

1-2月消费显著复苏，预计3月线上增长弹性较强

—2023年1-2月社零数据点评

核心观点

国家统计局于3月15日正式发布2023年1-2月社会消费品零售数据。

2023年1-2月社会消费品零售总额77067亿元，同比增长3.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额70409亿元，增长5.0%

- 社零增速向上修复，消费复苏开启。**1) 1月国家出台多项促经济、稳增长政策，推动经济运行在年初稳步回升，1-2月社会零售品总额同比3.5%（月环比+5.3pct），增速高于万得一致预期2.94%。2) **分地区看，乡村表现继续优于城镇：**1-2月城镇消费品零售总额同比3.4%（月环比+5.2pct），乡村同比4.5%（月环比+5.8pct），同比增速及环比改善幅度方面乡村表现优于城镇。3) **分类型看，餐饮消费显著复苏：**1-2月商品零售总额同比2.9%（月环比+3.0pct），其中限额以上单位商品零售总额同比1.5%；餐饮零售总额同比9.2%（月环比23.3pct），其中限额以上单位餐饮零售总额同比10.2%，随着疫情管控的放开及感染高峰期过去，国内餐饮消费恢复正常增长，环比大幅改善。
- 必选消费表现稳健，可选品类有所分化。**必选消费增速恢复，1-2月同比分别为日用品3.9%、饮料5.2%、粮油食品9.0%、烟酒6.1%、药品19.3%，各品类均恢复正常增长。可选消费有所分化，1-2月同比分别为服饰5.4%、化妆品3.8%、珠宝5.9%、家电-1.9%、文化办公-1.1%、家具5.2%、通讯-8.2%、石油制品10.9%、汽车-9.4%、建筑及装潢材料-0.9%，仍有部分类目持续负增长。此外服饰、化妆品、珠宝类恢复明显，增速环比22年12月环比提升17.9、23.1、24.3pct。
- 1-2月线上增长复苏趋势向上，快递视角看3月预计行业复苏弹性显著。**1) **1-2月平稳复苏：**实物商品网上零售额1-2月累计同比5.3%（22年12月4.4%），占比社零22.7%（22年1-12月27.2%），1-2月网上吃、穿、用商品零售额累计同比增长5.3%、4.0%、5.7%。根据交通运输部1-2月数据测算，快递投递量同比11.3%（月环比+10.1pct），随着疫情管控放开，国内电商快递复苏显著。我们认为主要是由于消费者对于疫情导致的履约不确定性担忧逐步消除，集中性及囤货性采购比例降低，单均AOV预计小幅降低。2) **3月增长弹性向上：**根据交通运输部数据，截止3月14日，3月日均订单达到3.67亿单，同比22年3月平均水平（2.76亿单）提升33.1%。考虑22年3月末疫情的影响，3月整体订单量同降3.1%，故整体为低基数。假设3月15日起日均订单维持3.6亿水平，综合预计3月整体电商快递订单量增速将达到31.8%，对应Q1电商快订单量同比增速达到16.1%。根据历史数据，预计23Q1电商快递增速将达到自21Q4以来的单季最高值。3) **公司方面或超预期：**根据我们最新发布报告，预计阿里、京东、拼多多Q1 GMV同比增速分别为-1.6%/-3.0%/22%（Q4分别为-6%/2.8%/27%），考虑23Q1较22Q4的复苏，公司业绩或超过现阶段相对悲观的预期。

投资建议与投资标的

- 推荐头部电商平台拼多多(PDD.O, 买入)、京东集团-SW(09618, 买入)、阿里巴巴-SW(09988, 买入)；推荐新兴内容电商平台快手-W(01024, 买入)；推荐本地生活服务电商龙头美团-W(03690, 买入)；在电商产业链上，推荐值得买(300785, 买入)，建议关注遥望科技(002291, 未评级)。

风险提示

- 宏观经济波动；消费恢复不及预期；行业竞争加剧；假设条件变化影响测算结果

行业评级

看好（维持）

国家/地区

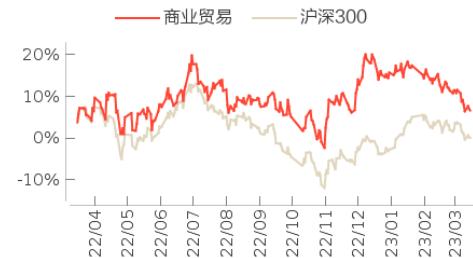
中国

行业

商业贸易行业

报告发布日期

2023年03月16日



证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
吴从露	wuconglu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520020003 香港证监会牌照：BQJ931
崔凡平	021-63325888*6065 cufanping@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521050003

相关报告

京东百亿补贴向价格力心智延伸扩张，38	2023-03-06
大促节点行业竞争格局变动相对有限	
社零受疫情短期冲击，12月快递复苏预计带动线上回暖：——2022年11月社零数据点评	2022-12-16
社零负增长表现低于预期，线上相对较优主要受双11影响：——2022年10月社零数据点评	2022-11-16

