

2021年04月29日

王府井 (600859.SH)

动态分析

受益线下客流复苏，关注公司免税及首商合并推进

商贸零售 | 百货 III

投资评级

增持-A(维持)

股价(2021-04-29)

32.50 元

交易数据

总市值(百万元)	25,228.14
流通市值(百万元)	25,228.14
总股本(百万股)	776.25
流通股本(百万股)	776.25
12个月价格区间	0.00/79.19 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.71	2.59	141.71
绝对收益	7.37	1.72	165.37

分析师

王冯

 SAC 执业证书编号: S0910516120001
 wangfeng@hua.jinsc.cn
 021-20377089

分析师

吴雨舟

 SAC 执业证书编号: S0910520080001
 wuyuzhou@hua.jinsc.cn
 021-20377061

相关报告

王府井：同口径下 Q3 营收增速回暖，龙头品牌竞争优势凸显 2020-11-03

王府井：消费信心恢复推升 Q2 客流，营收净利环比改善 2020-09-01

事件

近期公司披露年报一季报。2020 年公司实现营收 82.23 亿元/-69.30%，归母净利润 3.87 亿元/-59.77%，基本每股收益 0.50 元，拟每 10 股派现金红利 1.5 元（含税）。2021 年一季度，公司实现营收 24.87 亿元/+63.60%，归母净利润 2.63 亿元/+230%。

投资要点

◆ **线下客流逐步恢复，20Q4 及 21Q1 快速回暖**：2020 年，国内线下消费客流受疫情影响，全年客流逐步恢复。王府井通过全渠道运营积极应对疫情挑战，新收入准则可比口径下，公司主营业务收入全年营收降低约 5.75%，其中同店降低 5.45%。分季度看，2020 年各季度公司可比增速约-26%、-22%、+5.6%、+22%，下半年以来公司持续受益可选消费复苏趋势。

21Q1 线下客流基本与 20Q4 持平，继续受益于国内疫情可控，消费情绪回暖推动公司 21Q1 取得恢复性高增长，其中营收、净利分别增长 64%、230%，营收较 19Q1 可比口径增长约 20%。

◆ **疫情下渠道持续优化，加速扩张推动业绩复苏**：渠道方面，疫情下公司渠道持续优化，疫情后公司加快发展，2020 年末公司合计门店数量达 55 家/+7.8%，门店建筑面积达约 329 万平方米/+24%。年内贵州安顺购物中心、西宁大象城购物中心、贵阳玖福城购物中心和佛山紫薇港购物中心 4 家大型门店开业，以贴近市场的方式建立鲜明特色，取得较好反响。

分业态看，2020 年公司百货/购物中心、奥特莱斯、超市业态营收占比分别约 70%、15%、9.3%、5.4%。其中购百业态、奥特莱斯营收大幅降低，一方面源于会计政策变动，联营部分的收入准则由总额法转为净额法，另一方面源于疫情下前三季度线下客流受较明显影响，据汇客云数据预计，2020 年各季度全国购物中心客流回暖率分别约 32%、66%、78%、82%。客流波动影响下，公司可比口径营收增速已于 Q3 回暖，全年购百、奥莱毛利润报表口径下降约 30%。21Q1，受益于国内疫情防控良好及去年同期低基数，季度公司主要业态均取得恢复性高增长，购百及奥莱渠道营收分别增 65%、95%，毛利润分别增 162%、114%。

◆ **激励计划彰显公司信心，免税推进形成新的增长极**：展望未来，公司原主业方面，2020 年疫情主要影响线下消费客流，从而影响服装消费。全年看，国内国际双循环政策定位下，新业态、新模式促进消费背景下，国内消费品市场有望稳步扩大，据中华全国商业信息中心预计，2021 年国内社零总额有望取得 10% 以上的双位数增长。我们预计偏向可选消费百货、购物中心、奥特莱斯渠道有望在疫情后取得较好恢复，布局全国的购百龙头王府井有望持续受益。

激励计划方面，2020 年公司激励计划落地，其中扣非净利以 2016 年至 2018 年平均数为基准，2021~2023 年分别增长不低于 20%、30%、40%，预计将支撑上述年度个

位数的扣非净利增长。另外公司持续强化购物中心占比，上述年底购物中心及奥莱占门店营收分别不低于 30%、40%、50%。激励计划彰显公司信心，公司有望在疫情后取得良好恢复。

新业务免税方面，公司 2020 年上半年取得免税经营牌照，取得国内为数不多的免税渠道经营权，6 月公司已成立免税经营子公司，截至目前，公司已快速组建团队、积极拓展供应链渠道、搭建仓储物流体系、正在筹建团队并搭建供应链体系、构建免税业务信息系统，目前公司正加大政策研究及与政府沟通协作，全力推进项目落地。

