

推荐 (维持)

景气向好不变，买入正当时

2011年3月31日

零售行业2011年二季度策略报告

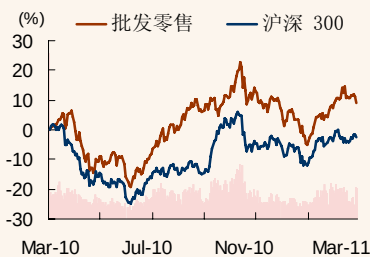
上证指数 2955

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	95	5.0
总市值 (亿元)	6801	2.6
流通市值 (亿元)	4928	2.4

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	2.4	2.0	9.4
相对表现	1.9	-11.4	12.4



相关报告

- 1、《零售行业研究系列专题之一——业态战争》11/18/2009
- 2、《零售行业研究系列专题之二——百货业态演进探析》02/25/2010
- 3、《零售行业研究系列专题之三——梦想即将照进现实——国民收入倍增计划下的零售行业变革》09/10/2010

杨夏

0755-82944685
yangxia@cmschina.com.cn
S1090109102302

通胀有望在今年上半年见顶，消费者信心将随通胀见顶而见底回升。我们认为近期行业表现不佳主要为估值的波动，行业及公司基本面向好趋势不变。维持行业推荐评级。重点推荐：天虹商场、欧亚集团、友阿股份、南京新百、苏宁电器。

- 今年1-2月社销总额增速表现不理想，主要原因还是汽车销售增速不理想所致，受通胀高企影响，消费者信心继续下滑，已接近金融危机时最差水平。我们认为，通胀有望在今年上半年见顶，消费者信心能够见底回升。近期行业表现不甚理想，我们认为主要还是估值的波动，而行业及公司基本面向好趋势不变，下跌提供买入良机。收入分配改革、个税起征点提高将持续推升居民收入增速，长期利好零售行业。维持行业推荐评级。
- 百货行业景气趋势继续向好。公司选择把握四条主线：能够实现异地扩张，店龄结构合理，合理匹配扩张与利润增长；能够有效实施低成本扩张；管理层激励机制能够理顺；经营基本面能够改善，业绩有望迎来拐点。推荐天虹商场、友阿股份、欧亚集团、南京新百。
- 苏宁电器有30%-50%上涨空间：目前对应2011年17倍的估值已经反应网购对其实体店负面影响的悲观预期。苏宁巨大的采购规模优势与多年来在后台物流配送及信息系统的投入，使其具备了核心竞争力。家电行业仍有巨大发展空间，3C类产品更是处于普及阶段。网购不会对渠道产生颠覆性变化。由于苏宁的市占率不高，3C类产品的市占率更是较低，因此现阶段不宜过分担心线上线下的左右互搏，更多应该是其线上线下合力对其他业态的冲击。今年的股价上涨将来自于：估值修复与盈利增长；苏宁易购发展态势良好带来的估值水平提升。

重点公司主要财务指标

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	11PE	12PE	PB	评级
天虹商场	43.90	1.21	1.68	2.31	26.13	19.00	5.5	强烈推荐-A
友阿股份	22.44	0.62	0.85	1.19	26.40	18.86	5.3	强烈推荐-A
欧亚集团	27.73	0.82	1.07	1.39	25.92	19.95	4.8	强烈推荐-A
南京新百	10.26	0.2	0.34	0.61	30.18	16.82	3.4	强烈推荐-B
苏宁电器	13.05	0.57	0.75	0.95	17.40	13.74	5.0	强烈推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

一、总体回顾	4
1、受汽车销售增速大幅下滑影响，1-2月社销总额增速下滑	4
2、通胀上行始于翘尾因素，上半年有望见顶，恢复消费者信心	4
3、零售公司景气保持平稳	5
4、看好消费表现，收入分配改革值得期待	6
二、百货：推荐天虹商场、欧亚集团、友阿股份、南京新百	8
1、景气持续向好	8
2、估值溢价率已大幅收窄	8
3、投资策略	9
(1) 天虹商场 - 成功实现异地扩张，发展空间巨大的连锁百货	9
(2) 友阿股份 - 门店利润释放正当时，成功实现低成本扩张	10
(3) 欧亚集团 - 管理层激励有望理顺，期待业绩拐点	10
(4) 南京新百 - 即将迎来业绩拐点	11
三、超市：需谨慎对待	12
1、食品 CPI 因翘尾及春节因素上升	12
2、相对估值处于高位	13
3、投资策略	13
四、专业连锁：苏宁电器有 30% - 50% 上涨空间	14
1、行业景气保持高位	14
2、苏宁电器有 30% - 50% 上涨空间	14

