

流通，打开消费之门的钥匙

报告要点

■ 渠道增长与需求提升

人口向城市集中的过程使产品生产地与消费地分离现象更加明显，生产时间与消费时间的差异越发扩大，异地异时的交易活动愈加频繁，从而导致流通的渠道越来越长。也意味着人们生活闲暇时间得到了大幅度提升，信用消费的深入使得消费的基础在时间维度上得到了延伸。

■ 流通领域的现时现状

生产资料与消费品的流通方式与渠道具有某些共性与特性，整体市场销售规模逐年放大，中国制造模式的成功也为不断扩大的消费品市场提供了充足的产品，相对较低毛利水平使得消费品生产企业更加依赖于销售量的提升。

■ 制度倾斜的启示意义

作为对扩大消费引导生产具有先导作用的流通产业也不断得到政策制度的倾斜，基于国情及工业化进程相适应的市场体系和流通体系的意义不仅在于流通领域本身的成长，而且直接构成市场经济发育成长和完善的基本内容。

■ 流通企业的发展方向

流通流域扩充的趋势在于以最低限度需求生产成本生产，并且以最低限度流通成本送到消费者手中。由此标准化流程使得连锁化成为现实，巨大流通机构使得厂家以超低利润将产品不断送到柜台上。而在另一端，消费高级化的倾向也使低周转高利润为目的专卖店的趋势逐渐清晰。生产的集聚使厂商话语权逐渐增大，大型制造商支配力的增强也使得批发商向销售专业化发展。

■ 流通释放的选择策略

流通领域本质是在生产与消费之间建立一种路径的关系，流通瓶颈的打破其实质是一种减法运算，对于经济运营成本降低需求的本身也即说明经济增长进入了成熟化的阶段，对流通企业选择的基础在于，行业整体生产能力相对过剩；涉及产品自身的进入壁垒较低；涉及产品生产企业众多，行业集中度较低；涉及产品处于相对成熟的生命周期，具有稳定且较低的毛利率水平；拥有较强的渠道能力或是附加服务能力。选择范围大概率集中于涉及医药，普通机械，农产品，化肥饲料，服装纺织以及轻工产品流通销售环节的标的之上。

相关研究

《流通领域草根调研简报》2010.05

分析师：

李冒余

(8621) 68751605

limy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490209080252

联系人：

陈烨远

(8621) 68751589

Cheny1@cjsc.com.cn

正文目录

绪言	5
发展流通的现实背景	5
工业化过渡期的渠道增长	5
红利拐点与储蓄释放	7
相对过剩与相对闲暇	9
流通基础设施业已完善	10
短期的现实意义	12
制度、连锁与一体化	12
我国的流通现状	14
他山之石，亦可攻玉	16
流通的选择策略	22
商业资本利润的来源	22
选择大概率的方向	22
消费之门的钥匙	27

图表目录

图 1: 中国各区域城市化率	6
图 2: 中国人口出生率统计	8
图 3: 近年我国居民储蓄率	8
图 4: 部分行业固定资产投资增速	9
图 5: 部分行业利润率及从业人员增幅	9
图 6: 居民可支配闲暇时间加速现象	10
图 7: 近年银行卡消费额度与笔数情况	10
图 8: 铁路基建投资与营业里程	10
图 9: 近年公路投资增速	11
图 10: 公路总里程数与同比增幅	11
图 11: 通胀同比增长 (单位: %)	12
图 12: 日本战后农业劳动生产力, 实际工资与通胀趋势 (1960 年价格, 单位: 日元/小时)	12
图 13: 1978 年以来中国实际工资指数与通胀指数 (工资指数 1978=100, 通胀 1985=100)	13
图 14: 物流费用总额与增速	14
图 15: 社会物流总额与增速	14
图 16: 美、日、德、中四国物流成本对比	15
图 17: 物流费用分项占比	15
图 18: 日本 1965 之前年耐用品消费由城市向农村扩散状况	17
图 19: 日本 1960-1985 年消费升级消费提速状况	17
图 20: 日本零售连锁店占比变化趋势	18
图 21: 零售的两端化倾向	19
图 22: 消费品零售、批发销售额变动趋势	19
图 23: 代表零售商股价变动	21
图 24: 流通的扩展意义	21
图 25: 2005 年主要饲料品种产能剩余量与 2015 年预测量	24
图 26: 主要化肥品种毛利与产能情况	25
表 1: 中国的三次产业占比	5
表 2: 中国各区域的工业化水平差异	6
表 3: 我国总抚养比变化趋势 (%) 及 15~64 岁劳动年龄人口变化 (万人)	7
表 4: 我国近期流通相关行政法规	16
表 5: 日本流通领域相关法律法规颁布时间	16
表 6: 日本零售行业市场集中度	20
表 7: 1995-2008 年中国消费品市场发展情况	20
表 8: 全国前四大医药市场的区域性龙头企业	23
表 9: 医药流通领域涉及标的	24
表 10: 农产农具流通领域涉及标的	24
表 11: 饲料流通领域涉及标的	25
表 12: 化肥农药领域涉及标的 (需补充)	26

表 13: 商贸流通领域涉及标的	26
表 14: 轻工纺织领域涉及标的	27

绪言

“消费是一切生产的唯一目标”

——亚当·斯密《国富论》

在前期的研究过程中，我们在《整体均值回归——工业化扩散初期的区域增长》中论述了中国在进入工业化与城市化成熟阶段后，由于经济需要从原有的主导部门向新兴的主导部门进行转换，经济整体的增长中枢会出现下移的状态，因此也就引发了市场对于整体经济增长动力的不断探究和思辨。鉴于城市化进程已经出现了不可改变的下移趋势，中国经济的发展方式也在努力从由投资拉动向由内需消费拉动进行转换的过程中。发达地区在进入城市化增长平稳阶段的这一时期，中国的中小城市及欠发达地区乡镇城市化的速度却在不断加快，这既意味着城市化拉动经济增长的断层出现，也意味着中国的消费市场在不断扩大。

在国际分工体系更加致密的情况下，中国的制造业已经成为世界分工体系的一个环节，也正是在这样的情况下，中国制造已经成为世界商品消费的最主要部分之一。由于中国自历史上而来都没有建立自己的市场体系和流通体系，因此现阶段的城市化进程使得消费市场扩大的趋势这样的外部条件正在成立，而由外而内的转型过程中，相对落后的流通体系成长与完善就成为了串联工业化与市场化的关键桥梁。

因此，我们选取流通领域进行更加深入的研究，通过探寻工业化与城市化进程中流通领域发展所具有的普遍现象和中国流通发展的现时阶段相比较，我们发现在向经济增长模式和大众消费的转型阶段，流通体系的建立和流通渠道的打通将成为消费推动增长的重要基础之一，同时在流通领域内所出现的企业行为以及发展趋势也为投资方向提供了选择的标准。

发展流通的现实背景

高度发达地的现代社会分工使得几乎所有的产品都以商品的形式进行生产，经过流通，达到消费终端，这种生产和消费分离的状况也使得参与流通领域的商业资本在缩短流通时间、节约流通费用和加快资本周转等方面对产业资本的发展起了重要的作用。

工业化过渡期的渠道增长

作为产业结构角度来说，库兹涅茨认为，工业化期间是产业结构变动最迅速的时期，他根据实证研究得出了工业化过程中产业结构变动的一般模式。从数字比较来看，中国目前的产业结构处于工业化中期，但是已经具有向后期过渡的特征。

表 1: 中国的三次产业占比

	占 GDP 比例 (%)		
	第一产业	第二产业	第三产业
1991	24.53	41.79	33.69
1995	19.86	47.18	32.86
2000	15.06	45.92	39.02
2001	14.39	45.05	40.46
2002	13.74	44.79	41.47

2003	12.80	45.97	41.23
2004	13.39	46.23	40.38
2005	12.20	47.70	40.10
2006	11.30	48.70	40.00
2007	11.30	48.60	40.10
2008	11.31	48.62	40.07
2009.6	8.6	50.1	41.3

资料来源：国家统计局，长江证券研究所

表 2：中国各区域的工业化水平差异

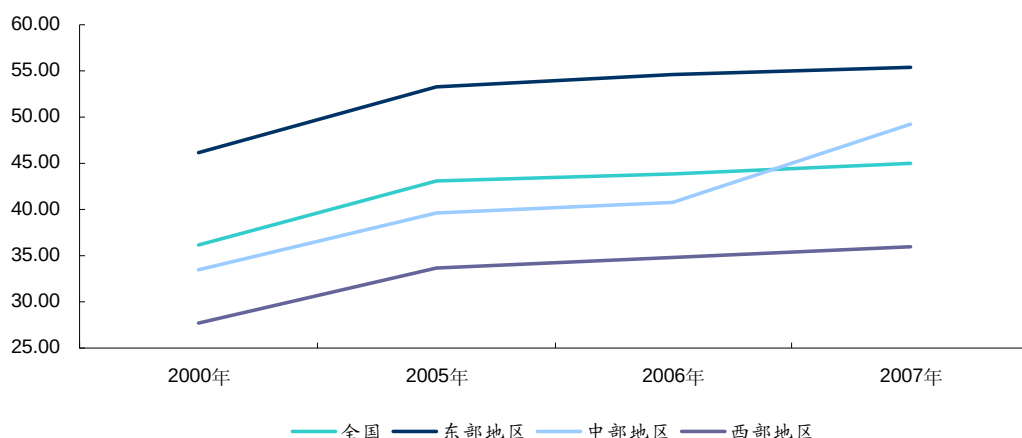
阶 段 \ 区 域		全国	四大经济板块	八大经济区	31 省区市
后工业化阶段（五）					上海、北京
工业化后期 （四）	后半阶段			长三角、珠三角	天津、广东
	前半阶段		东部	环渤海	浙江、江苏、山东
工业化中期 （三）	后半阶段	全国			辽宁、福建
	前半阶段		东北、中部	东北、中部	山西、吉林、内蒙古、湖北、河北、黑龙江、宁夏、重庆
工业化初期 （二）	后半阶段		中部、西部	中部六省、大西北、大西南	陕西、青海、湖南、河南、新疆、安徽、江西、四川、甘肃、云南、广西、海南
	前半阶段				贵州
前工业化阶段（一）					西藏

资料来源：《中国工业化进程报告》，长江证券研究所

注：1、八大经济区每个经济区内部工业化水平也不相同，分类并未严格按照八大经济区划分；2、根据钱纳里、霍夫曼等人的工业化理论，可以用五个指标来衡量工业化水平、依重要性的先后顺序是人均 GDP、第一、二、三产业产值比、制造业产值占总产值比例、城市化率、第一、二、三产业的就业比。

从中国城市化率的水平来看，中西部地区保持着比较快的城市化率水平，尤其是在 2006 年以后中部地区呈现了爆发式增长的势头，但总体水平还是较低，中部地区即使发展较快，也仅相当于东部地区 2000 年的水平，而西部地区总体城市化率水平还远远落后于东部地区，仅相当于 2000 年以前的全国平均水平。从这点来说，中西部地区的工业化进程首当其冲的是城市化率的提高，一级城市的城市化率速度会放缓，取而代之的是二三线城市城市化率的提高。