- ◆ **投资建议：**王府井是国内百货龙头之一，疫情影响消退下 20Q4 及 21Q1 快速复苏，未来激励计划彰显公司信心，拟合并首商增强区域竞争力，免税牌照构筑新的增长极。我们预测公司 2021 年至 2023 年每股收益分别为 1.20、1.39 和 1.51 元（未考虑首商合并）。净资产收益率分别为 7.7%、8.4%和 8.5%。目前公司 PE（2021E）约 27 倍，维持“增持-A”建议。
- ◆ **风险提示：**与首商合并尚未落地；免税业务推进及政策逻辑或不及预期；购百渠道供给持续增加；国内疫情或有反复。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	26,789	8,223	11,363	12,977	14,346
YoY(%)	0.3	-69.3	38.2	14.2	10.5
净利润(百万元)	961	387	931	1,081	1,169
YoY(%)	-20.0	-59.8	140.8	16.0	8.2
毛利率(%)	20.6	35.4	42.4	42.8	43.1
EPS(摊薄/元)	1.24	0.50	1.20	1.39	1.51
ROE(%)	8.4	3.4	7.7	8.4	8.5
P/E(倍)	26.2	65.2	27.1	23.3	21.6
P/B(倍)	2.2	2.2	2.1	2.0	1.8
净利率(%)	3.6	4.7	8.2	8.3	8.2

数据来源：Wind，贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、受益线下客流复苏，偏向可选消费的王府井快速回暖	4
(一) 线下客流逐步恢复，20Q4 及 21Q1 快速回暖	4
(二) 疫情下渠道持续优化，加速扩张推动业绩复苏	4
(三) 疫情影响逐步消退，20Q4 及 21Q1 快速恢复	6
二、疫情影响 20 年盈利水平，21Q1 盈利能力环比恢复	7
三、激励计划彰显公司信心，免税推进形成新的增长极	8
四、盈利预测及投资建议	10
五、风险提示	10

图表目录

图 1: 王府井营业收入及其增长	4
图 2: 王府井归母净利润及其增长	4
图 3: 王府井分季度营业收入及其增长	4
图 4: 王府井分季度归母净利润及其增长	4
图 5: 王府井分区域门店数量 (家)	5
图 6: 王府井分区域门店经营建筑面积 (万平方米)	5
图 7: 王府井分业态营业收入 (百万元)	5
图 8: 王府井分业态营收增速	5
图 9: 王府井分业态毛利润 (百万元)	6
图 10: 王府井分业态毛利润增速	6
图 11: 王府井分季度百货购物中心及奥莱营收 (百万元)	6
图 12: 王府井分季度百货购物中心及奥莱营收增速	6
图 13: 王府井分季度百货购物中心及奥莱毛利润 (百万元)	7
图 14: 王府井分季度百货购物中心及奥莱毛利润增速	7
图 15: 王府井利润率情况	7
图 16: 王府井费用率情况	7
图 17: 王府井经营活动现金流情况	8
图 18: 王府井分季度经营活动现金流情况	8
图 19: 国内线下零售消费客流情况估计	8
图 20: 全国百家大型零售企业零售增速	8
图 21: 国内社会消费品零售总额及其预期	9
图 22: 王府井股票期权激励计划扣非净利考核目标	9
图 23: 王府井股票期权激励计划营收结构考核目标	9
图 24: 国内免税渠道月度销售规模情况	10
图 25: 韩国 2019 年免税行业渠道销售结构	10
表 1: 王府井营业收入及其预测 (百万元, %)	10

一、受益线下客流复苏，偏向可选消费的王府井快速回暖

近期公司披露年报一季报。2020年公司实现营收82.23亿元/-69.30%，归母净利3.87亿元/-59.77%，基本每股收益0.50元，拟每10股派现金红利1.5元（含税）。

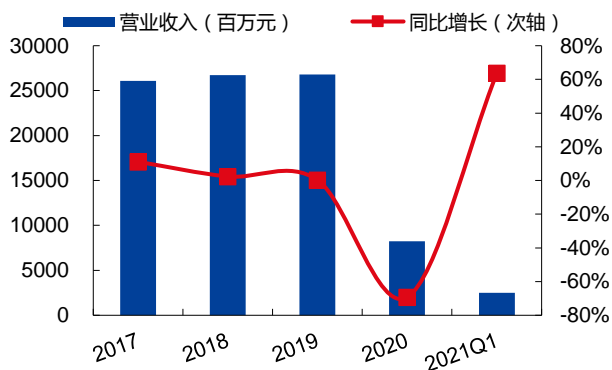
2021年一季度，公司实现营收24.87亿元/+63.60%，归母净利2.63亿元/+230%。

（一）线下客流逐步恢复，20Q4及21Q1快速回暖

2020年，国内线下消费客流受疫情影响，全年客流逐步恢复。王府井通过全渠道运营积极应对疫情挑战，新收入准则可比口径下，公司主营业务收入全年营收降低约5.75%，其中同店降低5.45%。分季度看，2020年各季度公司可比增速约-26%、-22%、+5.6%、+22%，下半年以来公司持续受益可选消费复苏趋势。

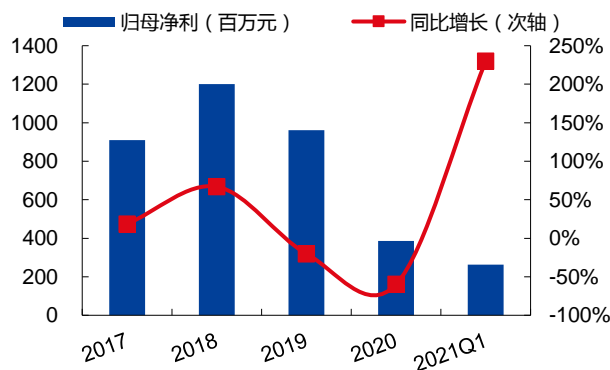
21Q1线下客流基本与20Q4持平，继续受益于国内疫情可控，消费情绪回暖推动公司21Q1取得恢复性高增长，其中营收、净利分别增长64%、230%，营收较19Q1可比口径增长约20%。