图表目录

图 1：社销总额增速（扣除春节因素）	4
图 2：消费者信心指数	4
图 3：限额以上批零企业汽车销售增速	4
图 4：CPI 同比增速	5
图 5：食品和非食 CPI 表现	5
图 6：整体物价水平	5
图 7：千家核心零售企业零售总额增速	5
图 8：千家核心企业零售指数	5
图 9：200 家大型零售企业销售、零售增速	6
图 10：1998 - 2009 年百货销售与 GDP 增速	6
图 11：日本实施国民收入倍增计划后零售业增速	6
图 12：日本实施国民收入倍增计划后零售业市值占比变化	7
图 13：商务部千家核心零售企业百货指数	8
图 14：商务部千家核心零售企业服装指数	8
图 15：商务部千家核心零售企业服装增速	8
图 16：商务部千家核心零售企业金银珠宝增速	8
图 17：百货行业历史 PE (TTM)	9
图 18：百货行业相对大市估值溢价	9
图 19：食品 CPI 同比增速	12
图 20：食品 CPI 环比增速	12
图 21：商务部千家核心零售企业超市指数	12
图 22：商务部千家核心零售企业食品指数	12

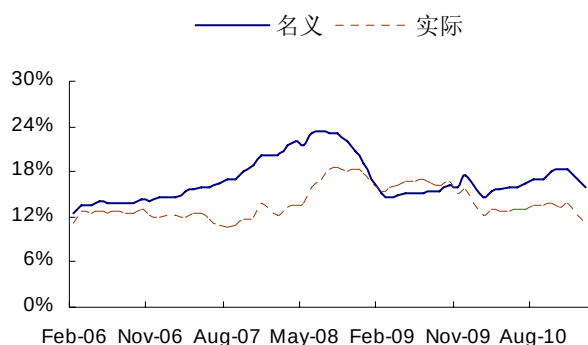
图 23: 商务部千家核心零售企业饮料指数.....	13
图 24: 商务部千家核心零售企业日用品指数	13
图 25: 超市行业历史 PE (TTM)	13
图 26: 超市行业相对大市估值.....	13
图 27: 限额以上批零企业家用电器及音像制品增速	14
图 28: 限额以上批零企业通讯器材增速	14
图 29: 批发零售行业历史 PEBand.....	16
图 30: 批发零售行业历史 PBBand.....	16
 表 1: 重点公司估值表	 15
表 2: 国际零售公司估值对比表	15

一、总体回顾

1、受汽车销售增速大幅下滑影响，1—2月社销总额增速下滑

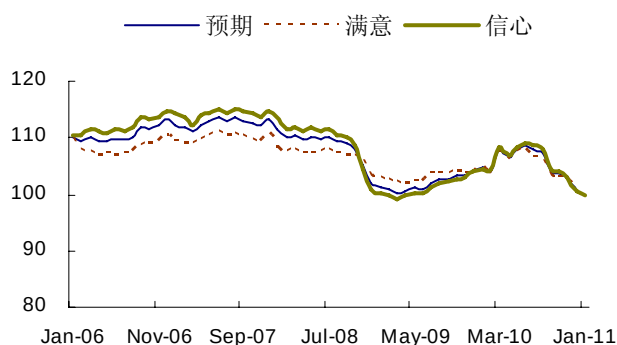
1—2月社销总额表现不尽人意，我们认为，主要原因在于汽车销售增速下滑严重。受通胀高企影响，消费者信心指数延续下滑态势，目前已接近金融08年底09年初金融危机影响时水平，后期的关键在于通胀水平。

图1：社销总额增速（扣除春节因素）



资料来源：CEIC，招商证券研发中心，截至日期：2011.2.28

图2：消费者信心指数



资料来源：CEIC，招商证券研发中心，截至日期：2011.2.28

图3：限额以上批零企业汽车销售增速



资料来源：CEIC，招商证券研发中心，截至日期：2011.2.28

2、通胀上行始于翘尾因素，上半年有望见顶，恢复消费者信心

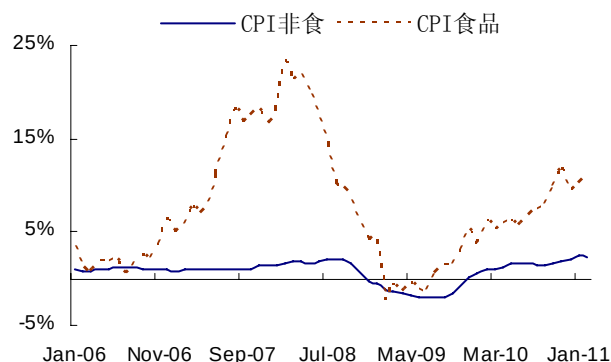
物价水平再创新高，但主要原因是翘尾因素影响以及春节因素影响，当前紧缩政策频出，我们判断通胀有望在今年上半年见顶，拉动消费者信心见底回升。

