

百联股份（600827.SH）

优于大市

华东零售业龙头积极调改转型，新业态布局有望步入收获期

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 商贸零售 · 一般零售

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn 执证编码：S0980517070001
证券分析师：孙乔容若 021-60375463 sunqiaorongruo@guosen.com.cn 执证编码：S0980523090004

事项：

百联股份近年来积极对现有物业进行调改转型，目前旗下国内首座聚焦二次元文化的商业体 ZX 创趣场营也额在“谷子”经济趋势推动下实现快速增长，并将于本月底开设杨浦第二家百联 ZX 商场。同时公司持续深耕符合当前性价比消费趋势奥特莱斯业态。

国信零售观点：公司作为上海国资委旗下华东地区零售龙头企业，在整体线下消费承压情况下，不断通过自身调整转型业务经营，利用地理位置和自有物业优势，重点发力符合当下消费趋势业态如二次元文化商场和奥特莱斯等；并积极推动超市业务减亏和股权比例降低，未来有望带来利润弹性。同时公司有望持续通过资产证券化运作有效释放自身物业价值，进一步激活公司经营潜力，其中公司今年发行的公募 REITs 项目带动前三季度投资收益大增，华安百联消费 REITs 于 2024 年 8 月 16 日起在上交所上市，最终募集基金份额 10 亿份，发售价格为 2.332 元/份，基金募集资金净额为 23.32 亿元，预计将为公司贡献较高投资收益增量，未来公司不排除将继续通过发行公募 REITs 盘活物业资产，同时考虑公司百货调改项目逐渐落地放量有望带动业绩水平提升，我们上调 2024-2026 年归母净利润至 17.34/7.51/8.92（原值为 15.79/7.13/8.47）亿，对应 PE 为 12/27/23x，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ “商业+”创新尝试带动业态变革，ZX 创趣场迎合“谷子”经济表现靓丽

百联股份作为传统百货和购物中心业态龙头，近年来不断推动转型升级，以吸引高质量客流为目的，实现业务的持续成长。一方面公司积极对经典门店进行改造转型。自 2015 年开始，公司开始将上海核心地区商圈门店作为转型重点，升级线下消费体验，适应新的消费趋势变化。2017 年公司将老一百大厦和东方商厦南东店进行合二为一形成第一百货商业中心，并开启“消费+体验”的新零售转变，依托本身特有的老上海弄堂文化进行商业引流，目前已成为公司重点项目之一，根据公司官网披露，2023 年 10 月为期 3 天的 74 周年店庆活动期间，该商业中心总销售额超过 4100 万元，较 2022 年同期 4 天的活动增长 8.1%，较 2021 年同期 5 天的活动增长 1.8%。

表1: 百联升级改造项目及具体内容

时间	项目	改造内容
2015	淮海 755	与日本最大的日用品牌无印良品的合作，在淮海 755 设立世界旗舰店，首次在国内引入熟点、餐饮、咖啡、高级家具、定制等全系列产品
2016	第一八佰伴	1) 工程建设: 将裙房露台改造成“空中花园”，标志性的十二生肖拱门大弯壁将通过光影技术营造“幻影光壁”；2) 内部经营: 商厦的零售比例从原先的 75%降低到 70%，餐饮娱乐、服务休闲等设施的比例将相应从 25%增加至 30%，3) 数字化: 打造数字化门店场景，将线上线下优势有机结合
2017	第一百货商业中心	1) 外部环境: 通过扶梯、连廊和采光顶棚的形式将老一百大厦和东方商厦南东店合二为一，六合路延伸成为消费者新的休闲场所；2) 消费+体验的新零售转变: 潜心挖掘“老上海”元素，让文化为商业引流，同时引进新的人气 IP 项目，提升对各年龄群体的吸引力；3) 品牌入驻: 餐饮比例提高到 30%，商场内的品牌更新率高达 70%，其中不乏大牌的旗舰店，呈现出年轻化、轻奢化趋势。
2017-2018	百联临沂购物中心	大幅提升餐饮、儿童及功能服务业态占比，打造轻松和谐的社区生活场所氛围
2017-2018	“UMAX”悠迈生活广场	首家由既存门店转型的城市奥特莱斯业态（价值折扣百货）
2018-2019	江荟 151	引入 NITORI，打造“家庭生活空间”为主题的特色小型购物中心，引进生活方式集合店或主力店，丰富特色餐饮和娱乐休闲业态
2019	百联南方购物中心 2 区	多维度社交购物中心: 打造超开阔户外广场、屋顶花园，汇聚众多网红首店的零售与餐饮品牌的开放零售区，并建立“社群经理”一套全新营运系统，为周边社区提供更加贴合多元生活需求，实现更快速、更流畅的 WIFI 上网、一键支付、智能停车、定位导航、网上订餐等智能化“新零售”功能。
2019	百联 TX 淮海	全球首个策展型零售商业空间: 1) 大量签约潮牌、买手店、跨界品牌；2) 每月调整品牌店和活动，每一季度都会引入新鲜品牌；3) 将“艺术+商业”进行结合，强调“策展”概念
2020	沈阳百联购物中心	1) 外观: 从美陈、软装、灯光智能系统等方面进行焕新改造；2) 打造“用餐+社交+场景”模式: 数百个国内外知名品牌入驻，能够满足日常、社交、商务功能
2019-2020	百联金山购物中心	1) 对联营以及租户进行了调整，提高坪效和结构种类，并引进了一些“金山首店、金山唯一店”；2) 加强营销力度，如开展“赏花节”、年中 VIP 活动、夜市活动等
2022	百联 ZX 创趣场	国内首座聚焦次元文化的商业体，营造多元文化爱好者的创意基站、年轻世代的线下社交场，通过引入大量品牌首店和旗舰店，包括海外首家万代魂 TAMASHII NATIONS 旗舰店、中国首家 MegaHouse、上海首家万代 VR ZONE 体验店等来吸引年轻消费群体
2022-2023	百联西郊购物中心	1) 整装升级: 对门头及中庭进行了重新设计和改造，打造更为时尚的门头和更富层次的绿化；2) “新业态”: B2 层将打造全新美食聚集地，东方商厦二楼引进儿童游乐及儿童培训租户，充分满足亲子家庭的多方面消费需求；3) 网红首店: 如麦当劳亚洲首家儿童主题乐园店，CAMP VR 的全国首店等