图1：王府井营业收入及其增长



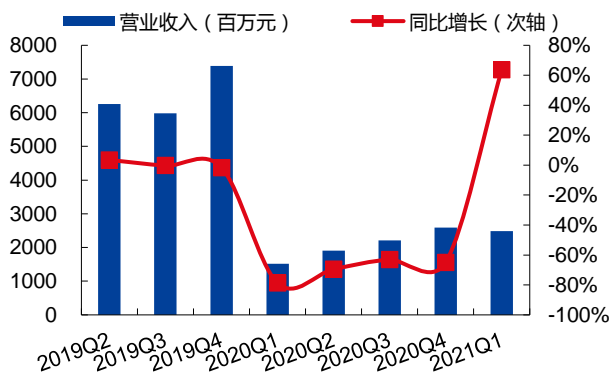
资料来源：Wind，华金证券研究所

图2：王府井归母净利及其增长



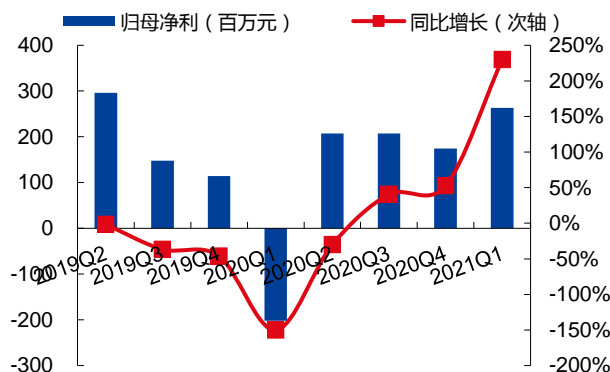
资料来源：Wind，华金证券研究所

图3：王府井分季度营业收入及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图4：王府井分季度归母净利及其增长

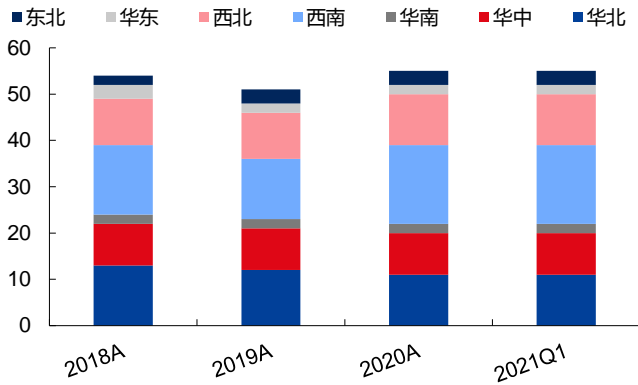


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）疫情下渠道持续优化，加速扩张推动业绩复苏

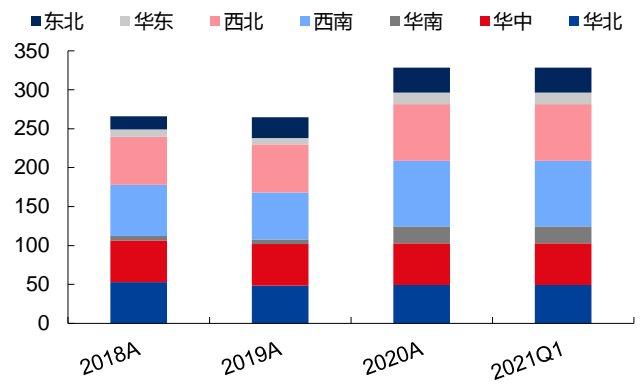
渠道方面，疫情下公司渠道持续优化，疫情后公司加快发展，2020年末公司合计门店数量达55家/+7.8%，门店建筑面积达约329万平方米/+24%。年内贵州安顺购物中心、西宁大象城购物中心、贵阳玖福城购物中心和佛山紫薇港购物中心4家大型门店开业，以贴近市场的方式建立鲜明特色，取得较好反响。

图 5：王府井分区域门店数量（家）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：王府井分区域门店经营建筑面积（万平方米）

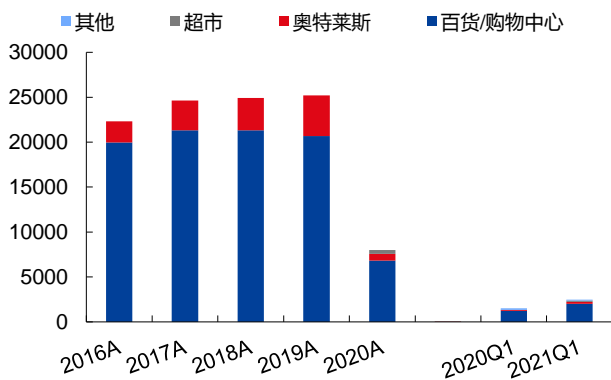


资料来源：公司公告，华金证券研究所

分业态看，2020年公司百货/购物中心、奥特莱斯、超市业态营收占比分别约70%、15%、9.3%、5.4%。其中购百业态、奥特莱斯营收大幅降低，一方面源于会计政策变动，联营部分的收入准则由总额法转为净额法，另一方面源于疫情下前三季度线下客流受较明显影响，据汇客云数据预计，2020年各季度全国购物中心客流回暖率分别约32%、66%、78%、82%。客流波动影响下，公司可比口径营收增速已于Q3回暖，全年购百、奥莱毛利润报表口径下降约30%。