图4: CPI同比增速



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心, 截至日期: 2011.2.28

图5: 食品和非食CPI表现



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心, 截至日期: 2011.2.28

图6: 整体物价水平



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心, 截至日期: 2011.2.28

3、零售公司景气保持平稳

从商务部公布的千家核心零售企业指数来看, 零售公司保持高位景气。

图7: 千家核心零售企业零售总额增速



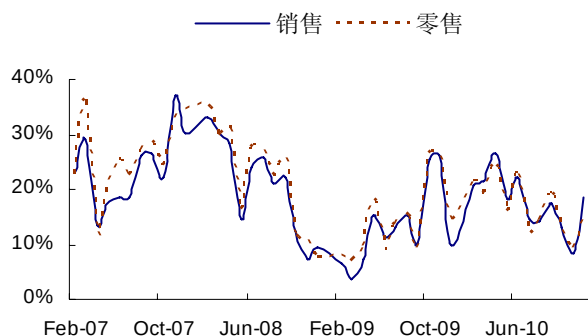
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心, 截至日期: 2011.2.28

图8: 千家核心企业零售指数



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心, 截至日期: 2010.2.28

图9：200家大型零售企业销售、零售增速



资料来源：CEIC，招商证券研发中心，截至日期：2010.12.31

4、看好消费表现，收入分配改革值得期待

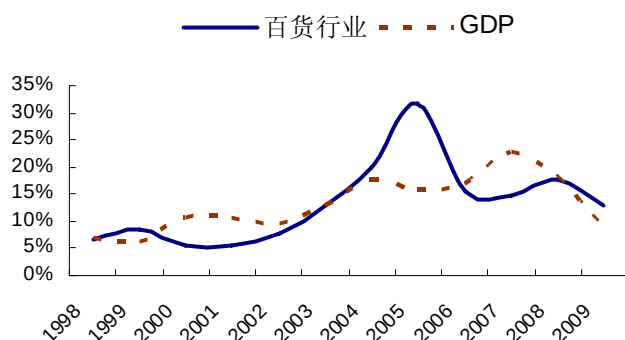
我们看好 2011 年消费的表现，原因在于：

- ✓ 消费景气滞后于宏观经济景气，在经济向好的背景下，消费形势值得长期看好；
- ✓ 零售长期受益于通胀，虽然近期通胀上升势头较猛，但我们认为在近期紧缩政策密集出台，政府打击炒作的背景下，发生恶性通胀的概率在降低，通胀有望在上半年见顶，拉动消费者信心回升，而温和的通胀将有利于零售业的发展。

目前收入分配改革以及个税起征点上调已经在讨论中，目的在于提高中低收入者的收入水平，培育中产阶级，缩小贫富差距。

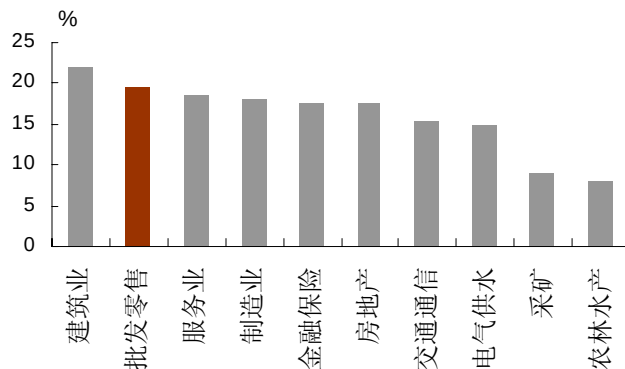
我们在 9 月 10 日的零售行业研究专题报告中，研究了日本上世纪 60 年代实施国民收入倍增计划后，零售行业的长期表现，结果表明，该计划实施后，日本零售业在较长时期内高速发展。我们认为，若收入分配改革方案推出并能得到有效推行，将构成零售行业的长期利好。详情请参阅我们的深度报告，《零售行业研究系列专题之三 - 梦想即将照进现实 - 国民收入倍增计划下的零售行业变革》09/10/2010。