图 1：中国各区域城市化率



资料来源：长江证券研究部

我们可以看到，即使是正在渡过城市化差异的顶点，我国城市化的进程依然在延续，人口向城市集中的过程也使得产品的生产地与消费地分离的现象更加明显，同时生产时间与消费时间的差异越发扩大，异地异时的交易活动愈加频繁，从而导致流通的渠道越来越长。

红利拐点与储蓄释放

根据人口红利和人口负债的判别标准，按照总抚养比低于53%为人口红利门槛，中国自2000年进入强质型人口红利阶段，其将面临的是2012年附近的抚养负担谷值点。

表 3：我国总抚养比变化趋势（%）及 15~64 岁劳动年龄人口变化（万人）

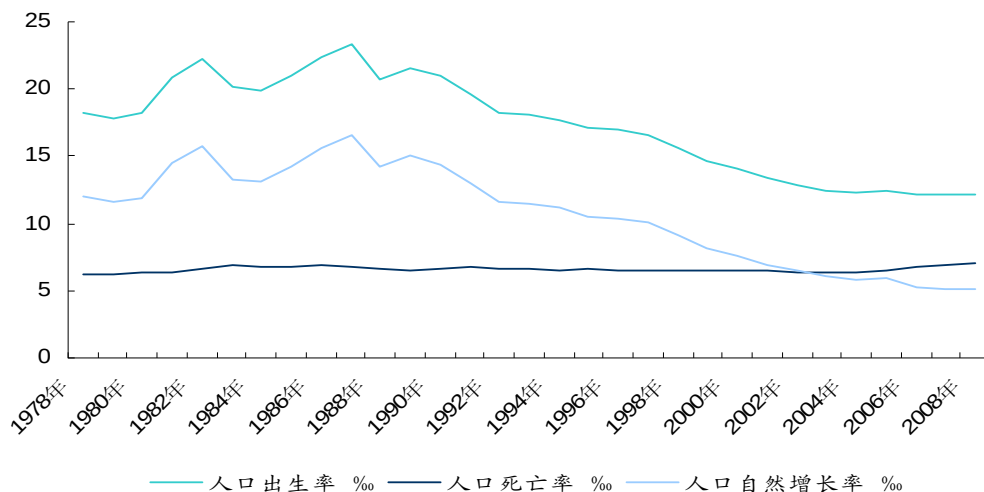
年份	少年抚养比	老年抚养比	总抚养比	年份	15-64 岁	增量
2001	32	10.1	42	2001	89849	1003
2002	31.9	10.4	42.2	2002	90302	453
2003	31.4	10.7	42	2003	90976	673
2004	30.3	10.7	41	2004	92161	1186
2005	28.2	10.7	38.9	2005	94144	1983
2006	27.4	10.9	38.3	2006	95037	893
2007	26.8	11.1	37.9	2007	95871	782
2008	26.3	11.2	37.5	2008	96625	754
2009	26	11.4	37.4	2009	97290	665
2010	25.7	11.6	37.3	2010	97898	608
2011	25.5	11.8	37.3	2011	98428	530
2012	25.3	12.2	37.4	2012	98866	438
2013	25.2	12.5	37.7	2013	99212	346
2014	25.2	13	38.2	2014	99312	100
2015	25.3	13.6	38.9	2015	99278	-34

数据来源：长江证券研究所

根据世界银行估计，人口红利因素能够解释中国经济增长的 33%。随着人口转变带来了总人口中劳动力数量的相对改变。由于劳动分工能够带来规模效应，劳动力供给数量下降将减

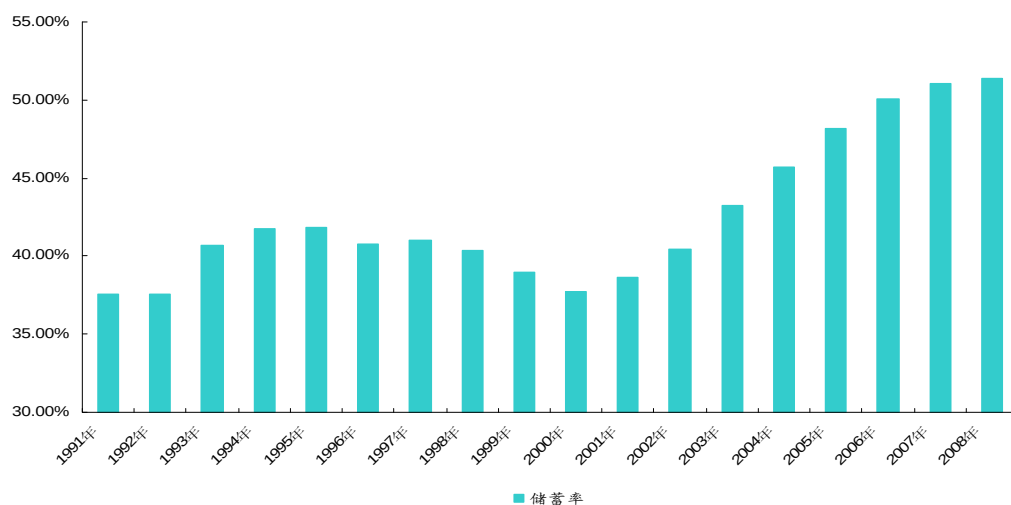
弱分工效应,总产出和人均收入水平也随之下降。即使假定劳动力生产率保持不变的情况下,劳动供给数量相对减少也意味着总产出同比例下降。

图 2: 中国人口出生率统计



数据来源: Wind 资讯, 长江证券研究所

图 3: 近年我国居民储蓄率



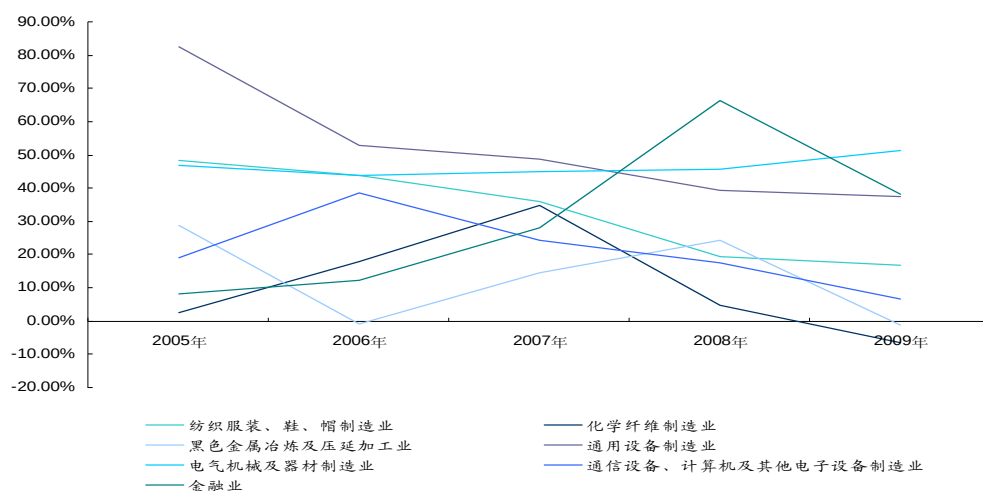
数据来源: Wind 资讯, 长江证券研究所

由此将引发两种现象,其一,随着劳动需求的扩大促使农业劳动力的减少,剩余劳动的消失,农业劳动的边际生产力上升并与劳动工资逐渐趋于一致,由此将改变原有大量机会成本为零的劳动力要素投入。其二,随着人口结构的变动,抚养负担谷底点的到来,人口老龄化的趋势将愈发明显,而原有社会高储蓄率的释放将使得社会消费发生变化。因此所引发的劳动力成本上升和社会消费需求增加将迫使消费价格处于不断上升的阶段,对于流通领域的扩张与流通环节的打通而言,其对消费的意义即在于通过自身的改善缓解和降低由于社会结构变化所带来的消费成本上升。

相对过剩与相对闲暇

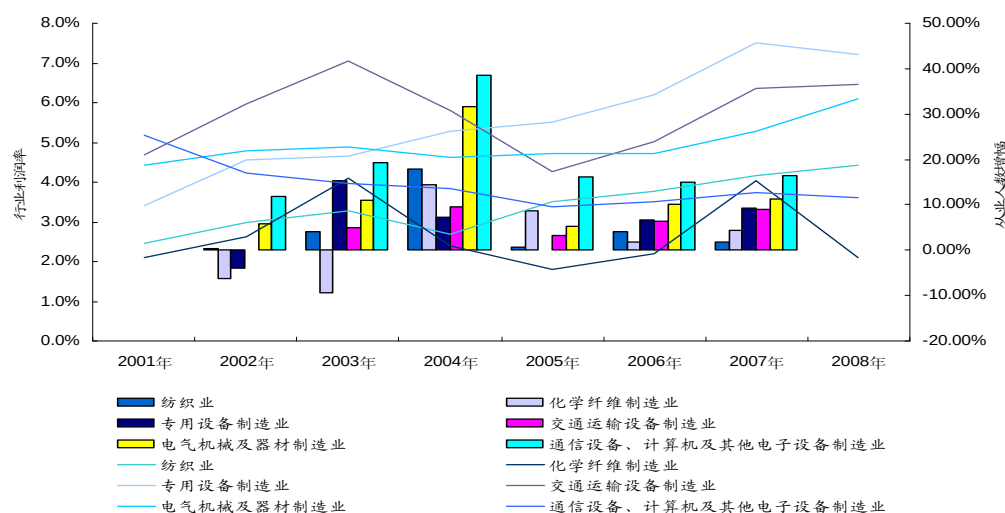
随着城市化进程进入向后期过渡的阶段，中国在较短的时间内基本完成了以重化工业为主导的工业化进程，与此同时产能过剩的局面也不可避免大量出现。2009 年国内产能过剩的行业数呈现出了飞速增长的态势，根据中国物流与采购联合会发布的中国生产资料流通发展报告显示，二十四个工业行业中一季度有 19 个行业过剩，到了第三季度则增加到 21 个行业。不仅传统产业产能严重过剩，部分新兴产业（如煤化工、多晶硅、风电设备等）也存在过热或过剩倾向。

