

2024年04月18日

超配

证券分析师

姚星辰 S0630523010001

yxc@longone.com.cn

证券分析师

任晓帆 S0630522070001

rxf@longone.com.cn

联系人

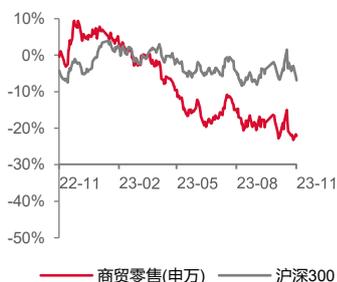
吴康辉

wkh@longone.com.cn

联系人

陈涛

cht@longone.com.cn



相关报告

8月社零专题：底部向上，可选弹性大，动能充足

7月社零专题：底部向上，必选稳，可选政策催化多点弹性

6月社零专题：消费意愿回升，稳健上升，方向不变

5月社零专题：复苏方向未变，场景恢复从服务型向商品型转移

3月社零受季节扰动，未来仍具增长韧性

——3月社零报告专题

投资要点：

- 淡季效应下，3月社零表现较为平淡。**2024年3月社会消费品零售总额39020亿元，同比增长3.1%，低于wind一致预期（+4.8%）；增速较上月下降2.4pct，主因为淡季效应叠加高基数。1）分区域来看，在农村居民收入较快增长、县域商业体系建设不断完善带动下，3月乡村增速略快于城镇。3月城镇社零同比增速为3.0%（环比-2.5pct），乡村社零同比增速达3.8%（环比-2.0pct）2）分渠道来看，线上消费保持两位数增长，线下复苏稳健。①线上表现较好，维持高增速。截至3月，网上商品和服务零售额累计同比达12.4%（环比-2.9pct），仍保持两位数增长；从累计值来看，3月线上商品及服务累计值达3.31万亿元，高于前三年3月值。②线下复苏稳健。根据社零、网上商品及服务零售额推算，3月线下社零同比+7.59%（环比+1.84pct），随着五一假期来临，预计线下消费增速将继续上升。
- 餐饮增速高于商品零售，体育、娱乐用品类表现亮眼。**1）分商品及服务：3月社零餐饮服务总额3964亿元，同比上涨6.9%（环比-5.6pct），在去年高基数下仍保持稳健增长；3月社零商品零售总额同比上涨2.7%（环比-1.9pct），随着五一假期来临，消费需求释放，将拉动餐饮和商品零售回升。2）细分品类：体育、娱乐用品类表现亮眼，地产后周期汽车类为当月社零主要拖累项。3月必选、可选、地产后周期、其他类零售额同比增速分别达8.63%、4.15%、-2.15%、3.44%，增速分别较上月环比+0.96pct、+0.97pct、-10.11pct、-1.58pct。其中可选中体育、娱乐用品类表现亮眼，3月同比增速达19.3%（环比+8pct）；地产后周期汽车消费转弱，3月同比下降3.7%（环比-12.4pct）。
- CPI同比回落明显，PPI同比环比均下降。**3月CPI同比+0.1%（环比-0.6pct），环比下降主要受食品和出行服务价格回落影响；PPI同比-2.8%（环比-0.1pct），主要受翘尾影响。1）分品类：食品同比、环比多数下降，非食品中出行类价格回落明显。①食品：由于春节后消费需求季节性回落，加之大部分地区气温较常年同期偏高，及市场供应总体充足，多数食品类同比、环比下降，其中蛋类、鲜果、牛肉价格分别同比下降8.9%、8.5%、8.4%，环比降幅均扩大；鲜菜、猪肉价格由上月上涨转为下降。②非食品：因节后为出行淡季，出行类服务价格回落明显，其中旅游同比价格由上月的+23.1%回落至+6.0%，飞机票同比价格由上月+20.8%转为-14.7%2）PPI-CPI剪刀差缩小。2月PPI-CPI剪刀差为-2.9pct(环比+0.5pct)。
- 就业形势总体改善，消费意愿仍较好。**1）就业：2024年一季度全国城镇调查失业率平均值为5.2%，比去年同期下降0.3pct，就业形势总体改善，其中3月全国城镇调查失业率5.2%，环比下降0.1pct。2）收入与支出：2024年一季度居民人均收入同比增长6.2%，较上期累计环比下降0.1pct；居民实际消费支出累计同比达8.3%，较上期下降0.7pct。2024年一季度收入增速-支出增速为-2.10%，环比+0.8pct，但相比去年同期下降1.8pct，消费意愿仍维持较好。
- 投资建议：1）**受益于消费场景不断恢复，餐饮在去年高基数下仍增长平稳，随着五一假期来临，餐饮消费场景持续向好，**建议关注预制菜板块。**2）化妆品国货品牌表现有所分化，建议关注强alpha企业。医美板块渗透率提升、合规化趋严，重组胶原蛋白、再生类等新兴赛道具备布局价值，**建议关注矩阵丰富的龙头企业。**
- 风险提示：宏观经济恢复不及预期；市场竞争加剧；食品安全**

正文目录

1. 整体社零：淡季效应下，3月社零表现平淡.....	4
2. 分品类：餐饮、商品零售保持平稳增长.....	5
3. 价格表现：CPI同比回落明显，PPI同比环比均下降.....	9
4. 就业情况：3月城镇失业率环比下降，与2019年同期持平.....	12
5. 居民收入和居民支出：2024年一季度居民人均收入同比增长6.2%， 环比下降0.1pct.....	14
6. 投资建议.....	17
7. 风险提示.....	17

图表目录

图 1 近两年社会消费品零售总额同比增速	4
图 2 社会消费品零售总额累计同比增速	4
图 3 城乡社零同比增速	4
图 4 城乡社零同比增速环比变化情况	4
图 5 分渠道社零同比增速	5
图 6 线上社零累计同比增速	5
图 7 线上社零吃穿用累计同比增速	5
图 8 近两年社零商品零售同比增速	6
图 9 近两年社零餐饮收入同比增速	6
图 10 餐饮及商品零售对社零增长贡献比例	6
图 11 不同类型社零同比增速	7
图 12 不同品类对社零增长贡献比例	7
图 13 不同品类社零同比增速	8
图 14 近两个月分行业社零同比增速对比	8
图 15 不同品类社零增长贡献比例排名	9
图 16 CPI 及 PPI 当期值	10
图 17 CPI 及 PPI 同比增速环比变化情况	10
图 18 CPI 及 PPI 变化趋势	10
图 19 PPI-CPI 剪刀差变化趋势	10
图 20 分品类 CPI 当期值	11
图 21 食品类 CPI 当期值	11
图 22 分品类 CPI 同比增速环比变化情况 (pct)	12
图 23 2019 年至今城镇调查失业率	12
图 24 31 个大城市城镇调查失业率	13
图 25 不同户籍城镇调查失业率	13
图 26 2022 年以来不同户籍城镇调查失业率	13
图 27 农民工就业情况	14
图 28 人均可支配收入累计名义同比增速	14
图 29 城镇及农村居民人均可支配收入累计同比增速	14
图 30 人均收入及分项收入增速	15
图 31 人均收入月度同比增速环比变化情况	15
图 32 人均支出累计实际同比增速	15
图 33 城镇及农村居民消费性支出累计同比增速	15
图 34 整体名义收入-支出增速剪刀差 (pct)	15
图 35 工业企业利润当月同比	16
图 36 农民工在总人口和劳动人口中占比	16
图 37 农民工收入增速及农民工各细分行业收入增速	16
表 1 社零各大类增速比较	6
表 2 社零数据细分小类增速比较	7

1.整体社零：淡季效应下，3月社零表现平淡

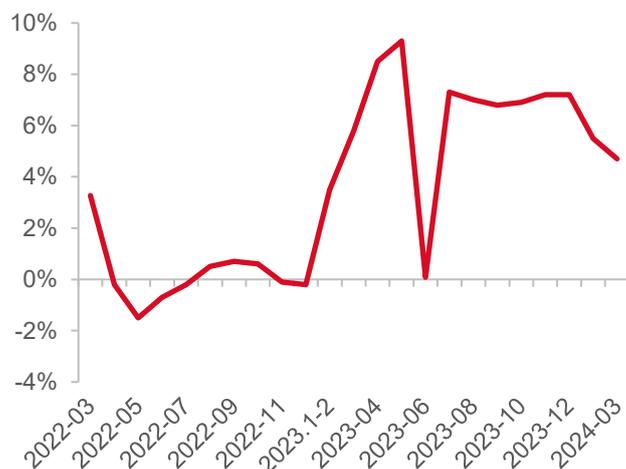
(1) 总体情况：市场规模持续扩大，2024年3月社零同比增长3.1%。2024年3月社会消费品零售总额39020亿元，同比增长3.1%，低于wind一致预期(+4.8%)；增速较上月下降2.4pct，主因为淡季效应叠加高基数。