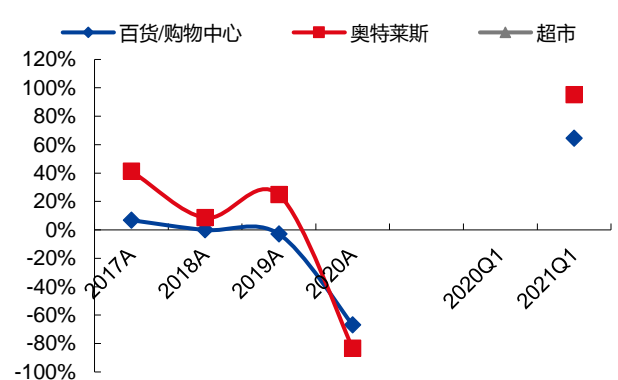
21Q1，受益于国内疫情防控良好及去年同期低基数，公司季度主要业态均取得恢复性高增长，购百及奥莱渠道营收分别增65%、95%，毛利润分别增162%、114%。

图 7：王府井分业态营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

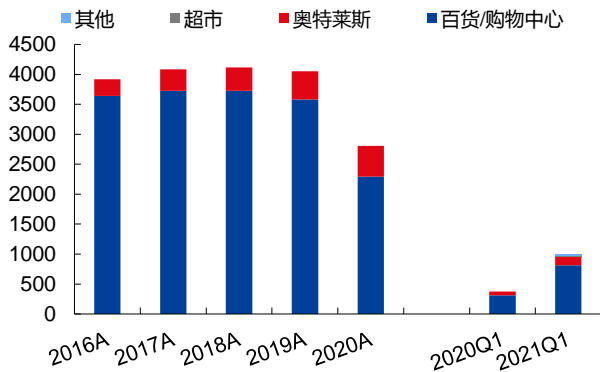
图 8：王府井分业态营收增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

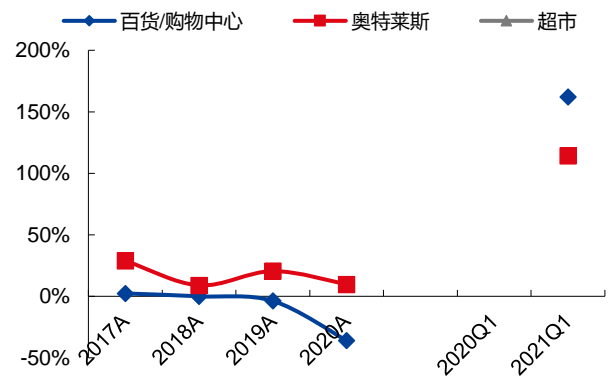
注：由于会计口径变化，2020年百货购物中心、奥莱增速仅做示意。

图 9：王府井分业态毛利润（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10：王府井分业态毛利润增速



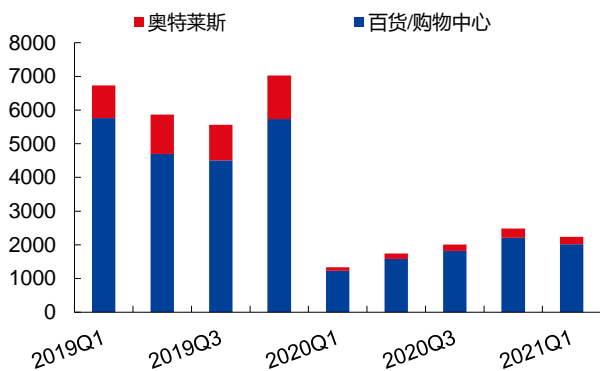
资料来源：公司公告，华金证券研究所

注：由于会计口径变化，2020 年百货购物中心、奥莱增速仅做示意。

（三）疫情影响逐步消退，20Q4 及 21Q1 快速恢复

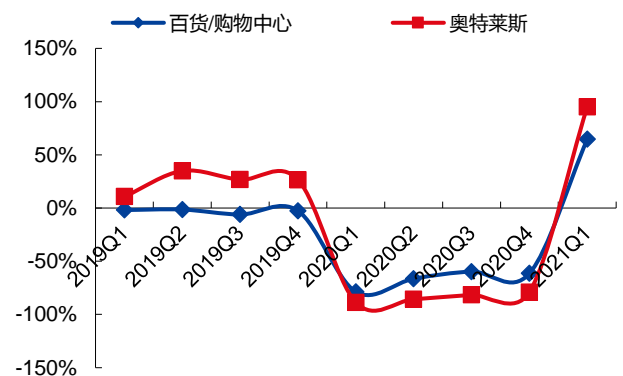
分季度看，由于国内疫情防控得当，线下可选消费客流逐季恢复，推动公司季度业绩改善。可比口径看，2020 年各季度，公司主营业务营收增速分别约-26%、-22%、+5.6%、+22%，报表口径的购百及奥莱的毛利润增速分别约-66%、-39%、-14%、-2%，营收毛利逐季恢复趋势明显，20 年 Q4 毛利润已基本追平 2019 年同期，疫情对公司的季度影响逐步消退。21Q1 国内疫情略有反复，但整体疫情控制良好，推动 21Q1 公司营收、毛利润均接近 20Q4 水平，实现恢复性高增长。