图10：1998 - 2009年百货销售与GDP增速



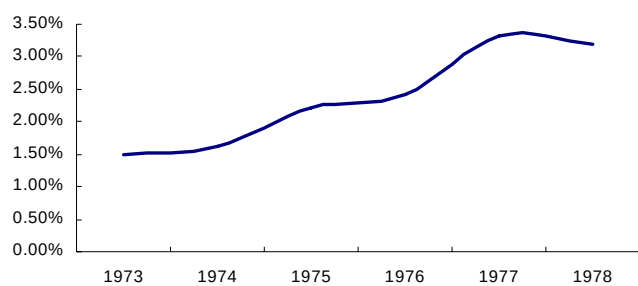
资料来源：招商证券研发中心

图11：日本实施国民收入倍增计划后零售业增速



资料来源：招商证券研发中心

图12：日本实施国民收入倍增计划后零售业市值占比变化



资料来源：招商证券研发中心

二、百货：推荐天虹商场、欧亚集团、友阿股份、南京新百

1、景气持续向好

从商务部公布的千家核心零售企业数据来看，景气仍然高涨。

图13：商务部千家核心零售企业百货指数



资料来源：招商证券研发中心，截至日期：2011.2.28

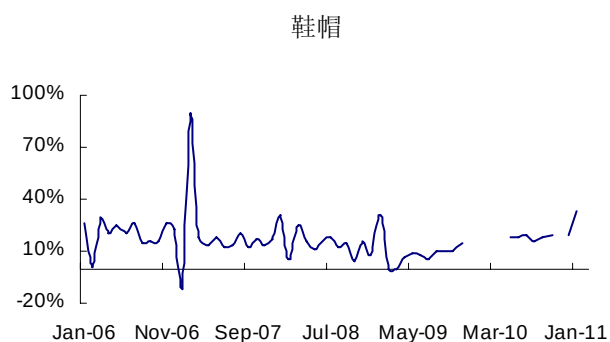
图14：商务部千家核心零售企业服装指数



资料来源：招商证券研发中心，截至日期：2011.1.31

分品种来看，黄金珠宝依然表现优秀，其余品种也持续向好。

图15：商务部千家核心零售企业服装增速



资料来源：招商证券研发中心，截至日期：2011.1.31

图16：商务部千家核心零售企业金银珠宝增速



资料来源：招商证券研发中心，截至日期：2011.2.28

2、估值溢价率已大幅收窄

目前整体百货行业的估值水平从自身历史来看处于平均水平，相对估值虽不低，但与高点相比，已经大幅收窄。

图17: 百货行业历史PE (TTM)



资料来源: 招商证券研发中心

图18: 百货行业相对大市估值溢价



资料来源: 招商证券研发中心

3、投资策略

我们看好百货行业 2011 年表现, 投资主线主要在于:

- ✓ 能实现异地扩张, 店龄结构合理, 合理匹配扩张与利润增长的公司;
- ✓ 能够有效实施低成本扩张的公司;
- ✓ 管理层激励机制能够改善的公司;
- ✓ 经营基本面能够改善, 业绩有望迎来拐点的公司。

推荐天虹商场、友阿股份、欧亚集团、南京新百。

(1) 天虹商场—成功实现异地扩张, 发展空间巨大的连锁百货

- 核心卖点在于开店空间大、快速的门店复制及异地拓展能力、密集布点的展店策略体现规模优势, 股东实力雄厚, 公司治理结构完善, 管理层激励到位。投资亮点在于:
 - ✓ **门店布局和扩张更受益于城市化:** 我们认为中国城市化率超过 50%以后, 人口的流向是以小城市进入大城市, 大城市郊区化和大都市圈形成为主, 天虹以珠三角、长三角和环渤海地区为战略拓展区域, 向一线城市新城区及二、三线城市为开店重心的发展战略能更大程度上享受城市化带来的好处;
 - ✓ **社区商业发展空间大:** 在百货经营同质化、交通日益拥挤、居民追求有效率的一站式购买的背景下, 社区商业有较大的发展空间, 而目前社区商业经营尚有较多空白点, 天虹作为社区购物中心经营的领先者, 拥有巨大的发展潜力;
 - ✓ **差异化的组合业态模式, 标准化程度高, 可复制性强:** “百货+超市+X”体现门店经营差异化, 各业态有机结合, 有效吸引客流量增长;
 - ✓ **外延、内生增长都很强劲:** 门店数量扩张较快, 未来 2-3 年门店数量及面积扩张接近 20%, 门店存活率接近 100%, 经营 4 年以上的门店依然有着两位数的同店增长率, 半数老门店正处于收入和利润的快速增长期, 老店的利润增长能够在覆盖新店培育期亏损的基础上, 使公司利润保持较快增速;