图1 近两年社会消费品零售总额同比增速



资料来源：wind，东海证券研究所

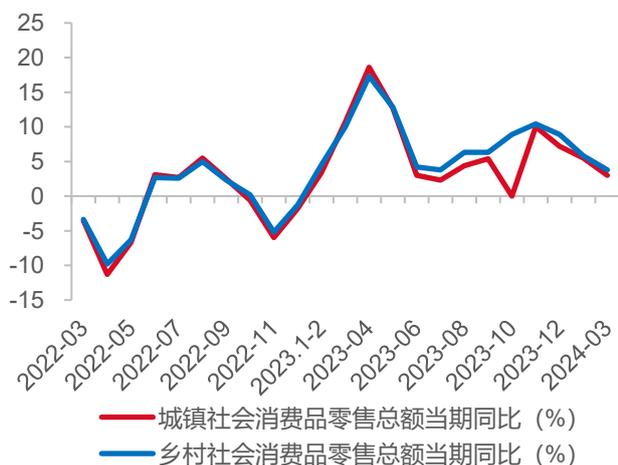
图2 社会消费品零售总额累计同比增速



资料来源：wind，东海证券研究所

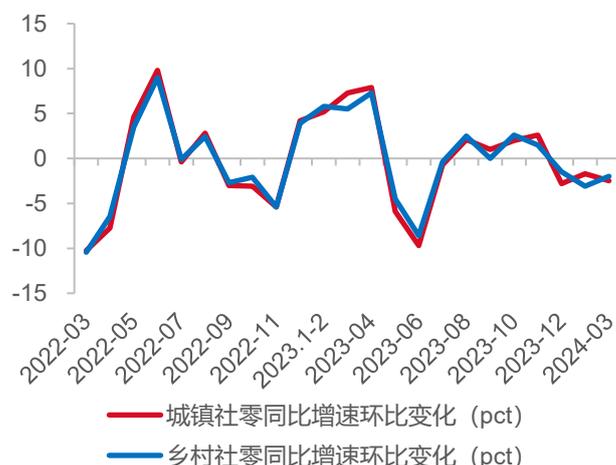
(2) 分地域：在农村居民收入较快增长、县域商业体系建设不断完善带动下，乡村社会消费品零售总额增速略快于城镇。①城镇：2024年3月城镇社零同比增速为3.0%，增速较上月环比下降2.5pct；②乡村：2024年3月乡村社零同比增速达3.8%，增速较上月环比下降2.0pct。

图3 城乡社零同比增速



资料来源：wind，东海证券研究所

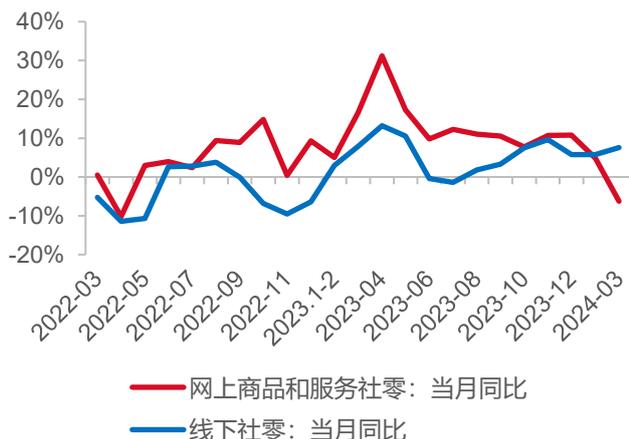
图4 城乡社零同比增速环比变化情况



资料来源：wind，东海证券研究所

(3) 分渠道：线上消费保持两位数增长，线下复苏稳健。①线上表现较好，维持高增速。截至3月，网上商品和服务零售额累计同比达12.4%，增速较上月环比下降2.9pct，仍保持两位数增长；从累计值来看，3月线上商品及服务累计值达3.31万亿元，高于前三年3月值。分品类来看，3月网上零售额吃、穿、用分别累计同比增长21.1%、12.1%、9.7%，较上月增速环比+8.5pct、-5.7pct、-1.1pct。②线下复苏稳健。根据社零、网上商品及服务零售额推算，3月线下社零同比+7.59%，增速较上月环比上升1.84pct。随着五一假期来临，预计线下消费增速将继续上升。

图5 分渠道社零同比增速



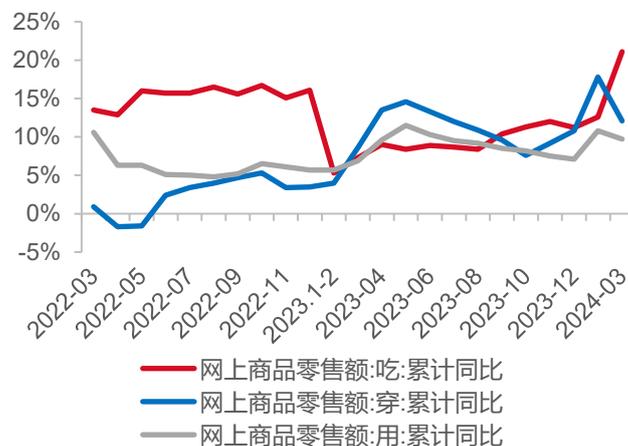
资料来源: wind, 东海证券研究所

图6 线上社零累计同比增速



资料来源: wind, 东海证券研究所

图7 线上社零吃穿用累计同比增速



资料来源: wind, 东海证券研究所

2.分品类: 餐饮、商品零售保持平稳增长

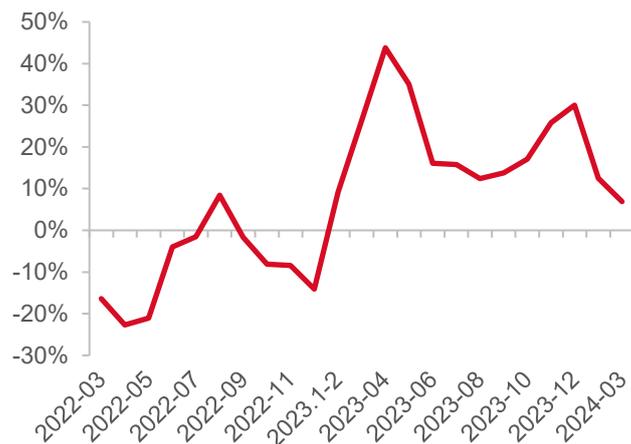
(1) 分商品及服务: 餐饮、商品零售增长平稳, 商品零售略弱于餐饮。①**餐饮保持平稳增长**。3月社零餐饮服务总额3964亿元, 同比上涨6.9% (环比-5.6pct), 在去年高基数下仍保持稳健增长。②**商品零售增长稳定, 但略弱于餐饮**。3月社零商品零售总额同比上涨2.7%, 增速较上月下降1.9pct。随着五一假期来临, 消费需求释放, 将拉动餐饮和商品零售回升。

图8 近两年社零商品零售同比增速



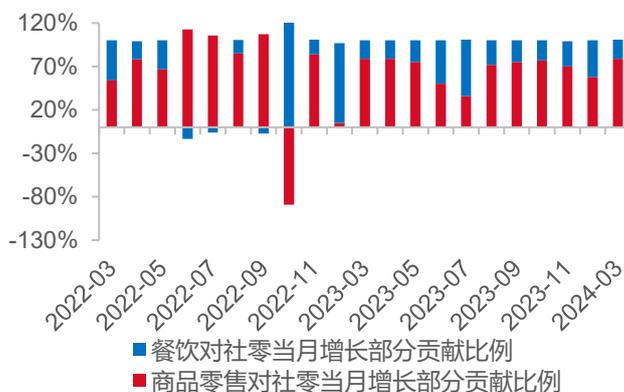
资料来源：wind，东海证券研究所

图9 近两年社零餐饮收入同比增速



资料来源：wind，东海证券研究所

图10 餐饮及商品零售对社零增长贡献比例



资料来源：wind，东海证券研究所

*贡献率通过分类增长部分对整体社零增长部分占比进行计算，因品类为限额以上数据，社零并非限额以上数据，为调整口径差异，社零增长部分用已公布品类增长部分总额替代

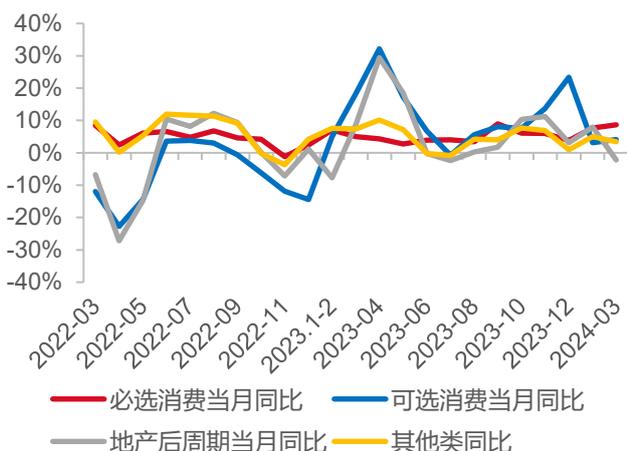
(2) 大类表现：必选、可选、其他类共同拉动社零增长，地产后周期有所拖累。3月必选、可选、地产后周期、其他类零售额同比增速分别达8.63%、4.15%、-2.15%、3.44%，增速分别较上月环比+0.96pct、+0.97pct、-10.11pct、-1.58pct。我们认为随着以旧换新政策释放需求，预计地产后周期类有望回暖。