图 11：王府井分季度百货购物中心及奥莱营收（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

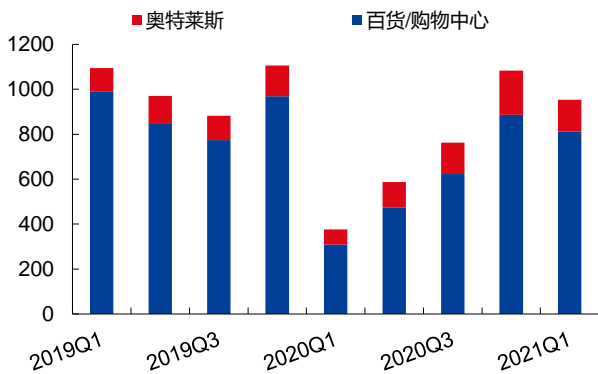
图 12：王府井分季度百货购物中心及奥莱营收增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

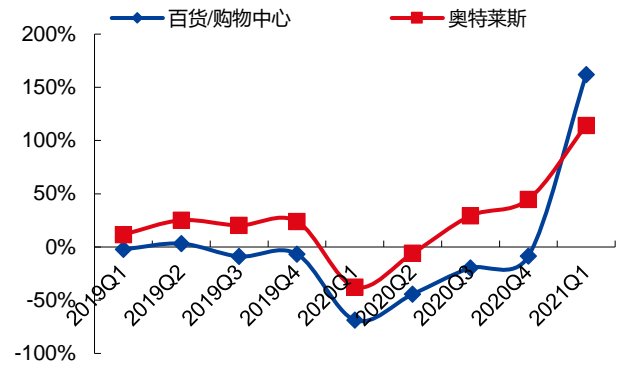
注：由于会计口径变化，2020 年百货购物中心、奥莱增速仅做示意。

图 13：王府井分季度百货购物中心及奥莱毛利润（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 14：王府井分季度百货购物中心及奥莱毛利润增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

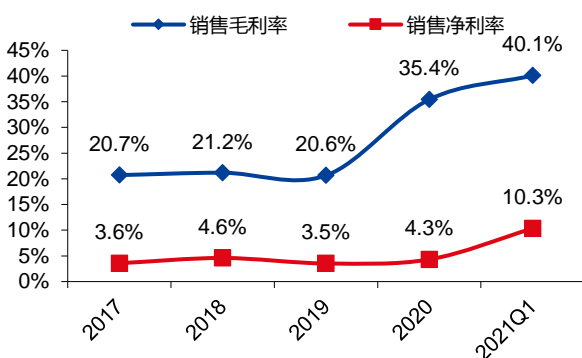
注：由于会计口径变化，2020 年百货购物中心、奥莱增速仅做示意。

二、疫情影响 20 年盈利水平，21Q1 盈利能力环比恢复

盈利能力方面，2020 年王府井毛利率净利率大幅提升，主要源于联营模式会计准则变动。若还原可比口径，我们预计公司 2020 年主营业务毛利率同比下降 10.7pct 至 5.4%，主要源于疫情期间公司践行社会责任，对中小商户减租让利，疫情后增加促销力度，在公司费用控制良好、公允价值变动减小等因素共同作用下，还原可比口径的净利率约降 2.3pct 至 1.5%，整体盈利能力受疫情大幅影响。

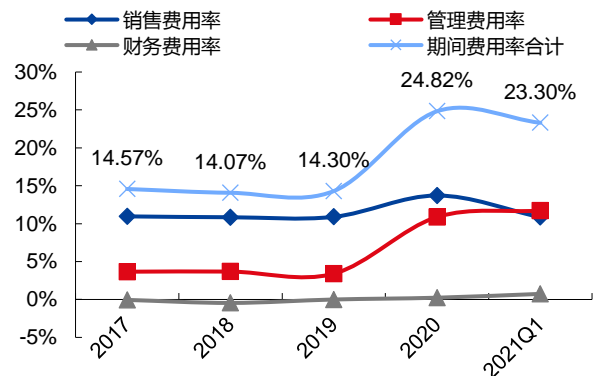
21Q1 整体公司毛利率类似于 20Q4，已在疫情下取得良好恢复，同时租赁会计准则变化及公司费用有所管控，共同推动 21Q1 净利率回升至 20Q2、Q3 的正常水平，盈利能力较 20Q4 环比提升。