- ✓ **门店培育期短：**得益于区域密集布点的开店策略，公司在后台招标采购上有规模优势，营销管理费用能得到有效分摊，使得新开门店培育期能得到较大程度缩短；
- ✓ **成长性好，抗风险能力强：**近 5 年收入和扣非后净利润复合增长率分别达到 26 % 和 25 %；剔除老深南店关店影响，05 - 09 年扣非净利润年复合增长率达到 41 %，金融危机影响下 2009 年的剔除老深南店影响后的收入和净利润增长分别达到了 22 % 和 27 %，显著高于同区域内的其他零售公司；
- ✓ **优秀的管理团队：**公司管理团队凝聚力较强，执行力优秀，激励到位，115 名高管拥有约总股本 8% 的间接股权激励；公司将最先进管理技术和 20 余年经营管理经验相结合，以工业企业的管理理念管理零售企业，内部管理规范化、标准化、制度化，公司运营模式的内部可复制能力强。
- ✓ 预计 2011、12 年实现 EPS1.68、2.31 元，作为成功实现跨区域拓展的零售公司，公司能够享受估值溢价。给予“强烈推荐 - A”的投资评级，目标价位 70 元，对应 2012 年 30 倍 PE。

（2）友阿股份—门店利润释放正当时，成功实现低成本扩张

投资亮点在于：

- ✓ 公司为长沙地区百货区域龙头，市场份额高，享受中部崛起带来的地区消费快速增长；
- ✓ 现有门店改造处于利润释放期，投入产出比与业绩弹性极高；
- ✓ 春天百货成功注入上市公司，有效实施低成本扩张，为长期增长打下坚实基础。
- ✓ 预计 2011、12 年实现 EPS0.85、1.19 元。给予“强烈推荐 - A”投资评级。

（3）欧亚集团—管理层激励有望理顺，期待业绩拐点

投资亮点在于：

- ✓ 吉林省区域龙头，有效实施省内扩张，并通过并购形式成功实现异地扩张，门店位置优越，布局合理；
- ✓ 主要通过自建物业的形式实施扩张，目前已拥有 100 余万平米自有物业，成本低廉，资产厚实；
- ✓ 保守的会计政策及管理层激励不到位压抑了业绩的释放，近期管理层激励有望得到解决，公司有望迎来业绩拐点。
- ✓ 预计 2010 - 12 年 EPS 为 0.82、1.07、1.39 元。给予强烈推荐 A 投资评级。

（4）南京新百—即将迎来业绩拐点

我们认为，2011 及 2012 年公司将陆续进入盈利恢复及增长期，有望迎来业绩拐点，看点主要在于：

- ✓ 新百总店装修后所带来的收入快速增长及高投入产出比；
- ✓ 写字楼建设成本低，出租及出售的业绩有望超预期；
- ✓ 河西项目开工建设带来的业绩暴增，以及盐城项目销售结算所带来的盈利增长；
- ✓ 南京证券股权拍卖至少实现 8600 万投资收益。

公司股价安全边际较高，资产挖掘潜力巨大，暂不考虑芜湖新百并表、地产收入及南京证券股权投资收益，预计 2011、12 年 EPS 为 0.34 及 0.61 元，维持“强烈推荐-B”的投资评级，股价上涨催化剂在于重组、河西项目开发及业绩超预期。

三、超市：需谨慎对待

1、食品 CPI 因翘尾及春节因素上升

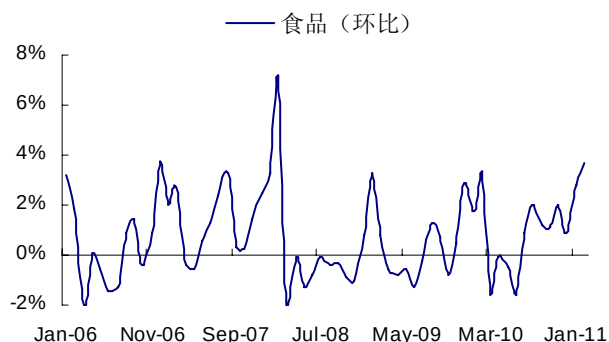
超市公司业绩与食品 CPI 显著相关，近期食品 CPI 同比及环比上升势头较猛，我们认为主要还是翘尾因素及春节因素所致，在近期紧缩政策及打击农产品炒作政策的影响下，食品 CPI 有望在上半年见顶。