目 录

一、社零增速向上修复，消费复苏开启	5
二、线上增长复苏趋势向上，快递视角看 3 月预计行业复苏弹性显著	8
三、分品类：必选消费表现稳健，可选品类有所分化	10
四、分类型：餐饮消费显著复苏.....	12
五、分地区：乡村表现继续优于城镇.....	13
风险提示.....	14

图表目录

图 1：全国总体迁徙趋势	5
图 2：10 城地铁客运量 7 日平均同比（%）	5
图 3：12 城平均延时拥堵指数 7 日平均同比（%）	5
图 4：社会消费品零售总额：当月同比	6
图 5：社会消费品零售总额：累计，YOY	6
图 6：限额以上企业消费品零售额：当月，YOY	6
图 7：CPI，食品 CPI，非食品 CPI：当月同比	7
图 8：核心 CPI 和服务 CPI：当月同比	7
图 9：城镇新增就业累计人数，YOY	7
图 10：城镇调查失业率，YOY	7
图 11：住户存款/贷款/消费性贷款：当月同比	8
图 12：吃/穿/住网上商品零售额：累计同比	8
图 13：线上渗透率：累计值	8
图 14：实物商品网上零售额当月 yoy	9
图 15：线下零售额当月 yoy	9
图 16：日用品社会消费品零售总额：当月同比	10
图 17：饮料社会消费品零售总额：当月同比	10
图 18：粮油食品社会消费品零售总额：当月同比	10
图 19：烟酒社会消费品零售总额：当月同比	10
图 20：药品社会消费品零售总额：当月同比	10
图 21：服饰社会消费品零售总额：当月同比	11
图 22：化妆品社会消费品零售总额：当月同比	11
图 23：珠宝社会消费品零售总额：当月同比	11
图 24：家电社会消费品零售总额：当月同比	11
图 25：文化办公社会消费品零售总额：当月同比	11
图 26：家具社会消费品零售总额：当月同比	11
图 27：通讯社会消费品零售总额：当月同比	12
图 28：建筑及装潢社会消费品零售总额：当月同比	12
图 29：石油制品社会消费品零售总额：当月同比	12
图 30：汽车社会消费品零售总额：当月同比	12
图 31：商品/限额以上企业商品收入：当月同比	12
图 32：限额以上企业商品零售占商品社零比例	12
图 33：餐饮零售/限额以上企业餐饮零售额：当月同比	13
图 34：限额以上企业餐饮占餐饮社零比例	13

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 35：城镇/乡村消费品当月零售额，当月同比	13
图 36：城镇/乡村消费品零售额占比	14
图 37：城市 CPI 和农村 CPI：当月同比.....	14
表 1：各平台 23 年货节和 38 大促优惠情况	9

一、社零增速向上修复，消费复苏开启

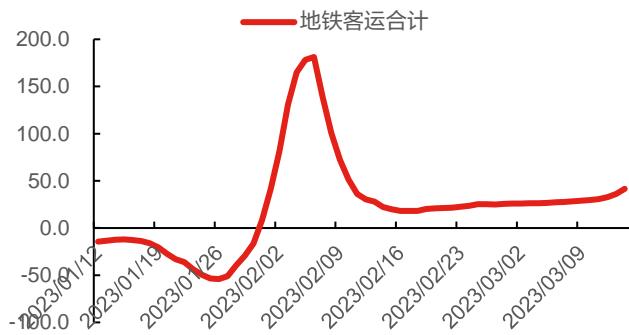
疫情政策全面放开，线下消费恢复向好。百度地图迁徙指数显示，2023年春节期间，全国迁徙规模高于往年农历同期，全国人口流动性增强，刺激线下消费恢复。从客运量和拥堵指数来看，截止2023年2月28日，10个样本城市（北京、上海、广州、深圳、成都、武汉、南京、西安、重庆、苏州）地铁客运量合计（7日平均）达5896.1万人次，较去年2月28日（公历同期）增长25.6%，其中苏州、深圳、武汉同比增幅较高（分别为212.7%、90.9%、83.6%），系去年同期疫情影响基数较低所致。10个样本城市地铁客运量（7日平均）在春节期间达到峰值，随后渐趋平稳。2月28日，12个样本城市（北上广深等）的平均拥堵指数（7日平均）同比增长8.6%，其中武汉、苏州、深圳增速较高，分别为28.4%、21.0%、16.5%。

图 1：全国总体迁徙趋势



数据来源：百度地图，东方证券研究所

图 2：10 城地铁客运量 7 日平均同比 (%)



数据来源：wind，东方证券研究所 备注：10 城包含北京、上海、广州、深圳、成都、武汉、南京、西安、重庆、苏州

图 3：12 城平均延时拥堵指数 7 日平均同比 (%)

