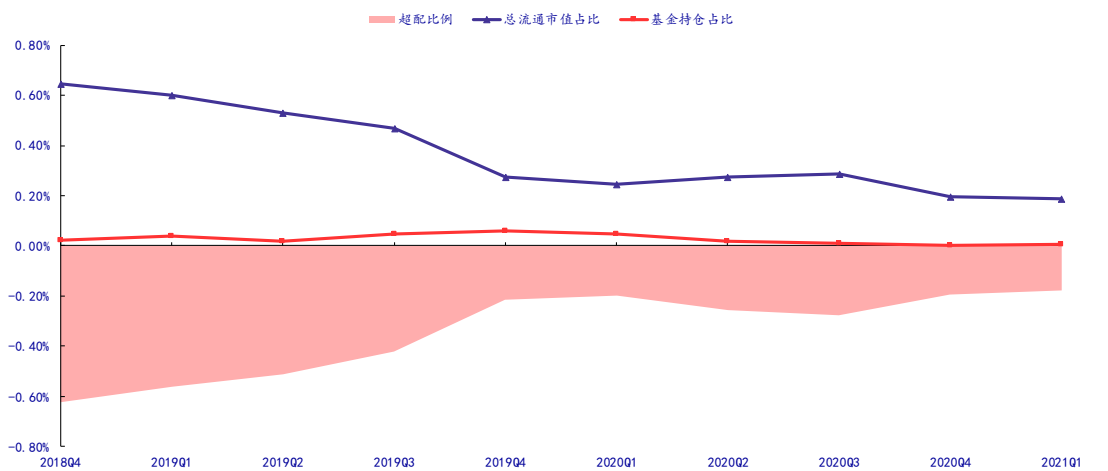
资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 9：基金持仓金额中超市及便利店行业占比与该行业流通市值占比全市场的对比（配置情况，中信行业分类）



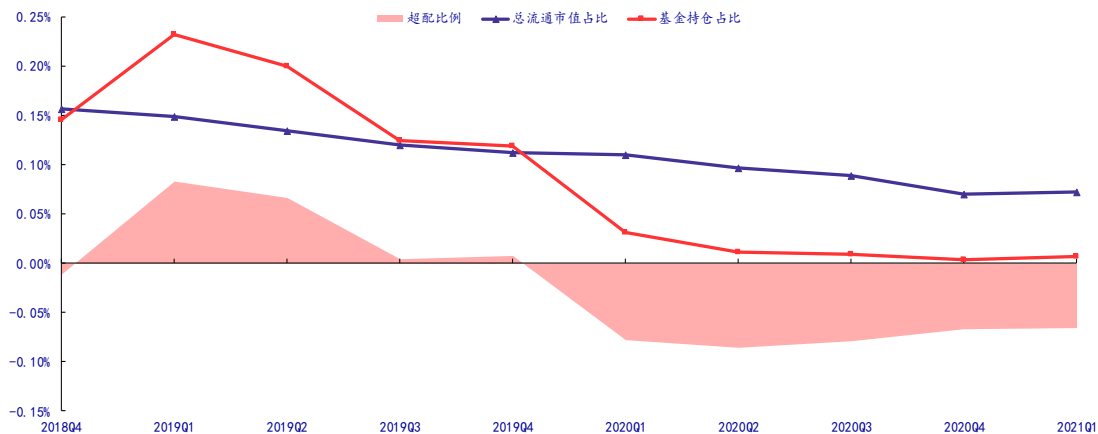
资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 10：基金持仓金额中百货行业占比与该行业流通市值占比全市场的对比（配置情况，中信行业分类）



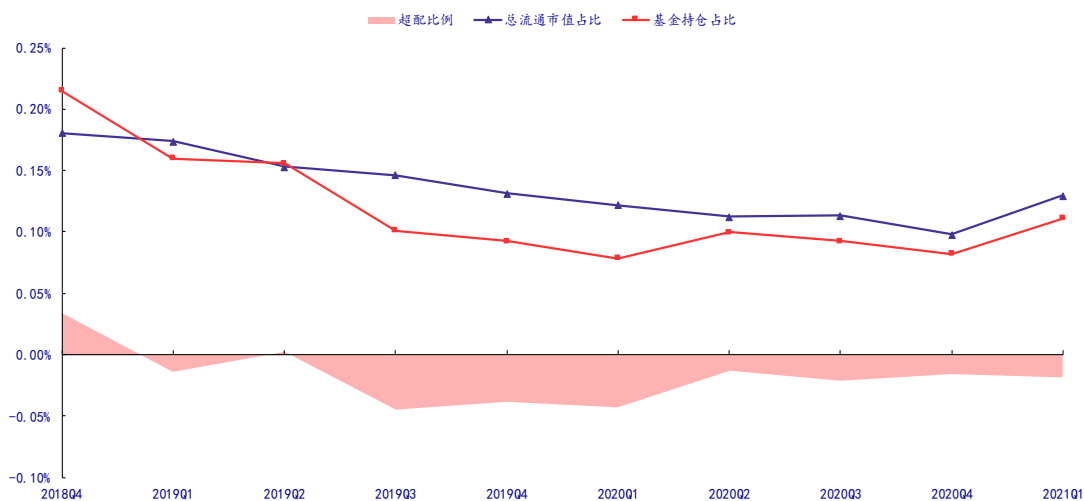
资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 11: 基金持仓金额中综合业态行业占比与该行业流通市值占比全市场的对比 (配置情况, 中信行业分类)