图 4：部分行业固定资产投资增速



数据来源：Wind 资讯，长江证券研究所

图 5：部分行业利润率及从业人员增幅



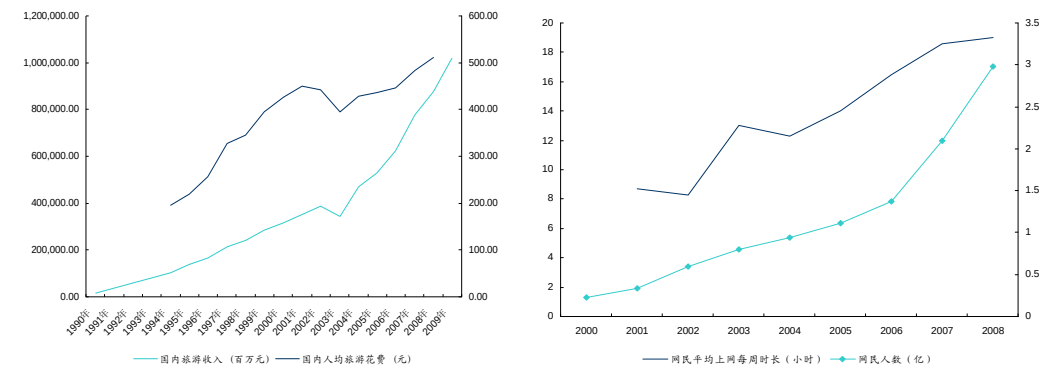
数据来源：Wind 资讯，长江证券研究所

我们可以看到，随着高速工业化进程的终结，部分行业的整体投资增幅出现了下降的趋势，而同样这部分具有先行增长的成熟行业的整体利润率也处于逐渐下滑或是维持低位的状态，对于如此状态的制造业而言，在产能过剩的局面下，企业要挖掘盈利潜力，除了通过并购提

高行业集中度和定价能力外，围绕流通领域成本与效率的竞争将逐渐成为企业竞争的重点。

我们可以看到，城市化进程差异化的顶点即意味着加速状态的出现，也意味着人们生活闲遐时间得到了大幅度提升，而由此也将带来对消费需求的扩张。

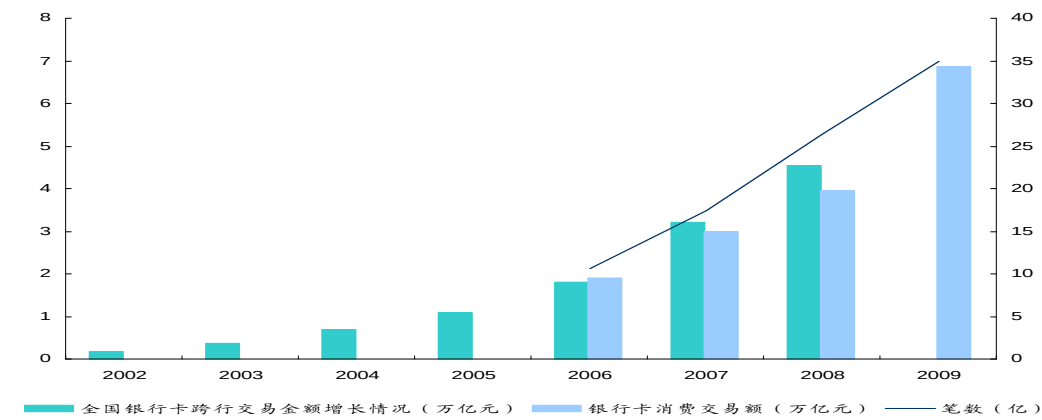
图 6：居民可支配闲遐时间加速现象



数据来源：CEIC, 中国互联网信息中心, 长江证券研究所

而信用消费的所出现的加速过程也使得消费的基础在时间维度上得到了延伸，信贷消费超前消费的理念越来越被人们所接受。

图 7：近年银行卡消费额度与笔数情况

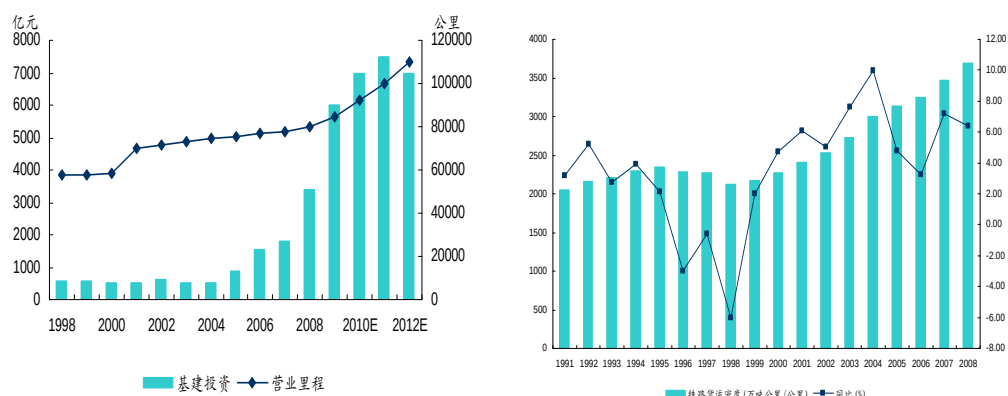


数据来源：中国银联, 中国人民银行, 长江证券研究所

流通基础设施业已完善

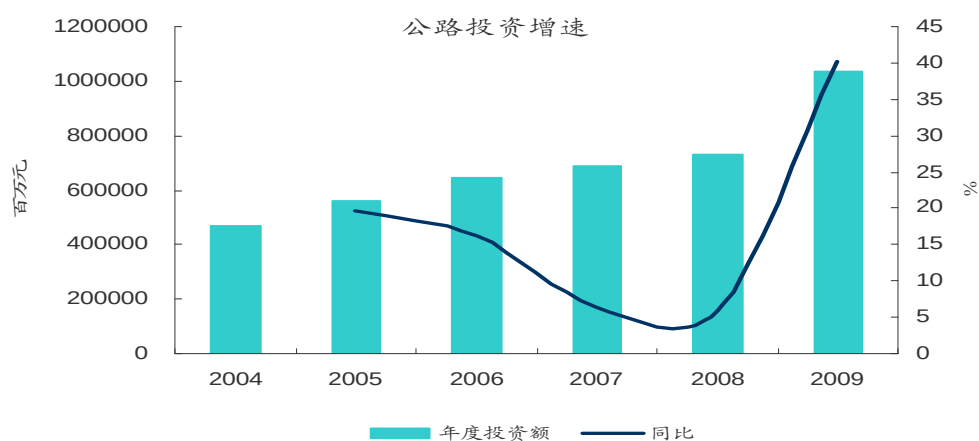
同时我们注意到，在工业化进程中，高储蓄高投资的经济增长方式不仅仅带来了投资依赖的隐忧，却也使得流通的基础设施得以完善。2008 年底，中国高速公路总里程达到 6.03 万公里，2009 年底公路总里程 373 万公里，并且对公路建设的投资增速依然在上升；2009 年，中国铁路运营里程达到 8.5 万公里；公路铁路货物运输量进入高速增长的时期。

图 8：铁路基建投资与营业里程



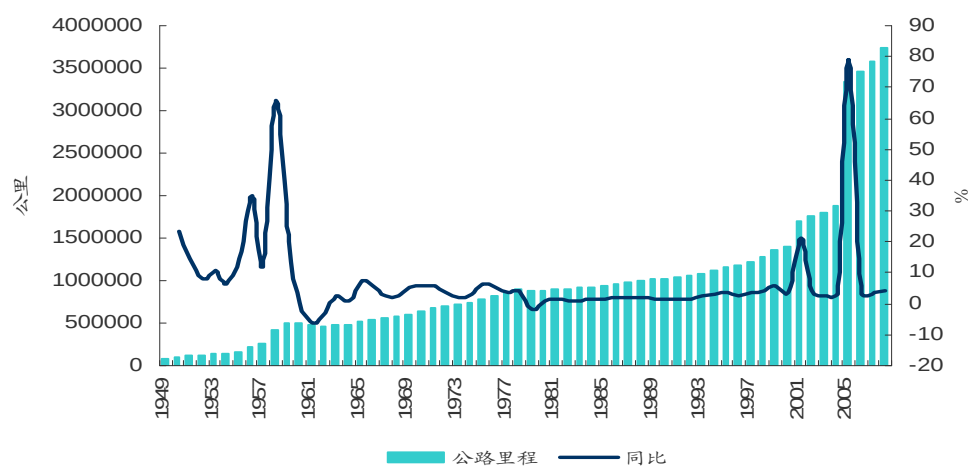
数据来源: Wind 资讯, 长江证券研究所

图 9: 近年公路投资增速



数据来源: Wind 资讯, 长江证券研究所

图 10: 公路总里程数与同比增幅



数据来源: Wind 资讯, 长江证券研究所

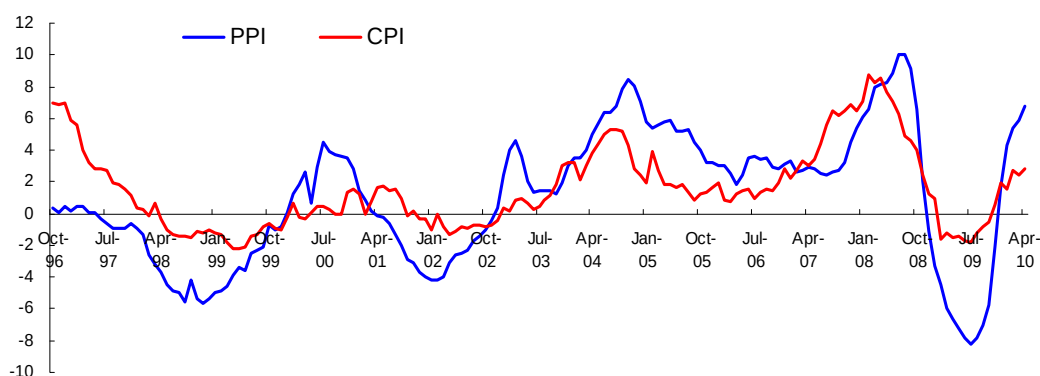
交通基础设施的大量投入与建设使得流通领域获得了充分发展的先天基础, 不过交通运输行

业部门协调不畅、条块分割严重、海陆空运输体系缺乏一体化的系统，流通设施的系统性，兼容性方面依然存在问题，这也使得现有的交通基础设施未能获得充分的利用。

短期的现实意义

对于短期而言，4 月份 CPI 同比上涨 2.8%，基本处于可控范围；PPI 上涨 6.8%，具有超预期的表现，CPI 与 PPI 涨幅的分化也意味着，就农产品和资源品涨价而言，我们已然在走向过热，因为 5 月份 CPI 上升几乎是必然的趋势。

图 11：通胀同比增长（单位：%）



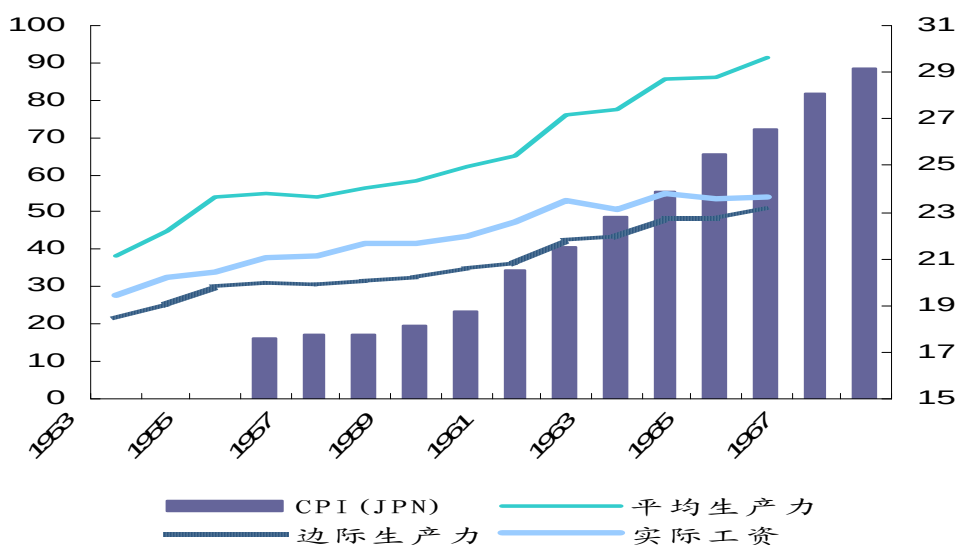
资料来源：国家统计局，长江证券研究部

正如商务部在近期的文件中指出的，面对物价上涨的现实状况，对农产品运输车辆进行通行费减免以及对大型农业种植基地进行补贴等措施以期尽快降低流通成本，这也就意味在中短期内，通货膨胀相对无法避免的情况下，商品流通环节所释放出的利润空间将成为减缓通胀压力的有效手段。