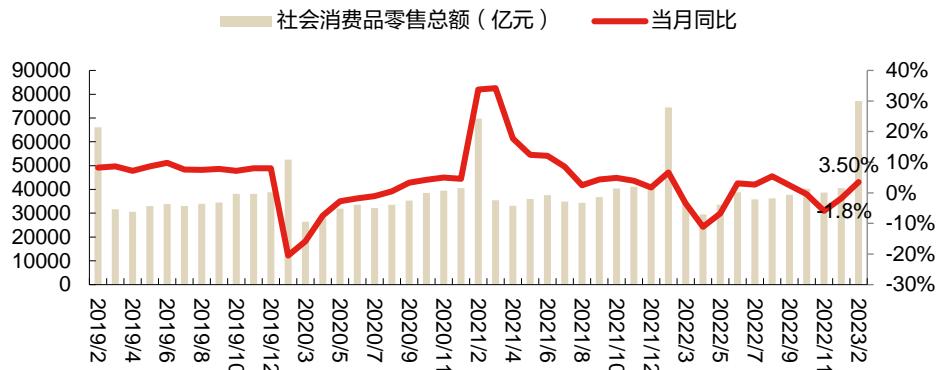


数据来源：wind，东方证券研究所 备注：12 城含北京、上海、广州、深圳、成都、武汉、南京、西安、重庆、郑州、苏州、青岛

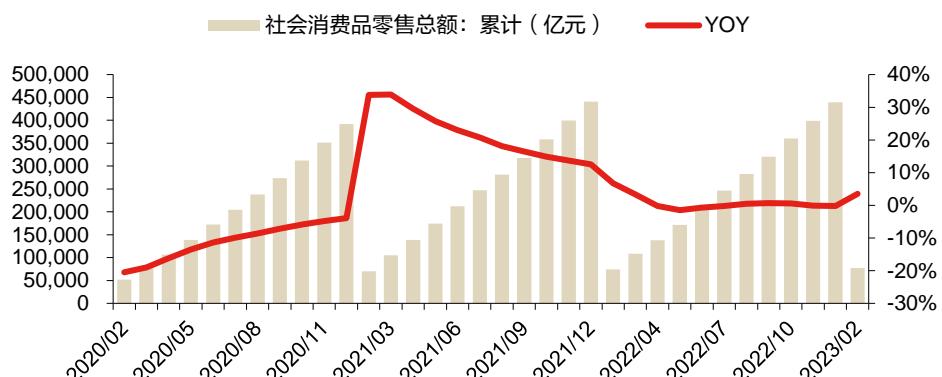
国家统计局于3月15日正式发布2023年1-2月社会消费品零售数据。

2023年1-2月，社会消费品零售总额77,067亿元，同比增加3.5%，增速环比转正（前值-1.8%）。其中，除汽车以外的消费品零售额70,409亿元，同比增加5.0%。限额以上企业消费品零售额28,486亿元，同比增加2.1%，变化幅度环比转正（前值-1.3%）。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 4：社会消费品零售总额：当月同比


数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 5：社会消费品零售总额：累计， YOY


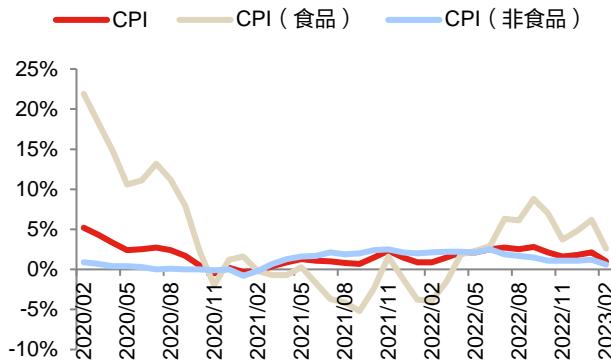
数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 6：限额以上企业消费品零售额：当月， YOY


数据来源：国家统计局，东方证券研究所

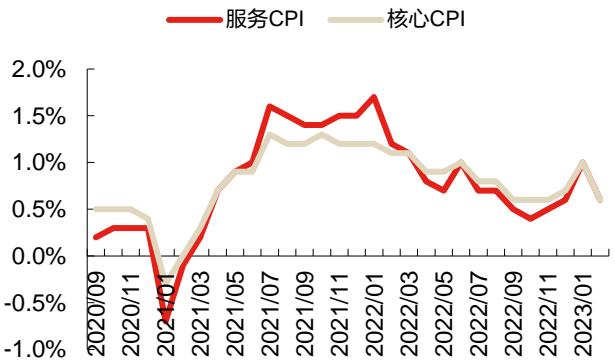
价格端，CPI 同比略有上涨。2月 CPI 同比提高 1.0%，环比下降 1.1pct。其中，食品价格同比提高 2.6%，较上月下降 3.6pct，涨幅有所回落；非食品价格同比提高 0.6%，较上月下降 0.6pct。不包括食品和能源的核心 CPI 同比提高了 0.6%，环比增加 0.4pct。