图19：食品CPI同比增速



资料来源：招商证券研发中心，截止日期：2011.2.28

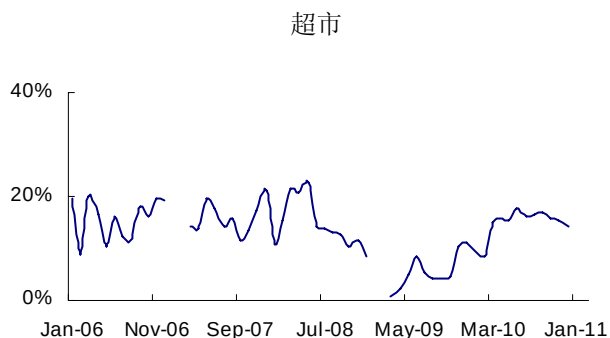
图20：食品CPI环比增速



资料来源：招商证券研发中心，截止日期：2011.2.28

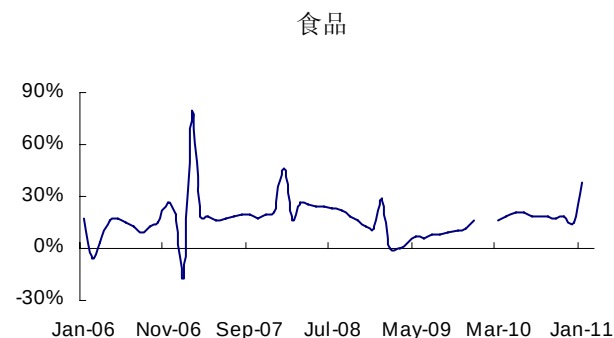
根据商务部千家核心零售企业数据，超市行业的景气度基本保持平稳。

图21：商务部千家核心零售企业超市指数



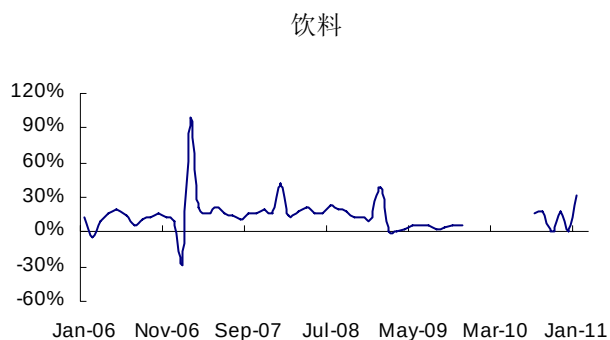
资料来源：招商证券研发中心，截至日期：2011.2.28

图22：商务部千家核心零售企业食品指数



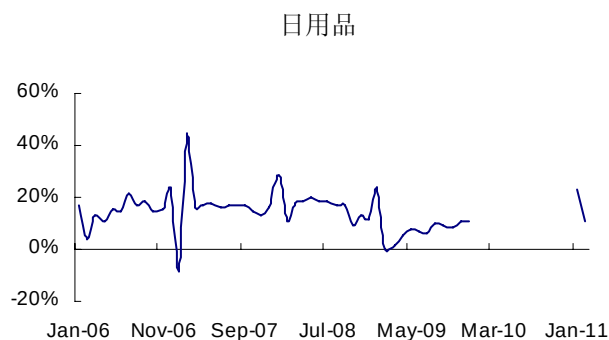
资料来源：招商证券研发中心，截至日期：2011.1.31

图23: 商务部千家核心零售企业饮料指数



资料来源: 招商证券研发中心, 截止日期: 2011.2.28

图24: 商务部千家核心零售企业日用品指数



资料来源: 招商证券研发中心, 截止日期: 2011.2.28

2、相对估值处于高位

图25: 超市行业历史PE (TTM)