制度、连锁与一体化

通过以上的论述我们可以发现，流通领域的发展基础其本质在于原有相对无限的非资本主义部门的劳动力供给逐步向有限供给进行转化，对于供给时间转折点的准确把握我们还是交给宏观研究员来进行论证，但是从微观环境调研所获得信息而言，我们可以发现与日本 60-70 年代非常类似的现象，即非资本主义部门的边际生产力向实际工资水平趋近的趋势。

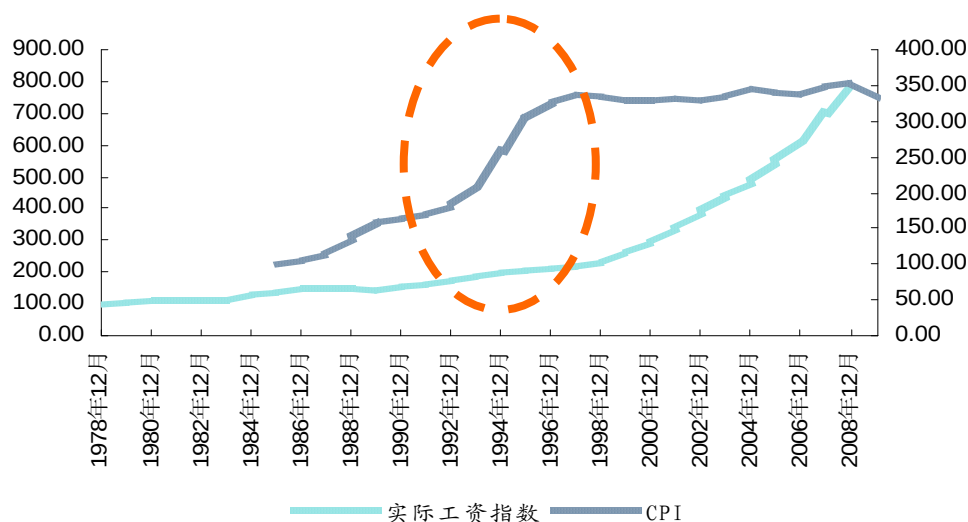
图 12：日本战后农业劳动生产力，实际工资与通胀趋势（1960 年价格，单位：日元/小时）



资料来源：IMF，长江证券研究部

因此在向工业化后期的过渡阶段，资本主义部门劳动需求的增加使得无限供给的剩余劳动力出现短缺，以及出现劳动力成本逐步上升的态势。而劳动力趋于有限供给后，农业部门的生产效率提高相对缓慢又迫使通货膨胀处于长期向上的水平，进一步促使劳动力成本缓步上升。

图 13: 1978 年以来中国实际工资指数与通胀指数 (工资指数 1978=100, 通胀 1985=100)



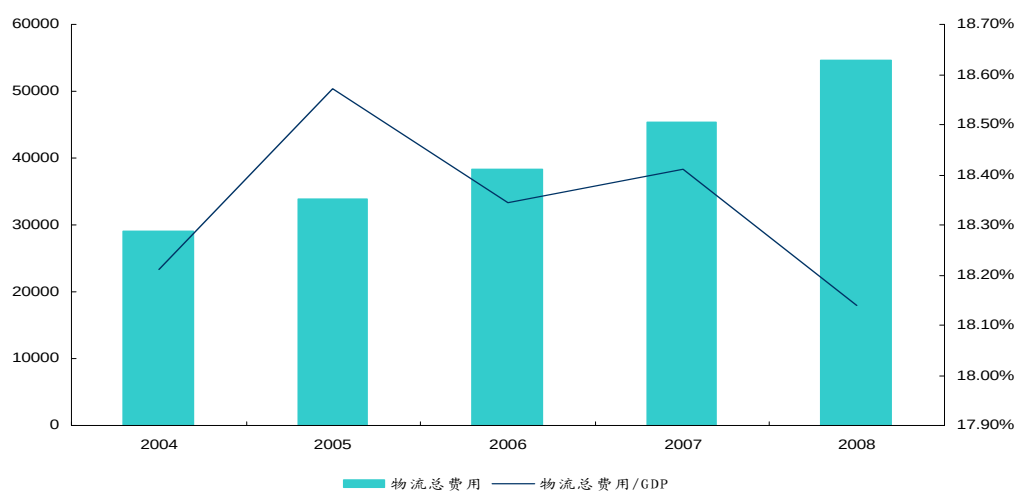
资料来源：长江证券研究部

加之在这一阶段，高速工业化的进程告一段落，大规模基础设施建设宣告完成，经济发展自身产生了结构转型的需求，物质商品的产能充裕以及劳动成本的提高使得流通环节对保证企业合理利润的意义愈发明显，企业行为也必然会从原有外向寻找利润向内生挤压利润进行转换。由此而言，流通领域的意义对于宏观而言更在于降低整体经济的运营成本，对于微观而言是对企业管理水平提升的新要求。

我国的流通现状

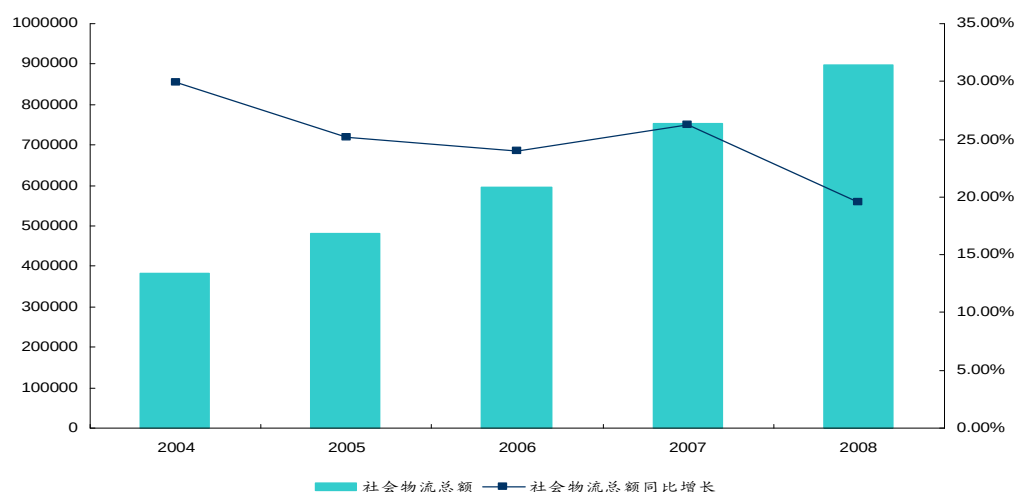
对于我国现有的流通领域而言，生产资料与消费品的流通方式与渠道具有着某些共性与特性。总体上看来无论是生产资料抑或是消费品，整体市场销售规模处于逐年放大的趋势，对于生产资料而言，大规模投资下高速增长后期的供需增幅回落放缓的更加明显，需求回落速度快于供给，部分生产资料供需由紧缺转向平衡或过剩，库存量增加。而对于消费品而言，中国制造模式的成功也为不断扩大的消费品市场提供了充足的产品，相对较低毛利水平使得消费品生产企业更加依赖于销售量的提升。

图 14: 物流费用总额与增速



资料来源：长江证券研究部

图 15: 社会物流总额与增速

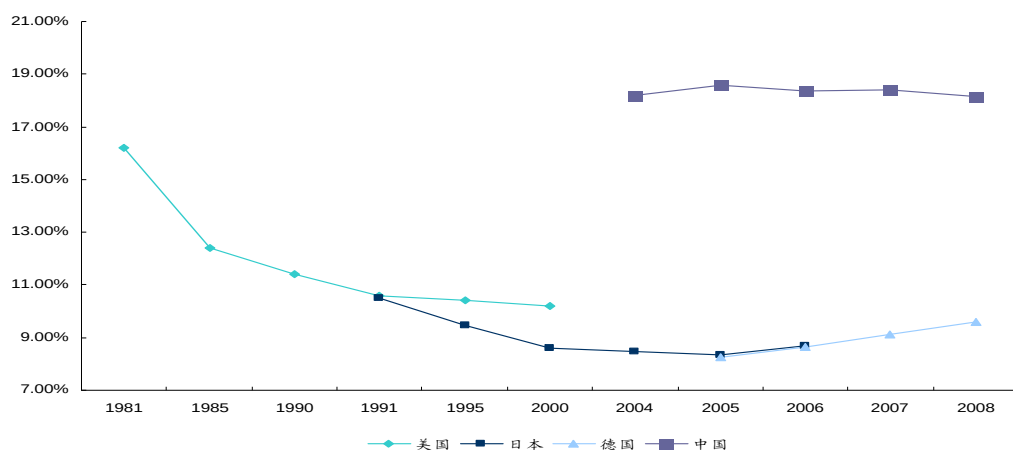


资料来源：长江证券研究部

同样我们可以发现，生产资料与消费品在流通过程中上具有着许多共同的问题。首先，我国的流通企业，尤其是生产资料流通企业普遍存在规模较小，经营集中度低，效率不高，竞争力较低的特点。其次，由于我国的流通方式从整体而言仍然比较落后，流通速度较低。据国