图 7：CPI、食品 CPI、非食品 CPI：当月同比



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

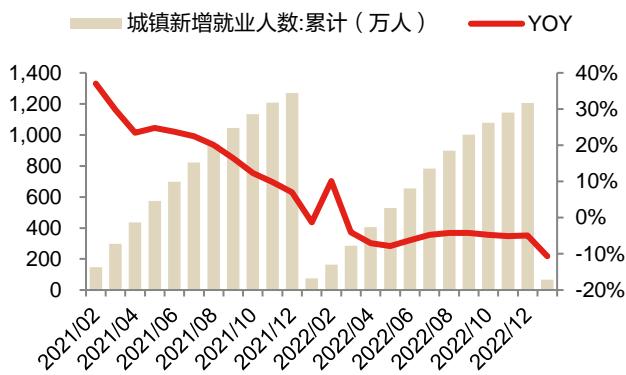
图 8：核心 CPI 和服务 CPI：当月同比



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

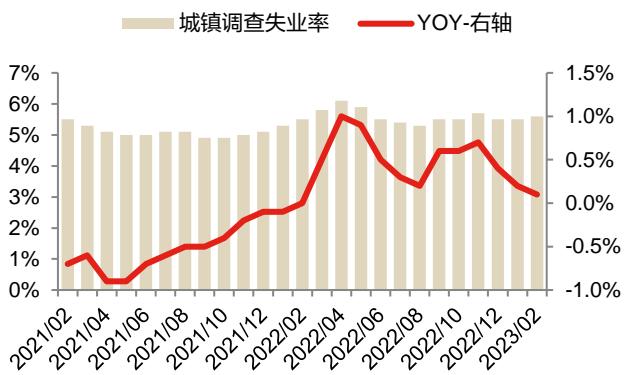
居民消费意愿有所增加。1月城镇新增就业累计 67 万人，同比下降 10.67%，2月城镇调查失业率 5.6%，同比提高 0.1%。1月住户存款同比提高 8.15%，环比下降 0.12pct，住户贷款同比提高 12.73%，环比降低 0.05pct，其中消费性贷款同比提高 5.67%，环比上升 0.29pct。

图 9：城镇新增就业累计人数，YOY



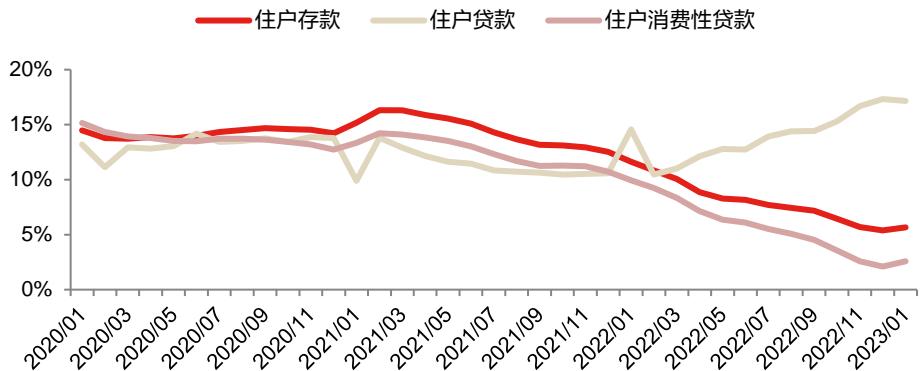
数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 10：城镇调查失业率，YOY



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 11：住户存款/贷款/消费性贷款：当月同比

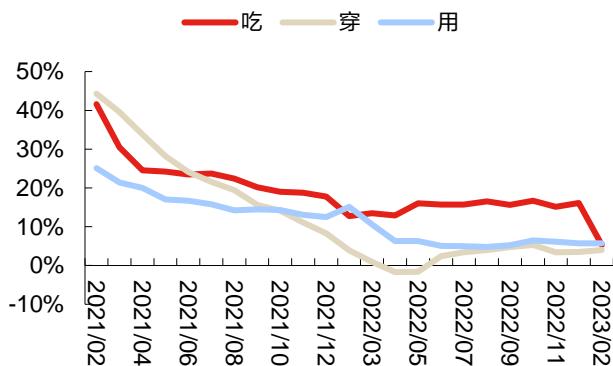


数据来源：中国人民银行，东方证券研究所

二、线上增长复苏趋势向上，快递视角看3月预计行业复苏弹性显著

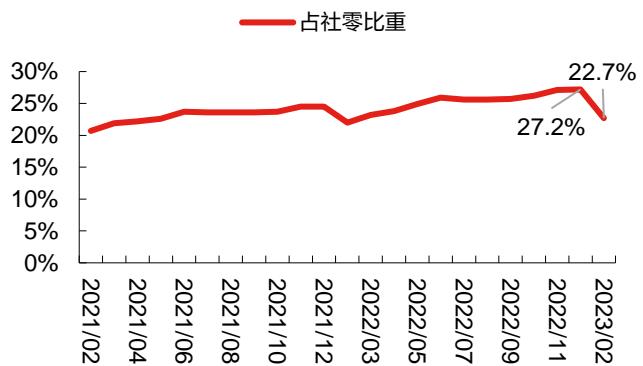
1-2月平稳复苏。网上吃、穿、用商品零售额累计同比增长 5.3%、4.0%、5.7%。实物商品网上零售额同比增长 5.3%，环比提升 0.9pct，占社零总额比重为 22.7%，月环比下降 4.5pct。