图 15：王府井利润率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

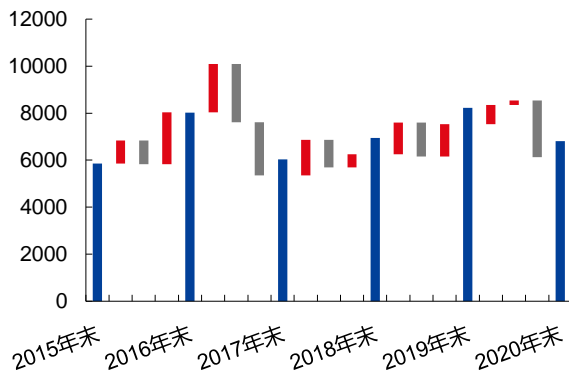
图 16：王府井费用率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

现金流方面，2020 年受疫情影响，公司经营活动现金流净额同比降低约 40%至 8.18 亿元。分季度看，2020Q2 以来公司持续实现经营活动现金净流入，整体经营活动现金流状况较好。

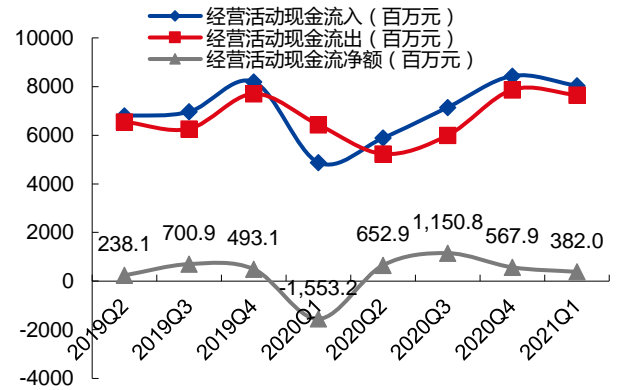
图 17：王府井经营活动现金流情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

注: 蓝色为年末现金及其等价物净额。各年度间的三个变动部分从左至右分别为经营活动、投资活动、筹资活动现金流量净额; 红色为增加, 灰色为减少。

图 18：王府井分季度经营活动现金流情况



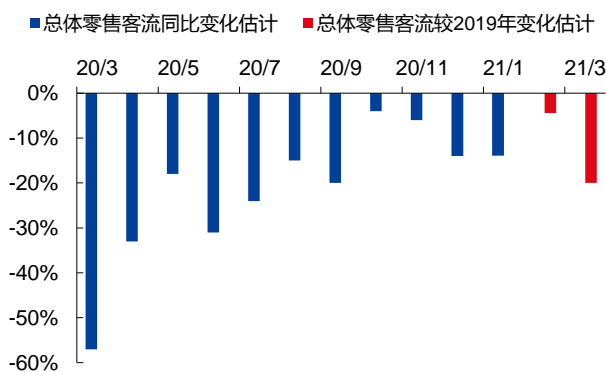
资料来源: Wind, 华金证券研究所

三、激励计划彰显公司信心，免税推进形成新的增长极

展望未来, 公司原主业方面, 2020 年疫情主要影响线下消费客流, 从而影响服装消费。据 ShopperTrak, 2021 年 2、3 月国内线下客流约为 19 年同期的 95%、80% 左右, 疫情受控后线下客流恢复以及消费情绪回升, 推动可选消费恢复性高增长。2021 年一季度, 以百货为主的全国百家大型企业, 在疫情低基数的基础上实现 34% 的零售增速, 实现恢复性高增长。

全年看, 国内国际双循环政策定位下, 新业态、新模式促进消费背景下, 国内消费品市场有望稳步扩大, 据中华全国商业信息中心预计, 2021 年国内社零总额有望取得 10% 以上的双位数增长。我们预计偏向可选消费百货、购物中心、奥特莱斯渠道有望在疫情后取得较好恢复, 布局全国的购百龙头王府井有望持续受益。