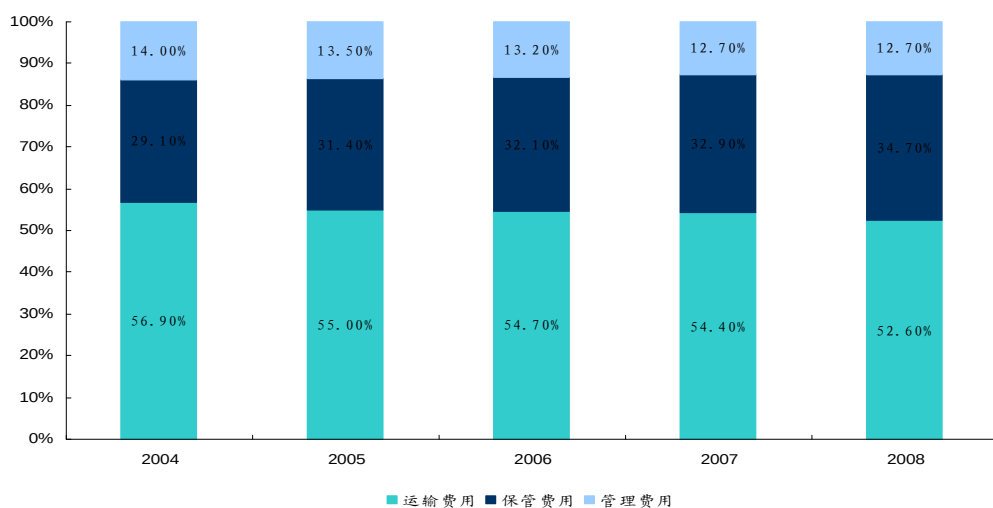
国家统计局对限额以上批发贸易企业统计显示, 2007 年流通资产周转次数为 4.1, 远低于当今日本非制造业的年均周转 15-18 次的水平, 同时我国规模以上工业企业的产品库存率为 5.2%, 也高于美国、日本、德国等发达国家制造业库存总额占销售额 1.3%-1.5% 的水平, 并且我们采用社会物流总费用为度量来比较社会流通成本的高低, 我们发现, 2008 年, 我国社会物流总费用为 5.5 万亿元, 与 GDP 之比为 18.1%, 而同样以上主要发达国家该比例为 10% 左右。第三, 企业流通方式落后, 大多数流通企业特别是中小企业仍以简单买卖为主, 业态单一、经营品种单一以及盈利模式单一的情况使得自身缺乏市场竞争力和抵御风险能力。

图 16: 美、日、德、中四国物流成本对比



资料来源: 美国交通部, STS/RTS Logistics, JILS, 长江证券研究部

图 17: 物流费用分项占比



资料来源: 长江证券研究部

从分项费用占比重可以发现, 保管费用的比例处于逐年增加的趋势, 我们认为, 随着产品产能剩余出现使得库存增加以及流动环节的效率无法满足库存快速周转的需求造成了保管费用增加的现实。据测算, 我国物流成本每降低 1 个百分点, 就可以新增 1500 亿元左右的社会效益, 如果我国的物流成本与世界基本持平, 则可新增效益 12000 多亿元。

他山之石，亦可攻玉

流通的核心问题是能否最大限度地节约流通时间、降低流通成本，产品在生产环节所占时间一般只有 5%-10%，其他主要在流通环节。在研究过程中我们发现，日本 60-70 年的工业化进程中，“流通革命”为日本全面向消费经济转型所带来的效果是具有深远的启示意义的。

制度逐渐倾斜的启示

自从金融危机以来，在确立对经济增长方式转型的基调之后，由原有的投资拉动向内需拉动成为中国转变经济增长方式的重点，而作为对扩大消费引导生产具有先导作用的流通产业也不断得到政策制度的倾斜。

表 4：我国近期流通相关行政法规

颁布时间	相关政策
2008	商务部发布《关于加快我国流通领域现代物流发展的指导意见》
2008	国务院办公厅关于搞活流通扩大消费的意见
2009	商务部关于做好扩大消费相关工作的指导意见
2009	关于印发《中央财政促进服务业发展专项资金管理办法的通知》
2009	8 部委联合发布关于完善农业生产资料流通体系的意见
2009	商务部、财政部关于晚上流通领域市场监管公共服务体系的通知
2009	《进一步规范医疗机构药品集中采购工作的意见》
2009	物流业调整振兴规划
2010	商务部关于完善生产资料流通体系的意见

数据来源：长江证券研究所

鉴于我国自历史上基本没有建立自己的市场体系和流通体系，因此基于国情以及工业化进程相适应的市场体系和流通体系的意义不仅在于流通领域本身的成长，而且直接构成市场经济发育成长和完善的基本内容。而中国经济的工业化进程与日本经济二十世纪六十年代的巨大相似性，以及日本所成功实现的“流通革命”具有相当的借鉴意义。

表 5：日本流通领域相关法律法规颁布时间

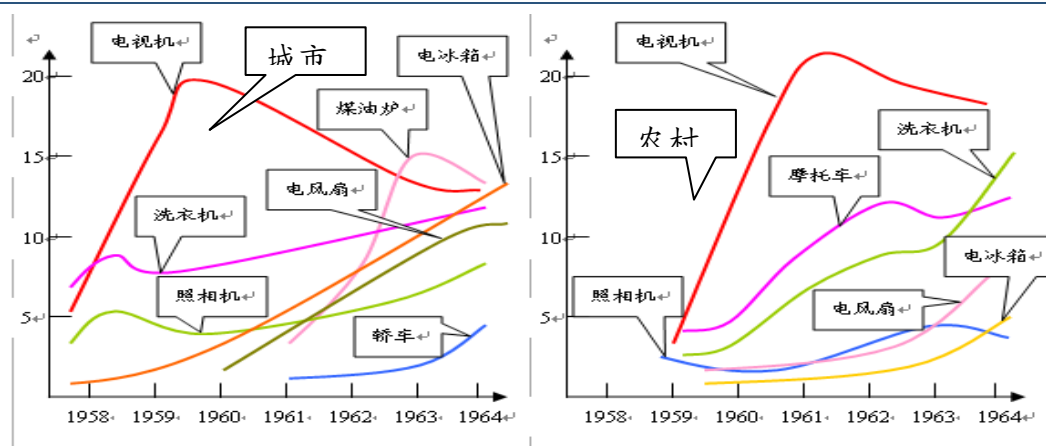
颁布时间	法律条款
1934	不正当竞争防止法
1947	食品卫生法
1947	关于禁止私人垄断和确保公平交易的法律
1951	公路运输车辆法
1953	酒税法
1954	仓库法
1956	百货店法
1959	零售商业调整特别措施法
1961	农业基本法
1961	粮食管理法
1962	商店街振兴组合（合作）法
1972	海上交通安全法
1973	中小零售企业振兴法
1973	大店法

数据来源：长江证券研究所

由于日本也是一个中央调控型的市场经济国家,通过对流通领域的各项产业政策完成制度变革使得“流通革命”得以顺利实施,解决了内需主导型经济与国内产业的联动问题。同时除了完善流通产业法律法规和行政管理外,日本政府还会采取各种经济手段引导产业发展,例如通过向企业提供无息贷款、低息贷款、减免税等优惠政策扶持和引导企业按照政府确定的方向进行调整和发展,对商业设施进行有计划有步骤的改造提升来推动流通产业现代化。由此制度的确立以及政策的实施也促使日本迎来了消费时代。

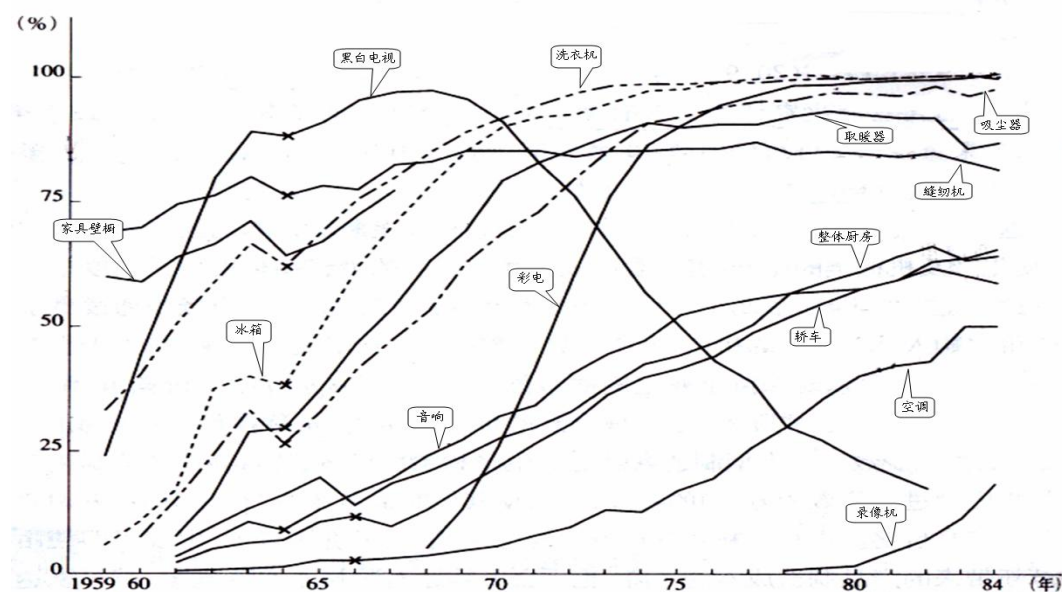
从下图所示的耐用消费品消费增长的路径中我们可以明显看到这样的趋势,日本的流通革命激发消费需求,消费需求带来消费升级和消费的多样性。流通革命激发了大众消费时代的到来。日本的加工工业部门在战后也和能源、原材料部门一样,发展迅速,现代化有进展。其典型是汽车、电器等耐用消费资料产业的发展。并且其消费品市场的销售增幅出现了从城市逐渐向农村进行转移的趋势,也使得经济完成了消费服务业为主的结构转型。

图 18: 日本 1965 之前年耐用品消费由城市向农村扩散状况



资料来源: 长江证券研究部

图 19: 日本 1960-1985 年消费升级消费提速状况



资料来源：经济企画厅[消费动向调查]，[国民生活白皮书]，长江证券研究部

流通企业的发展趋势

林周二先生在《流通革命》中将整个生产消费的过程比做巨大的循环系统，而其同时将流通阐述为沟通生产环节与消费环节的重要连接部分。随着物质生产的丰富，部分行业的生产能力已经可以充分满足市场不断扩大的需求，这一点对当期中国而言也是切实成立的，以及消费需求的提高，而这一点却是对当期中国而言需要提高的方面。由此而言对于处于循环中间部位的流通环节，其过于纤细的本质受到来自于生产消费两端所产生压力而不得不进行变革，同时流通环节也可以借助这样的压力进行更大的变革，从这个意义上说，“流通革命”是促进大量生产革命、大量消费革命的起因。

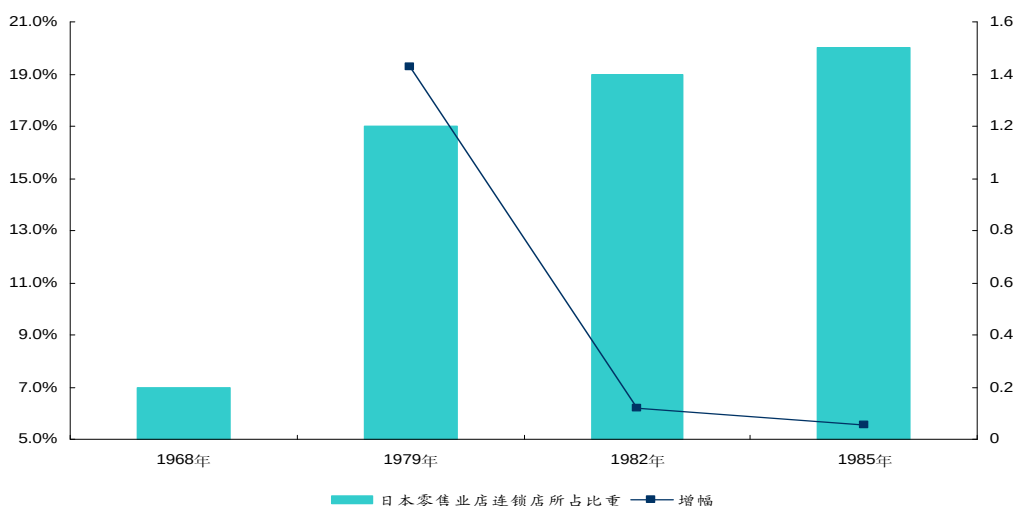
对于日常消费品而言，在生产过程中，生产工艺及流程的标准化已经使得大众接受了标准化的工业产品，由此带来的对消费的影响既是消费行为的均衡化和规格化，这也使得零售商采用大批共同购货，以薄利多销高周转的形式向消费者提供大量衣食住行各种日用品。