图 12：吃/穿/住网上商品零售额：累计同比



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 13：线上渗透率：累计值



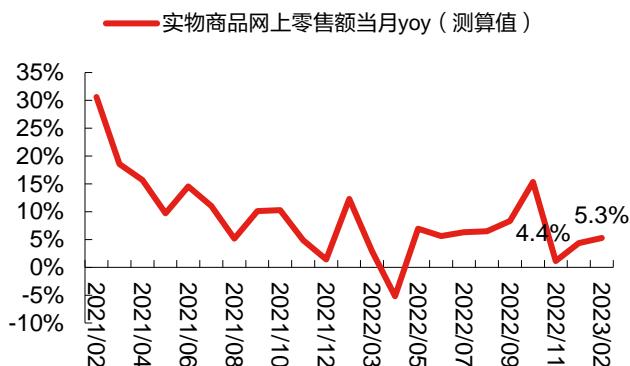
数据来源：国家统计局，东方证券研究所

1-2月当月实物商品网上零售额同比+5.3%（22年12月+4.4%）。根据国家邮政局1-2月数据测算，快递投递量同比 11.3%（月环比+10.1pct），随着疫情管控放开，国内电商快递复苏弹性显著，我们认为主要是由于消费者对于疫情导致的履约不确定性担忧逐步消除，集中性采购比例降低，单均AOV预计小幅降低。

3月增长弹性向上：根据交通运输部数据，截止 3 月 14 日，3 月日均订单达到 3.67 亿单，同比 22 年 3 月平均水平（2.76 亿单）提升 33.1%。考虑 22 年 3 月末疫情的影响，3 月整体订单量同比下降 3.1%，故整体为低基数。假设 3 月 15 日起日均订单维持 3.6 亿水平，综合预计 3 月整体电商快递订单量增速将达到 31.8%，对应 Q1 电商快订单量同比增速达到 16.1%。根据历史数据，预计 23Q1 电商快递增速将达到自 21Q4 以来的单季最高值。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 14：实物商品网上零售额当月 yoy



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 15：线下零售额当月 yoy



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

各电商平台推出年货节和 38 大促活动： 年货节期间，天猫淘宝活动商品直降 5-15%，京东开启 300 减 40、1000 减 60 双档位促销活动，抖音推出跨店满减、消费券、超值购、搜索免单等优惠活动，快手和拼多多分别为商家提供 10 亿和 30 亿红包及补贴。38 大促期间，在不计算百亿补贴的情况下，各平台的优惠力度为阿里 9 折、京东 9 折、拼多多 8.5 折、抖音 8.7 折，拼多多还为每位用户发放了 388 消费券包，其中包括：满 230 减 30、满 400 减 58 各一张、满 500 减 100 消费券三张，力度相对较高。

表 1：各平台 23 年货节和 38 大促优惠情况

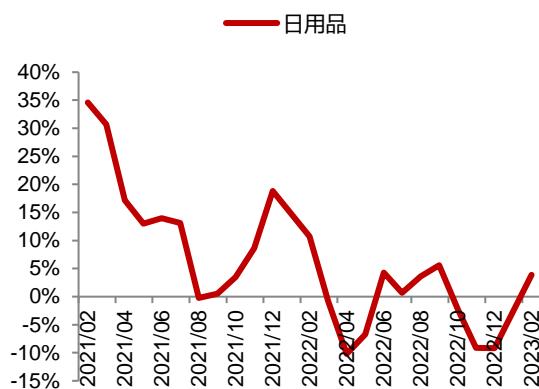
平台	23 年货节优惠情况	23 年 38 大促优惠情况
阿里	活动商品直降 5-15%，不同类目直降力度不同，主流商品类目在 10% 左右，3C 数码配件、影音电器、生活电器等为 13%。官方立减玩法可以和其他单品优惠（如前 N、定向优惠等）、店铺优惠（如店铺券、店铺宝、商品券等）、跨店优惠（如品类券等）叠加使用	淘宝满 200 减 20 (9 折) 天猫不凑单立减 10%
京东	开启双档位促销活动，分别为满 300 元减 40 元、满 1000 元减 60 元，大促跨店满减支持与其他促销权益（优惠券、总价促销、红包、京豆等）叠加使用	满 200 减 20 (9 折) 百亿补贴待上线，直减买贵双倍赔
抖音	跨店满减：满 150 减 20 元 消费券：推出满 200-20、满 300-40、满 500-70 三种面额消费券，消费者自选满减面额领取，活动期内累计限领 3 张 超值购：爆款商品价格直降 搜索免单：搜索“免单”有机会 1 分钱领取免单商品	满 150 减 20 (8.7 折)
快手	为商家提供 69 亿流量、10 亿红包	8 亿红包
拼多多	对生鲜农产品采取“零佣金”，倾斜“百亿补贴”“万人团”等价值超过 30 亿元的站内资源和红包优惠	满 200 减 30 (8.5 折) 388 消费券包（满 230 减 30，满 400 减 58 各一张，满 500 减 100 消费券三张） 百亿补贴