表1 社零各大类增速比较

项目	必选消费	可选消费	地产后周期类	其他类
1-2月同比增速 (%)	7.67	3.18	7.96	5.02
3月同比增速 (%)	8.63	4.15	-2.15	3.44
增速环比改善 (pct)	0.96	0.97	-10.11	-1.58
3月对社零同比增长贡献率 (%)	73.18	24.00	-33.47	36.29

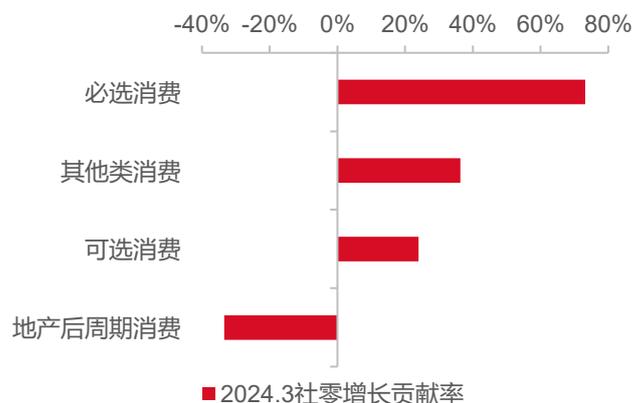
资料来源：wind，东海证券研究所

图11 不同类型社零同比增速



资料来源：wind，东海证券研究所

图12 不同品类对社零增长贡献比例



资料来源：wind，东海证券研究所

*贡献率通替代过分类增长部分对整体社零增长部分占比进行计算，因分品类为限额以上数据，社零并非限额以上数据，为调整口径差异，社零增长部分用已公布分品类增长部分总额

(3) 具体品类分析：体育、娱乐用品类表现亮眼，地产后周期汽车类为当月社零主要拖累项。

①**必选情况：维持稳定增长。**各细分品类同比均为正，仅饮料类、烟酒类环比小幅下降，主要为春节后季节性特征。

②**可选情况：整体稳健，体育、娱乐用品类表现亮眼。**各细分品类同比均为正，其中体育、娱乐用品类表现亮眼，3月同比增速达19.3%，环比提高8pct。

③**地产后周期：汽车类为当月社零主要拖累项。**汽车消费转弱，3月同比下降3.7%（环比-12.4pct）；除汽车类以外，其余同比均正增长。

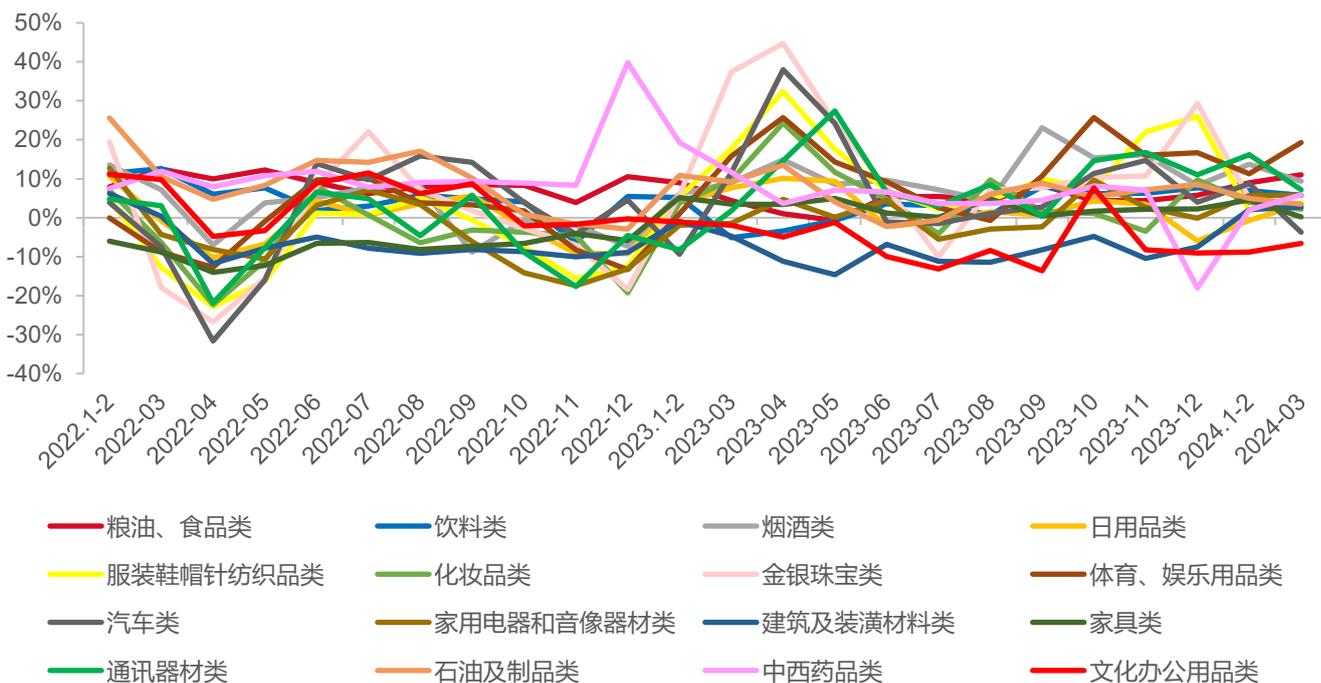
④**其他：文化办公用品类同比下降，其他各品类同比均增长。**

表2 社零数据细分小类增速比较

大类	小类	1-2月同比增速	3月同比增速	增速环比 (pct)
必选消费	粮油、食品类	9.0%	11.00%	2.0%
	饮料类	6.90%	5.80%	-1.1%
	烟酒类	13.70%	9.40%	-4.3%
	日用品类	-0.70%	3.50%	4.2%
可选消费	服装鞋帽、针、纺织品类	1.90%	3.80%	1.9%
	化妆品类	4.00%	2.20%	-1.8%
	金银珠宝类	5.00%	3.20%	-1.8%
	体育、娱乐用品类	11.30%	19.30%	8.0%
地产后周期类	汽车类	8.70%	-3.70%	-12.4%
	家用电器和音响器材类	5.70%	5.80%	0.1%
	建筑及装潢材料类	2.10%	2.80%	0.7%
	家具类	4.60%	0.20%	-4.4%
其他类	通讯器材类	16.20%	7.20%	-9.0%
	石油及制品类	5.00%	3.50%	-1.5%
	中西药品类	2.00%	5.90%	3.9%
	文化办公用品类	-8.80%	-6.60%	2.2%