同时，在工业化过渡期的阶段，消费高级化的倾向更加明显，这也使得在满足了对“标准化优质价廉商品”的需求同时，对于特殊的高级品、特制品、趣味品的需求也在提高，因此，如此提供非标准化产品以低周转高利润为目的的专卖店趋势也会逐渐清晰。

当然同时具有连锁能力和特殊商品提供能力以至于发展成为能够自己销售固有商品的大型连锁经营模式也是其中的一个发展方向，例如：屈成氏。由此我们可以看到，由于需求端出现的分化现象也将使得中间端的零售流通领域向两端方向发展。

而正是由于连锁化之后，其连锁总部管辖之下的巨大流通机构可以直接方便的于大小生产厂家进行联系，也可以根据特定连锁总部的指示生产自己的连锁专用品，这样也使得某些生产厂家可以成为新兴路径的承包者，去除批发环节，使面向大众的日用品以超低利润不断送到柜台上。

图 20：日本零售连锁店占比变化趋势

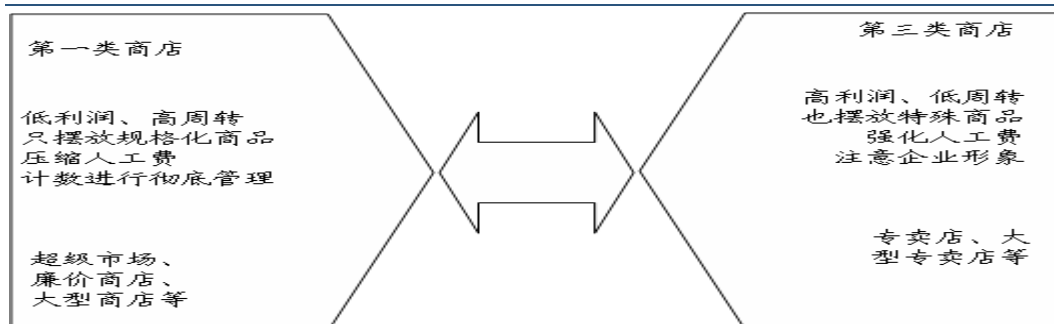


资料来源：长江证券研究部

保田芳昭对此的解释是，连锁形式的急速增长更应该归因于社会经济环境变化因素和技术革新的发展所致，大量生产波及到了消费品生产，从而改变人民的消费生活方式，同时城市化

发展和普及促进了以家用电器为主的耐用消费品及汽车的普及，另外，政府出台的振兴大型商店政策也积极促进了连锁店的发展。

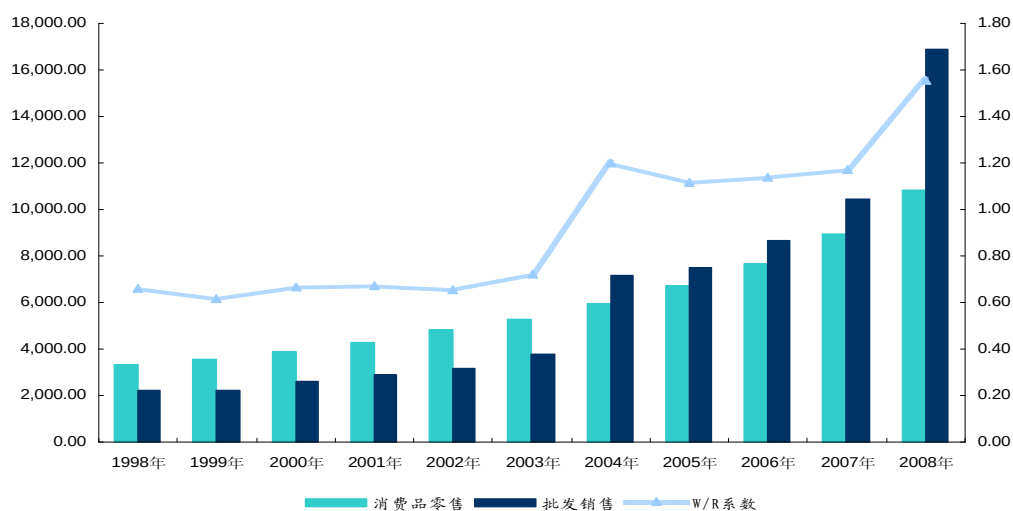
图 21：零售的两端化倾向



资料来源：长江证券研究部

但是我们可以看到，随着工业化进程的发展，生产能力大幅提高之后，我们利用 W/R 系数对流通渠道的长短进行了度量，发现中国的流通渠道长度却出现了逐年变长的趋势，据此所出现的流通机构复杂化使得商品从厂商达到消费者手中的中间环节不断增加，降低了流通的效率。

图 22：消费品零售、批发销售额变动趋势



资料来源：CEIC、长江证券研究部

在生产资料流通方面，批发商所具有的先天优势已经被理论所证明，Marguerite 将批发业的社会经济作用解释为：交易总数最少化原理和集中储存或不确定性储存远离，由于批发商的参与销售过程使得生产消费之间的交易次数得到减少降低了流通费用，同时集中性的大量批发业务发挥了节约单位成本的规模经济效益，有效的平滑了生产与消费之间不成比例所产生的必要库存量。

由此我们可以发现，对于生产资料而言，随着生产的集聚和集中使得生产厂商的话语权逐渐增大，大型制造商对市场的支配力的增强也使得批发商向销售专业化，制造代理商业化的趋势进行发展，批发商品交易市场开始从单纯的交易空间聚集场所转向了对交易主体的批发商，代理商、经销商的培育，交易商户的市场集中度不断提升。同时批发市场也出现了向生

产和消费两端延伸的功能，由于其与上游制造业和下游消费者联系紧密，吸引生产企业入驻或建立市场配套的加工园区。

至此可以看到，流通流域扩充的趋势在于以最低限度需求生产成本生产，并且以最低限度流通成本送到消费者手中。

是中点而不是终点

在前面我们详述日常消费品及生产资料流通的发展趋势，其连锁化、专业化的趋势在现期中国有些也业已出现，而在城市化进程的大背景之下，我们发现，如此趋势只是流通部门发展的先导步骤，其更深远的意义在于对于纵向一体化、生产商与零售商对于渠道的话语权争夺以及新兴流通功能的创造。

香西泰在对日本走向成熟阶段的经济描述道：“...不禁使人感到 60 年代后期的经济增长有一种换汤不换药的印象。1.5 万吨的高炉变成 5 万吨的高炉，5 万吨的乙烯成套设备变成了 30 万吨的成套设备。...”

与生产部门规模化及大型化相类似的是，流通部门资本集中后的大型化倾向于具有垄断地位生产商对于产量和价格的控制以及大型零售商的兼并战屡、折扣要求以及制造销售的系统化过程。

对于具有垄断地位的生产商而言，由于生产过程的集中使得商品生产集中到少数大企业，而由交易总数最少化原理所明述的，生产者数量出于绝对少数时，流通部门对交易次数减少的作用相对也就不那么明显，同时，大型制造商形成了对市场的直接支配，会采取人为控制市场商品产量和价格的行为，特别是对于大型的耐用消费品，如：汽车，家电等，制造商采用的商品差异化及广告事前销售手段限制了流通部门的参与程度，同时也迫使中间部门内缩化，转化为更为灵活机动的形式。

由于流通部门是处于生产和消费之间的中介部门，其成本优势是由追求规模经济和范围经济所产生的效应。由于中介行业经销许多制造产品，与进行单一产品体系的市场营销和流通的任何制造商比，能产生更大批量和更加廉价的单位成本效应（规模）。并且通过扩大自身业务范围，也就是仅通过扩大一个组织机构就能参与多种系列产品的经营来增加其范围优势。

表 6：日本零售行业市场集中度

日本零售业市场集中度					
	1968 年	1970 年	1972 年	1974 年	1976 年
CR10	4.8	5.8	6.7	7.4	6.6
CR25	7.6	9.4	10.7	12.1	11.4
CR50	10.0	12.1	13.5	15.1	13.6
CR100	12.0	14.3	16.1	18.2	16.5
CR200				21.0	19.3

数据来源：长江证券研究所

表 7：1995-2008 年中国消费品市场发展情况

年份	1990	2000	2003	2004	2005	2006	2007	2008
消费品市场数（个）	72579	88811	81017	71552	69520	67042	61913	61535
城市市场（个）	13106	26395	27006	25404	25905	25237	24150	24945
农村市场（个）	59473	62416	54011	46148	43615	41805	37763	36590
消费品市场构成（%）								

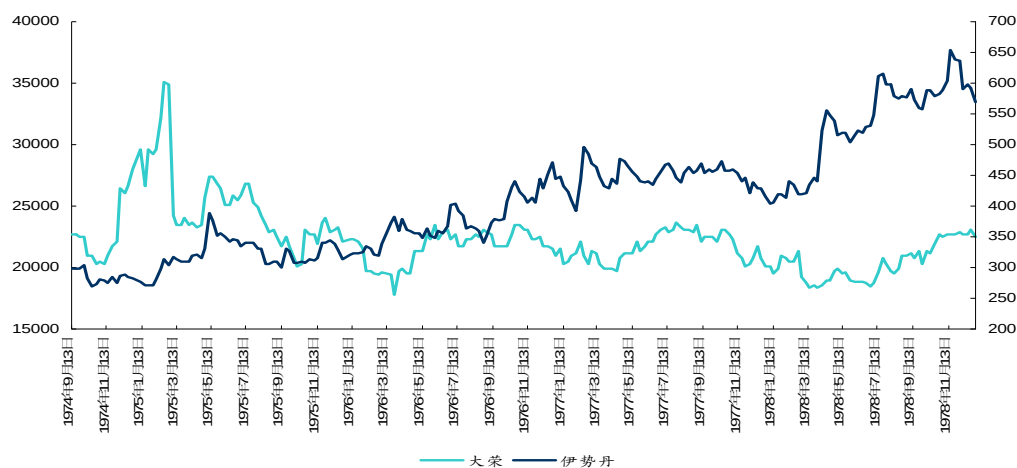
城市市场 (%)	18.1	29.7	33.3	35.5	37.3	37.6	39	40.5
农村市场 (%)	81.9	70.3	66.7	64.5	62.7	62.4	61	59.5