数据来源：各公司官网，东方证券研究所

三、分品类：必选消费表现稳健，可选品类有所分化

必选消费增速恢复，1-2月同比分别为日用品 3.9%、饮料 5.2%、粮油食品 9.0%、烟酒 6.1%、药品 19.3%，各品类均恢复正增长。日用品及烟酒增速分别环比提升 13.1pct 及 13.4pct，饮料、粮油食品小幅下降，药品增速受到疫情改善的影响，环比大幅下降 20.5%，整体表现稳健。

图 16：日用品社会消费品零售总额：当月同比



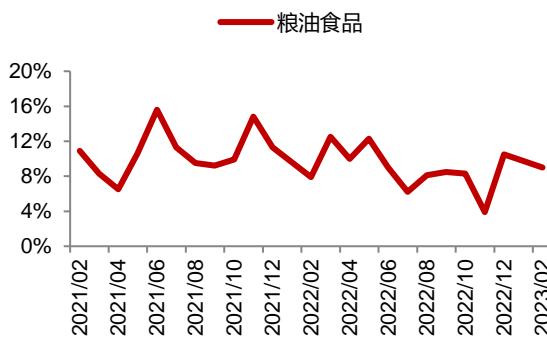
数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 17：饮料社会消费品零售总额：当月同比



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 18：粮油食品社会消费品零售总额：当月同比



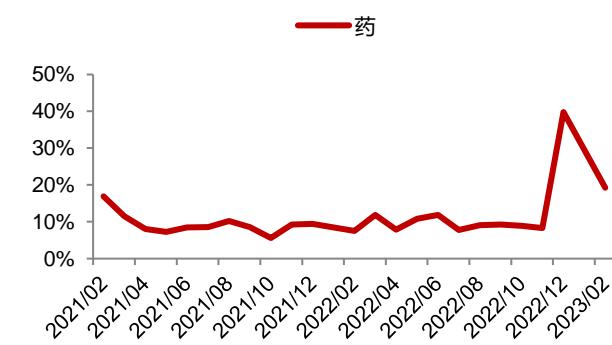
数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 19：烟酒社会消费品零售总额：当月同比



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 20：药品社会消费品零售总额：当月同比

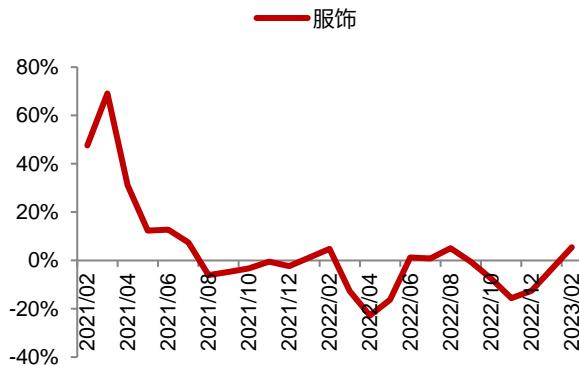


数据来源：国家统计局，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

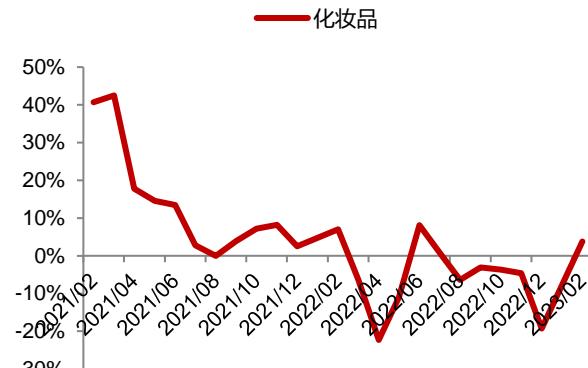
可选消费有所分化，1-2月同比分别为服饰 5.4%、化妆品 3.8%、珠宝 5.9%、家电-1.9%、文化办公-1.1%、家具 5.2%、通讯-8.2%、石油制品 10.9%、汽车-9.4%、建筑及装潢材料-0.9%，仍有部分类目持续负增长。除文化办公、通讯和汽车外同比增速均出现环比改善，其中珠宝、化妆品、服饰恢复明显，增速环比 22 年 12 月提升 24.3pct、23.1pct、17.9pct。

图 21：服饰社会消费品零售总额：当月同比



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 22：化妆品社会消费品零售总额：当月同比



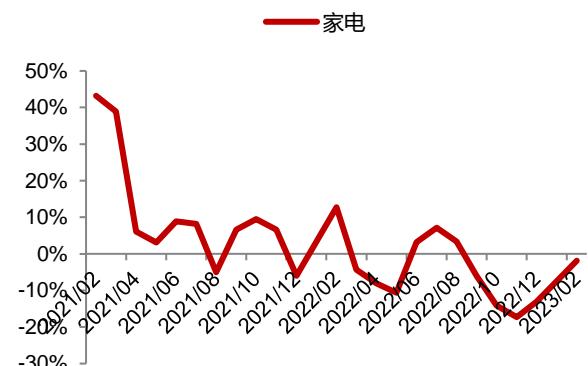
数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 23：珠宝社会消费品零售总额：当月同比