资料来源: 公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

另一方面，公司利用年轻消费者对于创新型场景的追捧，不断扩展商业地产的附加值打造新型零售业态。对于目前消费大军的 Z 世代来说，兴趣是其进行购物的主要动力来源，公司聚焦年轻消费者兴趣爱好，打造“网红”商业体。

作为中国首座聚焦次元文化的商业体，百联 ZX 创趣场位于上海市黄浦区南京东路核心地段，由前身华联商厦改造而来，建筑面积 1.1 万 m²。以内容经营为核心，聚集海外头部 ACGN 二次元零售、社交文化体验业态，为 Z 世代客群创造出了一个极富沉浸式体验的社交共振场。百联 ZX 采用策划型招商，与品牌共建运营体系，从策展到活动执行，提供全方位运营支持，包括配货、销售活动策划及品牌成长规划。目前 ZX 创趣场全国首店占比 70%，其中全球 3 家，全国 18 家，上海 7 家。截至 2023 年 12 月 31 日，百联 ZX 创趣场销售额达 3 亿元，全年客流突破 950 万，而今年伴随谷子经济持续走热，叠加百联 ZX 的影响力扩大，据财联社，二今年前三季度，百联 ZX 创趣场销售收入同比上涨 84%，客流量同比上涨约 40%。

而在南京路百联 ZX 成功的基础上，公司将在今年年底 12 月 28 日于上海悠迈生活广场改造建设第二“百联 ZX”，新项目选址于杨浦大学城周边，紧邻 B 站、叠纸游戏等年轻文化企业的总部。本次调改在保留 4 楼和 5 楼基础上，主要对 B1 至 L3 约 1.5 万平方米进行改造，计划推出主题餐饮空间、共创多功能空间、游戏体验空间等多个场景，并预计将于明年 4 月开始与周边大学社团展开联动，扩大商业体声量。

图1: 百联 ZX 创趣场



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图2: 百联 ZX 内部店铺主题分布

楼层	主题	店铺代表(均为全国或上海首店)
B1	趣(游艺)	热气球娃娃机乐园
L1	殿(旗舰店)	三月兽、万代魂、Megahouse
L2	瘾(动漫潮玩、周边)	模玩熊、ANIPLEX、LINE FRIENDS、野兽王国、万代扭蛋
L3	匠(原创品牌)	GUGU HOME、动物星球、暴蒙BOOM COMIC、蓝月的娃娃屋、乌完屋、Bushiroad武士道
L4	集(动漫周边、主题餐厅)	摩多摩多、KENLEPHAND
L5	宠(新奇体验)	ANIMATE
L6	境(游艺)	VR ZONE、模玩熊卡牌、布偶夹