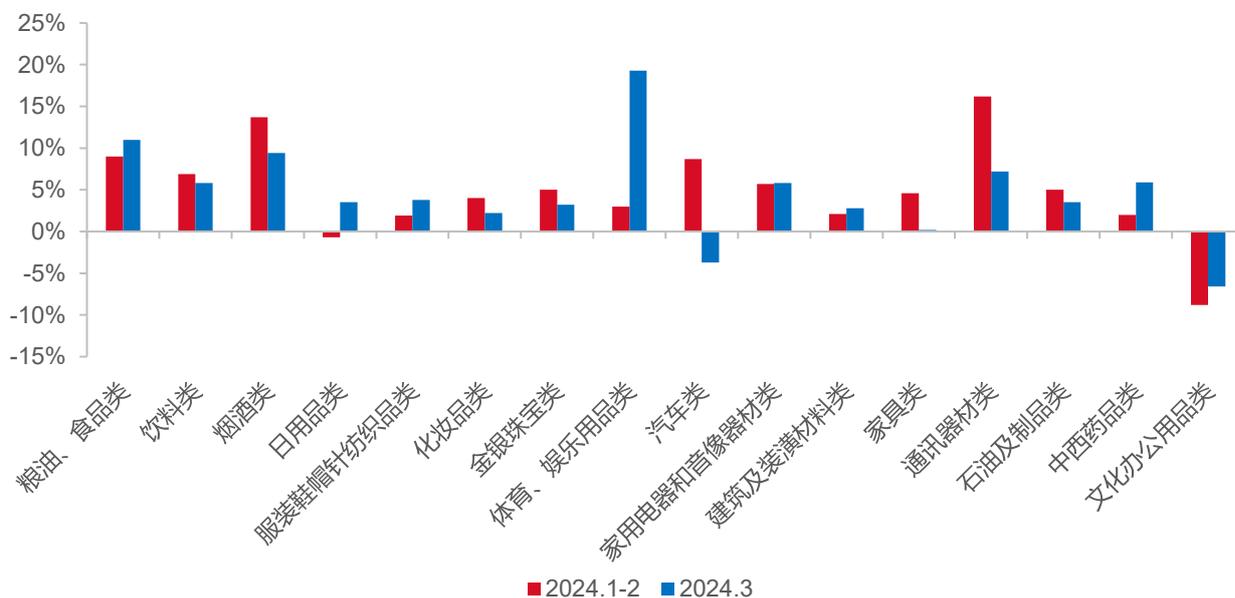
资料来源：wind，东海证券研究所

图13 不同品类社零同比增速



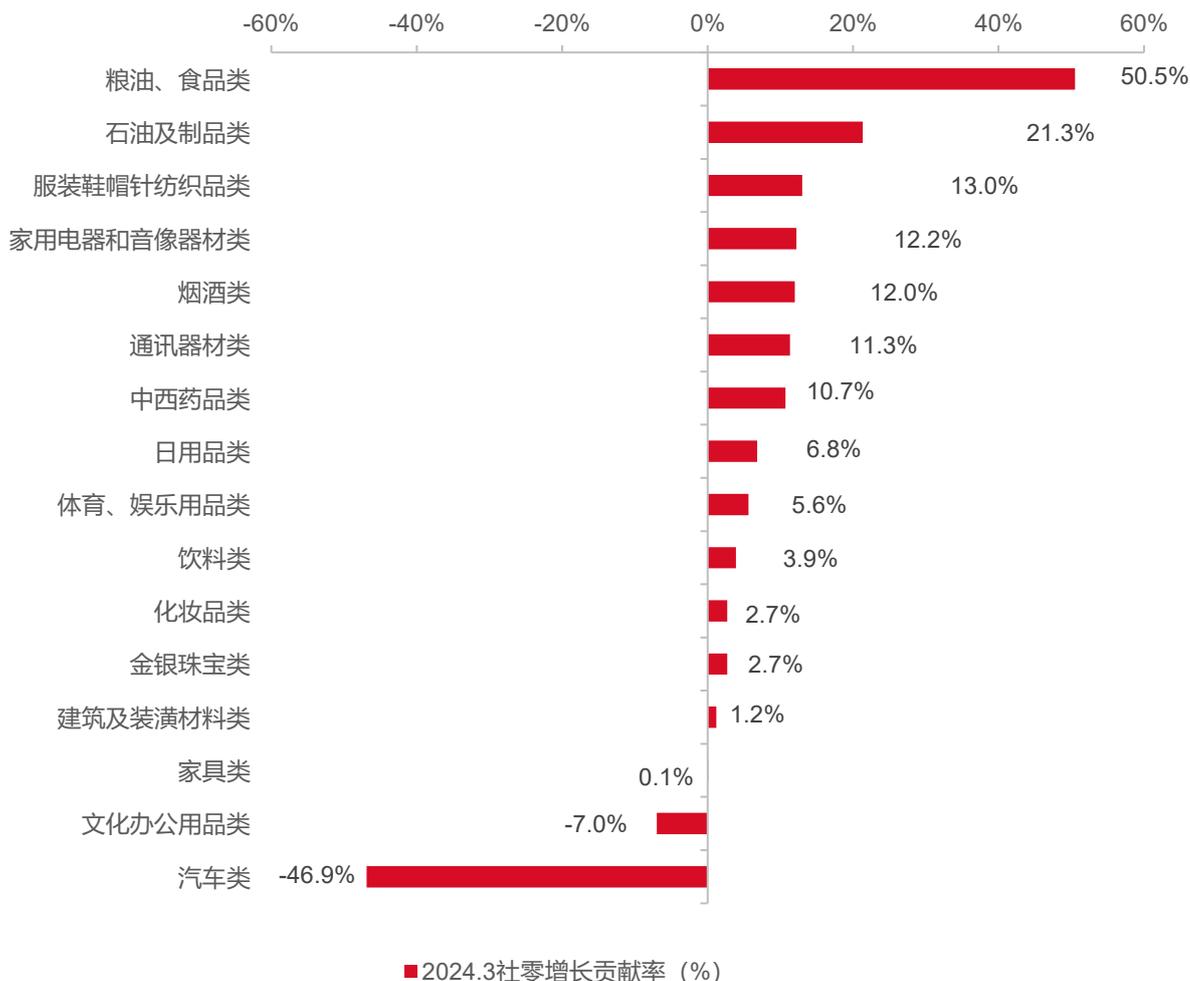
资料来源：wind，东海证券研究所

图14 近两个月分行业社零同比增速对比



资料来源：wind，东海证券研究所

图15 不同品类社零增长贡献比例排名



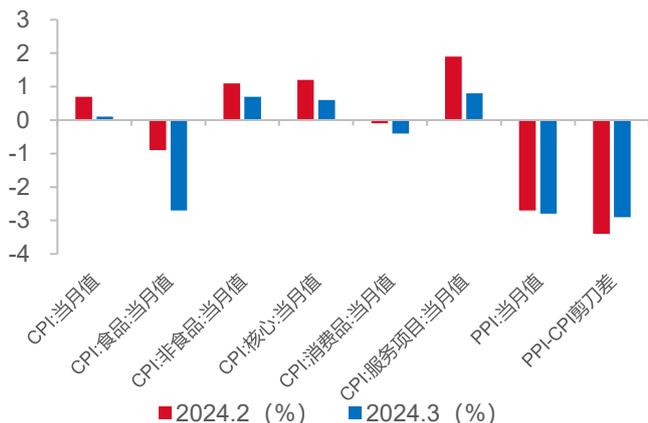
资料来源：wind，东海证券研究所

*贡献率通替代过分类增长部分对整体社零增长部分占比进行计算，因分品类为限额以上数据，社零并非限额以上数据，为调整口径差异，社零增长部分用已公布分品类增长部分总额

3.价格表现：CPI 同比回落明显，PPI 同比环比均下降

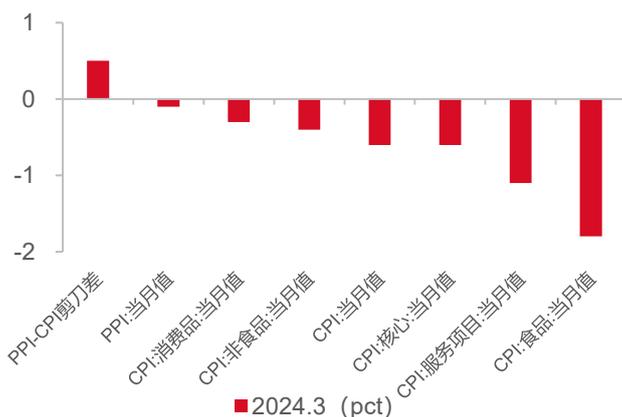
(1) 整体情况：CPI 涨幅较上月回落明显，PPI 同比环比均下降。①CPI 同比上涨，环比回落。2024 年 3 月 CPI 同比+0.1%（环比-0.6pct），环比下降主要受食品和出行服务价格回落影响。②食品价格同比、环比均下降，非食品价格同比上升，环比下降。食品、非食品 CPI 分别同比-2.7%（环比-1.8pct）、+0.7%（环比-0.4pct），去掉食品、能源的核心 CPI 同比上涨 0.6%（环比-0.6pct）。③消费品价格同比、环比均下降，服务价格同比上升、环比下降。消费品 CPI 同比、服务 CPI 同比分别为-0.4%（环比-0.3pct）、+0.8%（环比-1.1pct）。④PPI 同比、环比均下降，PPI-CPI 剪刀差缩小。3 月 PPI 同比-2.8%（环比-0.1pct），主要受翘尾影响。PPI-CPI 剪刀差为-2.9pct（环比+0.5pct）。整体看，目前猪价最低迷时期已经过去，供给压力缓解，预计猪价逐步向好，并且在政府目标（5%）、线下场景复苏带动线下消费服务价格进一步提升下，CPI 后续仍具备向上动能。