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 24：家电社会消费品零售总额：当月同比



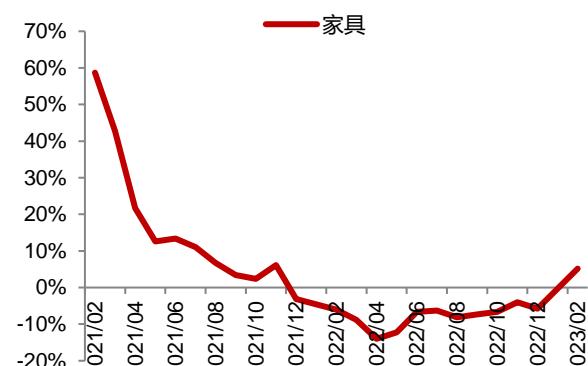
数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 25：文化办公社会消费品零售总额：当月同比



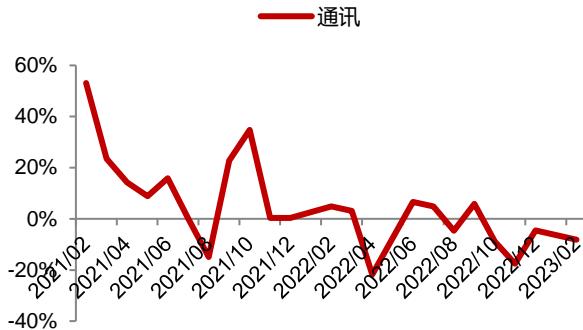
数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 26：家具社会消费品零售总额：当月同比



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 27：通讯社会消费品零售总额：当月同比



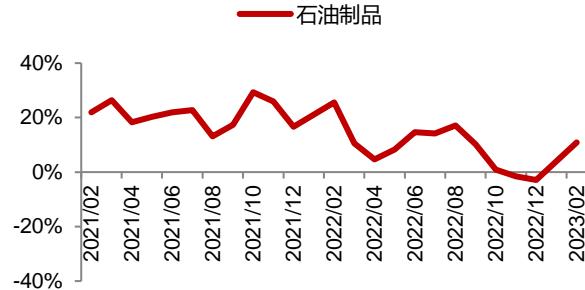
数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 28：建筑及装潢社会消费品零售总额：当月同比



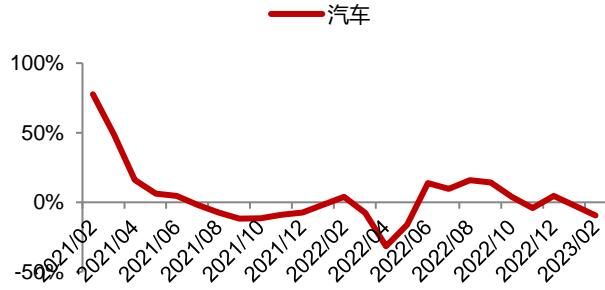
数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 29：石油制品社会消费品零售总额：当月同比



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 30：汽车社会消费品零售总额：当月同比



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

四、分类型：餐饮消费显著复苏

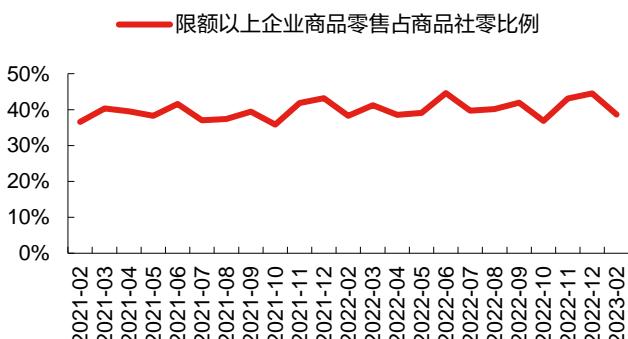
分类型看，餐饮消费显著复苏。1-2月商品零售总额 68,638 亿元，同比上升 2.9%，增幅环比上升 3pct，回升趋势明显。其中限额以上单位商品零售总额同比上升 1.5%，增幅环比上升 1.7pct，占商品社零比重为 38.6%，较前值下降 5.9pct；随着疫情管控的放开及感染高峰期过去，国内餐饮消费恢复正增长，环比较大大幅提升，1-2月餐饮收入总额同比上升 9.2%至 8,429 亿元，增幅环比提升 23.3pct，改善较为明显，其中限额以上企业餐饮收入总额同比上升 10.2%，增幅环比上升 28pct，恢复速度领先于整体餐饮，限额以上企业餐饮收入占比较前值提高 2.5pct 至 23.8%，仍然保持大品牌、连锁化的强劲势头。