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

➤ 谷子经济有望为线下零售提供转型新思路

“谷子”源自英语“Goods”，即“商品”的意思，主要指漫画、动画、游戏、偶像、特摄等版权作品衍生出的周边产品，包括海报、徽章、卡片、挂件、立牌、手办、娃娃等。谷子经济是近年来兴起的一种新型消费现象，是围绕二次元 IP 周边商品所形成的消费文化和经济形态。

作为符合年轻人需求的情绪消费品，“谷子”经济下产品具备单价低、复购频次高、社交属性强等特征，相关产业增长爆发力极强。特别是在当前经济形势下，对于成长于物质丰富时期，但短期又面临生活和就业压力的国内年轻人而言，谷子不仅仅是商品，更是情绪表达与释放的窗口，同时又因为高度的社交属性，成为年轻人的青睐产品。

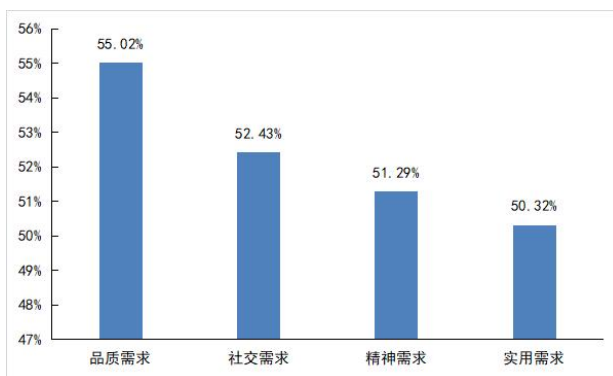
根据 iMedia Research 数据显示，2023 年中国谷子经济市场规模 1201 亿元，2024 年预计增长至 1689 亿元，而随着泛二次元生态及周边衍生市场的发展，未来数年谷子经济市场规模将呈持续增长态势，预计 2029 年整体市场规模有望达 3089 亿元。

图3: 国内谷子经济市场规模及预测



资料来源: 艾媒咨询、国信证券经济研究所整理

图4: 2024 年中国新青年日常消费诉求



资料来源: 艾媒咨询、国信证券经济研究所整理

随着谷子经济热度的提升，传统百货商场在升级改造中也迎来了新的思路。越来越多的商场开始积极引入二次元品牌，着力打造主题街区，促使二次元相关消费品类门店数量迅速攀升，通过引入“谷子店”“谷子市集”，吸引了大量年轻消费者的关注与光顾。谷子店充分满足了年轻人的购物需求，并在一定程度上帮助渠道筛选了用户群体，并为二次元爱好者们搭建起线下社交平台。根据联商网数据，目前预计国内已有超 20 个一、二线城市在打造二次元消费城市地标，参与范围超 60 个城市核心商业圈。而百联通过抢先布局，利用自有物业改造升级，并吸引重磅 IP 入驻，有望直接受益谷子经济发展。

◆ 奥特莱斯：以自建模式持续扩张，符合当下性价比消费趋势

百联股份于 2006 年开设国内第一家花园式奥特莱斯——上海青浦奥莱，近五年均位列全国奥莱榜单榜首，2021 年成为全国唯一一家年收入超过 50 亿的奥特莱斯，2023 年年收入已达 61.7 亿。在积累相关运营经验，百联自 2012 年开始以平均每年一家的速度进行连锁化扩张，截至目前，公司旗下共拥有 9 家奥特莱斯，仍以公司优势地区华东地区为主。

表2: 奥特莱斯门店情况

名称	地址	开业时间	面积（平方米）	物业权属	2023 年收入（亿元）
百联奥特莱斯广场（上海·青浦）	沪青平公路 2888 号	2006. 4. 28	113, 480	自有	61. 7
百联奥特莱斯广场（武汉·盘龙）	武汉市黄陂区盘龙大道 51 号	2012. 12. 18	141, 298	自有/租赁	36. 0
百联奥特莱斯广场（江苏·无锡）	无锡市新区锡勤路 18-28 号	2013. 6. 29	117, 333	自有	21. 0
百联奥特莱斯广场（江苏·南京）	南京市江宁区汤山街道圣汤大道 99 号	2015. 9. 26	113, 911	自有	13. 5
百联奥特莱斯广场（济南·海那）	山东省济南市槐荫区美里湖美里路 555 号	2016. 12. 24	53, 008	自有	/
百联奥特莱斯广场（湖南·长沙）	湖南省长沙县大元东路 108 号	2018. 9. 30	120, 000	自有	/
百联奥特莱斯广场（济南·高新）	山东省济南市高新区科创路 999 号	2019. 3. 29	78, 995	自有	/
百联奥特莱斯广场（浙江·余杭）	杭州市临平区香岸路 33 号	2021. 10. 15	132, 385	自有	/
百联奥特莱斯广场（青岛·即墨）	青岛市即墨区陆港新城	2022. 7. 30	50, 172	自有	/