图 19：国内线下零售消费客流情况估计



资料来源: ShopperTrak, 华金证券研究所

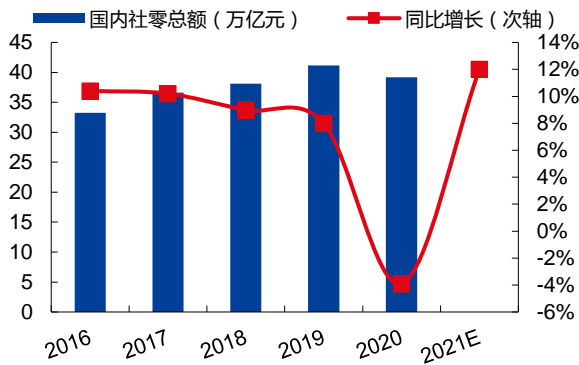
图 20：全国百家大型零售企业零售增速



资料来源: Wind, 中华全国商业信息中心, 华金证券研究所

注: 2021 年 3 月为 Q1 增速。

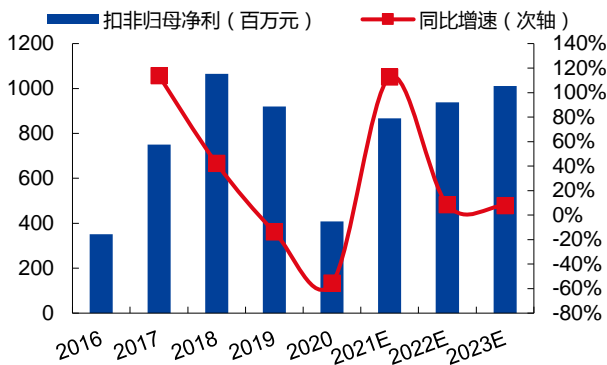
图 21: 国内社会消费品零售总额及其预期



资料来源: Wind, 中华全国商业信息中心, 华金证券研究所

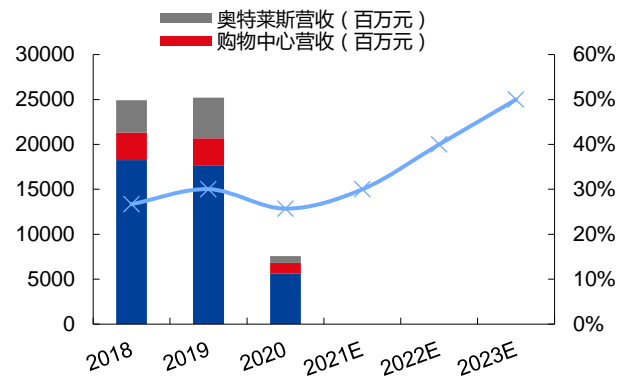
激励计划方面, 2020 年公司激励计划落地, 其中扣非净利以 2016 年至 2018 年平均数为基础, 2021~2023 年分别增长不低于 20%、30%、40%, 预计将支撑上述年度个位数的扣非净利增长。另外公司持续强化购物中心占比, 上述年底购物中心及奥莱占门店营收分别不低于 30%、40%、50%。激励计划彰显公司信心, 公司有望在疫情后取得良好恢复。

图 22: 王府井股票期权激励计划扣非净利考核目标



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 23: 王府井股票期权激励计划营收结构考核目标



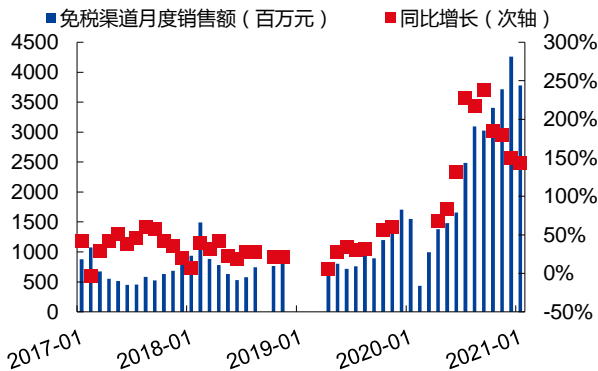
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

新业务免税方面, 公司 2020 年上半年取得免税经营牌照, 取得国内为数不多的免税渠道经营权, 6 月公司已成立免税经营子公司, 截至目前, 公司已快速组建团队、积极拓展供应链渠道、搭建仓储物流体系、正在筹建团队并搭建供应链体系、构建免税业务信息系统, 目前公司正加大政策研究及与政府沟通协作, 全力推进项目落地。

商务部统计的国内免税渠道 2020 年销售额达约 275 亿元, 主要为机场免税及离岛免税, 2020 年上半年国家发改委等部门给出政策指导方针, 将完善市内免税店政策, 建设一批中国特色市内免税店, 预计将促进海外高端消费回流。就韩国市场来看, 市内免税店 2019 年已占据约 85% 的免税市场份额, 而国内由于市内免税店政策不完善, 国内免税仍以机场免税店及离岛免税店为主, 预计凭借更符合消费习惯的场景, 若市内免税政策细节落地, 国内市内免税店占比将快速提升。而从盈利能力来看, 由于免税渠道免除消费者入关行邮税, 而适用于运动用品 (不含高尔夫球及球具)、钓鱼用品、纺织品及其制成品的行邮税为 20%, 适用于烟、酒、贵重首饰及珠宝玉石、高档手表、高档化妆品的税率为 50%, 免税渠道可提供较高性价比, 以及较高的利润率。王府井

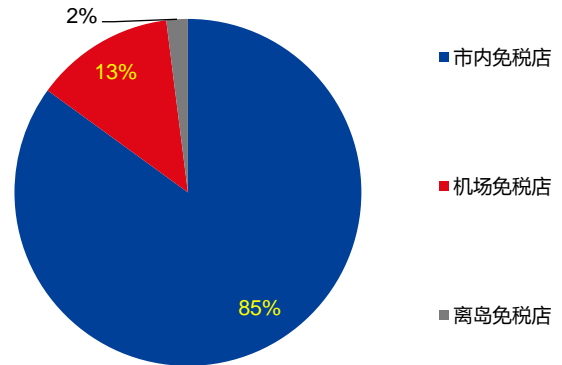
是国内优质零售渠道商，在各城市具有较为优质的零售门店，免税牌照将持续推动公司免税业务发展，构筑新的增长极。

图 24：国内免税渠道月度销售规模情况



资料来源：Wind，商务部，华金证券研究所

图 25：韩国 2019 年免税行业渠道销售结构



资料来源：前瞻研究院，华金证券研究所

四、盈利预测及投资建议

王府井是国内百货龙头之一，疫情影响消退下 20Q4 及 21Q1 快速复苏，未来激励计划彰显公司信心，拟合并首商增强区域竞争力，免税牌照构筑新的增长极。我们公司预测 2021 年至 2023 年每股收益分别为 1.20、1.39 和 1.51 元（未考虑首商合并）。净资产收益率分别为 7.7%、8.4% 和 8.5%。目前公司 PE（2021E）约 27 倍，维持“增持-A”建议。