图16 CPI及PPI当期值



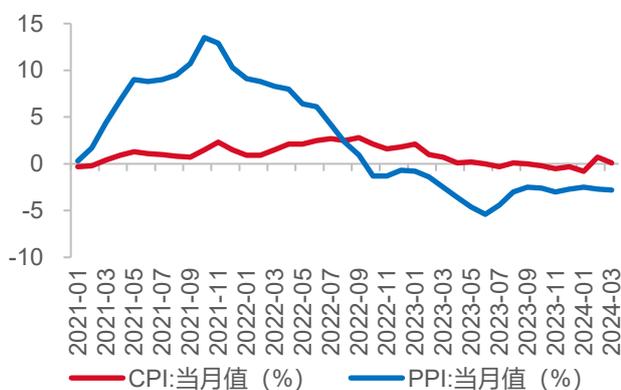
资料来源: wind, 东海证券研究所

图17 CPI及PPI同比增速环比变化情况



资料来源: wind, 东海证券研究所

图18 CPI及PPI变化趋势



资料来源: wind, 东海证券研究所

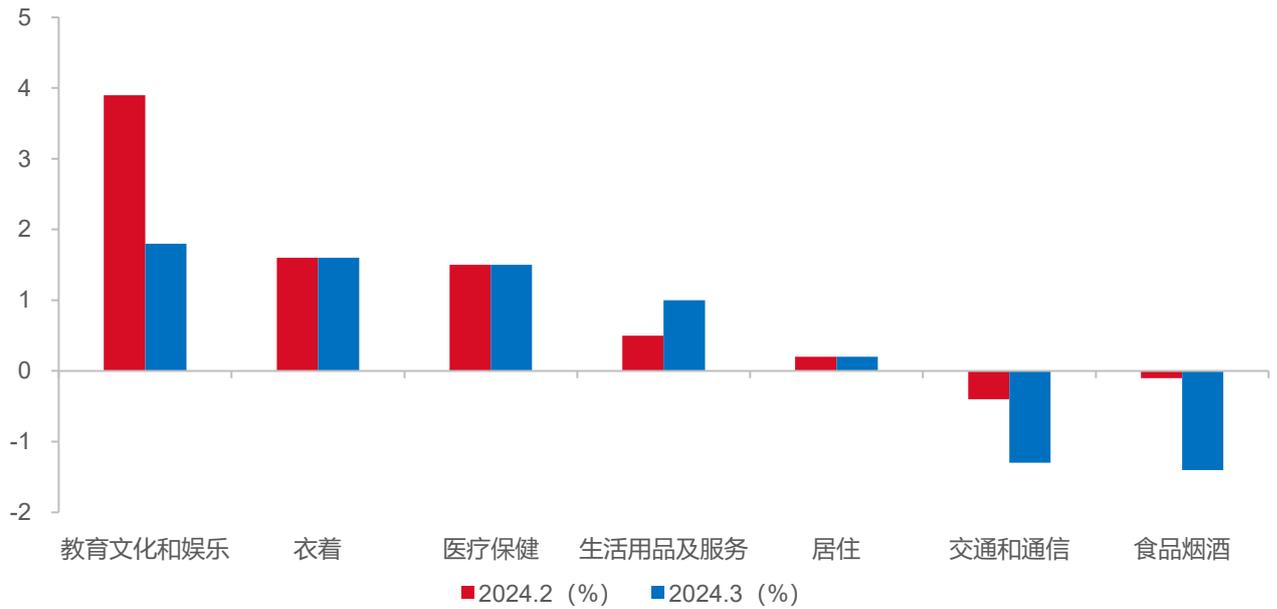
图19 PPI-CPI剪刀差变化趋势



资料来源: wind, 东海证券研究所

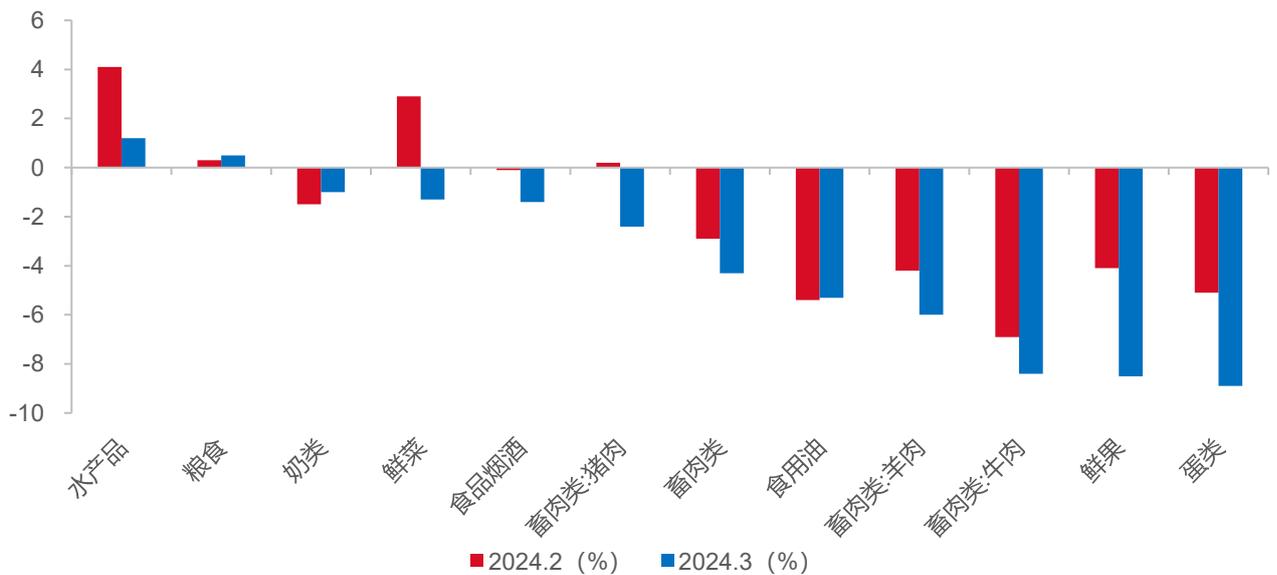
(2) 分品类: 受季节性影响, 食品同比、环比多数下降, 非食品中出行类价格回落明显。
 ①食品类: 由于春节后消费需求季节性回落, 加之大部分地区气温较常年同期偏高, 及市场供应总体充足, 食品同比、环比多数下降, 其中蛋类、鲜果、牛肉价格分别同比下降 8.9%、8.5%、8.4%, 环比降幅均扩大; 鲜菜、猪肉价格由上月上涨转为下降。
 ②非食品类: 因节后为出行淡季, 出行类服务价格回落明显, 教育文化和娱乐、交通和通信分别同比+1.8% (环比-2.1pct) 和-1.3% (环比-0.9pct), 其中旅游同比价格由上月的+23.1%回落至+6.0%, 飞机票同比价格由上月+20.8%转为-14.7%。

图20 分品类 CPI 当期值



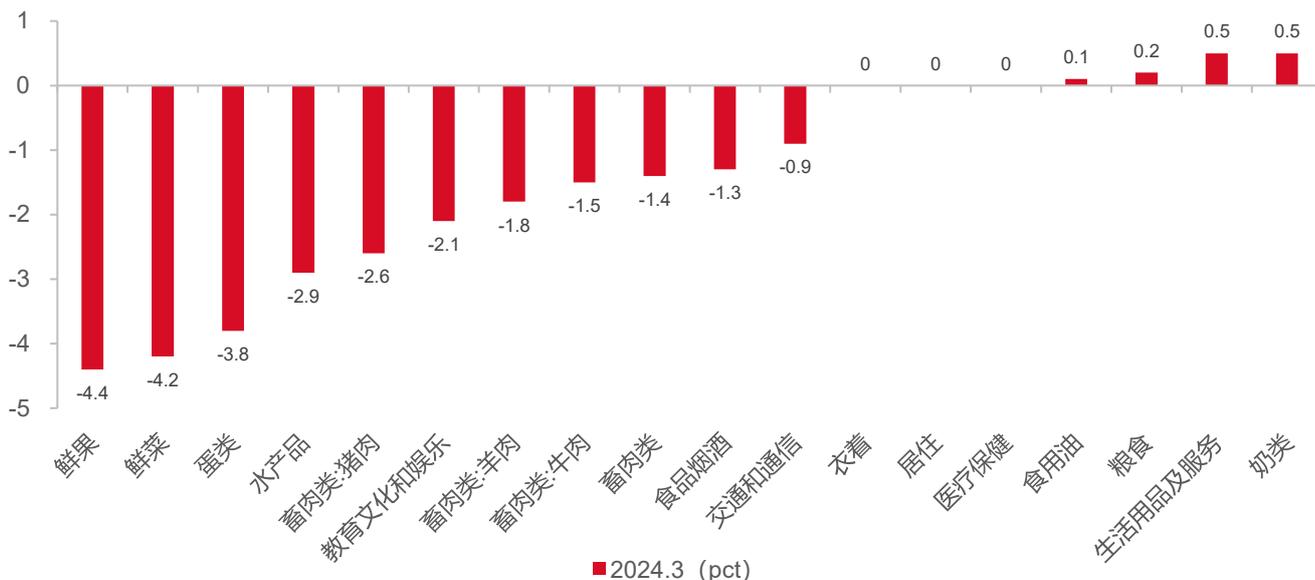
资料来源: wind, 东海证券研究所

图21 食品类 CPI 当期值



资料来源: wind, 东海证券研究所

图22 分品类 CPI 同比增速环比变化情况 (pct)