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2023 年公司奥莱业务整体表现依旧强势。2023 年百联奥莱事业部销售额同比 2021 年上涨 14%，累计客流近 3000 万，同比 2021 年上升 31%。而在相关节假日期间，奥莱相关表现更佳，例如，百联奥莱元旦销售创历史新高、青浦百联奥莱五一单日销售创历史新高、长沙百联奥莱五一单日销售创历史新高、百联奥莱双十一销售创历史新高。

2024 年以来百联奥莱同样表现亮眼。2024 年春节期间全国多家奥莱整体客流同比提升超 30%，销售额同比增长超 10%。其中，青浦百联奥莱客流、销售均实现同比两位数增长，济南、长沙、南京等店客流同比提升 60%+ 和销售同比增长 20%+。

表3: 部分门店 2023 年销售及客流数据

门店名称	经营规模（亿）			客流（万人次）
	2023 年	2022 年	2021 年	2023 年
百联奥特莱斯广场（上海·青浦）	61. 7	47. 5	55	820
百联奥特莱斯广场（武汉·盘龙）	36		33	650
百联奥特莱斯广场（江苏·无锡）	21	17	20	350
百联奥特莱斯广场（江苏·南京）	13. 5	10	12	310

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2023 年百联持续推进打造多业态、全渠道、一站式百联奥特莱斯商业新地标的发展目标，并从多元体验、商业空间规划、生活方式等维度，提出“微度假空间产品”的打造和升级。一方面，公司深化合作联动品牌，制定门店个性化品牌库，持续更新调整品牌，截至 23 年底空铺率同比下降 1.16%，同时推行品牌独享活动并尝试品牌周营销活动，推动门店实现可持续增长，如斯凯奇 2023 年 8-9 月在百联奥莱开展“新

运动，青年汇”品牌活动，带动业绩同比提升 77.8%。另一方面，以微度假为全年营销主线，通过互动体验类、生活方式类营销活动，探索场景化营销模式，持续输出百联奥莱“大牌扫货”、“文艺休闲”、“漫旅时光”、“益起童行”四大 TAG 品牌形象，2023 年暑期“百联奥莱 X 迪士尼夏季主题后花园”活动带动整体销售较 2021 年同期增长超 46%，客流增长近 64%。

展望未来，百联奥莱持续升级存量项目，并挖掘潜在增量机会。对于现有门店，公司不断推进标杆型、稳定增长型、快速成长型三大梯队化建设，根据各门店目前发展阶段，制定“一店一策”，明确升级调整方案；同时加快拓展全国奥莱，如推进成都熊猫基地等重点投资项目，以及加速研究潜在项目储备。

◆ 投资建议

公司作为上海国资委旗下华东地区零售龙头企业，在整体线下消费承压情况下，不断通过调整转型自身业务经营，利用自身地理位置和自有物业优势，重点发力符合当下消费趋势业态如谷子经济和奥特莱斯等；并积极推动超市业务减亏和股权比例降低，未来有望带来利润弹性。同时公司有望持续通过资产证券化运作有效释放自身物业价值，进一步激活公司经营潜力。其中公司今年发行的公募 REITs 项目带动前三季度投资收益大增，华安百联消费 REITs 于 2024 年 8 月 16 日起在上交所上市，最终募集基金份额 10 亿份，发售价格为 2.332 元/份，基金募集资金净额为 23.32 亿元，预计将为公司贡献较高投资收益增量，未来公司不排除将继续通过发行公募 REITs 盘活物业资产，同时考虑公司百货调改项目逐渐落地放量有望带动业绩水平提升，我们上调 2024-2026 年归母净利润至 17.34/7.51/8.92（原值为 15.79/7.13/8.47）亿，对应 PE 为 12/27/23x，维持“优于大市”评级。

表4：可比公司盈利预测及估值

公司	公司	投资	收盘价		EPS			PE			总市值（亿元）
代码	名称	评级	2024/12/10	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024/12/10	
600827.SH	百联股份	优于大市	11.38	0.22	0.97	0.42	42.42	11.71	27.02	192	
600729.SH	重庆百货	优于大市	30.23	3.23	3.12	3.25	8.72	9.69	9.29	133	
603708.SH	家家悦	优于大市	12.40	0.21	0.32	0.35	62.03	38.75	35.43	79	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测