资料来源: 招商证券研发中心

图26: 超市行业相对大市估值



资料来源: 招商证券研发中心

3、投资策略

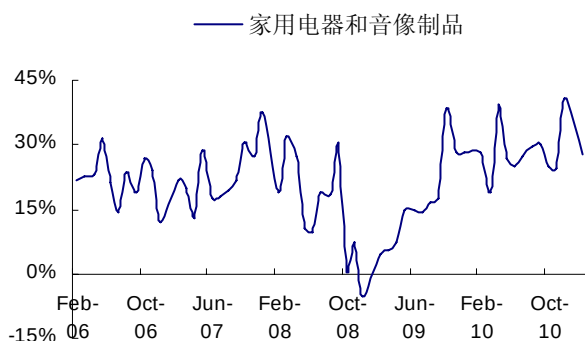
我们对超市行业的整体股价表现持谨慎态度, 基本上建议长期关注永辉超市, 但不建议现在买入。

四、专业连锁：苏宁电器有 30%—50% 上涨空间

1、行业景气保持高位

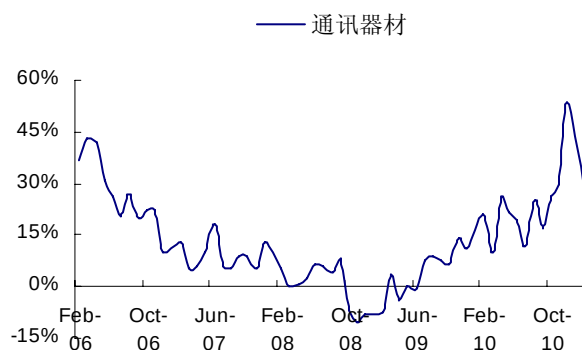
在宏观经济向好，以及“以旧换新”政策刺激下，行业景气度高位维持，2 月单月增速下滑，只是因为春节因素所致。

图27：限额以上批零企业家用电器及音像制品增速



资料来源：招商证券研发中心，截至日期：2011.2.28

图28：限额以上批零企业通讯器材增速



资料来源：招商证券研发中心，截至日期：2011.2.28

2、苏宁电器有 30%—50% 上涨空间

苏宁当前低估值的股价完全反应了网购对其实体销售的负面影响，我们认为，苏宁巨大的采购规模优势与多年来在后台物流配送及信息系统的投入，使其具备了核心竞争力。纵向看，我国家电市场整体还有巨大发展空间，尤其是 3C 类产品，不少品类仍处于快速普及阶段；横向看，实体店中，连锁业态市占率的提高仍然是不可逆的趋势。

网购未来会在渠道中占有一席之地，但不会产生颠覆性的改变：与实体店相比，核心竞争力仍然是在于物流配送，后台的交易模式并未发生质的变化。由于苏宁的市占率不高，3C 类产品的市占率更是较低，因此现阶段不宜过份担心线上线下的左右互搏，更多应该是其线上线下合力对其他业态的冲击。

保守预计 2011、12 年 EPS0.75、0.95 元。苏宁今年的股价上涨将来自于：估值修复与盈利增长；易购发展态势良好带来的估值水平提升。

表 1: 重点公司估值表

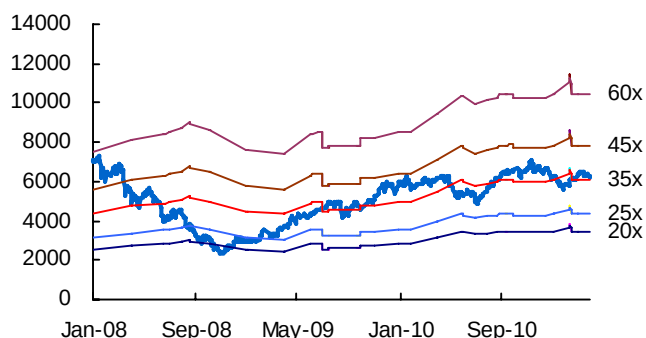
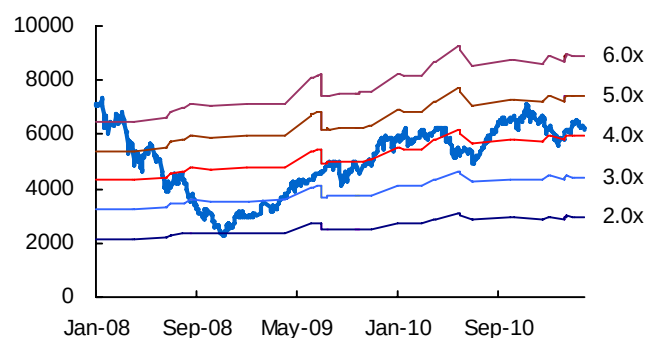
名称	投资评级	市值 (亿)	股价	每股盈利			PE			10-12EPS	
				10A	11E	12E	10A	11E	12E	复合增长	PEG
天虹商场	强烈推荐-A	175.64	43.90	1.21	1.68	2.31	36.28	26.13	19.00	38.17%	0.68
友阿股份	强烈推荐-A	78.36	22.44	0.62	0.85	1.19	36.19	26.40	18.86	35.31%	0.75
欧亚集团	强烈推荐-A	44.12	27.73	0.82	1.07	1.39	33.82	25.92	19.95	30.20%	0.86
南京新百	强烈推荐-B	36.76	10.26	0.2	0.34	0.61	51.30	30.18	16.82	74.64%	0.40
苏宁电器	强烈推荐-A	913.01	13.05	0.57	0.75	0.95	22.89	17.40	13.74	29.10%	0.60