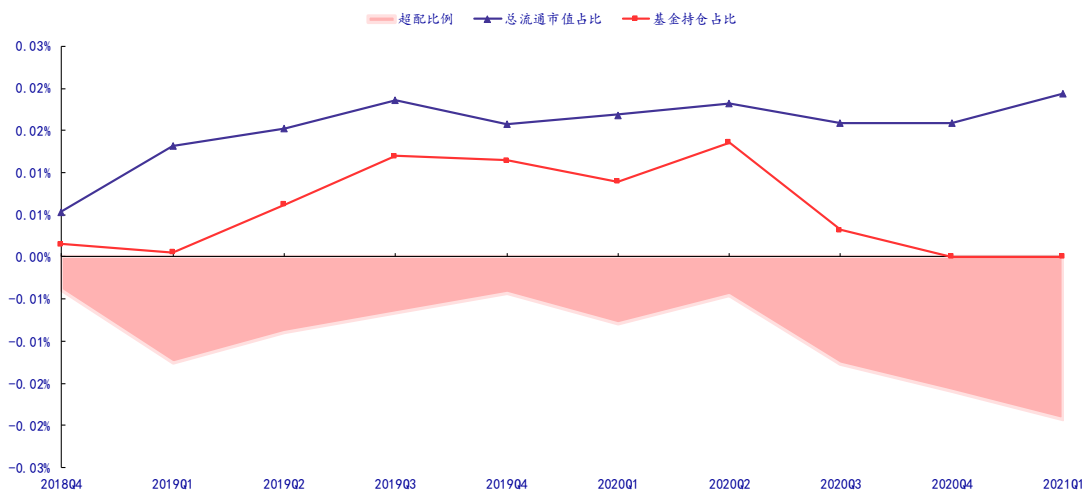
资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 12: 基金持仓金额中珠宝首饰及钟表行业占比与该行业流通市值占比全市场的对比 (配置情况, 中信行业分类)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 13: 基金持仓金额中其他连锁行业占比与该行业流通市值占比全市场的对比 (配置情况, 中信行业分类)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

表 2: 2021Q1-2020Q4 基金所持商贸零售行业情况 (按持有基金数量排序)

代码	名称	2021Q1 持有基金数	2020Q4 持有基金数	变动数量	变动比例
002867.SZ	周大生	36	22	14	63.64%
603605.SH	珀莱雅	14	19	-5	-26.32%
600612.SH	老凤祥	11	6	5	83.33%
300740.SZ	水羊股份	11	1	10	1000.00%
600315.SH	上海家化	10	2	8	400.00%
002127.SZ	南极电商	8	24	-16	0.00%
000026.SZ	飞亚达	6	3	3	100.00%
600729.SH	重庆百货	6	3	3	100.00%
300792.SZ	壹网壹创	5	12	-7	-58.33%
600827.SH	百联股份	5	0	5	-

资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

表 3: 2021Q1-2020Q4 基金所持商贸零售行业情况 (按持股总市值排序)

代码	名称	2021Q1 持股总量	持股占流通股 比(%)	2021Q1 持股总 市值(亿元)	2020Q4 持股总 市值(亿元)	变动比例
002867.SZ	周大生	3,835.93	5.31	13.41	8.75	53.34%
603708.SH	家家悦	1,807.32	2.97	3.74	4.47	-16.22%
002127.SZ	南极电商	1,755.88	0.89	1.61	20.09	-91.98%
600612.SH	老凤祥	1,520.76	4.80	8.44	7.58	11.38%
600827.SH	百联股份	1,049.55	0.65	1.87	0.00	-
000026.SZ	飞亚达	820.40	2.29	1.30	0.41	217.60%
600315.SH	上海家化	739.72	1.10	3.55	1.56	127.28%
600858.SH	银座股份	664.87	1.28	0.46	0.00	-
000785.SZ	居然之家	566.57	2.26	0.40	0.53	-24.29%
300792.SZ	壹网壹创	554.21	9.04	4.88	7.97	-38.78%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

表 4: 2021Q1-2020Q4 基金所持商贸零售行业情况 (按持仓变动数量排序)

代码	名称	季报持仓变动(万股)	代码	名称	季报持仓变动(万股)
600827.SH	百联股份	1,049.55	002127.SZ	南极电商	-12,929.01
600858.SH	银座股份	664.87	603605.SH	珀莱雅	-471.36
002867.SZ	周大生	472.52	603708.SH	家家悦	-291.20
000026.SZ	飞亚达	463.55	300792.SZ	壹网壹创	-167.29
600859.SH	王府井	391.69	600612.SH	老凤祥	-150.69
600315.SH	上海家化	289.71	000785.SZ	居然之家	-99.15
000501.SZ	鄂武商 A	140.58	002697.SZ	红旗连锁	-28.17
300740.SZ	水羊股份	93.00	300785.SZ	值得买	-27.06
000419.SZ	通程控股	57.01	601933.SH	永辉超市	-7.85
603983.SH	丸美股份	51.75	002419.SZ	天虹股份	-0.65

资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

李昂：现任零售及轻工行业团队负责人。曾任社服行业研究员、商业零售行业主分析师，具备消费产业跨多行业研究经验。

甄唯莹：现任零售及轻工行业分析师。2018年5月加盟银河研究院从事零售行业研究，2020年起增加覆盖轻工制造，擅长深度挖掘公司基本面。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤淼 010-80928021 gengyouyou@chinastock.com.cn