图 31：商品/限额以上企业商品收入：当月同比



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

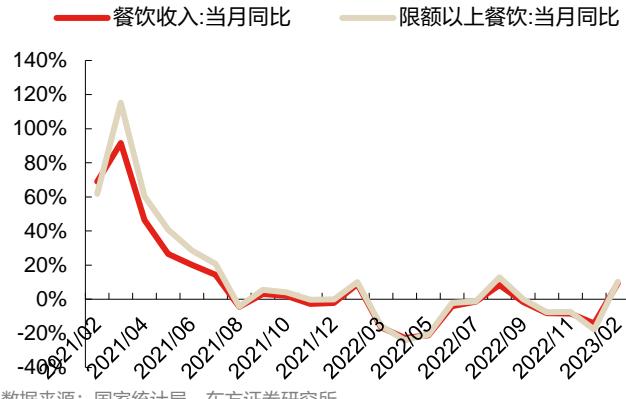
图 32：限额以上企业商品零售占商品社零比例



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 33：餐饮零售/限额以上企业餐饮零售额：当月同比



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 34：限额以上企业餐饮占餐饮社零比例

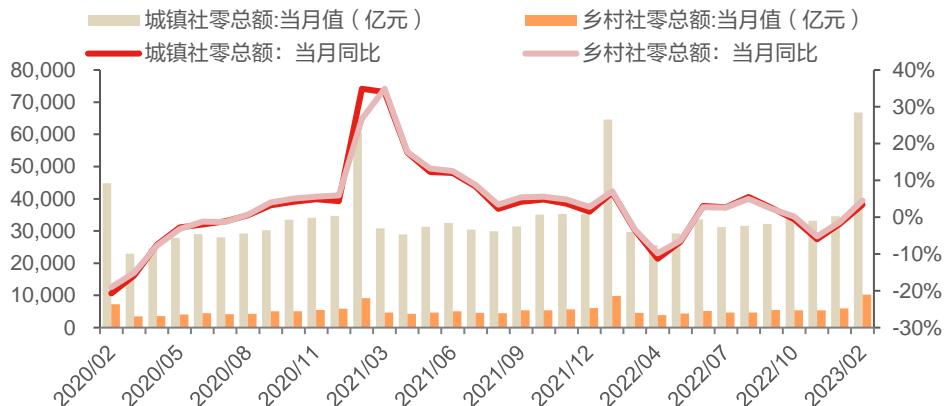


数据来源：国家统计局，东方证券研究所

五、分地区：乡村表现继续优于城镇

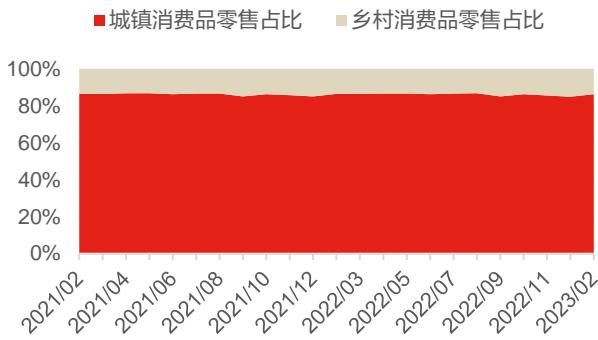
1-2 月城乡社零持续恢复，乡村表现继续优于城镇。城镇消费品零售额 66,796 亿元，同比上升 3.4%，增幅环比上升 5.2pct；乡村消费品零售额 10,271 亿元，同比上升 4.5%，增幅环比上升 5.8pct，同比增速及环比改善幅度方面乡村表现优于城镇。从体量看，2 月城镇零售额占社零总额的 86.7%，较前值上升 1.3pct。价格方面，2 月城市 CPI 和农村 CPI 均同比增长 1.0%，城市 CPI 增幅与去年同期相同，农村 CPI 增幅较去年同期提高 0.5pct。

图 35：城镇/乡村消费品当月零售额，当月同比



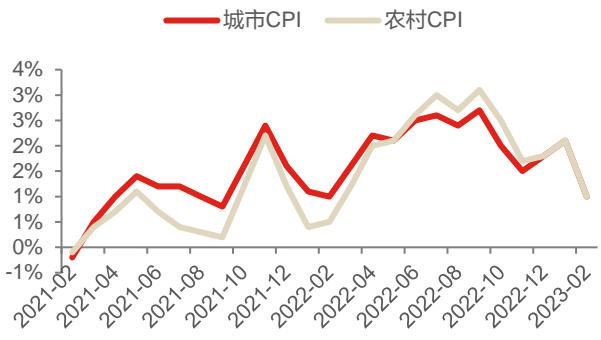
数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 36：城镇/乡村消费品零售额占比



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 37：城市 CPI 和农村 CPI：当月同比



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

风险提示

- 宏观经济波动

俄乌地缘战争，中美贸易摩擦等因素或造成宏观经济波动，对行业发展造成负面影响

- 消费恢复不及预期

若消费整体复苏进度不及预期，或影响各行业公司营收及利润

- 行业竞争加剧

市场竞争参与主体不断增加，若行业竞争进一步加剧，或影响部分企业营收及利润

- 假设条件变化影响测算结果

报告中对于3月及Q1行业整体表现进行了假设，若实际情况不达预期，或影响测算最终结果

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在 -5% ~ +5% 之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在 -5% 以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在 -5% ~ +5% 之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在 -5% 以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业 的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。