

相对投资优势，把握超跌与三季报刺激机会

—商业零售行业四季度投资策略

民生精品---策略报告/零售行业

2011 年 9 月 30 日

报告摘要:

● 预计3季报仍有25家左右公司净利润增长30%以上

我们在中报前瞻中预测有 22 家公司净利润增速超 30%，实际有 25 家净利润增速超 30%。我们预计 3 季报仍有 25 家以上公司净利润增速会继续维持在 30%以上。

● 行业利空与经济悲观预期导致5年来最糟糕市场表现

前三季度，仅2月、7月与8月中信零售行业指数跑赢沪深300，累计1-9月零售板块共下跌21.21%，跌幅超出沪深300指数7.21%，5年来首次跑输沪深300。我们推测原因有4点。（去年涨幅过快，受网络零售冲击，购物卡与明码标价政策利空及近期的悲观经济预期。）

● 四季度再现08年下滑是小概率，但四季度与明年增长压力不小

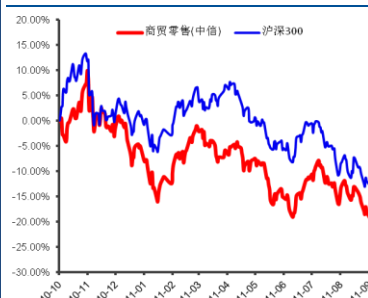
通过回顾 08 年，我们认为除非宏观经济重演 08 年场景，否则四季度增速不会象 08 年四季度一样出现剧烈下滑，但四季度尤其明年行业增长将面临较大的压力。我们的判断逻辑基于三点。第一，2010 年与 2011 年连续两年行业高增长令基数提高，2012 年同店增速若再想保持 20%以上是大概率事件。第二，主要出口国经济增长不乐观与固定资产投资减速，影响从事相关产业员工收入增长，进而影响消费。第三，经济增长预期悲观令消费支出缩减。

● 机会来自于相对优势，超跌及三季报业绩刺激

欧债危机与国内高利贷事件令市场风雨飘摇，消费的稳定性与确定性增长令板块优势再次凸显。目前行业整体估值仅为 20 倍，对沪深 300 的溢价率为 2.01，为 5 年最低，结合 3 季报前瞻情况，我们认为四季度的股价刺激因素主要是近期的超跌与三季报业绩。选择基本面确定，3 季报业绩增长超 30%与跌幅较大的公司短期回报率可能会更高。鉴于此逻辑，我们选出了合肥百货，鄂武商，友阿股份，天虹商场，首商股份，重庆百货，友好集团，新华百货，成商集团与银座股份。

推荐 维持评级

行业与沪深300走势比较



分析师

分析师：田慧蓝

执业证书编号：S0100511060002

电话：(86755)22662074

Email: tianhuilan@mszq.com

联系人：王羽

电话：(86755)22662070

联系人：陈玉蓉

电话：(86755)22662096

相关研究

盈利预测与财务指标

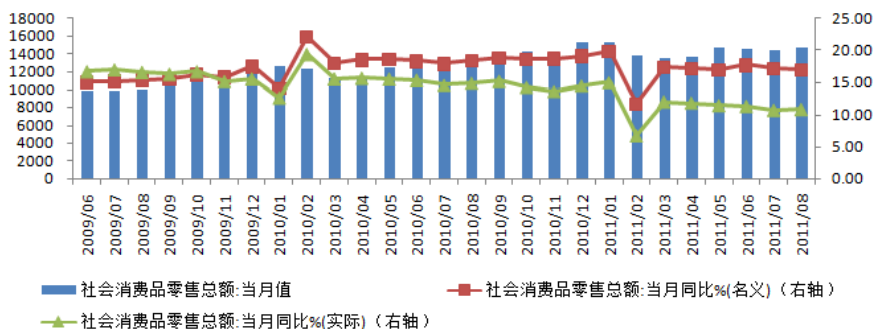
代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
			2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	
600723	首商股份	11.98	0.1	0.48	0.62	119.80	24.96	19.32	强烈推荐
600729	重庆百货	40.5	1.41	1.82	2.3	28.72	22.25	17.61	强烈推荐
002419	天虹商场	21.2	1.28	0.81	1.05	16.56	26.17	20.19	强烈推荐
000501	鄂武商	16.89	0.58	0.76	1	29.12	22.22	16.89	强烈推荐
600778	友好集团	11.89	0.34	0.49	0.76	34.97	24.27	15.64	强烈推荐
600859	王府井	38.5	0.95	1.64	2.15	40.53	23.48	17.91	强烈推荐
000026	飞亚达	15.76	0.34	0.4	0.52	46.35	39.40	30.31	强烈推荐
60033	美克股份	10.86	0.32	0.45	0.62	33.94	24.13	17.52	强烈推荐

资料来源：民生证券研究所（现价对应的是 2011 年 9 月 30 日收盘价）

一、前三季度行业维持稳定增长

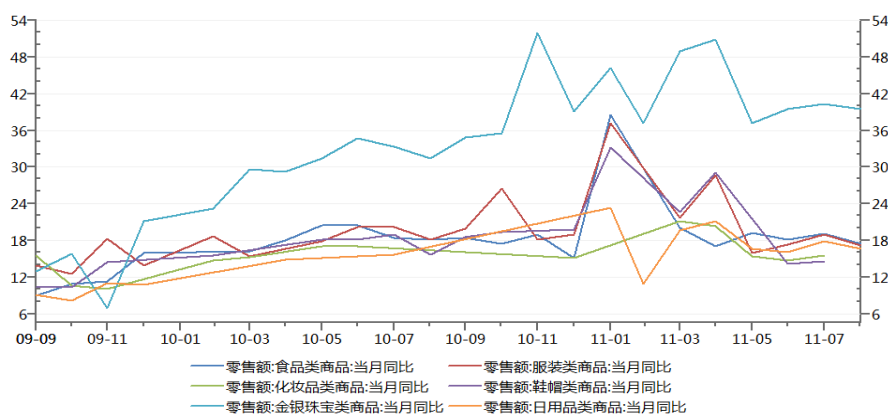
2011 年 1-8 月份, 社会消费品零售总额累计实现 114945.7 亿元, 同比增长 16.9%; 8 月份社零总额实现 14,705 亿元, 同比增长 17%; 剔除物价上涨因素, 8 月份社会消费品零售总额增速为 10.8%, 与 7 月相比提升 0.1 个百分点。其中金银珠宝类零售额从 09 年 12 月份开始一直处于同比领涨态势, 11 年 8 月同比增长 44.4%。

图 1: 月度社会消费品零售总额



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 2: 重点品类零售额增速



资料来源: wind, 民生证券研究所

二、预计 3 季报仍有 25 家左右公司净利润增长 30%以上

7 月我们在中报前瞻中预测有 22 家公司净利润增速超 30%，实际有 25 家净利润增速超 30%。我们预计 3 季报仍有 25 家左右公司净利润增速会继续维持在 30% 以上。

表 1: 2011 年中报实际情况与 3 季报前瞻

证券简称	2011-1Q	2011 中报推测增长	2011 中报实际增长	2011 中报扣非净利润增速	2011 年前 3 季度预计
		率	率		
1 上海九百 百货	3496.90%	2600%	2278.24%	151.63%	100%以上
2 西单商场 百货	67.06%	650%以上	714.72%	259.26%	500%以上
3 东百集团 百货	1.61%	450%以上	459.14%	-8.86%	400%以上
4 重庆百货 百货	33.41%	30%以上	240.81%	246.40%	200%以上
5 大商股份 百货	254.60%	100%以上	216.72%	129.64%	100%

6	合肥百货	百货	255.11%	150.18%	162.86%	34.29%	110%(已公告)
7	汉商集团	百货	112.91%	无	161.07%	101.37%	100%
8	渤海物流	百货	228.77%	138.00%	137.72%	143.96%	100%
9	永辉超市	超市	67.25%	90%以上	95.11%	93.88%	100%
10	百联股份	百货	164.46%	100.00%	92.29%	27.22%	
11	海宁皮城	其他	698.89%	50.00%~~ 80.00%	79.57%	76.63%	125%(已公告)
12	新华都	百货	112.40%	70.00%~~ 100.00%	73.78%	57.21%	90%(已公告)
13	成商集团	百货	10.84%	20%以上	61.43%	87.76%	50%
14	南京中商	百货	47.80%	增长率预计达 50% 以上	60.35%	270.06%	50%以上(已公告)
15	友好集团	百货	45.28%	40%以上	46.89%	39.51%	35%
16	步步高	超市	31.40%	20.00%~~ 30.00%	45.20%	48.78%	50%(已公告)
17	宏图高科	连锁	47.88%	无	43.42%	46.03%	35%
18	天虹商场	百货	43.52%	25%~~50%	40.97%	40.73%	50%(已公告)
19	友阿股份	百货	50.80%	30.00%~~ 50.00%	40.30%	39.64%	50%(已公告)
20	通程控股	百货	32.22%	30%以上	31.82%	29.85%	
21	友谊股份	百货	29.30%	无	30.97%	34.97%	30%
22	王府井	百货	39.83%	30%以上	29.71%	30.07%	30%
23	兰州民百	百货	5.23%	无	28.18%	-4.24%	
24	鄂武商 A	百货	29.60%	25%左右	27.60%	33.97%	30%
25	苏宁电器	连锁	27.05%	25%-35%之间	25.39%	25.84%	30%(已公告)
26	徐家汇	百货	16.03%	-1.00%~~25.00%	22.93%	22.91%	35%(已公告)
27	豫园商城	百货	18.89%	无	21.78%	7.39%	
28	武汉中商	百货	16.71%	无	21.23%	21.91%	
29	欧亚集团	百货	17.54%	无	20.74%	21.00%	
30	广百股份	百货	14.55%	0.00%~~20.00%	19.51%	27.52%	20%(已公告)
31	杭州解百	百货	15.26%	无	18.19%	16.52%	
32	中兴商业	百货	10.25%	无	17.61%	19.71%	289%(已公告)
33	广州友谊	百货	24.21%	20%以上	16.79%	13.35%	
34	中百集团	超市	10.28%	无	16.63%	36.29%	
35	新华百货	百货	20.70%	无	15.11%	15.35%	
36	西安民生	百货	8.52%	15%左右	12.89%	3.75%	
37	益民集团	百货	12.63%	无	11.34%	14.47%	
38	大东方	百货	8.10%	无	9.29%	4.74%	
39	三江购物	超市	21.17%	无	7.19%	4.10%	
40	新世界	百货	15.04%	无	6.35%	6.16%	
41	大连友谊	百货	0.18%	无	1.85%	3.44%	
42	北京城乡	百货	2.08%	无	1.56%	29.58%	
43	人人乐	超市	4.20%	0.00%~~10.00%	1.07%	7.19%	10%(已公告)
44	津劝业	百货	27.64%	无	0.97%	-9.33%	
45	百大集团	百货	-18.40%	无	-4.21%	15.00%	
46	开元控股	百货	83.62%	50%以上	-11.57%	48.40%	

47	银座股份	百货	-7.21%	无	-11.87%	35.67%	
48	小商品城	其他	-9.60%	无	-14.70%	-17.90%	
49	华联综超	超市	2.76%	无	-15.84%	-18.35%	
50	昆百大 A	百货	-37.47%	无	-15.97%	-16.23%	
51	南京新百	百货	1.65%	无	-20.69%	-22.42%	
52	深国商		23.00%	无	-28.62%	82.15%	
53	爱施德	连锁	-41.24%	-30.00%~-40.00%	-32.29%	-40.30%	
54	商业城	百货	-72.72%	无	-34.90%	-87.32%	
55	南宁百货	百货	50.15%	无	-70.82%	95.01%	
56	长百集团	百货	24.07%	无	-107.82%	112.08%	
57	天音控股	连锁	-153.68%	无	-135.25%	-124.70%	
58	飞亚达	可选品	81.51%	100%以上	102.81%	136.97%	90%
59	美克股份	可选品	178.00%	100%以上	127.92%	113.09%	100%
60	潮宏基	可选品	30.00%	30%以上	31.27%	33.73%	30%
61	宁基股份	可选品	5.46%	30%-50%	53.33%	65.21%	45%

资料来源: wind, 民生证券研究所

三、行业利空与经济悲观预期导致五年来最糟糕市场表现

在中报总结中, 我们指出今年行业数据并不差, 但今年的行业市场表现以相对沪深 300 涨幅来看却是五年来最差的一年。

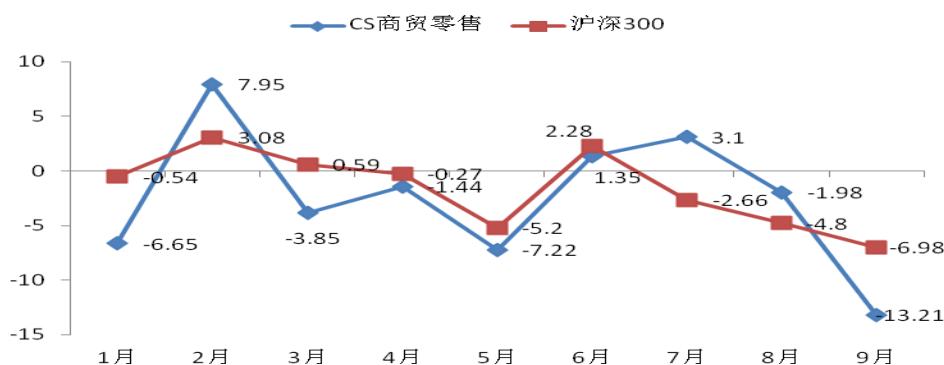
表 2: 2007 年以来行业增长与涨跌幅

	2007H	2008H	2009H	2010H	2011H
零售行业收入增速*	21.3%	26.8%	3.9%	26.1%	22.4%
零售行业净利润增速*	48.9%	32.3%	12.1%	39.9%	29.7%
零售板块涨跌幅	107.46%	-39.23%	59.14%	-13.34%	-11.95%
沪深 300 涨跌幅	37.29%	-47.29%	64.56%	-26.54%	-0.31%

资料来源: wind, 民生证券研究所 零售行业收入与净利润增速均以有 5 年可比历史数据公司为样本, 并剔除掉首商和重百

前三季度, 仅 2 月, 7 月与 8 月中信零售行业指数跑赢沪深 300, 累计 1-9 月零售板块共下跌 21.21%, 跌幅超出沪深 300 指数 7.21%。

图 3: 2011 年 1-9 月零售行业涨跌幅和沪深 300 涨跌幅比较

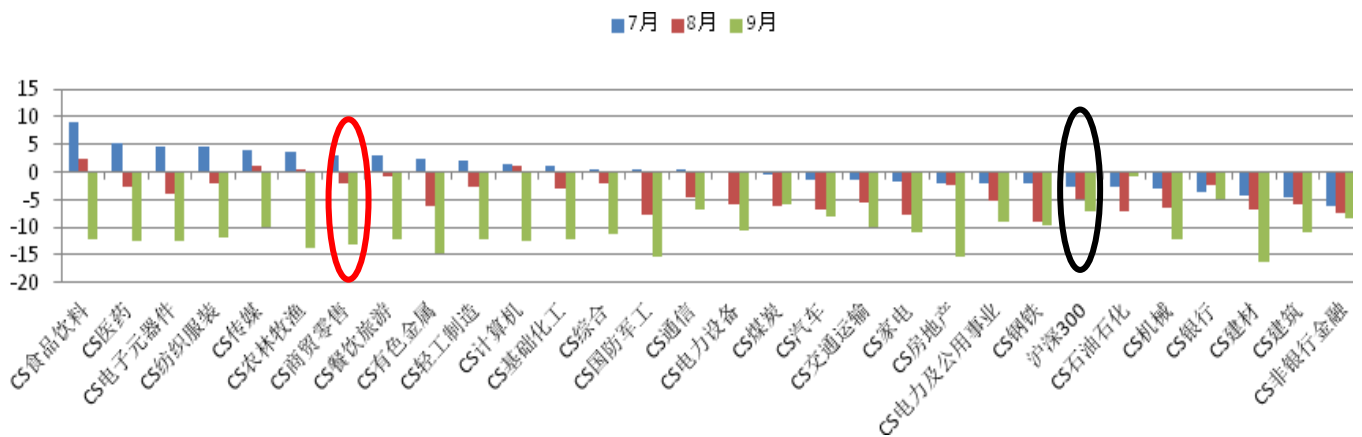


资料来源: wind, 民生证券研究所

我们在中期策略中指出去年涨幅过快与网络零售打压估值, 购物卡与明码标价等多重

政策利空共同导致上半年行业表现不佳。尽管事实证明政策利空因素并不影响行业增长，但随之而来的悲观经济预期却又令刚有起色的市场行情再度夭折。

图 4：2011 年 7-9 月各行业涨跌幅和沪深 300 涨跌幅比较



资料来源: wind, 民生证券研究所

从公司涨跌幅来看，我们发现大部分公司的 9 月跌幅都是今年来的单月最大跌幅，欧债危机的影响和宏观经济的悲观预期是共同诱因。

表 2：2011 年 7-9 月 A 股零售公司涨跌幅

证券简称	7 月	8 月	9 月	1-9 月	证券简称	7 月	8 月	9 月	1-9 月	证券简称	7 月	8 月	9 月	1-9 月
天音控股	-6.35	-11.57	-10.96	-42.69	南京新百	6.75	-10.42	-16.80	-23.05	天虹商场	6.40	7.67	-14.17	-9.92
三江购物	-7.25	11.01	-14.98	-42.49	广百股份	0.32	0.96	-12.82	-22.89	步步高	10.25	3.53	-12.01	-9.68
爱施德	19.44	-12.46	-6.69	-40.22	潮宏基	11.69	0.93	-9.18	-22.11	武汉中商	0.00	0.00	-9.96	-8.53
东方金钰	4.16	-4.63	-25.78	-38.62	新华百货	2.85	-0.98	-17.52	-21.96	北京城乡	0.72	-3.46	-4.32	-8.24
中兴商业	2.45	-0.48	-6.83	-35.01	西安民生	-2.77	-0.28	-12.41	-21.00	鄂武商 A	17.04	-2.25	-13.56	-8.16
渤海物流	0.87	7.86	-30.64	-34.68	汉商集团	-3.02	-6.11	-8.72	-20.70	南宁百货	4.91	4.48	-15.09	-8.02
成商集团	1.97	5.22	-23.89	-34.27	苏宁电器	-3.04	-4.59	-12.15	-19.93	重庆百货	4.91	2.87	-13.16	-7.53
人人乐	0.37	-2.31	-11.43	-31.79	开元投资	-1.91	-0.39	-11.13	-19.33	南京中商	2.91	1.52	-8.96	-7.09
华联综超	4.10	-8.32	-15.51	-31.37	益民集团	-1.81	1.17	-8.13	-19.10	合肥百货	1.65	18.05	-17.81	-6.94
明牌珠宝	13.26	-1.98	-17.26	-31.27	杭州解百	5.12	-3.08	-9.26	-18.91	首商股份	13.78	-1.75	-14.61	-5.30
豫园商城	13.48	-4.88	-20.19	-30.31	友阿股份	4.88	-1.52	-13.16	-16.88	长百集团	0.64	-4.78	-4.86	-5.02
徐家汇	-0.39	8.59	-11.15	-29.70	永辉超市	10.54	8.56	-10.78	-16.75	新华都	9.98	6.38	-16.98	-1.16
银座股份	8.56	3.02	-21.78	-29.11	昆百大 A	-5.24	4.22	-11.57	-15.48	百大集团	5.35	3.61	-1.42	0.39
宏图高科	-4.31	-7.50	-9.73	-27.89	上海九百	-1.17	-0.83	-13.23	-15.35	文峰股份	10.55	-3.97	-3.35	0.76
新世界	-3.53	-3.22	-6.24	-27.22	友谊股份	9.39	-1.94	-14.10	-15.31	兰州民百	-1.42	-9.96	12.04	0.77
广州友谊	12.39	-5.82	-13.27	-26.54	大商股份	9.05	10.55	-12.78	-15.17	欧亚集团	4.38	1.08	-9.55	4.46
通程控股	9.96	0.12	-13.94	-26.38	中百集团	0.00	0.00	-10.00	-11.44	ST 三联	31.72	-15.02	-3.24	8.31
王府井	6.91	1.53	-10.65	-25.37	津劝业	-7.12	-1.12	-11.63	-10.91	商业城	-3.98	-1.90	-1.33	15.15
东百集团	14.47	0.61	-11.06	-24.62	友好集团	12.40	2.69	-15.97	-10.34	老凤祥	31.21	-1.56	-15.07	27.01

资料来源: wind, 民生证券研究所

四、四季度再现 08 年下滑是小概率，但明年增长压力不小

面对市场的担心，我们回顾了 2008 年行业与公司情况，发现行业 2008 年 5-9 月千家核心商业企业零售指数有波动，但 10 月开始数据下滑信号相当明显，并且是百货，超市与专业店 3 个业态数据都显著下滑。今年从 5 月开始千家核心商业企业指数增速与 4 月相比有所下滑，5-8 月增速也出现波动，但不同业态增速波动有差异，专业店增速放缓信号比百货与超市明显。

表 4: 2006 年-2011 年千家核心商业企业零售指数

指标名称	千家核心商业企业零售指数	销售额:百货店:当月同比	销售额:超级市场:当月同比	销售额:专业店:当月同比
2006-01		17.49	19.78	15.66
2006-02		14.44	8.92	15.66
2006-03		20.50	19.95	30.50
2006-04		19.32	16.72	15.30
2006-05		21.69	10.42	21.42
2006-06		16.64	16.09	18.54
2006-07		12.43	12.33	20.54
2006-08		13.20	11.50	20.30
2006-09		20.40	18.00	14.90
2006-10		18.60	16.20	22.00
2006-11		17.70	19.80	20.10
2006-12		16.10	19.10	19.80
2007-01		-8.40	-13.70	4.40
2007-02		68.55	56.65	38.98
2007-03		17.60	14.10	14.40
2007-04		17.10	14.00	13.40
2007-05		17.60	19.80	16.50
2007-06		17.20	17.60	15.70
2007-07	17.20	18.80	14.30	16.30
2007-08	18.10	20.30	15.90	16.00
2007-09	18.30	17.70	11.40	19.40
2007-10	19.40	19.70	13.60	25.60
2007-11	17.80	18.20	17.20	22.00
2007-12	19.00	17.60	21.00	28.90
2008-01	20.20	37.90	10.80	21.70
2008-02	20.20	9.40	15.50	14.30
2008-03	23.30	26.10	21.40	24.30
2008-04	20.90	19.90	20.80	26.20
2008-05	17.50	16.70	22.70	18.30
2008-06	19.10	20.10	14.10	17.20
2008-07	20.00	22.20	14.00	17.40
2008-08	19.70	19.80	12.90	22.80
2008-09	20.10	19.20	12.70	31.00
2008-10	7.40	9.60	10.50	-4.70
2008-11	9.50	11.40	11.50	-0.10
2008-12	4.60	8.60	8.50	-8.50
2009-01		31.10	26.20	5.30
2009-02		-24.70	-24.80	-15.90

2009-03	0.50	2.10	0.80	-4.80
2009-04	3.60	7.40	2.40	-0.10
2009-05	7.50	12.30	5.10	2.50
2009-06	6.00	8.60	8.50	7.80
2009-07	5.90	8.80	5.50	6.10
2009-08	8.40	11.20	4.10	8.30
2009-09	9.20	11.50	4.40	15.50
2009-10	11.00	16.80	4.60	13.20
2009-11	11.20	15.30	10.20	13.20
2009-12	13.60	14.20	11.20	24.60
2010-02	17.60	20.00	8.30	22.10
2010-03	15.30	17.40	15.10	17.90
2010-04	15.60	17.90	15.90	18.40
2010-05	16.40	17.00	15.30	21.80
2010-06	17.00	19.40	17.60	15.00
2010-07	16.60	19.20	16.00	17.20
2010-08	16.50	17.40	16.40	21.40
2010-09	18.30	21.60	17.00	16.80
2010-10	17.60	21.30	15.70	18.80
2010-11	17.00	18.80	15.50	20.80
2010-12	17.40	19.50	14.10	21.80
2011-01	23.80	37.10	30.50	8.50
2011-02	7.70	9.20	5.60	9.00
2011-03	17.60	24.40	14.80	16.10
2011-04	17.60	25.60	15.80	13.50
2011-05	14.70	19.00	15.20	11.70
2011-06	14.70	19.10	13.40	11.90
2011-07	13.90	20.70	14.40	8.80
2011-08	14.20	18.50	14.40	10.20

资料来源: wind, 民生证券研究所

我们同时也回顾了重点商品品类 2008 年以来的增长情况,发现 08 年 9 月部分商品增速开始下滑,10 月重点商品增速全面下滑,包括增速最高的金银珠宝类商品。今年到目前为止数据有波动,但没有明显下滑信号。

表 5: 2006 年-2011 年重点商品零售额增速

指标名称	千家核心商业企业零售指数	零售额:食品类商品:当月同比	零售额:服装类商品:当月同比	零售额:鞋帽类商品:当月同比	零售额:化妆品类商品:当月同比	零售额:金银珠宝类商品:当月同比	零售额:家用电器和音像器材类商品:当月同比
2006-01		17.52	17.09	26.16	17.37	21.64	14.59
2006-02		-5.46	-1.33	0.29	1.43	16.46	9.08
2006-03		3.25	28.30	28.64	19.48	23.69	18.64
2006-04		15.76	22.79	20.16	16.66	30.50	17.72
2006-05		16.99	23.17	25.00	20.05	30.32	19.40
2006-06		15.01	15.33	20.94	17.17	17.98	18.52
2006-07		13.20	16.19	26.14	17.35	15.64	7.06
2006-08		9.50	18.50	14.80	16.20	20.00	11.60

2006-09		13.20	21.50	15.40	14.10	24.40	18.00
2006-10		15.30	17.90	15.80	13.70	32.10	15.60
2006-11		26.02	21.31	26.03	20.69	32.46	22.30
2006-12		19.70	19.00	22.50	17.20	30.60	20.30
2007-01		-16.50	-10.10	-9.30	-1.20	9.00	-5.50
2007-02		79.70	83.90	89.90	43.40	77.90	50.40
2007-03		18.20	16.40	17.90	18.50	35.60	18.00
2007-04		18.40	14.50	13.00	15.90	24.70	15.80
2007-05		16.70	17.70	17.80	15.60	31.90	17.60
2007-06		17.60	17.30	12.30	14.10	42.40	17.30
2007-07	17.20	18.10	16.50	14.00	20.20	42.60	15.10
2007-08	18.10	19.20	17.50	20.50	19.90	48.20	15.80
2007-09	18.30	19.50	15.70	12.80	17.40	43.60	16.30
2007-10	19.40	16.90	23.60	17.30	26.20	31.30	21.70
2007-11	17.80	19.70	17.70	13.70	19.00	33.70	17.10
2007-12	19.00	20.50	15.60	16.70	18.90	44.00	29.60
2008-01	20.20	46.60	32.40	30.20	29.80	66.40	28.60
2008-02	20.20	16.40	6.80	5.20	12.50	19.60	10.70
2008-03	23.30	26.40	25.20	25.40	21.10	48.60	28.50
2008-04	20.90	25.30	18.40	16.20	13.50	37.50	26.60
2008-05	17.50	24.00	13.90	11.20	15.80	26.40	15.30
2008-06	19.10	24.20	17.60	16.00	18.30	45.00	18.60
2008-07	20.00	23.20	19.10	18.00	18.60	42.10	24.70
2008-08	19.70	21.90	17.50	12.80	13.90	43.10	26.40
2008-09	20.10	18.40	17.20	14.90	18.60	32.30	39.80
2008-10	7.40	16.00	7.00	4.50	13.20	21.10	-4.20
2008-11	9.50	12.60	14.00	16.10	14.40	22.10	4.00
2008-12	4.60	11.00	9.70	7.50	15.20	13.20	14.00
2009-01		28.90	32.40	30.90	22.60	29.20	10.60
2009-02							
2009-03	0.50		2.00		5.80	1.80	
2009-04	3.60	2.90	8.10	6.50	11.00	13.80	-0.30
2009-05	7.50	6.90	11.50	9.30	10.40	18.00	6.70
2009-06	6.00	5.60	10.30	7.70	13.80	8.70	7.50
2009-07	5.90	8.40	8.60	5.40	8.70	8.40	3.00
2009-08	8.40	8.60	13.00	9.80	13.20	11.60	4.80
2009-09	9.20	9.00	13.90	10.40	15.50	13.00	12.60
2009-10	11.00	10.90	12.50	10.30	10.60	15.80	17.40
2009-11	11.20	11.30	18.30	14.50	10.00	6.90	16.80
2009-12	13.60	15.90	13.90			21.10	18.00
2010-02	17.60		18.70	15.50	14.70	23.20	22.40
2010-03	15.30	16.20	15.40		15.20	29.70	17.30
2010-04	15.60	18.00				29.20	22.00
2010-05	16.40	20.50	17.90	18.10	17.00	31.40	19.80
2010-06	17.00	20.50	20.20	18.10	17.00	34.70	
2010-07	16.60	18.40	20.20	18.90		33.40	

2010-08	16.50	18.20	18.20	15.70		31.40	18.30
2010-09	18.30	18.40	19.90	18.50		34.80	
2010-10	17.60	17.50	26.50	19.40		35.60	14.30
2010-11	17.00	19.00	18.20			52.00	
2010-12	17.40	15.10	19.00	19.80	15.10	39.10	19.20
2011-01	23.80	38.60	37.20	33.20		46.20	
2011-02	7.70					37.20	
2011-03	17.60	20.10	21.70	22.60	21.10	49.00	
2011-04	17.60	17.10	28.70	29.10	20.30	50.90	18.00
2011-05	14.70	19.20	15.90		15.40	37.20	
2011-06	14.70	18.10	17.30	14.20	14.70	39.50	
2011-07	13.90	19.10	19.00	14.60	15.60	40.40	
2011-08	14.20	17.40	17.20			39.50	
2011-10							

资料来源: wind, 民生证券研究所

从公司 2007 年以来的收入增长情况看,08 年收入增长小于 07 年的公司共有 29 家(占样本总数的 50%);从单季度收入增长情况看,有 36 家公司 08 年 4 季度收入增速小于 3 季度(07 年只有 21 家公司 4 季度收入增速小于 3 季度),尤其是一些没有外延增长的公司 4 季度收入增速明显放缓。

表 6: 2007 年-2011 年单季度收入增速

证券简称	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2
合肥百货	21.47	29.78	24.93	12.22	35.17	25.04	28.19	19.86	13.75	12.97	18.54	22.41	22.32	17.76	19.95	19.33	28.02	25.49
通程控股	36.17	27.08	34.58	30.01	24.21	19.85	17.18	-2.21	14.29	28.04	30.11	56.72	58.94	36.36	30.54	26.97	23.34	17.87
鄂武商 A	6.46	10.13	8.41	27.79	27.50	26.72	35.43	15.26	12.57	20.41	25.71	21.79	35.09	36.69	31.08	29.03	23.35	21.47
开元投资	0.35	1.88	-14.04	26.43	8.39	5.86	31.33	20.31	16.03	12.93	5.51	18.17	5.58	6.09	13.56	11.48	20.64	19.60
昆百大 A	16.30	7.67	27.16	-24.57	29.99	33.53	4.95	-26.29	-7.63	-19.14	30.11	21.15	25.32	27.93	6.83	-5.58	11.73	13.26
西安民生	-2.16	-0.58	1.20	19.74	20.58	20.36	41.59	-6.98	6.85	20.60	5.73	7.57	16.19	0.54	8.50	4.06	17.85	19.39
中兴商业	10.85	11.18	1.96	-0.78	3.90	1.63	11.22	15.43	-1.50	10.53	13.28	14.65	15.77	-6.51	-56.66	13.02	23.86	37.28
中百集团	36.82	28.22	38.40	14.64	24.98	23.81	22.77	25.30	7.58	14.47	15.90	31.15	20.97	19.48	18.80	11.58	16.52	15.70
武汉中商	10.34	10.89	16.14	11.85	17.67	14.82	15.84	5.39	0.40	13.46	3.30	9.83	14.46	1.40	15.46	8.89	11.47	13.52
天音控股	20.47	-10.05	-4.23	26.55	4.90	21.57	19.22	-19.92	-19.32	-12.36	13.03	59.15	55.04	45.82	6.70	-9.48	-18.11	10.23
渤海物流	2.40	3.41	0.84	-12.74	59.35	62.14	18.53	15.54	-1.59	5.07	20.32	14.86	30.57	36.01	10.17	10.09	21.21	20.08
广州友谊	14.76	20.20	27.86	22.87	25.37	16.24	13.40	3.98	0.34	15.03	10.98	26.63	22.86	20.35	16.97	23.35	27.58	23.71
苏宁电器	69.69	53.23	35.90	57.82	41.95	33.66	44.85	-11.60	0.16	10.50	8.02	54.94	32.02	31.80	28.14	26.77	23.16	22.26
广百股份				25.34	29.59	9.05	25.46	-3.70	-2.02	33.19	14.74	3.63	25.48	28.58	24.82	24.90	23.75	24.81
步步高					34.43	32.34	16.44	14.88	6.46	10.18	12.32	12.18	14.29	15.00	21.42	22.66	28.53	24.59
新华都							30.98	27.42	27.63	35.15	39.36	44.29	37.48	41.88	41.07	43.48	40.59	31.74
友阿股份											16.17	33.15	32.86	26.35	33.45	26.90	37.35	41.85
人人乐											14.92	15.59	11.60	17.03	15.54	14.47	25.01	19.54
潮宏基											2.31	69.74	46.33	40.13	50.56	46.88	52.08	67.32
爱施德													49.67	30.36	13.77	12.26	-3.90	22.90
天虹商场													31.04	26.08	26.93	22.08	34.38	30.19
徐家汇																	15.49	6.61