数据来源：长江证券研究所

对于范围优势而言，其实质就在于对于渠道的掌控，因此对于零售商而言，兼并战略的实施不仅仅是在成本段获得规模经济的优势，更是对其渠道范围优势的一种扩充，据此更可以根据其所具有的巨大商品交易额以及其他共用部门的集中为制造商所带来节约促销费和人工开支而要求更低的折扣要求。而逐渐增加对上游制造业的控制，采用制造系统化专业销售的模式也使得大型零售部门以巨幅的销售额为依据争取到了更大的利润。

由此我们可以，大型化的趋势不仅仅是简单兼并重组整合的过程，而在于对于商品流通渠道的把握。从厂商的角度而言，其主要手段有：产品对最终用户的吸引力（忠诚度）；强制手段和政策；垂直一体化及相关契约；专业知识权力；而从流通部门角度而言，其主要的权力有：服务及商品供应力；强大的市场网络；PB 商品开发能力。虽然从理论上而言，无论是大型厂商、小型厂商还是批发商、零售商或是物流企业都有成为渠道领导者的可能，但是从现实的情况来看，成为渠道领导的者的基本上都是大型厂商、大型批发商或是大型零售商。

图 23：代表零售商股价变动

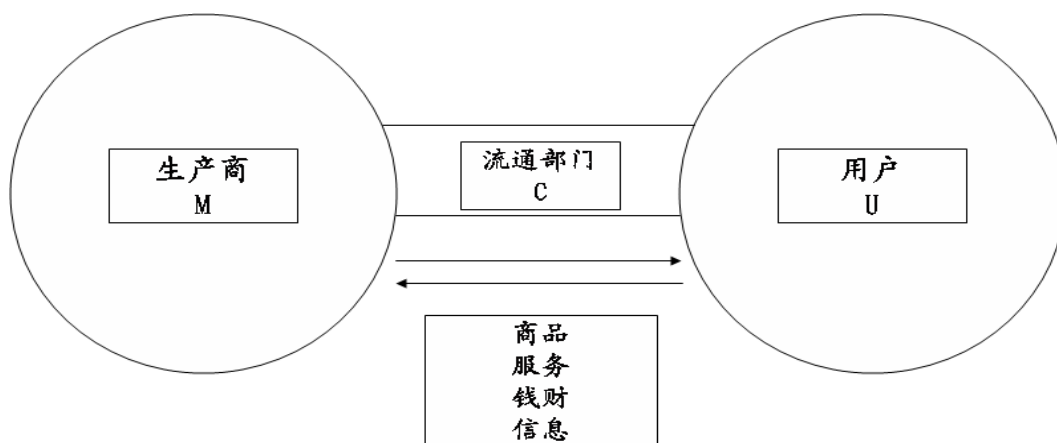


资料来源：Bloomberg、长江证券研究部

从另一个角度而言，对于渠道的争夺也使得某些流通功能从大型生产商与大型零售商之间分离出来，通过社会一体化提高总体的流通效率。

对于流通渠道而言，广义的流通包括交易流通（商流）和物资流通（物流），而工业化趋向成熟的过程也是其所包含的意义有了更大的扩展，从原有的商品传递（批发商，运输仓储部门）扩展到具有对传递商品负责附带服务或者售后服务的领域（售后服务专门机构、旅行代理机构）以及对商流物流过程中钱财信息进行专门处理的部门（代理缴费、市场调查、信用调查）。

图 24：流通的扩展意义



资料来源：长江证券研究部

而随着产业资本、金融资本以及代理机构进入流通部门，各种机构所形成的功能融合体或许将成为流通加强并发展的新方向。

流通的选择策略

对于企业盈利而言，流通领域价值的本质在于对于整体经济而言，其并非是作为外向型扩张式的盈利模式，而是以减少环节降低成本为出发点的，这一点与出口/投资导向的盈利方式截然相反。因此，在做出选择之前，需要对商业利润的来源进行分析。

商业资本利润的来源

对于商业资本而言，其真正的发展在于将产业资本从商品销售活动中解放出来，对其本省而言是完成了自身的独立化，能集中力量从事商业活动，从而提高经济效益，增加利润总额，进一步节省了商品流通中必要的流通时间和流通过费用。也就是说，如果剩余价值总量为一定的情况下，参与分配的总资本的量越少，其获取的利润率就越多。由此，商业资本的利润来源于，其一：将各个分散的商业资本集中利用，使有限的资本在产业资本之间得到共同有效的利用，减少整个社会的资本量；其二，从事专业的买卖活动，以较产业资本更快地将商品资本转化为货币资本，获取专业化利润；其三，由于商业资本与产业资本分离后具有独立性，使得其不仅可以在一个生产部门中介于多个产业资本，还可以在多个生产部门中介于多个产业资本。

选择大概率的方向

对于处于中间部位的流通领域而言，无论是在生产资料方面还是日常消费品方面，其本质是在生产与消费之间建立一种路径的关系，正如我们所言，流通的意义即可以从原有具化的批发商、零售商、运输仓储以及信息服务提供者向更加宽泛的概念进行衍生。

可以发现，流通瓶颈的打破其实质是一种减法运算，对于经济运营成本降低需求的本身也即说明经济增长进入了成熟化的阶段，而部分行业生产能力的充裕也使得企业对渠道的掌控及自身销售能力要求更加苛刻，其本身也对流通成本的降低更加迫切，这也是我们对流通企业选择的基础所在，即所涉及行业整体生产能力相对过剩；涉及产品自身的进入壁垒较低；涉及产品生产企业众多，行业集中度较低；涉及产品处于相对成熟的生命周期，具有稳定且较低的毛利率水平；拥有较强的渠道能力或是附加服务能力。在这样的逻辑之下，我们将选择

的范围大概率的集中于涉及医药，普通机械，农产品，化肥饲料，服装纺织以及轻工产品流通销售环节的标的之上。

医药流通

对于医药领域而言，从整个行业角度而言普药的产能水平已经可以充分满足市场需求，同时在生产层面较低的技术含量和较为激烈的竞争环境使得普药的毛利率水平进入了稳定的状态。而现今从医药流通企业的角度来看，虽然医药流通环节属于医药产业链中的必经环节，但是流通企业的定位还是处于差价搬运工的角色上。

表 8：全国前四大医药市场的区域性龙头企业

地区	排序	企业名称
上海	1	上海医药股份有限公司
	2	国药控股有限公司上海分公司
	3	上海九州通医药有限公司
	4	上海雷允上药业有限公司
北京	1	北京医药股份有限公司
	2	国药股份
	3	北京科园信海医药经营有限公司
	4	北京丰科城医药有限公司
浙江	1	华东医药
	2	浙江英特药业
	3	宁波医药股份
	4	浙江省医药工业有限公司
广东	1	广州医药有限公司
	2	深圳一致药业
	3	国控广州
	4	深圳健康元药业集团

数据来源：中国医药商业协会，长江证券研究所

而从 09 年国务院、卫生部等部门联合发文，对《进一步规范医疗机构药品集中采购工作的意见》的进一步说明中，其主要目的是通过规范和减少流通环节来最终达到降低医疗费用的目的，医药流通领域的建设已经成为政府文件中的确定性事件。医药流通企业由搬运工向供应链管理公司，提供物流及各种增值服务发展，由于未来招标采购的主体变换为医药生产企业，使得处于流通环节的医药商业公司的业务结构将要发生改变，促使其有由批发商的自身职能向配送商尽心转变。由此而来对于中小医药商业公司以及低级别批发商的挤压将会增大，而在另一面具有龙头地位的区域性医药流通公司因其具有良好的配送能力和渠道优势会获得市场加速集中的趋势。药品销售渠道模式开始由密集型分销向选择性分销转变，药品生产企业开始对药品流通企业进行资格审查，只选择其中符合条件的流通企业进行交易，医药流通行业发展慢慢走向集约化。由此一方面行业内购并、重组、联合将成为下一阶段医药流通发展的亮点，这一点也在医药行业“十一五规划”中：“5 至 10 个面向国内外市场、多元化经营，年销售额达到 50 亿元以上的特大型医药流通企业集团，建立 40 个左右面向国内市场或国内区域性市场、年销售额达到 20 亿元以上的大型医药流通企业集团。”而另一方面外部政策环境的变化也促使使流通行业内部发生巨变，医院药房的服务外包及流通企业管理药房库存的趋势逐步变为实现。

表 9: 医药流通领域涉及标的

涉及标的	公司简评	10EPS	11EPS
国药股份	该公司是全国性医药流通企业，具有规模优势	0.62	0.77
南京医药	近年扩张较快，但身处竞争激烈的江浙一带，同上海医药、国药股份贴身肉搏	0.22	0.30
上海医药	整合效果尚待观察	0.58	0.72

数据来源: Wind, 长江证券研究所

农产化肥饲料

我们将农产、农药、化肥与饲料归为支持农业生产的一类生产资料进行论述，由于我国是一个传统意义上的农业大国，在以上领域中的行业竞争相对充分，产品产能相对饱和，行业集中度较低。

具体到农产而言，从供给上来说是比较充沛的，同时国家储备也较丰富。农产生产或者养殖的进入壁垒不高，毛利率相对一般。农产品批发市场本质上是农产品的物流中心，我国农业生产规模小、产业化程度不高的特点，决定了大型农产品批发市场在促进农产品流通中的中枢作用。而大型农批市场受到政府市政规划、最低土地储备、环保和食品安全限制，存在一定的壁垒。从行业格局看，除深圳农产品外，其他较知名的大型农批市场均为单体形式或为单一品类批发市场。

而随着国家对农业投入力度的持续加大，预计未来 3-5 年农机流通行业将保持不低于 15% 的增长速度，全行业毛利率在 4% 左右。行业壁垒主要在于销售代理权的获取、营销网络、品牌和专业服务人员。行业集中度很低，其中农机连锁企业销售收入占全国农机销售总收入的比例不足 1%，未来提升的空间很大。