◆ 风险提示

宏观环境风险，门店调改不及预期，行业竞争加剧。

相关研究报告：

- 《百联股份（600827.SH）-上半年业绩持续承压，公募 REITs 成功上市助力价值释放》——2024-09-03
- 《百联股份（600827.SH）-一季度业绩受行业环境影响有所承压，奥特莱斯业态依旧稳健》——2024-04-30
- 《百联股份（600827.SH）-扣非归母净利实现扭亏转盈，奥莱等核心业态表现优异》——2024-04-15
- 《百联股份（600827.SH）-上半年归母净利扭亏为盈，奥莱业态表现亮眼》——2023-08-31
- 《百联股份（600827.SH）-上半年归母净利润扭亏为盈，积极推行 REITs 盘活存量资产》——2023-07-17

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	19245	19431	17332	19324	21789	营业收入	32269	30519	29588	29742	29931
应收款项	1192	1145	1135	1141	1148	营业成本	24221	22421	21524	21440	21457
存货净额	3597	2999	2791	2770	2762	营业税金及附加	283	368	325	327	329
其他流动资产	468	387	592	595	599	销售费用	5435	5041	4944	4893	4879
流动资产合计	25895	25785	23673	25652	28121	管理费用	2200	2242	2175	2138	2108
固定资产	14108	14367	14045	13696	13273	研发费用	18	19	18	18	18
无形资产及其他	3377	3255	3093	2930	2767	财务费用	111	(17)	31	52	44
投资性房地产	13110	12027	12027	12027	12027	投资收益	724	(276)	1900	110	90
长期股权投资	1186	832	892	952	1012	资产减值及公允价值变动	(24)	53	(50)	0	0
资产总计	57676	56266	53729	55257	57199	其他收入	263	175	(18)	(18)	(18)
短期借款及交易性金融负债	2273	2237	2500	2200	2200	营业利润	981	417	2421	985	1186
应付款项	6233	6912	4857	4819	4806	营业外净收支	52	53	60	90	90
其他流动负债	16771	16517	13666	13543	13493	利润总额	1033	470	2481	1075	1276
流动负债合计	25277	25666	21023	20562	20498	所得税费用	419	527	1017	441	523
长期借款及应付债券	2028	1840	2240	2640	3040	少数股东损益	(70)	(456)	(270)	(117)	(139)
其他长期负债	10316	9140	10640	12140	13640	归属于母公司净利润	684	399	1734	751	892
长期负债合计	12344	10980	12880	14780	16680	现金流量表 (百万元)					
负债合计	37621	36646	33903	35342	37178	净利润	684	399	1734	751	892
少数股东权益	2454	1824	1770	1746	1719	资产减值准备	(98)	17	(1)	(1)	(1)
股东权益	17601	17796	18056	18169	18303	折旧摊销	1156	1116	1636	1712	1788
负债和股东权益总计	57676	56266	53729	55257	57199	公允价值变动损失	24	(53)	50	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	111	(17)	31	52	44
每股收益	0.38	0.22	0.97	0.42	0.50	营运资本变动	2834	1077	(3394)	1351	1432
每股红利	0.39	0.29	0.83	0.36	0.42	其它	99	114	(53)	(23)	(27)
每股净资产	9.86	9.97	10.12	10.18	10.26	经营活动现金流	4699	2670	(28)	3790	4084
ROIC	0%	-0%	2%	4%	5%	资本开支	0	(1283)	(1200)	(1200)	(1200)
ROE	4%	2%	10%	4%	5%	其它投资现金流	(157)	(430)	0	0	0
毛利率	25%	27%	27%	28%	28%	投资活动现金流	(18)	(1359)	(1260)	(1260)	(1260)
EBIT Margin	0%	1%	2%	3%	4%	权益性融资	(0)	161	0	0	0
EBITDA Margin	4%	5%	8%	9%	10%	负债净变化	480	(189)	400	400	400
收入增长	-7%	-5%	-3%	1%	1%	支付股利、利息	(691)	(514)	(1473)	(639)	(758)
净利润增长率	-9%	-42%	334%	-57%	19%	其它融资现金流	(489)	119	263	(300)	0
资产负债率	69%	68%	66%	67%	68%	融资活动现金流	(911)	(1125)	(811)	(539)	(358)
股息率	3.4%	2.5%	7.3%	3.1%	3.7%	现金净变动	3771	186	(2099)	1992	2466
P/E	29.7	50.9	11.7	27.0	22.8	货币资金的期初余额	15474	19245	19431	17332	19324
P/B	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	货币资金的期末余额	19245	19431	17332	19324	21789
EV/EBITDA	45.7	36.9	24.2	21.1	19.6	企业自由现金流	0	858	(2603)	2409	2693
						权益自由现金流	0	788	(1958)	2479	3067

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032