表 1：王府井营业收入及其预测（百万元，%）

		2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
百货及购物中心	营业收入	21311.88	20688.64	6829.28	9484.19	10527.45	11474.92
	增长率	-0.06%	-2.92%	-66.99%	38.88%	11.00%	9.00%
	毛利率	17.47%	17.32%	33.56%	40.00%	40.50%	41.00%
奥特莱斯	营业收入	3611.00	4504.66	746.21	1036.30	1139.93	1231.12
	增长率	8.52%	24.75%	-83.43%	38.88%	10.00%	8.00%
	毛利率	10.82%	10.46%	69.24%	72.00%	73.00%	74.00%
超市及其他业态	营业收入			430.88	408.75	441.45	467.94
	增长率				-5.14%	8.00%	6.00%
	毛利率			16.58%	20.00%	21.00%	22.00%
其他业务	营业收入	1788.28	1595.54	217.08	434.16	868.32	1172.23
	增长率	24.80%	-10.78%	-86.39%	100.00%	100.00%	35.00%
	毛利率	78.42%	92.55%	15.55%	45.00%	42.00%	40.00%
合计	营业收入	26711.16	26788.84	8223.45	11363.40	12977.15	14346.22
	增长率	2.40%	0.29%	-69.30%	38.18%	14.20%	10.55%
	毛利率	21.18%	20.65%	35.43%	42.39%	42.79%	43.13%

资料来源：公司公告，Wind，华金证券研究所

五、风险提示

与首商合并尚未落地；免税业务推进及政策逻辑或不及预期；购百渠道供给持续增加；国内疫情或有反复。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	11080	9173	11137	11110	12344	营业收入	26789	8223	11363	12977	14346
现金	8,625	7,236	8,353	7,621	8,126	营业成本	21258	5310	6546	7424	8159
应收票据及应收账款	966	387	938	864	1,368	营业税金及附加	244	210	34	130	143
预付账款	271	334	164	249	340	营业费用	2919	1128	2102	2466	2798
存货	1,006	1,035	1,511	2,201	2,331	管理费用	912	894	1420	1622	1793
其他流动资产	212	181	172	175	179	研发费用	0	0	0	0	0
非流动资产	13,026	12,830	12,818	12,476	12,058	财务费用	-1	19	-54	-80	-79
长期投资	1187	1392	1392	1392	1392	资产减值损失	-51	-23	60	40	40
固定资产	5167	5499	5557	5415	5192	公允价值变动收益	71	-105	-78	0	0
无形资产	894	843	794	744	695	投资净收益	45	62	50	52	53
其他非流动资产	2216	1586	1633	1682	1733	营业利润	1528	624	1227	1427	1545
资产总计	24106	22004	23955	23587	24402	营业外收入	19	45	46	47	49
流动负债	8474	6819	8828	7625	7541	营业外支出	102	21	22	23	23
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1445	647	1251	1452	1571
应付票据及应付账款	2373	2308	3147	2008	3431	所得税	500	292	313	363	393
其他流动负债	2597	1279	1317	1356	1397	税后利润	945	355	938	1089	1178
非流动负债	3566	3052	2337	2407	2479	少数股东损益	-16	-32	7	8	9
长期借款	3168	2775	2050	2112	2175	归属母公司净利润	961	387	931	1081	1169
其他非流动负债	399	278	286	295	303	EBITDA	1997	1050	1576	1764	1893
负债合计	12040	9872	11164	10031	10020	主要财务比率					
少数股东权益	669	633	640	648	657	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	776	776	776	776	776	成长能力					
资本公积	4959	4968	4968	4968	4968	营业收入(%)	0.3	-69.3	38.2	14.2	10.5
留存收益	5663	5754	6406	7163	7981	营业利润(%)	-6.2	-59.2	96.8	16.3	8.3
归属母公司股东权益	11398	11499	12151	12907	13726	归属于母公司净利润(%)	-20.0	-59.8	140.8	16.0	8.2
负债和股东权益	24106	22004	23955	23587	24402	获利能力					
						毛利率(%)	20.6	35.4	42.4	42.8	43.1
						净利率(%)	3.6	4.7	8.2	8.3	8.2
						ROE(%)	8.4	3.4	7.7	8.4	8.5
						ROIC(%)	61.9	19.4	21.9	35.2	24.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	49.9	44.9	46.6	42.5	41.1
						流动比率	1.3	1.3	1.3	1.5	1.6
						速动比率	1.2	1.2	1.1	1.2	1.3
						营运能力					
						总资产周转率	1.1	0.4	0.5	0.6	0.6
						应收账款周转率	37.4	12.2	17.1	14.4	12.9
						应付账款周转率	11.2	3.5	4.2	5.0	5.3
						估值比率					
						P/E	26.2	65.2	27.1	23.3	21.6
						P/B	2.2	2.2	2.1	2.0	1.8
						EV/EBITDA	0.6	17.0	10.1	9.6	8.8

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%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

王冯、吴雨舟声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn