

张洋

执业证书编号: S0730511030003

021-50588666-8032

zhangyang1984@ccnew.com

行业趋势不变，关注有估值优势个股

——2011年下半年零售行业策略报告

研究报告-行业策略

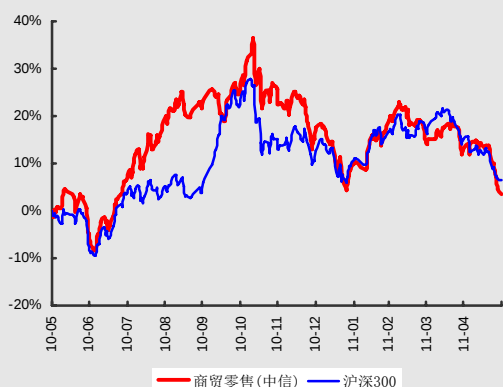
同步大市（首次）

发布日期: 2011年6月02日

盈利预测和投资评级

股票简称	10EPS	11EPS	11PE	评级
天虹商场	0.64	0.73	30	增持
银座股份	0.54	0.55	40	增持
广州友谊	0.91	1.12	22	增持
鄂武商	0.58	0.69	28	增持
武汉中百	0.37	0.49	25	增持

零售行业相对沪深300指数表现



投资要点:

- **近期行业增速下滑，不改中长期向好趋势。**国内零售市场在经历了2009年和2010年的稳定增长后，近期受国家调控政策的影响出现小幅下滑，2011年初社会消费品零售总额增长率在16.5%左右，略低于去年同期水平。随着下半年宏观调控政策的到位，预计全年零售市场整体增速与去年相当在18%左右。
- **多重行业政策利好，推动行业中长期向好。**“十二五”规划相关政策的实施，将从根本上打破制约我国消费增长的因素，居民消费率有望获得长期、持续的增长。近期各地最低工资的快速上调，以及即将推出的个税征收政策的修改和“国内贸易‘十二五’规划”有望进一步促进国内零售业的发展。
- **关注前期快速扩张+合理估值的百货类上市公司。**行业增速已恢复到危机前水平。虽然38倍的静态市盈率已低于历史平均水平，但较整体A股市场的溢价依然处于历史高位。考虑百货业新增门店往往需要2-3年的培育期才能贡献利润，建议投资者关注前期快速扩张但业绩尚未有效释放，且估值合理的上市公司，推荐天虹商场（002419）；银座股份（600858）；广州友谊（000987）；鄂武商（000501）。
- **关注布局中西部+合理估值的超市类上市公司。**行业经营状况也已恢复到危机前的平均水平。但估值水平依然较高。考虑东部市场已相对饱和，而中西部地区竞争相对较小，同时近年来经济增长明显加快。建议投资者关注布局中西部，且估值合理的区域龙头企业，推荐武汉中百（000759）。
- **电子商务异军突起。**作为一种新兴业态，近年来电子商务企业取得了飞速的发展。结合美国电子商务经营的发展的状况，建议投资者关注涉足B2C业务的传统零售商。
- **风险提示：**宏观经济发生重大变化，CPI持续的增长演化为恶性通胀；居民实际收入低于预期；目前板块的估值处于相对高位。

联系人：周楷翔

电话：021-50588666-8031

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编：200122

目录

1、行业数据回顾.....	4
1.1行业稳健增长势头不改.....	4
1.2CPI仍将保持高位运行.....	5
1.3公司景气度已经恢复到危机前水平.....	5
2、多重政策利好，推动行业中长期向好.....	6
2.1“十二五”规划，利好零售行业长期发展.....	6
2.2最低工资持续上调有利于低收入阶层消费增长.....	7
2.3个税调整有望增加居民消费支出.....	8
2.4国内贸易“十二五”规划或将于近期出台.....	10
3、百货：前期快速扩张+合理估值.....	11
3.1行业发展趋势.....	11
3.2板块经营业绩.....	12
3.3板块估值.....	13
3.4投资策略.....	14
4、超市：布局中西部+合理估值.....	15
4.1行业发展趋势.....	15
4.2板块经营业绩.....	16
4.3板块估值.....	17
4.4投资策略.....	18
5、电子商务：关注开展B2C业务的传统零售商.....	18
5.1行业发展现状.....	18
5.2传统零售商或将迎来新的发展机遇.....	20
6、风险提示.....	22
7、重点公司.....	23

图目录

图 1: 社会消费品零售总额及其同比增速月度数据.....	4
图 2: 消费者信心指数.....	5
图 3: CPI 同比和环比月度数据.....	5
图 4: 千家核心商业企业零售指数.....	6
图 5: 限额以上批发和零售企业零售额及增速.....	6
图 6: 商务部监测各业态销售额同比增速.....	6
图 7: GDP 和居民消费增速.....	7
图 8: 居民消费占国民经济的比重.....	7
图 9: 城镇居民可支配收入及增速; 农村居民人均纯收入及增速.....	8
图 10: 个人所得税占税收总额比例.....	9
图 11: CS 百货行业营业收入 (亿元) 及增速 (%).....	11
图 12: CS 百货行业净利润 (亿元) 及增速 (%).....	11
图 13: 百货行业营业收入和净利润同比增速.....	13
图 14: 百货行业毛利率和净利率.....	13
图 15: 百货行业三费比率.....	13
图 16: 中信百货板块和全盘 A 股静态 PE 估值.....	14
图 17: 中信百货板块相对全盘 A 股 PE 估值溢价.....	14
图 18: CS 超市行业营业收入 (亿元) 及增速 (%).....	15
图 19: CS 超市行业净利润 (亿元) 及增速 (%).....	15
图 20: 超市行业营业收入和净利润同比增速.....	16
图 21: 超市行业毛利率和净利率.....	17
图 22: 超市行业三费比率.....	17
图 23: 中信超市板块和全盘 A 股静态 PE 估值.....	17
图 24: 中信超市板块相对全盘 A 股 PE 估值溢价.....	17
图 25: 网购网民数量及增速.....	19
图 26: 网络购物销售额及其增速.....	19
图 27: 网购销售额占社会消费品零售总额比例.....	20

表目录

表 1: 个税改革敏感性分析.....	10
表 2: :2010 中国网络销售规模 Top10.....	21
表 3: 2009 年美国在线零售商 10 强.....	21
表 4: 部分开展网络购物业务的上市公司 2010.....	22

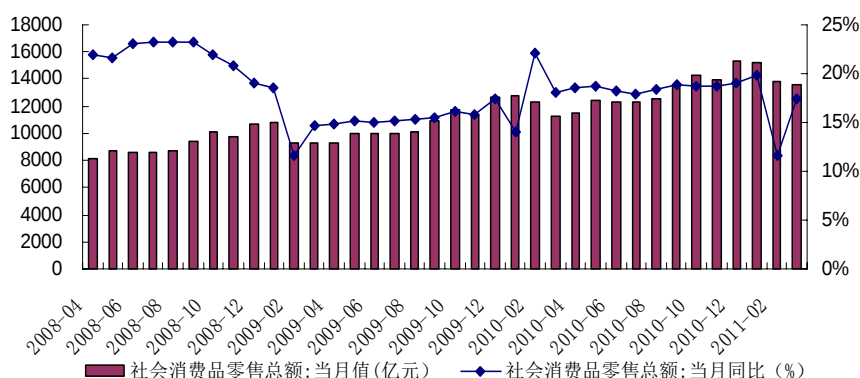
1、行业数据回顾

1.1 行业稳健增长势头不改

随着国内经济复苏,2010年国内零售市场基本走出了金融危机的影响,在经历了触底、反弹、上升之后,基本实现了平稳增长。虽然近期相关指标出现下滑,但我们判断整体影响不大,预计2011年国内消费市场总体上仍将保持稳步增长,行业增速保持在15%至20%之间。

2011年年初,社会消费品增速较去年同期出现了下降,其主要原因是由于汽车、石油及其制品销售增速低于预期和季节性因素影响所致,扣除以上影响之后则与去年同期基本持平,且三月份以来社会消费品增速出现明显改善。预计全年社会消费品零售总额将在15%至20%之间。

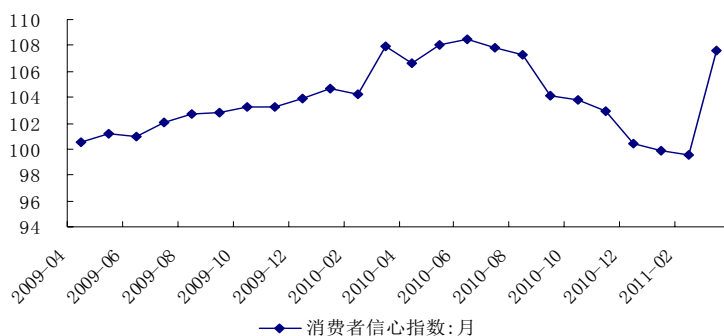
图 1: 社会消费品零售总额及其同比增速月度数据



数据来源: 中原证券; wind 资讯

消费者信心指数自去年年中触及108.5的高位以来,一路下滑至二月份的99.6。但考虑到消费者信心指数由消费者满意指数与消费者预期指数两部分构成,涵盖了对收入,宏观预期,就业状况的满意程度,未来的消费支出等等,涉及房地产,耐用消费品,汽车等行业,我们判断此轮消费者信心指数的下跌,更多是受到2010年以来房地产调控和车市调控的影响,预计该轮消费者信心指数的下跌不会影响普通消费品的支出。

图 2: 消费者信心指数

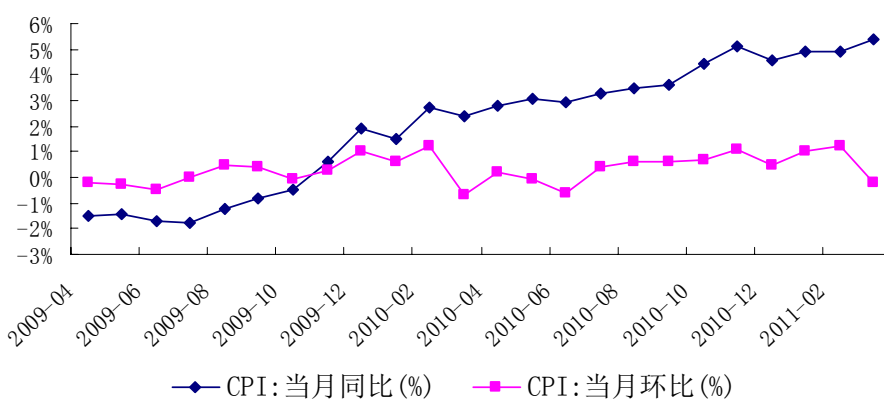


数据来源: 中原证券; wind 资讯

1.2 CPI 仍将保持高位运行

自2009年底CPI恢复正值以来,便呈现持续上涨的态势,并在2011年3月创下了5.40%的新高。虽然央行近期连续提高了准备金率和利率,但通胀的势头依然强劲,我们判断今年下半年CPI仍将保持高位运行。历史经验表明,在CPI介于3%至5%之间时,对同店销售和毛利率的提升最为显著,6%以上的恶性通胀以及通货紧缩对商业企业影响较为负面。因此,只要不演变为恶性通胀,当前的经济环境是有利于商业企业的。

图 3: CPI 同比和环比月度数据



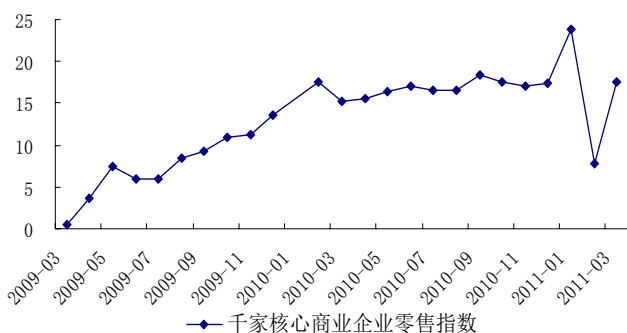
数据来源: 中原证券; wind 资讯

1.3 行业景气度已经恢复到危机前水平

截至2011年初,千家核心商业企业景气指数已恢复到金融危机前

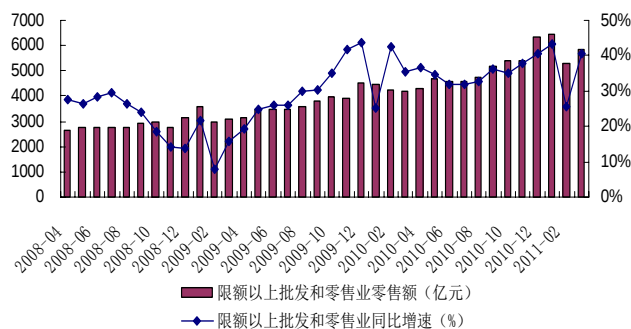
的水平。而限额以上批发和零售企业零售额及增速也处于历史高位，远超2008年金融危机前的水平。从百货，超市，专业店三种业态的销售额的当月同比数据来看，其销售增速相对稳定，已恢复到金融危机前的水平。预计2011年下半年国内零售行业仍将保持稳步成长。

图 4：千家核心商业企业零售指数



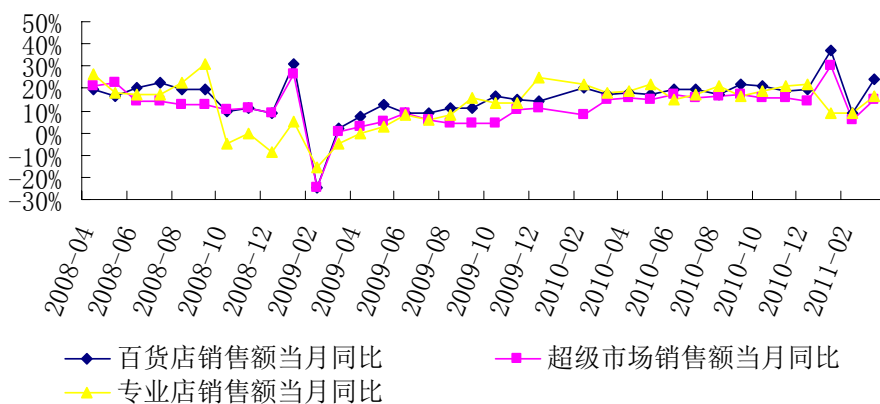
数据来源：中原证券；wind 资讯

图 5：限额以上批发和零售企业零售额及增速



数据来源：中原证券；wind 资讯

图 6：商务部监测各业态销售额同比增速



数据来源：中原证券；wind 资讯

2、多重政策利好，推动行业中长期向好

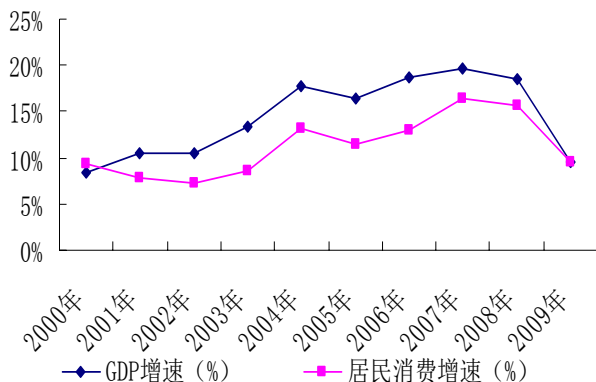
2.1 “十二五”规划利好零售行业长期发展

改革开放至今，我国经济水平取得了显著增长，但居民消费增速明显落后于GDP增速，从2000年至2009年之间，全国GDP的平均增速为14.32%，而同期居民消费增速仅为11.24%，相差超过3%。这导致我国总体消费占GDP的比重不断下降，全民消费水平率呈现趋势性下降。

收入增速较低和民生保障不足是制约我国消费增长的主要因素，由于居民

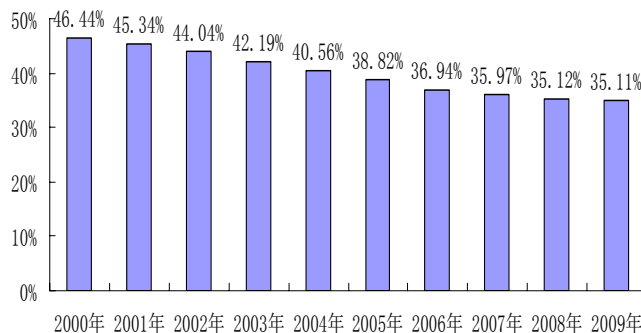
对未来支出存在较大的不确定性，因此预防性储蓄倾向加重，从而造成消费需求不断下降。

图 7: GDP 和居民消费增速



数据来源: wind 资讯; 中原证券

图 8: 居民消费占国民经济的比重



数据来源: wind 资讯; 中原证券

因此在《关于制定“十二五”规划的建议》中，党和国家果断提出加快经济发展方式的转变，建立扩大消费需求的长效机制，从过去强调“国富”转而强调“民富”，通过提高收入、改善民生、扩大内需、促进消费，力争逐步形成消费大国的发展格局。同时，国家还将增加社会保险、医疗、教育等方面的改革力度，通过加大财政投入力度减少居民对未来的不稳定预期，从而更加有效地促进城乡居民消费能力的释放。强有力的政策推动将成为新一轮消费增长的引擎，并将为区域零售业注入新的增长动力和活力。我们认为《关于制定“十二五”规划的建议》对行业的影响主要表现在以下四个方面：

- (1) 确认了消费对我国经济未来发展的重要地位;
- (2) 通过提高社会保障水平和改善民生条件，将有效改善居民预期，从而使潜在消费力得到很好的释放;
- (3) 合理调整收入分配关系将大大改善居民，特别是中低收入居民的收入水平，从而提高整体的消费水平。
- (4) 新业态，新热点有望成为引领行业未来的发展热点。

相信随着“十二五”规划的逐步实施，制约消费增长的因素将发生根本性的改变。随着抑制中国消费的因素逐渐消除，我们相信居民消费率将会获得长期、持续的增长。在这样的大背景下，国内居民最终消费的潜力将会获得极大的释放。

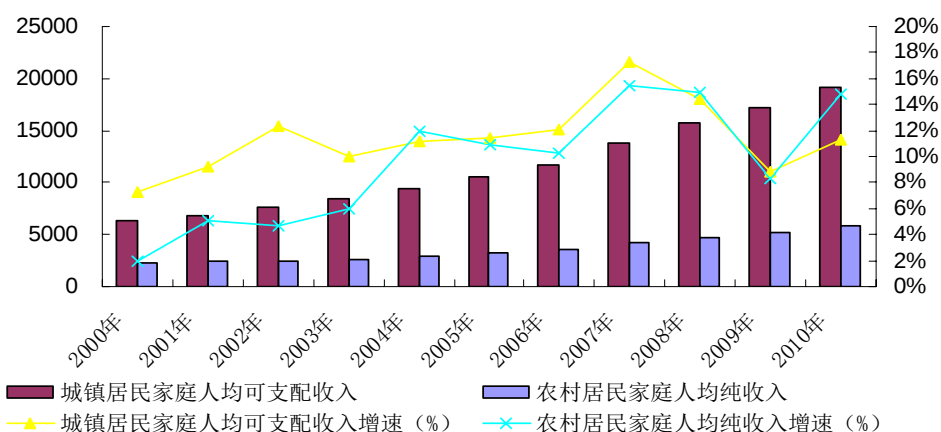
2.2 最低工资持续上调有利于低收入阶层消费增长

自2010年1月江苏省率先上调最低工资以来，全国各省市纷纷对最低工资标准进行了大幅上调，平均涨幅在25%左右。这次全国范围内的上调最低工资呈现以下特征：(1) 最低档的工资上涨幅度高于最高档工资的上调幅

度；（2）欠发达地区的工资上涨幅度高于发达地区的幅度。

2010年城镇居民可支配收入19109元，同比增长11.26%，同期农村居民纯收入为5919元，同比增长14.85%，这是多年来农村居民收入首次显著超过同期城镇居民收入。

图 9：城镇居民可支配收入及增速；农村居民人均纯收入及增速



数据来源：中原证券；wind 资讯

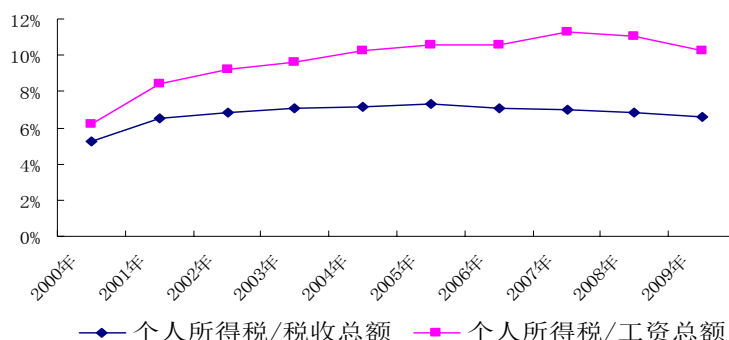
2011年伊始，部分省市在2010年的基础上又再次上调了最低工资标准，截至4月份，全国已有13个省市调整了最低工资标准，平均上调幅度在20%左右。预计其余省市也将进一步上调最低工资标准。

总体来说，全国范围内大幅上调最低工资标准对促进消费将会起到一定程度的推动作用，特别是低收入消费者如农民工、劳动密集型产业从业人员等的收入水平将会得到较大的改善。随着低收入人群工资水平的不断提高，我们预计与其消费层次相对应的超市业态有望从中受益。

2.3 个税调整有望增加居民消费支出

国内居民缴纳的个人所得税占财政税收的比例长期稳定在7%左右，但个人所得税占工资总额的比例却不断攀升，从2000年的6.19%上升到2009年的10.26%，居民税赋负担不断提高。

图 10: 个人所得税占税收总额比例



数据来源: 中原证券; wind

政府表示今年将对个税征收进行改革, 目前讨论的内容主要包括三方面:

- (1) 个税起征点从目前2000 元提高至3000 元;
- (2) 九级税率或调整为7级税率;
- (3) 草案拟扩大5%和10%两个低档税率的适用范围。

该草案在十一届全国人大常委会二十次会议上进行了初审。如果顺利的话将在6月底进行二审, 目前主要的争议点集中在起征点是否过低的问题上。

如果按照目前公布的方案执行, 免税人数所占的比重将得到提高, 高收入者的税负则略有上升。据估算, 个税修正草案中适用于10%及以下税率的纳税人占比将达到94%, 较现行9级税制增长了17%, 从而减轻了中低工薪阶层的个税负担。

同时该草案还调整了不同收入水平所对应的税率, 第一级5%税率对应的月应纳税所得额由现行不超过500元扩大到1500元, 第二级10%税率对应的月应纳税所得额由现行的500元至2000元扩大为1500元至4500元。同时, 草案还扩大了最高税率45%的覆盖范围, 将现行适用40%税率的应纳税所得额, 并入45%税率, 加大对高收入者的调节力度。经测算, 与2010年相比, 提高工资薪金所得减除费用标准, 约减少个人所得税收入990亿元; 调整工薪所得税率初次级距, 减收约100亿元;

通过个税方案的敏感性分析可以看到, 除起征点提高带来免征范围扩大减轻中低收入阶层负担外, 收入介于3000元和19000元之间的收入阶层的个税也将得到不同程度的减轻, 其中收入介于3000元至13000元的影响最为明显, 节省税金占个人收入的比例在2.5%至4.38%之间。

表 1: 个税改革敏感性分析

月收入	现行个税制度;	个税修正草案	差异	节税占收入比例
2000	0	0	0	0.00%
3000	75	0	75	2.50%
4000	175	50	125	3.13%
5000	325	125	200	4.00%
6000	475	225	250	4.17%
7000	625	325	300	4.29%
8000	825	475	350	4.38%
9000	1025	675	350	3.89%
10000	1225	875	350	3.50%
11000	1425	1075	350	3.18%
12000	1625	1275	350	2.92%
13000	1825	1525	300	2.31%
14000	2025	1775	250	1.79%
15000	2225	2025	200	1.33%
16000	2425	2275	150	0.94%
17000	2625	2525	100	0.59%
18000	2825	2775	50	0.28%
19000	3025	3025	0	0.00%
20000	3225	3275	-50	-0.25%

数据来源：中原证券；wind 资讯

从上述敏感性分析可以看出，新个税方案中最大的受益者为中低工薪阶层和中产阶级。因此，与其消费层次相对应的超市及中高端百货有望从中受益。

2.4 国内贸易“十二五”规划或将于近期出台

在“十二五”规划强调保障民生，扩大内需的大背景下，由商务部牵头编制的《国内贸易发展“十二五”规划》有望于近期出台，该规划有望将完善落实扩大消费提高到一个前所未有的高度，从而扭转国内延续多年的“重外贸、轻内贸”的经济发展格局，改善国民经济发展的结构，从而实现由依靠出口和投资拉动经济增长的格局向消费拉动转变。

“十二五”规划中反复强调的扩大内需转变发展方式，其中内需主要包括投资和消费两大部分，但从社会再生产过程来看，投资仅仅是中间需求，只有消费才是社会再生产的终点和新的起点，消费需求规模扩大和结构升级才是扩内需的根本动力，而过去投资加出口的发展模式其实满足的不过是海外的消费需求，随着中国经济的腾飞，国内消费的重要性凸显出来。因此预计《国内贸易发展“十二五”规划》的着力点将在于消费，通

过扩大内需来改善民生。

根据目前透露的信息，“十二五”内贸规划的思路主要包括以下五个方面：

- (1) 如何扩大消费；
- (2) 如何加大流通企业的建设；
- (3) 营销方式的转变；
- (4) 市场秩序环境的改善；
- (5) 经营主体如何进一步壮大并适应市场的需求，包括新型业态如何在零售领域里，能够按照现代组织、管理和流通方式做大、做强。

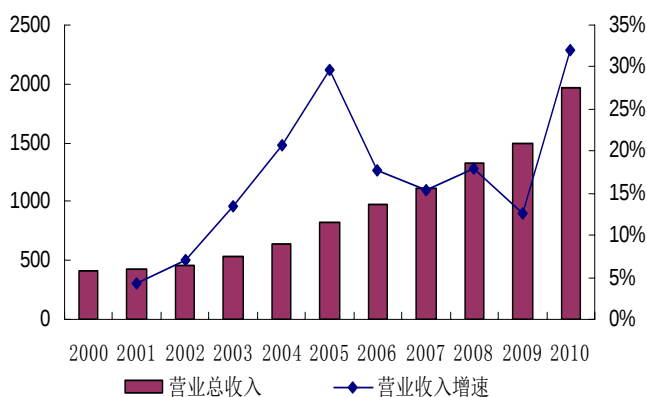
预计该规划的推出将对相关国内商贸零售行业未来五年的发展产生重大影响。

3、百货：前期快速扩张+合理估值

3.1 百货业发展趋势

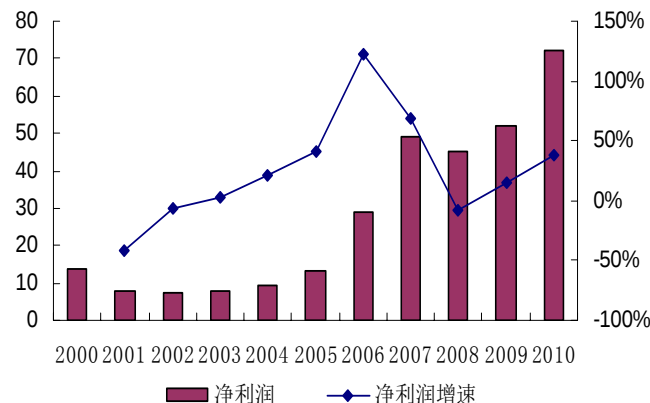
随着国内零售市场的持续发展，百货业近年来实现了快速增长，中信百货板块相关上市公司的整体营业收入从2000年的416.10亿元，增加到2010年的1963.81亿元，年均增速17%；而同期净利润则从13.65亿元增加到72.19亿元，年均增速25%。但在百货业持续繁荣现象的背后也隐藏着深刻的危机。这就是，百货店千店一面，差异化极小。随着市场竞争的加剧，百货业面临剧烈的业态分化、重新定位、经营方式创新的难关。

图 11: CS 百货行业营业收入（亿元）及增速（%）



数据来源：中原证券；wind 资讯

图 12: CS 百货行业净利润（亿元）及增速（%）



数据来源：中原证券；wind 资讯

百货业在未来发展过程中的以下趋势应当引起投资者关注：

1、业态多元化：传统大型综合百货商店经过近十年的发展，目前已经处于饱和和分化状态。一些百货门店向主题店、品牌店、精细化方向发展，

另一些则向大型购物中心转变。其中购物中心近年来的兴起，为传统百货公司提供了新的发展模式，许多公司积极参与到相关项目的开发中去。相比传统百货业，购物中心更关注休闲、娱乐、餐饮、文化消费结合的多业态组合，满足“一站式”消费需求。

2、经营模式向自营化回归：目前百货业的营业模式以联营为主，百货业扮演的角色更像是“二房东”，而不是经营者。这与国外百货店大多实行买断经营，按专业化、类别化、特色化细分市场定位，并直接进行顾客服务和经销商品的信息及物流服务的经营模式形成了巨大差异。虽然国内的这种模式减少了资金投入，降低了经营成本以及经营风险，但也带来了行业商品同质化，服务功能弱化，难以建立自身核心竞争力等一系列问题。未来经营模式上的转变将为行业发展带来革命性的改变。

3、市场定位差异化：由于消费品市场的快速发展，百货店作为经营选购品的专业店，也由于自身地位以及目标客户群的不同开始逐步分化，单纯的以商品经营为特征的百货店越来越向类别化、特色化发展。其中特别引人注目的是主要针对年轻人的时尚百货和以奢侈品为主的精品百货的发展尤为突出。

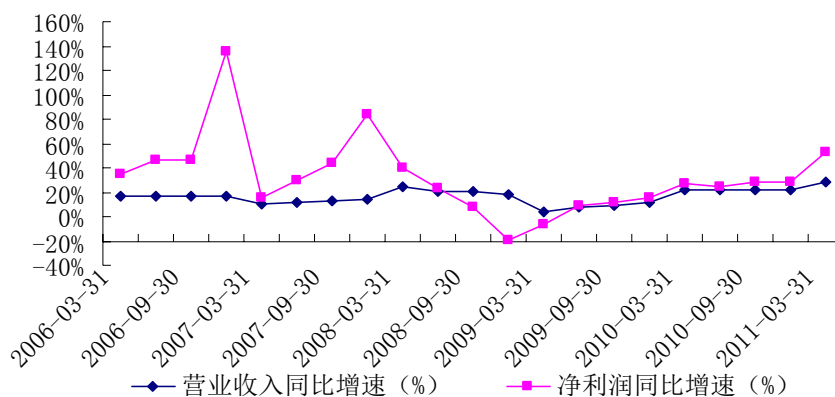
4、经营规模化：百货业增长的来源无外乎外延式扩张和内生性增长。由于行业的特性，当一家门店进入成熟期后，其内生性增长大都稳定在5%-10%的水平，进一步提升内生性增长的途径，无非是通过品牌管理升级提高经营档次，但这样所带来的增长还是相对有限的。因此外延式扩张能力对于一家成功的百货公司至关重要。它不仅仅意味着新增门店带来新的营业收入，同时随着公司规模的扩大，也使得企业在与供应商谈判的过程中处于强势地位，从而获得更大的利润空间。

5、重点发展区域中西部化：目前我国百货业布局呈现了局部过剩，但是整体不足的态势。首先东西部分布不平衡，据统计，百货零售店面数量和市场，东部地区占65%，中部地区占21%，而西部地区仅占14%。同时一二线城市相对饱和，三四线城市发展不足。随着未来中西部地区以及二三线城市经济的快速发展，将为百货业提供新的发展空间。

3.2 板块经营业绩

2010年至今，百货行业已经完全走出了金融危机的阴霾，销售规模逐年递增，上市公司的整体销售增速和利润增速已经恢复到危机之前的水平。我们预计在国家转变经济增长方式，以消费拉动经济增长的大背景下，百货业的整体经营业绩将持续向好。

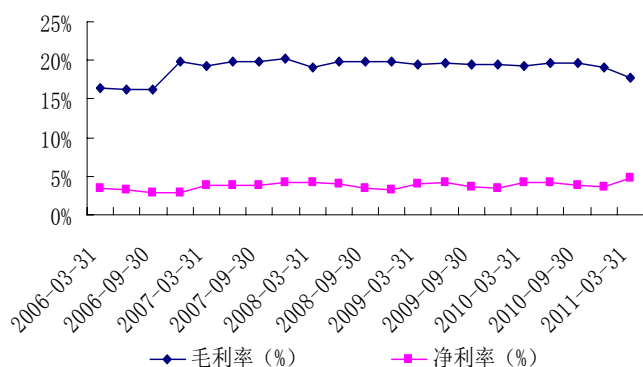
图 13: 百货行业营业收入和净利润同比增速



数据来源：中原证券；wind 资讯，

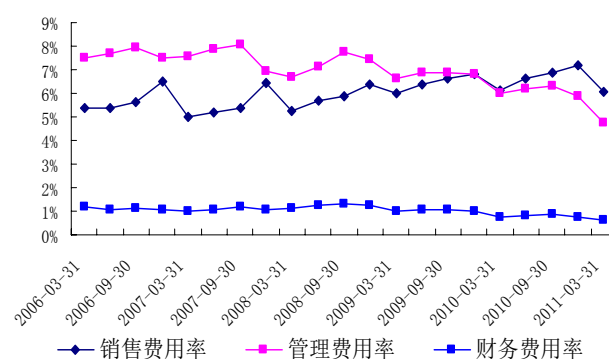
通过毛利率和净利率的变化可以看出，2011年以来该板块的毛利率水平出现了小幅下降，从2010年末的19.08%下降到2011年一季度的17.70%，这主要是由于行业向好带来竞争加剧，从而迫使相关公司打折促销力度加大。但与之相对应的是行业的净利率水平出现了小幅攀升，从2010年末的3.58%，提升到2011年的一季度的4.75%。通过对行业三费水平的分析，可以发现行业内销售费用率，管理费用率和财务费用率均出现了不同幅度的下降，这在一定程度上反映了行业整体的经营管理水平得到了提高，同时解释了毛利率下滑而净利率上升的原因。

图 14: 百货行业毛利率和净利率



数据来源：中原证券；wind 资讯

图 15: 百货行业三费比率



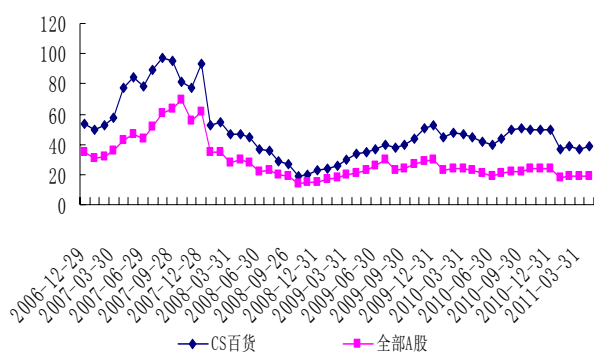
数据来源：中原证券；wind 资讯

3.3 板块估值

目前百货行业的估值已低于历史平均水平，但相对整体A股市场溢价则处于历史高位。截至2011年4月底，中信百货板块的整体静态PE为38倍，已

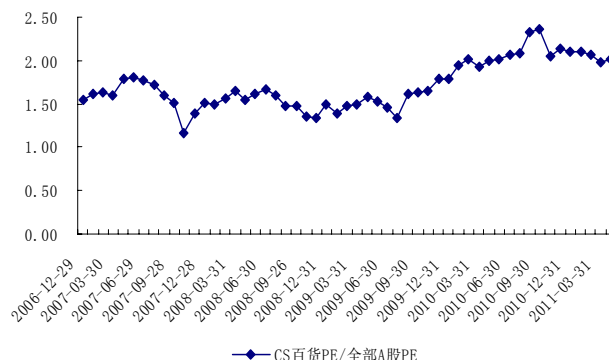
经低于过去4年48倍的平均水平，但较最低点19倍的估值水平依然高出一倍。从对全部A股的估值溢价来看，百货板块的PE倍数超过A股整体水平一倍，且处于历史高位。当前板块估值已在一定程度上反映了行业向好预期，并且受益于“十二五”产业结构调整，百货板块仍有望维持高估值。因此建议投资者关注前期快速扩张+估值合理的上市公司。

图 16: 中信百货板块和全盘 A 股静态 PE 估值



数据来源：中原证券；wind 资讯

图 17: 中信百货板块相对全盘 A 股 PE 估值溢价



数据来源：中原证券；wind 资讯

3.4 投资策略

目前国内百货类上市公司的经营模式主要以联营为主，在该模式下公司的主要收入来源以销售分成和渠道费用为主，同时百货业最大的成本租金则由于长期租赁合同或自有门店的缘故并不会同步攀升，因此在通胀的大环境中，百货业的营业收入及利润有望随商品价格的提升而上涨。

在国内中产阶层消费群体崛起，消费结构不断提升的大背景下，百货业将延续目前的良好发展态势。同时新的个税方案有望进一步推动中产阶级消费，经测算，收入介于3000元和19000元之间的中产阶级有望成为个税调整方案的最大收益阶层，其中收入介于3000元至13000元的影响最为明显，节省税金占个人收入的比例在2.5%至4.38%之间。

建议投资者关注前期快速扩张+合理估值的上市公司。这主要是因为百货业新增门店往往需要2-3年的培育期，因此前期新增门店无法在短期内对利润产生贡献，相反，相关的开办费用以及新增的投资往往会拖累原来的业绩，但随着新增门店的日渐成熟，此类上市公司未来的业绩有望迎来一波快速的增长。关注全国布局有较强复制能力的天虹商场（002419）；前期门店快速增长但业绩尚未得到有效释放的银座股份（600858）；新增门店陆续投入使用并将大幅提升原有经营规模的鄂武商（000501）和广州友谊（000987）。

4、超市：布局中西部+合理估值

4.1 超市业发展趋势

超市业是一个进入门槛较低，业态活跃、竞争激烈的行业，该业态在上世纪90年代被引入国内市场以来实现了快速的发展。从中信超市板块相关上市公司的整体经营业绩可以看出，过去10年，营业收入从2000年的55.95亿元增加到2010年的885.45亿元，增长了将近16倍，年均增速36.59%；而同期净利润则从2.72亿元增加到19.90亿元，年均增速26.74%。

图 18: CS 超市行业营业收入（亿元）及增速（%）

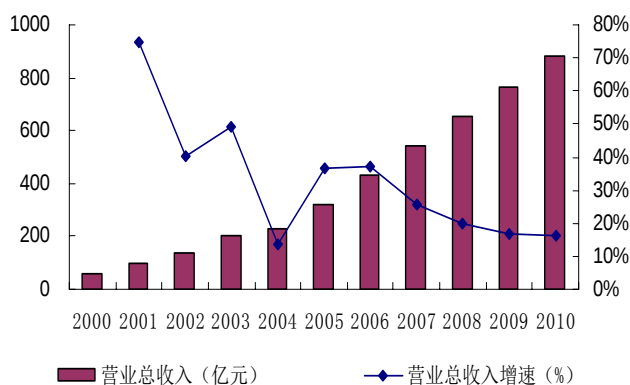
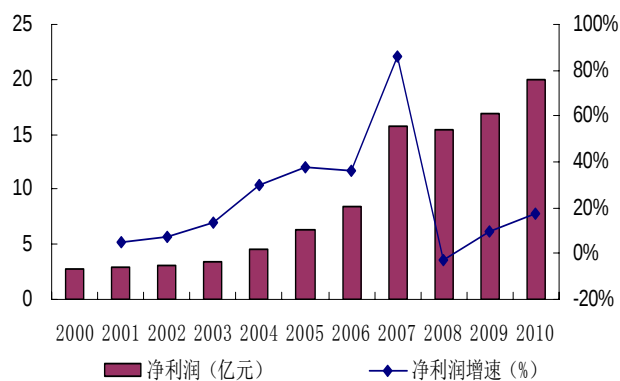


图 19: CS 超市行业净利润（亿元）及增速（%）



数据来源：中原证券；wind 资讯

数据来源：中原证券；wind 资讯；

超市业在未来发展过程中的以下趋势应当引起投资者关注：

1、业态多元化：我国超市业态类型已由早期千店一面逐渐分化出不同种类类型，其中包括：营业面积在2000—5000平方米，为特定居住区顾客服务的综合型超市；营业面积在1万平方米以上，实行廉价销售，经营品种齐全，有足够辅助面积的大卖场；营业面积一般在1000平方米以下，主要经营食品和日用百货的便利型超市；为满足小型商店、集团采购的仓储式超市等。

2、经营规模化：随着超市行业的发展，超市的经营规模也呈现出上升的趋势。这种上升趋势主要体现在两个方面：一是连锁超市公司的门店数量急剧上升；二是超市的单店面积不断扩大。通过连锁经营发挥规模效益是超市发展重要手段。较大的经营规模使得超市企业在与供应的博弈环节处于相对强势地位，从而获得更多的利润空间。

3、自有品牌系列化：通过自有品牌建设充分发挥品牌效应是目前超市发展的明显趋势。在超市竞争日趋白热化的经营环境中，开发和经营自有

品牌既能达到降低进货销售成本，又能为消费者提供满意的商品。

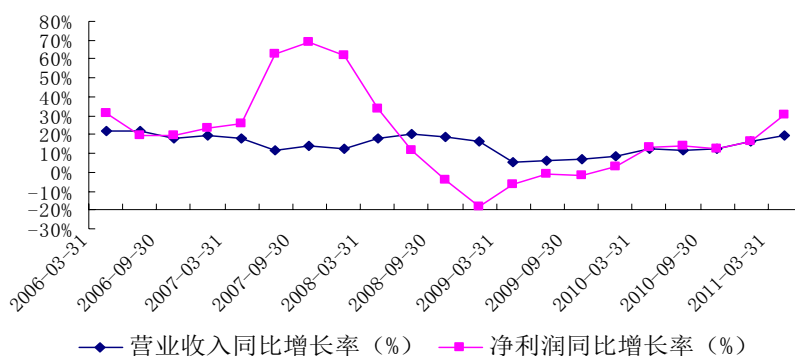
4、物流配送中心快速发展：物流中心的建设在超市的发展经营中扮演着重要的角色，专业的物流配送中心运用先进电子技术，将极大地提高超市运营效率，降低物流成本，提高企业的整体竞争力。目前常见的物流配送主要有两种模式，一种是自建配送中心，即超市经营的所有商品全部由自己的配送中心配送；另一种模式是内外配送服务并用，有些企业虽然建立了自己的配送中心，但是也使用第三方的配送服务。

5、投资主体多元化：相对于百货行业而言，超市进入门槛较低但市场空间巨大，因此吸引了大量投资者，投资主体结构日益呈现多元化趋势。不仅国有商业企业积极参与超市经营，外资、私营等经济也大规模涌入超市领域，使连锁超市市场充满活力和生气，但也带来了市场竞争的白热化。其中特别需要关注的是，外资企业在国内超市行业中扮演着举足轻重的角色，大润发，沃尔玛，家乐福等在行业内处于领先地位。

4.2 板块经营业绩

超市行业的整体运营状况已经完全走出了金融危机的影响，营业收入增长率以及净利润增长率均已恢复到危机前的水平，并在近期呈现加速上升的态势。在政府推动消费拉动经济，居民收入增加，特别是低收入阶层工资快速增加的大背景下，预计下半年超市行业将延续上半年的良好势头。

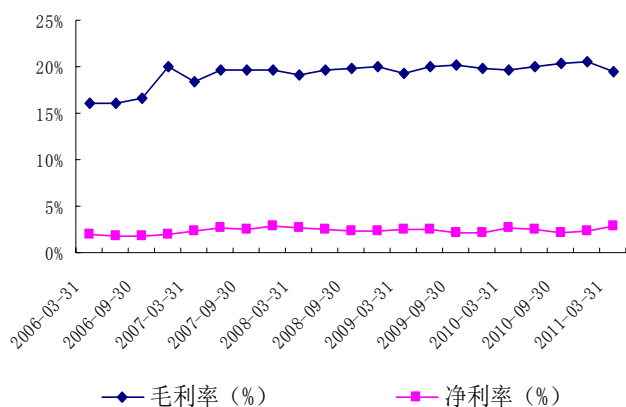
图 20：超市行业营业收入和净利润同比增速



数据来源：中原证券；wind 资讯；

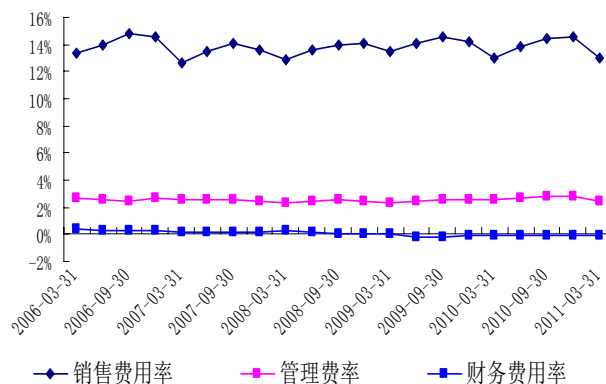
超市行业整体的毛利率和净利率水平相对稳定，即使在金融危机期间也波动不大。2011年一季度，行业毛利率水平为19.54%，净利率水平为2.82%，与去年同期基本持平。行业的三费比率也保持了相对稳定，但呈现出有规律的周期性波动。预计今年下半年行业运营将继续保持稳定。

图 21: 超市行业毛利率和净利率



数据来源：中原证券；wind 资讯；

图 22: 超市行业三费比率

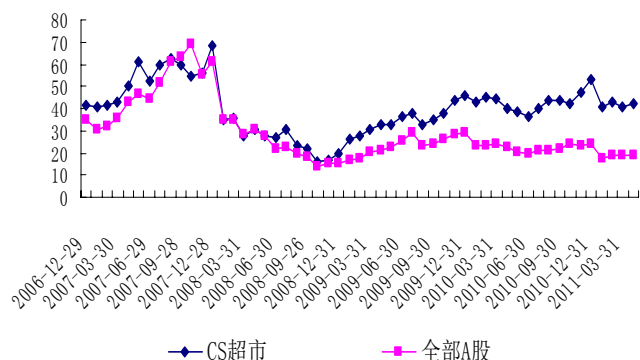


数据来源：中原证券；wind 资讯；

4.3 板块估值

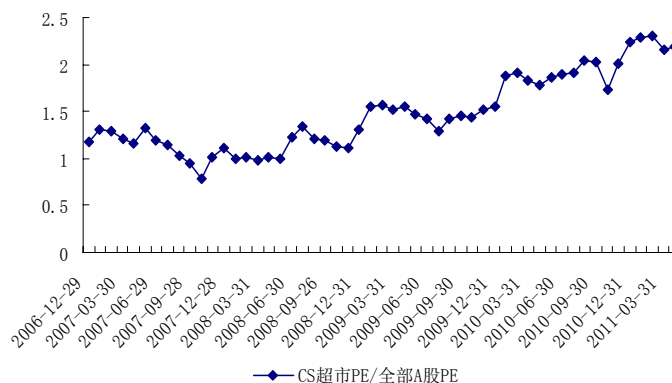
目前超市业的整体估值于历史平均水平基本持平，但是相对于全盘 A 股则处于历史高位。截至 2011 年 4 月底，中信超市板块的整体静态 PE 为 42 倍，略高于过去 4 年 40 倍的平均水平，但较最低点 22 倍的估值水平依然高出近一倍。从对全部 A 股的估值溢价来看，超市板块的 PE 倍数是 A 股整体水平的 2.19 倍，大幅高于 1.47 倍的平均水平，且处于历史高位。当前超市板块估值已在一定程度上反映了行业向好预期，并且受益于国家相关政策的影响，该板块板块仍有望维持高估值。我们建议投资者关注布局中西部+估值合理的上市公司。

图 23: 中信超市板块和全盘 A 股静态 PE 估值



数据来源：中原证券；wind 资讯；

图 24: 中信超市板块相对全盘 A 股 PE 估值溢价



数据来源：中原证券；wind 资讯；

4.4 投资策略

温和通胀环境下，超市营业收入增速有望加快，毛利率缓慢回升。这主要是由于CPI的成分主要由日用消费构成，而超市又以日用消费品的销售为主。因此通胀有望为超市的短期经营带来“量价齐升”的局面：一方面由于对未来价格上涨的预期会助推超市销售量的增长，另一方面由于超市所售产品以必需消费品为主，因此有利于超市将价格压力传导给终端消费者。

在全国范围最低工资连续大幅上涨，个税起征点提高的大背景下，中低阶层收入水平将迎来一波快速的上涨，与中低阶层消费联系紧密的超市业态有望从中受益。

建议投资者重点关注布局中西部+合理估值的上市公司，这主要是因为国家经济调整的大背景下，近年来中西部地区经济的增长步伐明显加快，无论是GDP增速还是社会消费品零售总额的增速均呈现赶超东部发达地区的态势。同时随着一、二线城市市场的日渐饱和，三、四线城市将为企业的扩张提供新的空间。同时，考虑目前三四线城市经济发展的现状，我们判断超市业态更符合目前的市场环境，有望在当地经济发展、居民收入提升和消费升级的大背景下获益。建议重点关注武汉中百（000759）。

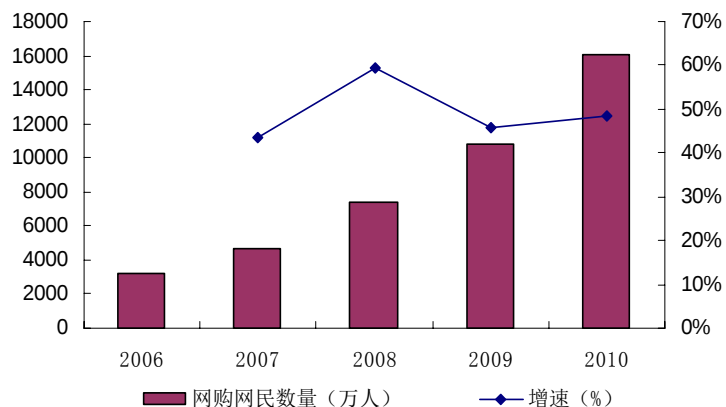
5、电子商务：关注开展 B2C 业务的传统零售商

5.1 行业发展现状

中国网上购物的历史起始于1998年，但受制于物流配送，支付手段，消费习惯等问题，2004年以前国内的网购业务发展缓慢。之后随着互联网的逐步普及，和中国互联网一同成长起来的“80后”，“90后”逐渐成为消费主体，以及结算方式和物流配送体系的日益完善，国内的网络购物市场开始了迅猛发展。

根据中国互联网络信息中心的统计，我国网购人数从2006年的3233万人增加到2010年的1.6亿人，年均增速将近50%，然而和中国4.5亿的网民规模相比，网购用户仅为网民规模的三分之一，而这一比例在欧美互联网普及较高的地区稳定在三分之二。因此我国网络购物的潜力还有较大的成长空间。

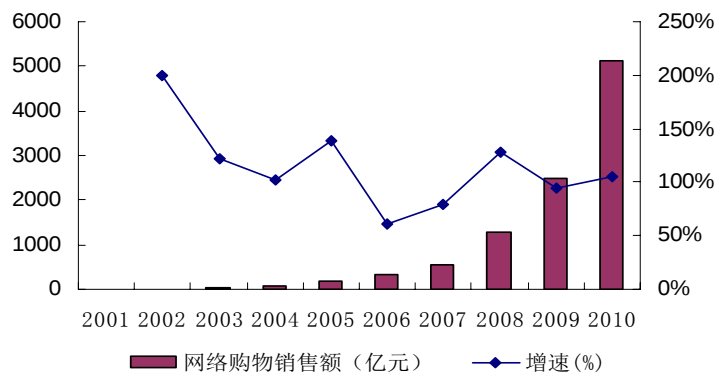
图 25: 网购网民数量及增速



数据来源：中原证券；CNNIC

同期，我国网络购物的市场规模也出现了突飞猛进的发展，从2001年的6亿元发展到2010年的5131亿元，年均增速高达115%，远远超过同期社会消费品零售总额年均16%的增速。

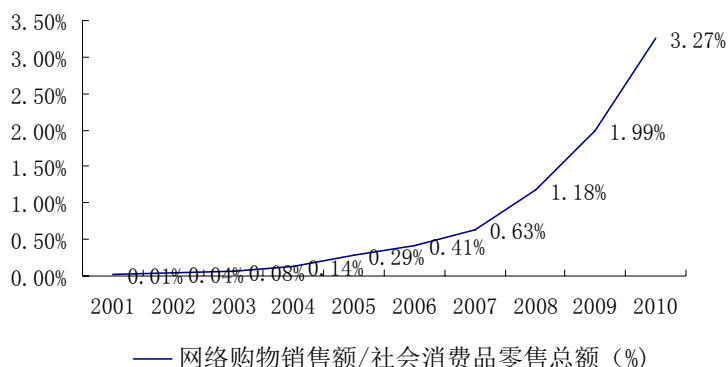
图 26: 网络购物销售额及其增速



数据来源：中原证券；CNNIC

在经过十年的快速发展之后，网络购物占社会消费零售品总额的比例迅速扩大，但绝对值依然较小，截至2010年，这一比例仅为3.27%，未来还有较大的提升空间。

图 27：网购销售额占社会消费品零售总额比例



数据来源：中原证券；CNNIC

随着网络购物爆发式增长，其重要性已经得到政府部门充分认可，根据商务部2009年发布的《关于加快流通领域电子商务发展的意见》，未来政府部门对于电子商务的扶持力度将持续加大，力图创造更加规范的网上交易环境，并扶持一批规范的网购企业，力争到“十二五”（2011-2015）期末，网络购物交易额占我国社会消费品零售总额的比重提高到5%以上。当然，结合网购市场目前的发展形势，我们认为这一目标在未来一至二年内便可实现。

5.2传统零售商或将迎来新的发展机遇

目前网上商城在我国仍然处于导入期，其主要经营模式包括以京东商城为代表的B2C模式和以淘宝为代表的C2C模式。然而目前我国在线零售商的竞争格局还是以纯电子商务企业为主导，在艾瑞咨询刚刚公布的2010年B2C排名中，仅有苏宁易购一家进入了前十名，且交易规模与排名一二的淘宝商城、京东商城存在较大差距。出现这种局面的原因，主要是由于网络经营与实体经营存在较大差异，而传统零售企业缺乏网络销售的经验，如何处理线上线下业务的冲突也使部分零售商不敢贸然启动线上业务。另外我国消费市场空间很大，实体门店仍有较大发展空间，因此部分传统零售商进军网购市场的动力不足。

表 2: :2010 中国网络销售规模 Top10

排名	网站名称	网站类别	成立时间	2010 年交易额 (亿元)	2010 年客单价 (元)
1	淘宝商城	综合百货	2008	300	145
2	京东商城	综合百货	2004	102	350
3	卓越亚马逊	综合百货	2000	30	125
4	当当网	综合百货	1999	22.6	91
5	凡客诚品	服装服饰	2007	18.5	160
6	新蛋网	家电数码	2001	18	330
7	红孩子	母婴用品	2004	15	180
8	麦考林	服装服饰	1996	12.1	150
9	苏宁易购	家电数码	2007	10	1000
10	一号店	综合百货	2008	8.1	120

数据来源: 中原证券; 艾瑞咨询,

参考美国的状况我们建议投资者可以关注涉足B2C业务的传统零售商的投资机会。美国传统零售商在网络零售领域占有重要地位。根据2009年美国在线零售商10强排名, 可以看出10家企业中, 大多数是拥有实体零售门店的传统零售商, 如Wal-Mart、Bestbuy等, 以及厂商自建渠道如Apple、Dell等, 纯粹的网络零售商仅Amazon一家。这一现象说明, 在线零售很大程度上是厂家营销渠道和传统零售商为满足不同消费群体需要的业态补充。因此在我国网络购物迅速发展的大背景下, 相关公司的投资机会值得关注。

表 3: 2009 年美国在线零售商 10 强

排名	公司名称	2009 年网络销售额 (USD Million)	网络销售占总销售额	同比增速	主营业务
1	Amazon	24510	100%	27.9%	综合
2	Staples	9800	40.37%	27.3%	办公用品
3	Dell	4530	8.56%	-6.2%	电脑
4	Apple	4250	9.91%	16.7%	电子产品
5	Office Depot	4100	33.76%	-14.6%	办公用品
6	Wal-Mart	3500	0.86%	19.8%	超市
7	OfficeMax	2775	38.48%	-10%	办公用品
8	Sears	2774	6.30%	3%	百货
9	CDW Corp	2470	30.60%	-5%	IT 产品
10	Best Buy	2459	4.95%	20%	电子产品

数据来源: 中原证券; 《IT 经理人》,

目前部分上市公司已经建立了自己的网上交易平台，如苏宁易购，百联E购等

表 4：部分开展网络购物业务的上市公司 2010

序号	公司简称	网点名	网址
1	苏宁电器 (SZ. 002024)	苏宁易购	www.suning.cn
2	百联股份 (SH. 600631)	百联E城	www.blemall.com
3	王府井 (SH. 600859)	王府井网上商城	www.goonow.com
4	大商股份 (SH. 600694)	大商网上商城	www.66buy.cn
5	西单商场 (SH. 600723)	西单商城 I 购物	www.igo5.com
6	天虹商场 (SZ. 002419)	网上天虹	www.myrainbow.cn
7	广百股份 (SZ. 002187)	网上广百	www.eshop.grandbuy.com.cn
8	武汉中百 (SZ. 000759)	中百网	www.zon100.com

数据来源：中原证券

在众多的传统零售商中，我们看好全国布局的大型零售商进军B2C市场，因为他们的品牌号召力、客户体验与服务、强大的物流链等优势，是目前纯网络零售商以及绝大多数传统零售商所无法比拟的。

6、风险提示

目前板块的估值处于相对高位。

宏观经济发生重大变化。

CPI 持续的增长演化成为恶性通胀。

居民实际收入低于预期。

7、重点公司

天虹商场（002419）——增持（首次）

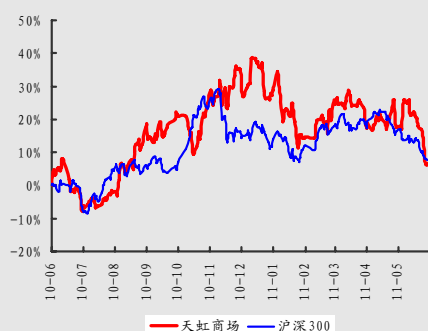
市场数据（2011.5.13）

收盘价（元）	22.19
一年内最高/最低（元）	52.55/ 33.36
沪深300 指数	3128
市净率（倍）	5.03
流通市值（亿元）	22.21

基础数据（2011 年 3 月 31 日）

每股净资产（元）	4.39
每股经营现金流（元）	0.78
毛利率（%）	21.06%
净资产收益率（%）	5.74%
资产负债率（%）	54%
总股本/流通股（万股）	80020/10010
B 股/H 股（万股）	0/0

个股相对沪深 300 指数表现



投资要点:

业态组合差异化经营。公司以独特的“百货+超市+X”为基础的“社区购物中心”和“城市中心店”两种门店模式，通过略有差异的方式经营百货商场。以城市中心店为“月”确立商业地位，社区购物中心为“星”占领市场份额，社区购物中心和城市中心店相互配合，呈“众星拱月”状布局，在总体发展上采用集群式发展，充分发挥连锁经营的规模优势。

轻资产模式有利于公司快速扩张。公司是一家轻资产的商业连锁企业，旗下门店多为租赁物业，这种模式可以避免高额折旧，降低经营成本，同时在未来经营趋势不明朗的情况下可以发挥灵活经营的优势。

全国扩张，积极布局重点区域。公司提出在“有效益扩张和可持续发展”前提下“立足珠三角，拓展长三角，辐射闽三角，面向全中国”的发展布局。自从 2002 年公司开始异地扩张以来，已先后进入 12 个城市，其中广东省以外的城市有 10 个。

高成长性，高盈利能力。得益于差异化的经营模式、正确的发展战略、优秀的管理水平，公司的成长性和盈利能力显著好于其他零售公司。公司 2006 年至 2010 年销售年均增长率超过 30%，综合毛利率与各项费用率明显优于同业平均水平。

盈利预测与估值：预计公司 2011 年、2012 年年每股盈利为 0.73 元、0.94 元，对应目前 22.19 元的股价，30 倍的动态市盈率估值基本合理，给予公司“增持”评级。

风险提示：优质门店资源的稀缺以及租金成本上涨可能对公司连锁发展产生负面影响；中高端人才相对短缺，不能完全满足公司的快速发展；公司的扩张计划不能达到预期目标，且内生性增长低于预期；宏观经济增长低于预期；CPI 持续的增长演化成为恶性通胀。

	2009 年	2010 年	2011E	2012E
营业收入(百万)	8,057.27	10,174.36	12951.36	16557.96
增长比率 (%)	17.41%	26.28%	27.29%	27.85%
净利润(百万)	355.95	485	584.75	747.59
增长比率 (%)	13.50%	36.26%	20.57%	27.85%
每股收益(元)	1.02	1.28	0.73	0.94

银座股份（600858）——增持（首次）

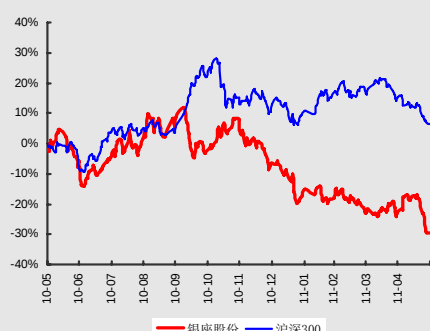
市场数据（2011.5.13）

收盘价(元)	22.19
一年内最高/最低(元)	30.85/20.12
沪深300指数	3128
市净率(倍)	2.90
流通市值(亿元)	58.56

基础数据（2011年3月31日）

每股净资产(元)	7.66
每股经营现金流(元)	0.7
毛利率(%)	16.53
净资产收益率(%)	3
资产负债率(%)	70.15
总股本/流通股(万股)	28892/26342
B股/日股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



投资要点:

- **快速门店扩张拉低公司短期业绩，但有利于公司长远发展。**从2008年开始，公司门店扩张的速度明显加快，2008年、2009年和2010年分别新增门店9家、11家和17家。然而快速开店带来的相关费用也在短期内对公司的盈利造成了负面影响。但是我们认为公司的发展战略是相当明智的，虽然牺牲了短期利益，但这一战略对公司将来的发展十分有利。未来随着公司门店扩张速度放缓，我们认为公司的三费水平将会逐步回落。同时前期的新开门店也将逐步进入成熟期，为上市公司贡献更多的收入，从而大幅提升公司的盈利水平。
- **大股东资产注入预期强烈。**银座股份大股东山东省商业集团提出打造以零售业为主的多元化航母，其战略规划是梳理旗下产业，利用上市公司平台进行零售业整合，并最终实现零售业的整体上市。而整体上市最好的平台非银座股份莫属，由于商业集团控股的另一零售企业银座商城和银座股份业态重合，商业集团多次承诺避免并最终消除两者的同业竞争。2009年大股东将淄博银座6家门店注入上市公司之后，银座商城仍持有30家零售门店，包括7家家居店，主要分布在济南、济宁、聊城、日照等地。山东省商业集团如能将银座商城的资产全数注入股份公司，将极大地提升上市公司盈利能力和公司价值。
- **盈利预测与估值：**预计公司2011年、2012年每股盈利0.55元和0.95元。结合公司目前22.00元的股价，2011年动态市盈率40倍估值偏高，但考虑未来随着开店速度的放缓以及新开门店业绩的释放，公司业绩有望大幅攀升，同时公司存在大股东资产注入的预期，我们给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**公司由于快速扩张带来的相关费用持续攀升。宏观经济发生重大变化。CPI持续的上涨演化成为恶性通胀。

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	5,242.64	8549.14	11366.2	14130.45
增长比率(%)	24.99%	63.07%	32.95%	24.32%
净利润(百万)	114.68	161.93	164.19	281.03
增长比率(%)	-18%	41%	2%	74%
每股收益(元)	0.5	0.54	0.55	0.95

广州友谊（000987）——增持（首次）

市场数据 (2011. 5. 13)

收盘价 (元)	24.42
一年内最高/最低 (元)	32.30/21.60
沪深300 指数	3128
市净率 (倍)	5.25
流通市值 (亿元)	86.90

基础数据 (2011 年 3 月 31 日)

每股净资产 (元)	4.60
每股经营现金流 (元)	-0.02
毛利率 (%)	21.35
净资产收益率 (%)	7.05
资产负债率 (%)	42%
总股本/流通股 (万股)	35895.8/35844.2
B 股/日股 (万股)	0/0

个股相对沪深 300 指数走势



投资要点:

- **公司主营业务稳健。**2010 年公司实现销售收入 35.86 亿元,同比增长 21%,归属于上市公司股东净利润 3.27 亿元,同比增长 14.7%,每股收益 0.91 元。
- **公司是一家以百货业态为主导的商业企业。**在国内中产阶层消费群体崛起,消费结构不断提升的大背景下,公司有望延续目前的良好发展态势。同时作为一家深耕广州市场的百货企业,强大的品牌号召力以及优越的商业位置,为公司未来的业绩增长提供了重要保障。
- **公司处于快速扩张期的初期阶段,未来业绩有望快速攀升。**公司多年以来以内生性增长为主,在外延性扩张方面相对保守。但近期公司加快了外延式扩张的步伐,先后公布了 4 个新增项目,其中环市东店扩张项目和国金中心店已于 2010 年先后投入运营,而佛山国际商业中心和长隆奥特莱斯项目也将于 2011 年底或 2012 年初投入使用。考虑之前公司旗下的门店仅有四间,因此新增门店有望在未来对公司业绩的提升产生较大的拉动作用。
- **盈利预测与估值:**经测算,公司 2011 年、2012 年每股盈利为 1.12 元、1.38 元,对应目前 24.77 元的股价,其 2011 年 22.12 倍的动态市盈率明显估值偏低,给予公司“增持”评级。
- **风险提示:**宏观经济增长低于预期;CPI 持续的增长演化成为恶性通胀。行业竞争格局产生重大变化;受制于人员,管理,资金等方面的原因使公司经营业绩低于预期。

	2009 年	2010 年	2011E	2012E
营业收入 (亿元)	29.59	35.85	46.14	57.05
增长比率 (%)	12.96	21.17	28.69	23.64
净利润 (亿元)	2.85	3.27	4.01	4.95
增长比率 (%)	10.89	14.74	22.45	23.63
每股收益 (元)	0.79	0.91	1.12	1.38

鄂武商（000501）——增持（首次）

投资要点：

- 武汉武商集团股份有限公司是湖北省最大的综合性商业零售企业之一，其经营业态涵盖百货业务、量贩超市连锁二大主力业态。2010年公司实现营业收入105.37亿元，同比增长32.75%；归属于母公司的净利润2.94亿元，同比增长22.95%，每股收益0.58元。公司旗下共有百货门店6家，量贩门店75家，辐射范围涵盖襄樊、鄂州、黄冈、沙市、咸宁、宜昌、十堰、黄石等地市。
- 2011年下半年，公司新建武商摩尔城项目和十堰现代商业城项目将陆续投入使用。其中摩尔城项目定位高端奢侈品，建筑面积达27.04万平方米，与武商现有三大主力百货门店武汉国际广场购物中心，武汉广场，世贸广场相毗邻，同处于武广商圈核心位置。十堰现代商业城项目则是拆除原十堰人商大楼，在其原址上重新修建，建筑面积13.35万平方米。该门店位于十堰市最繁华的商业中心，交通便利，建成后有望成为鄂西北最具影响力的商业项目。考虑目前公司现有6家门店的总面积仅为32.9万平方米，预计新项目投入使用后将对公司业绩产生巨大影响。
- 盈利预测与估值：经测算，预计公司2011年、2012年每股盈利为0.69元、0.89元，对应目前19.24元的股价，其2011年28倍的动态市盈率估值偏高，但考虑公司业绩未来提升空间较大，给予公司“增持”评级。
- 风险提示：宏观经济增长低于预期；CPI持续的增长演化成为恶性通胀。行业竞争格局产生重大变化；受制于人员，管理，资金等方面的原因使公司经营业绩低于预期。

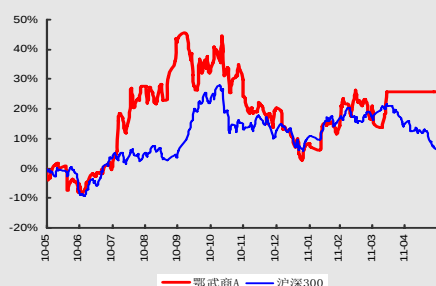
市场数据 (2011.5.13)

收盘价 (元)	19.24
一年内最高/最低 (元)	22.87/13.28
沪深300 指数	3128
市净率 (倍)	5.24
流通市值 (亿元)	97.58

基础数据 (2011年3月31日)

每股净资产 (元)	3.63
每股经营现金流 (元)	1.00
毛利率 (%)	18.61
净资产收益率 (%)	7.11
资产负债率 (%)	73.66
总股本/流通股 (万股)	50724/50719
B股/日股 (万股)	0/0

个股相对沪深300指数走势



	2009 年	2010 年	2011E	2012E
营业收入 (亿元)	79.37	105.37	131.73	168.31
增长比率 (%)	19.73	32.75	24.76%	27.76%
净利润 (亿元)	3.17	3.78	4.39	5.43
增长比率 (%)	15.68	18.98	16.11%	23.84%
每股收益 (元)	0.47	0.58	0.69	0.89

武汉中百（000759）——增持（首次）

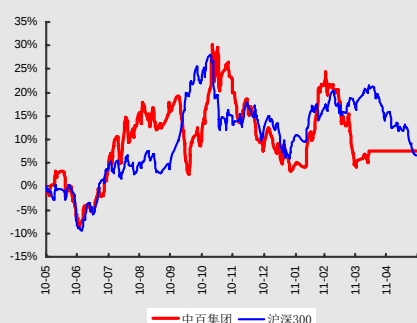
市场数据 (2011 年 5 月 13 日)

收盘价 (元)	12.32
一年内最高/最低 (元)	15.55/10.10
沪深300 指数	3128
市净率 (倍)	3.37
流通市值 (亿元)	83.82

基础数据 (2011 年 3 月 31 日)

每股净资产 (元)	3.80
每股经营现金流 (元)	0.85
毛利率 (%)	17.93%
净资产收益率 (%)	3.58
资产负债率 (%)	60.65
总股本/流通股 (万股)	68102/68042
B 股/日股 (万股)	0/0

个股相对沪深 300 指数走势



投资要点:

- **省内经济环境有利于公司快速发展。**武汉中百是湖北省最大的超市零售商，网络渗透和管理优势突出。国家“十二五”规划，“中部崛起”战略以及武汉城市圈建设的叠加效应有望加快湖北地区经济的发展。随着湖北省经济发展的提速，城市化进程的加快，居民收入的提高，公司将迎来一波快速发展的契机。同时湖北省内二三线城市市场远未饱和，为公司传统业务的外延式扩张提供了空间。
- **公司传统业务发展势头良好。**公司共经营中百仓储超市 147 家（武汉地区 57 家，湖北省内 55 家，重庆 35 家）；中百便民超市 516 家（加盟店 63 家）；百货店 4 家；公司各项业务经营稳健。随着公司逐步提高商品直接采购的比例，针对门店特点大力调整商品结构、优化商品配置，以及加强企业信息化建设和加快物流重点项目建设努力，盈利水平有望得到进一步的提升。
- **新建物流中心保障公司业务扩张：**门店扩张依然是公司未来实现快速发展的重点，公司计划每年新增仓储大卖场 15-20 家，便民超市 40-60 家的目标，将成为公司规模扩张的关键。而公司近期加大了省内及重庆地区物流设施的建设，将为公司业务的扩张提供有力支持，其中在建的配送中心包括：江夏，恩施，襄樊，咸宁，浠水，重庆 6 处。随着新建物流中心逐步投入使用，将有效降低公司的物流成本，提高公司的运转效率，从而有力支持公司在区域内二三线城市的扩张计划，扩大公司在区域内的竞争优势。
- **估值和建议：**预计公司在 2011 年、2012 年每股盈利 0.49 元和 0.64 元。结合公司目前 12.32 元的股价，2011 年动态市盈率 25 倍，估值基本合理，给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**公司的扩张计划不能达到预期目标，且内生性增长低于预期。宏观经济发生重大变化。CPI 持续的上涨演化成为恶性通胀。

	2009 年	2010	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	10023.2	11872.45	13355.26	15184.69
增长比率 (%)	16.77%	24.53%	22.84%	13.69%
净利润 (百万元)	212.49	250.33	340.69	435.6
增长比率 (%)	25.02%	30.66%	36.10%	27.85%
每股收益 (元)	0.38	0.37	0.49	0.64

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。