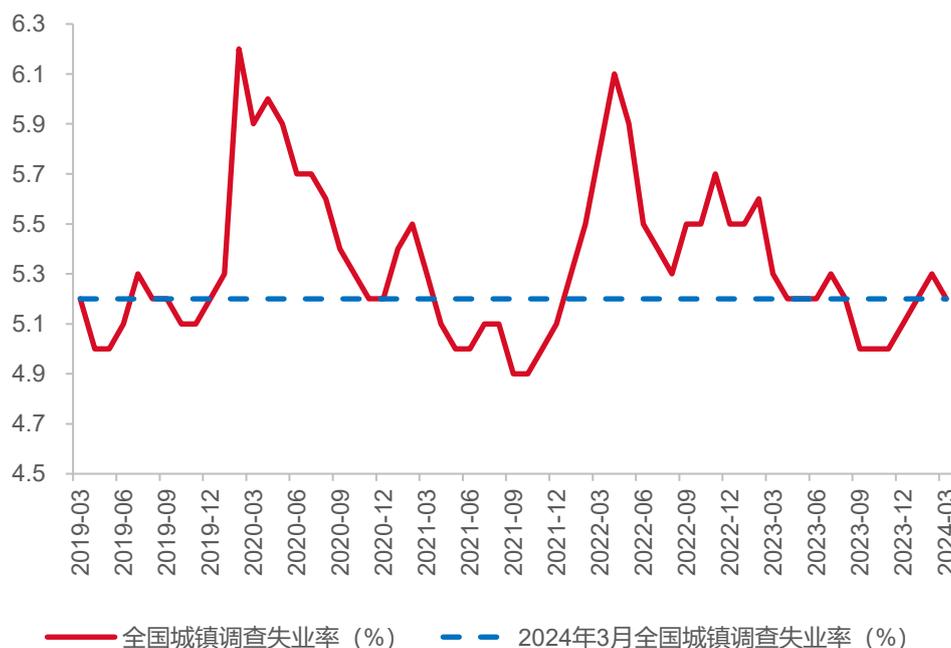


资料来源: wind, 东海证券研究所

4.就业情况: 3月城镇失业率环比下降, 与2019年同期持平

(1) 整体情况: 一季度就业形势总体改善, 2024年3月城镇失业率微降。①失业率: 2024年一季度全国城镇调查失业率平均值为5.2%, 比去年同期下降0.3pct, 就业形势总体改善, 其中3月全国城镇调查失业率5.2%, 环比下降0.1pct。②持平于2019年同期。与去年同期失业率5.3%相比, 回落0.1pct; 排除新冠疫情的影响, 与2019年同期持平。

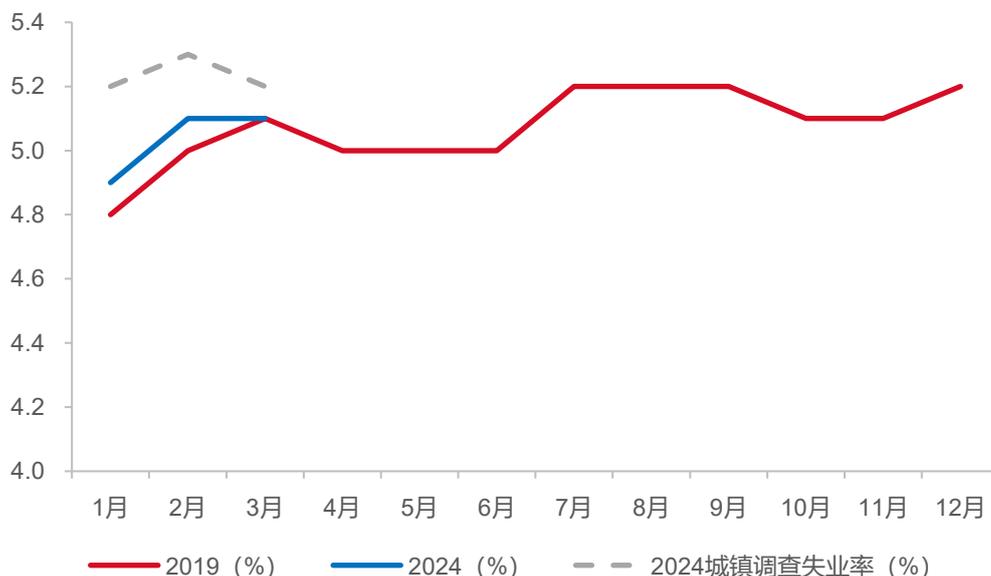
图23 2019年至今城镇调查失业率



资料来源: wind, 东海证券研究所

(2) **大城市失业率环比持平**。2024年3月，全国31个大城市城镇调查失业率5.1%，较上月环比持平，低于城镇调查失业率0.1pct，与2019年同期持平。我们预计随着消费信心提升，经济恢复，大城市失业率有望率先回落。

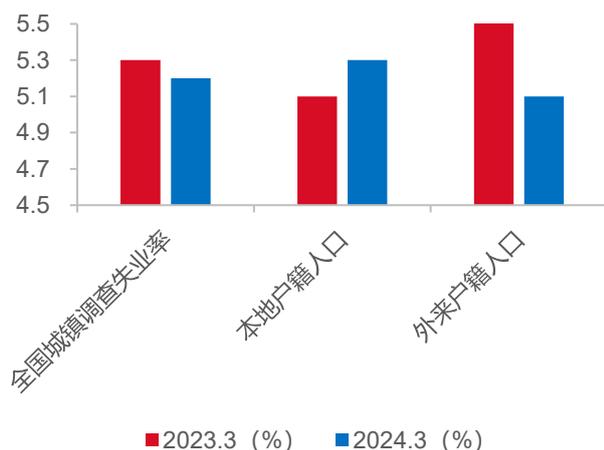
图24 31个大城市城镇调查失业率



资料来源：wind，东海证券研究所

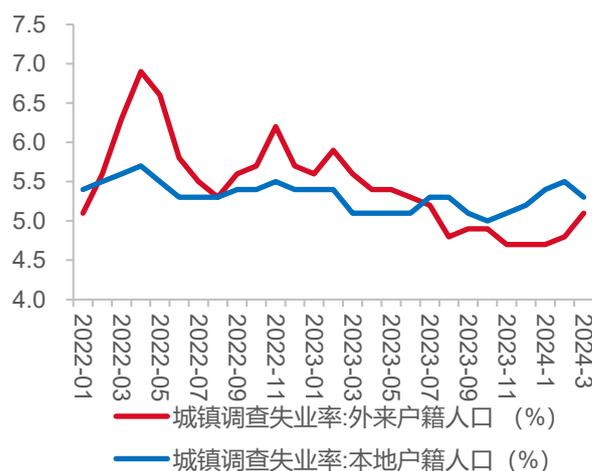
(3) **按户籍结构：外来人口失业率3月同比下降，环比提升**。①**外来户籍人口失业率较去年3月高点明显好转，但环比略有提升**。2024年3月外来户籍人口失业率为5.1%，高于上月0.3pct，低于去年同期0.5pct。本地户籍失业率为5.3%，环比下降0.2pct，高于去年同期0.2pct。②**农民工失业率维持低位**。2024年3月外来农业户籍人口失业率5.0%，好于同期全国城镇调查失业率和同期外来大城市失业率。