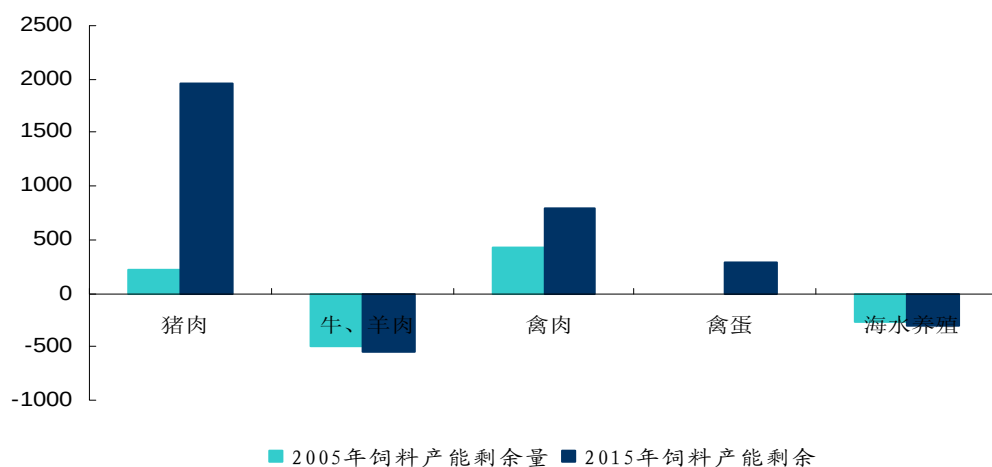
表 10: 农产农具流通领域涉及标的

涉及标的	公司简评	10EPS	11EPS
农产品	公司是国内农批市场中具有绝对规模优势和领先管理水平，且发展战略清晰的行业龙头。目前已经基本完成归核化，2010 年公司业绩将趋于正常化。公司 2009 年下半年至今签约 9 个市场，扩张开始加速。	0.62	0.77
吉峰农机	公司采取连锁经营，毛利率逐步向连锁业态靠近，远高于行业水平。公司连锁经营用于农机销售的创新经营模式在四川地区已经完全成熟，未来看点在于川渝以外地区的连锁复制。预计在 2013 年完成全国性布局。	0.22	0.3

数据来源: Wind, 长江证券研究所

2008 年全国配合饲料总产量 10,590 万吨，同比增长 13.64%。行业资金和技术壁垒均较低，技术壁垒主要在于预混料配方和动物营养需求参数。2008 年全国饲料企业共 13,612 家，全国排名前 10 位的饲料企业集团生产饲料产品产量占行业总产量比例为 27.4%，行业集中度较低。主要由经销商销售给下游养殖户。饲料加工企业平均毛利率在 10%~12% 左右。

图 25: 2005 年主要饲料品种产能剩余量与 2015 年预测量



资料来源：饲料工业“十五”计划和2015年远景目标规划，长江证券研究部

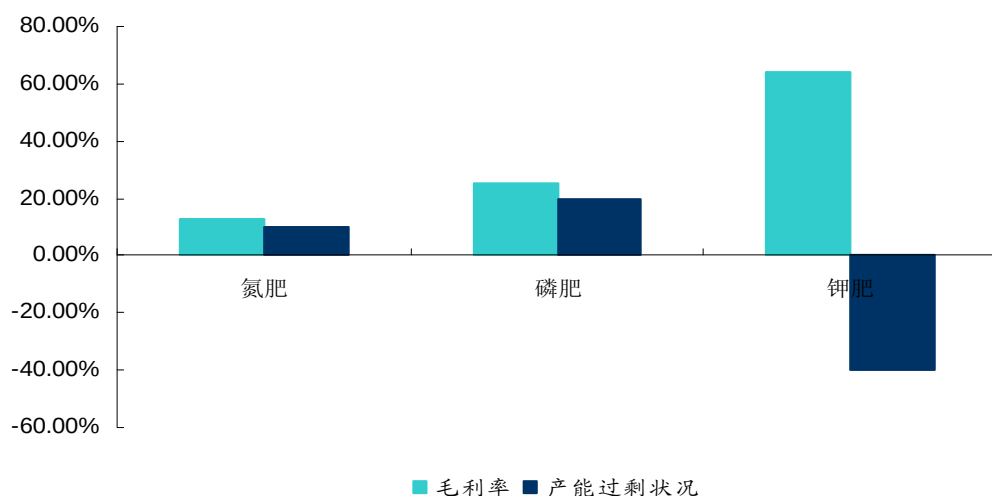
表 11：饲料流通领域涉及标的

涉及标的	公司简评	10EPS	11EPS
海大集团	水产预混料行业龙头，原材料成本控制在行业内领先，其渠道扁平化以及让利于下游养殖户的服务营销商业模式帮助企业赢得客户取得规模化发展。	0.89	1.21
大北农	国内最大的预混料生产企业和第二大水稻种子企业。2009 年公司饲料总产能为 128 万吨，销量 95 万吨。饲料业务以服务营销为核心竞争力。	0.96	1.33

数据来源：Wind，长江证券研究所

对于化肥农药而言，其产能过剩的状况相对明显，氮肥过剩 10%；磷肥过剩 20%，国家出于对农资资料重要性的考虑，适当的以保持过剩和限制出口的方式避免价格大幅上涨。钾肥具有较强的资源属性，国内供不应求（自给率约为 60%），毛利率为 65%左右。

图 26：主要化肥品种毛利与产能情况



资料来源：长江证券研究部

化肥的销售渠道基本表现为多级运营的经销商联营为主，大经销商直接采购部分终端销售，部分供给基层经销商。当期行业经销模式出现一些新的特点，表现为在对未来价格走势不明朗的时候，经销商和厂商采取联储的策略（即共同承担产品价格波动的风险）。而在国务院近日发布了《关于进一步深化化肥流通体制改革的决定》中我们可以发现，其一决定取消了对化肥经营企业所有制性质的限制，允许具备条件的各种所有制及组织类型的企业、农民专业合作社和个体工商户等市场主体进入化肥流通领域，参与经营，公平竞争。其二，国家鼓励大型化肥生产、流通企业以及具备一定实力和规模的社会资本通过兼并重组等方式，整合资源，发展连锁和集约化经营。

表 12：化肥农药领域涉及标的

涉及标的	公司简评	10EPS	11EPS
诺普信	公司建立了以县级经销商为主，地级经销商和县级经销商想结合的全国性的相对扁平化营销网络，业务依托术营销模式走向全国是公司的长期看点。	0.72	1.1

数据来源：Wind，长江证券研究所

商业贸易

对于商贸而言，其本身即是属于流通环节的一部分，是组织买卖双方交易行为的市场中介。而专业市场的发展与该商品所属产业依存度较高，需要紧密结合产业基础才能获得成本、规模等方面的优势，其发展往往离不开政府的支持以及当地产业优势的支撑。拿手机分销举例而言，其行业壁垒主要在于手机品牌厂商授权壁垒；参与运营商定制合作的壁垒；分销商合作关系壁垒；全国性网络和营销渠道壁垒；未来几年，手机分销模式占手机销售市场份额将呈下降态势，但仍占主导地位，而优势全国性分销商增长潜力仍将较大。

而对于日常消费品销售而言，2009 中国连锁百强企业销售额占社会消费品零售总额的 11%，与 2008 年基本持平，即行业集中度较低。超市行业竞争程度不断增加，2009 年经济低迷以及竞争性促销加剧使得毛利率水平有所下降，而 2009 年 3 季度以来毛利率呈回升趋势，目前综合毛利率在 18%左右。

表 13：商贸流通领域涉及标的

涉及标的	公司简评	10EPS	11EPS
小商品城	预收租金的模式使得公司未来增长非常确定。三期二阶段新建以及篁园市场改建值得期待；此外，公司土地储备较为充足，2011 年将是房地产业务营业利润释放高峰。	0.85	1.17
轻纺城	市场租金提升以及控股股东资产注入是公司的主要看点。考虑到开发公司目前持股比例较少，我们预计资产注入完成后，公司业绩将有较大幅度的提升。	0.14	0.18
天音控股	作为中国最早的代理国际品牌移动电话的全国分销商之一，公司目前已形成了辐射全国的移动电话营销、物流配送管理体系。目前天音通信的市场占有率（销售数量）约为 20%。3G 市场的快速发展奠定了 3G 手机销量未来快速增长的基础，而 3G 制式下，运营商更多地需要依靠渠道商来争取客户，渠道的重要性开始凸显，天音控股作为优势全国性分销商增长潜力较大。	0.54	0.9
新华都	公司 2009 年收入快速增长，增速达 36.41%，主要源自外延扩张，2009 年新开和收购门店合计 23 家，营业面积同比增长 42%。公司 2010 年仍将保持快速扩张势头，拟新增 30 家连锁门店。我们认为，基于公司	0.55	0.76

规模快速扩大以及物流改善两方面因素，毛利率水平在未来有提升空间。而考虑到租金和人力成本长期上涨，以及公司将保持快速扩张的态势，2010 年费用仍有较大压力。此外，股权激励草案也使得净利润年复合增长率达 28%有一定的保障。

数据来源：Wind，长江证券研究所

轻工纺织

在工业化进程中，轻工纺织业基本上属于最先发端的产业，由此而言，对于现时的轻工纺织产品来说，“中国制造”已经使得生产能力所覆盖的范围不断扩大，而相对较低的行业进入壁垒也使得制造商更加注重于对于品牌质量等内生增长的追求中，由此在我们对流通领域的论述中，轻工纺织业出现产销整合的概率也是相对较大的，厂商对于利用品牌建设和渠道控制等手段来提升产品毛利率的依赖会愈发强烈。由此逻辑我们选择在如此方向上有所发展的公司作为投资标的。

表 14：轻工纺织领域涉及标的

涉及标的	公司简评	10EPS	11EPS
美邦服饰	公司未来计划将对二三线门店进行面积精简，让每家店都盈利最大化，采用以大小店搭配、覆盖一二三四线城市的、以及单品店和多品店组合的更精准的渠道拓展策略，此举对于降低营运成本来说作用很大。	0.74	0.97
鲁泰 A	公司是全球最大的高档衬衣面料生产商，拥有自棉花种植至成衣制造完整的产业链，具有强大的衬衣生产能力和质量保障能力；与传统零售企业相比，鲁泰的内销业务规模较小，且均为自营，开展网购业务对现有零售渠道冲击有限；作为上市公司，具有的信誉度、融资平台和品牌效应也是 VANCL 等企业所不具备的。公司拟将网购业务作为公司向内销转型的切入点。	0.68	0.71
报喜鸟	报喜鸟旗下网购品牌 EBONO 以休闲服为主，包括衬衫、T 恤、毛衣、外套等。公司利用网站平台，开设了网上旗舰店负责报喜鸟品牌服装的销售，产品种类及价格均与专卖店一致，作为门店销售的补充。作为国内最大的服装零售企业之一，公司产品在消费者当中已经积累了较高的知名度和美誉度，与其他网购企业相比在品牌方面具有一定优势。网购业务作为公司多元化经营的重要组成部分，随着未来行业规模的快速扩张，其成长性值得关注。	0.84	1.09

数据来源：Wind，长江证券研究所

消费之门的钥匙

至此通过我们的工业化进程体系对经济发展进入成熟阶段后的投资方向之一做论述，当经济转型成为绝对概率事件后，经济原始粗犷增长的方式已然无法延续，在这些产能“不是问题”的行业，微观层面竞争也逐渐对企业自身能力提出了更高的要求，也即是此篇报告的逻辑起点。即外生的“加法”运算的边际效益逐渐降低使得内在“减法”运算的实际意义正在放大，由此对于流通领域的打通就显得至为关键，而对于大众消费崛起所受制于的核心问题之于流通环节的影响，我们是这样认为的，低收入群体的消费能力提升是实现消费时代的关键所在，在实际收入提升相对缓慢的情况下，刺激高消费边际群体最有效的方式在于制度改革与降低中间成本，因此无论其中任何一种的率先实现对于流通环节而言均是有意义的。

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其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头寸并进行交易，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。