资料来源：招商证券研发中心，取 2011 年 3 月 30 日收盘价，欧亚集团 2010 年业绩为预测数

表 2: 国际零售公司估值对比表

名称	国别	滚动 PE	PE10E	PE11E	PB	市值	营收	最近一月 涨跌
沃尔玛	US	12.76	11.74	10.70	2.70	185900.5	421849	0.40
家乐福	FR	56.36	12.78	10.72	2.13	30348.94	119526.70	-11.16
联华超市	CH	25.70	21.44	18.16	5.53	2436.71	3825.23	-12.59
物美商业	CH	33.50	26.44	22.08	6.25	2720.85	1857.62	1.85
华联综超	CH	84.33	49.02	33.50	2.70	742.62	1345.11	-10.67
西尔斯百货	US	69.73	77.79	75.77	1.01	8568.90	43326.00	-5.41
百盛集团	CH	25.36	20.82	16.99	5.57	3834.66	564.37	-3.45
新世界百货中国	CH	15.37	14.70	12.57	1.82	1163.27	241.33	1.32
金鹰商贸	CH	28.10	21.97	17.18	8.58	4111.06	362.07	-6.46
银泰百货	CH	28.72	29.38	23.19	4.27	2625.72	230.12	0.94
茂业国际	CH	25.71	21.19	15.34	3.66	2177.26	324.68	8.55
百思买	US	8.43	8.45	8.03	1.58	11569.67	50272.00	-8.96
山田电机	JN	7.35	7.01	8.64	1.16	6258.51	21741.61	-15.09
国美电器	HK	17.36	14.60	11.98	2.74	5650.72	7522.68	-0.38

资料来源：招商证券研发中心，注：根据 2011 年 3 月 30 日收盘价计算，盈利预测取彭博一致预期，市值和营收单位为百万美元

图29: 批发零售行业历史PEBand

图30: 批发零售行业历史PBBand


说明：1、资料来源于招商证券研发中心；
 2、行业指数基期、基点对应于沪深300指数；
 3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和；
 4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

参考报告:

1、《零售行业研究系列专题之一——业态战争》11/18/2009

我们认为零售业内各业态经营关注侧重点有着较大差别：百货经营主要看选址、定位、招商；超市经营主要看供应链、生鲜和外延式扩张；专业店经营主要看供应链、专业化经营和外延式扩张。

2、《零售行业研究系列专题之二——百货业态演进探析》02/25/2010

借鉴日本百货业发展历程及现状，我们认为，中国百货业未来必将受到购物中心及自有品牌服装专业零售商的挑战，为了应对挑战，中国百货业应该在业态和盈利模式上做出改变和创新。

3、《零售行业研究系列专题之三——梦想即将照进现实——国民收入倍增计划下的零售行业变革》09/10/2010

上世纪60年代，日本实施国民收入倍增计划后，其零售业在较长时期内高速发展。当下，我国经济发展面临向消费驱动型转型，提高国民收入势在必行。我们认为，收入分配改革方案推出后，若能得到有效推行，我国零售业也将迎来高速发展期。

4、《零售行业2009年中期投资策略——消费回暖，首选区域龙头公司》06/15/2009

5、《零售行业2010年度投资策略——行业景气向好，寻找优质零售公司》12/06/2009

6、《零售行业2010年二季度投资策略——买入低估值公司》04/15/2010

7、《零售行业2010年中期投资策略——防御质上》06/09/2010

8、《零售行业2010年第四季度投资策略——景气平稳向好，买入成长股》09/28/2010

9、《零售行业2011年度投资策略——消费向好，坚守优质零售商》12/1/2010

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨夏，男，经济学硕士，2年美的集团投资公司A股与港股零售公司研究经验，09年3月加入招商证券，任零售行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。