图25 不同户籍城镇调查失业率



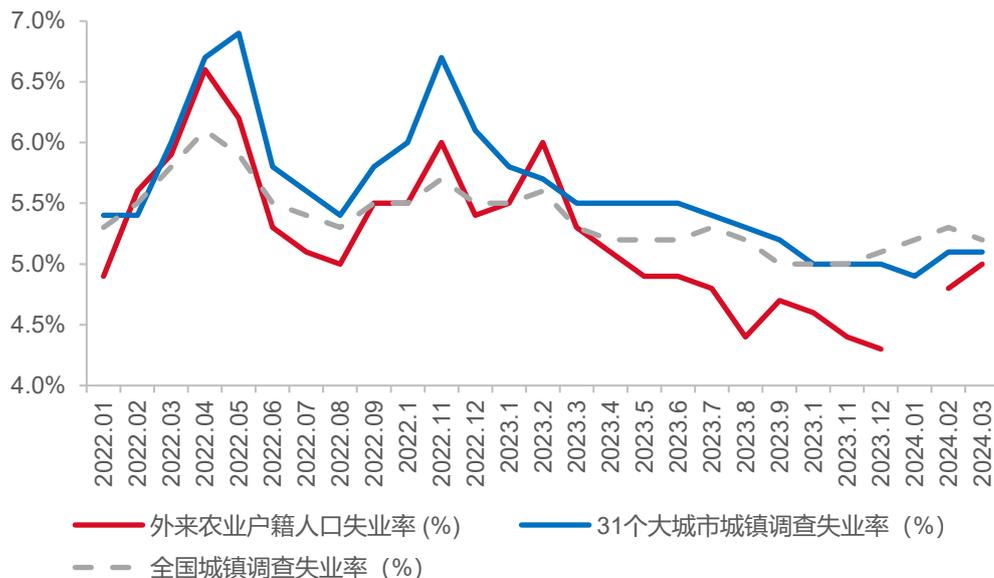
资料来源：wind，东海证券研究所

图26 2022年以来不同户籍城镇调查失业率



资料来源：wind，东海证券研究所

图27 农民工就业情况

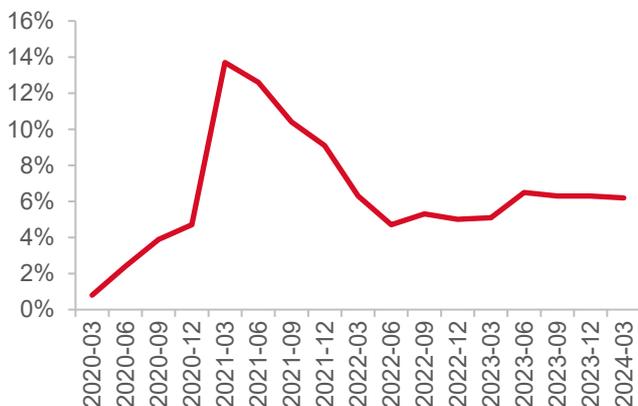


资料来源: wind, 东海证券研究所

5.居民收入和居民支出：2024年一季度居民人均收入同比增长6.2%，环比下降0.1pct

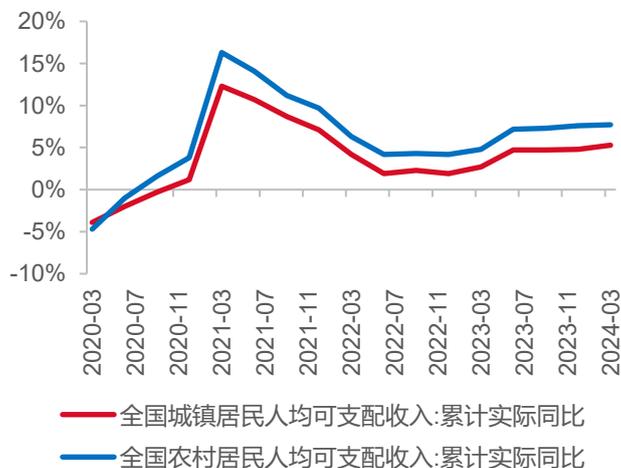
(1) ①**2024年一季度居民人均收入同比增长6.2%，环比下降0.1pct。**2024年一季度居民人均收入同比增长6.2%，较上期累计环比下降0.1pct。具体来看，经营净收入表现相对较好，累计同比增长分别达6.8%（环比+0.8pct），工资性收入、财产净收入、转移净收入累计同比增长分别达6.8%（环比-0.3pct）、3.2%（环比-1.0pct）、4.8%（环比-0.6pct）。②**受城镇居民支出拖累，2024年一季度居民支出环比下降。**2024年一季度全国居民实际消费支出累计同比达8.3%，较上期下降0.7pct，其中城镇、农村居民消费性支出实际累计同比分别达7.7%（-0.6pct）、9.2%（持平）。③**消费意愿相比上期环比下降，但优于去年同期，整体仍较好。**通过“居民收入支出剪刀差”衡量（名义收入增速-名义支出增速），2024年一季度收入增速-支出增速为-2.10%，环比+0.8pct，但相比去年同期下降1.8pct，消费意愿仍维持较好。随着促消费政策逐步传导，居民人均收入稳步提升，消费意愿有望持续回升。

图28 人均可支配收入累计名义同比增速



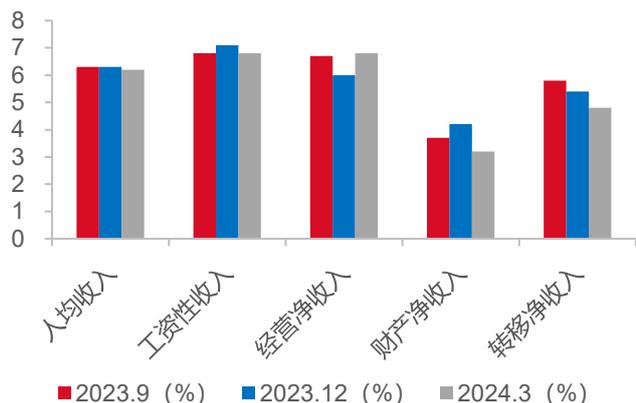
资料来源: wind, 东海证券研究所

图29 城镇及农村居民人均可支配收入累计同比增速



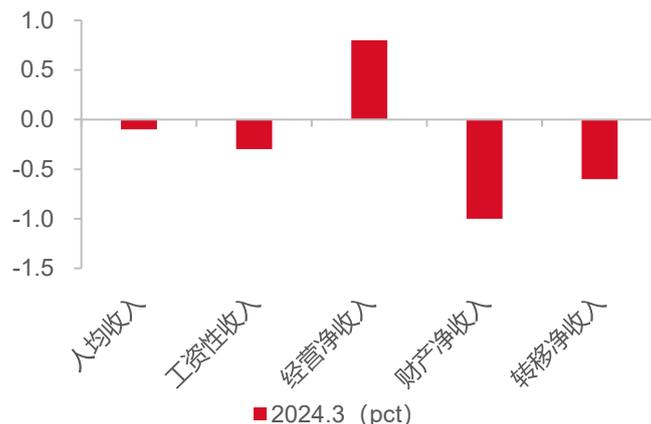
资料来源: wind, 东海证券研究所

图30 人均收入及分项收入增速



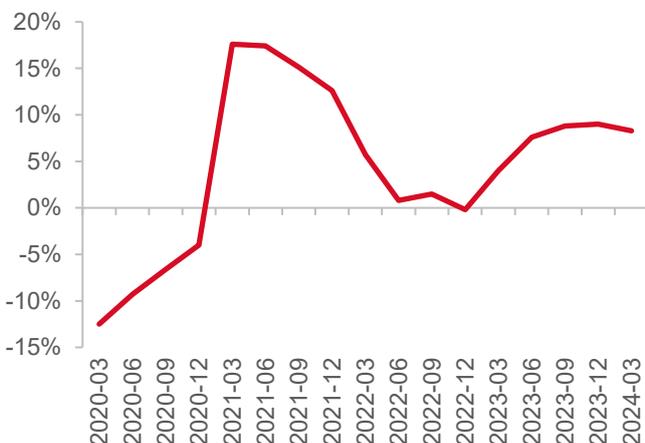
资料来源: wind, 东海证券研究所

图31 人均收入月度同比增速环比变化情况



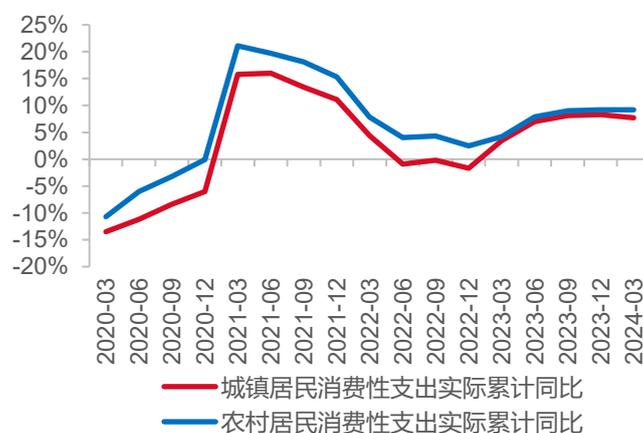
资料来源: wind, 东海证券研究所

图32 人均支出累计实际同比增速



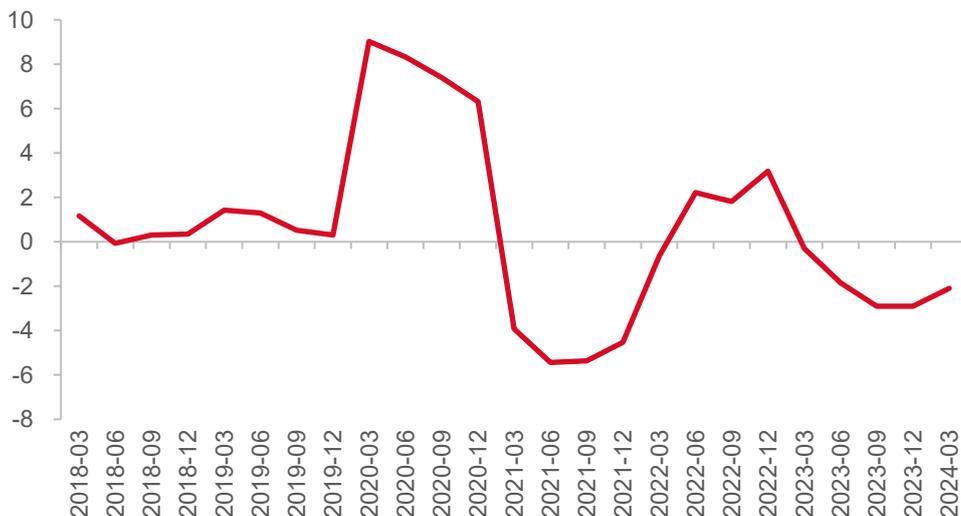
资料来源: wind, 东海证券研究所

图33 城镇及农村居民消费性支出累计同比增速



资料来源: wind, 东海证券研究所

图34 整体名义收入-支出增速剪刀差 (pct)



资料来源: wind, 东海证券研究所

(2) 需求仍有回升动能。①工业企业利润维持较快增长。2024 年 1-2 月全国规模以上工业企业利润当月同比增长 10.2%，由 2023 年全年的下降 2.3% 转为正增长。随着宏观组合政策落地显效，市场需求持续恢复，工业企业利润有望稳步上升。②低收入人群就业及工资仍存驱动：2023 年农民工达 2.98 亿人。2023 年农民工人口占总人口比例、2022 年农民工人口占劳动人口比例分别达 21%、38%，是人口的主要组成部分。受经济弱复苏影响，2023 农民工工资收入同比增长 3.58%，增速较上年下降 0.55pct，在消费利好政策、基建投资加大的情况下，服务、制造、建筑等行业就业及工资仍有可能表现积极，有望进一步推动低收入人群的消费需求。

图35 工业企业利润当月同比

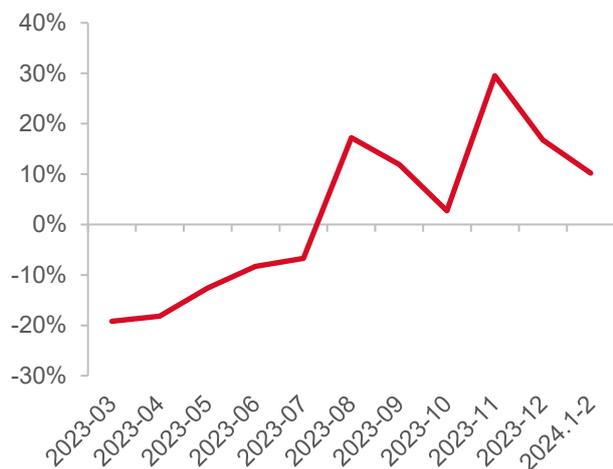
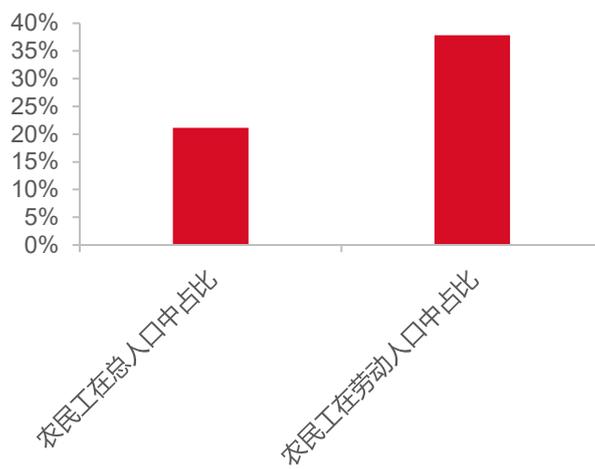


图36 农民工在总人口和劳动人口中占比

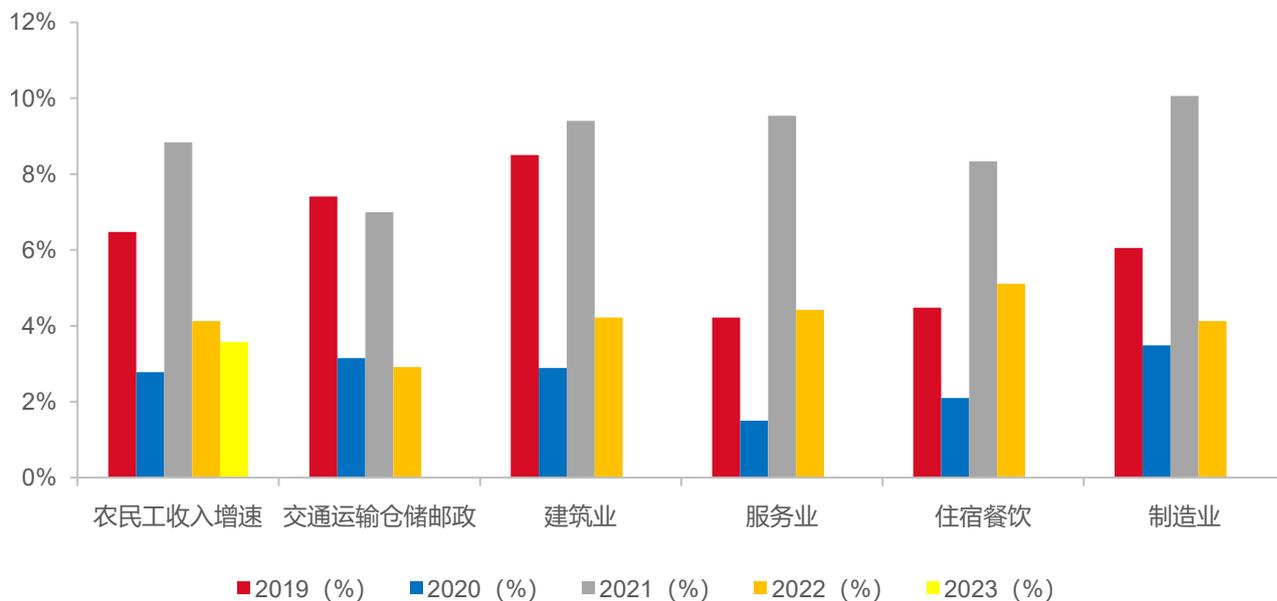


资料来源：wind，东海证券研究所

资料来源：wind，东海证券研究所

注：占总人口数据为 2023 年，劳动人口数据为 2022 年

图37 农民工收入增速及农民工各细分行业收入增速



资料来源：wind，东海证券研究所

6.投资建议

1) 受益于消费场景不断恢复, 餐饮在去年高基数下仍增长平稳, 随着五一假期来临, 餐饮消费场景持续向好, **建议关注预制菜板块。**

2) 化妆品国货品牌表现有所分化, 建议关注强 alpha 企业。医美板块渗透率提升、合规化趋严, 重组胶原蛋白、再生类等新兴赛道具备布局价值, **建议关注矩阵丰富的龙头企业。**

7.风险提示

(1) **宏观经济恢复不及预期:** 若宏观经济恢复不及预期, 会影响居民收入、消费意愿, 进而影响公司的业绩。

(2) **市场竞争加剧影响:** 若市场竞争加剧, 各公司为争抢有限的客户可能导致盈利能力下降。

(3) **食品安全的影响:** 食饮行业安全对公司甚至行业影响较大, 如果部分公司食饮安全出现问题, 可能对估值及长期基本面带来影响。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其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。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089