明牌珠宝																	39.78	57.80
东方金钰	43.60	45.29	209.28	78.18	625.98	428.63	102.07	-43.55	-82.94	50.58	249.62	269.18	298.90	72.17	36.45	-31.02	165.64	44.90
宏图高科	18.77	49.45	-3.12	88.78	97.92	64.40	80.14	-51.89	2.36	-36.02	-1.23	-0.75	0.98	15.66	19.72	-13.39	31.82	12.42
南京中商	14.97	17.61	14.16	19.32	27.84	10.14	24.42	4.31	-9.78	5.72	-6.22	13.61	17.57	11.17	9.24	28.19	24.96	23.18
商业城	-0.97	10.04	-2.12	38.34	16.71	-4.19	4.51	-28.13	-19.60	-5.17	-20.97	4.54	21.48	-12.52	-40.51	-35.55	-42.48	30.31
华联综超	19.43	2.14	25.12	12.03	22.09	16.33	17.37	9.99	8.70	8.11	3.74	9.01	5.88	12.22	14.34	15.13	10.36	12.14
老凤祥	43.52	11.81	70.69	99.30	91.45	37.91	17.60	20.09	-7.02	34.91	34.22	28.43	36.41	32.54	4.37	48.73	49.02	51.99
新世界	-9.45	-10.24	-4.69	-7.13	42.69	30.49	31.87	43.96	0.88	6.63	7.27	-0.85	3.50	12.33	17.23	12.27	21.94	5.51
豫园商城	12.86	4.19	39.68	47.44	75.50	38.14	40.31	5.19	-3.32	13.75	7.70	6.33	13.68	41.89	62.80	78.85	85.81	38.13
南京新百	-40.44	-49.70	-48.57	-16.10	-2.75	0.34	12.22	7.86	-12.25	-16.27	-19.44	-12.08	12.63	10.35	9.61	5.15	12.75	14.53
东百集团	20.23	29.71	34.06	24.68	38.09	20.18	20.60	12.36	2.40	17.23	15.88	21.59	28.56	21.63	18.71	17.09	25.72	11.59
大商股份	30.55	45.32	28.54	23.54	30.72	29.68	23.72	19.27	-0.80	10.97	10.57	32.16	19.72	14.08	11.82	14.21	33.13	25.80
欧亚集团	34.15	28.55	21.85	144.45	52.22	53.91	51.40	-2.51	10.90	9.27	27.06	14.82	28.04	27.93	49.11	33.07	31.94	27.25
南宁百货	16.99	12.29	6.77	5.92	17.80	23.00	31.24	7.58	-3.12	3.99	6.45	29.62	29.39	20.62	25.63	28.03	30.09	24.99
首商股份	6.39	2.47	9.76	10.98	12.45	8.71	7.91	11.94	1.10	7.27	5.32	13.23	18.23	21.01	21.66	20.81	31.04	24.34
重庆百货	11.51	14.97	4.65	9.10	31.08	4.15	19.01	12.55	6.62	13.07	10.78	25.72	16.57	24.43	16.63	19.07	23.73	17.38
兰州民百	12.29	18.47	11.72	17.06	22.98	5.06	14.44	10.80	11.47	24.50	14.76	19.77	20.10	19.90	28.23	35.83	43.88	38.82
汉商集团	12.12	12.13	7.26	11.14	11.09	12.35	3.39	3.95	-3.36	-1.21	14.92	11.72	30.42	18.36	17.51	8.88	12.17	25.91
友好集团	34.20	3.81	27.53	-23.14	4.36	4.46	11.35	16.54	24.55	57.96	7.94	27.07	28.37	50.16	68.73	43.88	34.68	23.57
新华百货	19.34	13.75	-8.22	-2.84	2.71	12.57	27.82	11.09	6.33	16.54	20.53	16.63	25.79	28.99	16.19	22.26	30.59	29.26
杭州解百	19.44	25.41	34.66	20.84	29.43	15.20	8.35	-0.48	-10.88	10.64	-13.70	11.61	11.96	10.82	36.79	11.60	19.47	11.66
津劝业	19.56	-19.74	-1.06	7.97	-55.74	-70.82	-54.34	122.53	-13.19	-18.99	-44.02	30.73	3.31	128.35	69.73	-102.94	25.43	0.33
益民集团	-38.07	18.75	20.37	672.39	21.88	22.15	21.48	187.64	30.14	21.66	41.42	2.73	33.51	29.76	26.19	25.30	17.41	21.64
友谊股份	12.42	0.01	12.11	8.31	11.74	21.24	10.71	3.48	2.93	0.75	-0.02	6.40	8.40	1.13	10.85	5.04	7.85	5.31
成商集团	25.70	15.88	18.22	0.80	1.43	-10.20	12.80	15.96	9.73	34.89	20.54	22.91	5.72	-2.64	-3.81	-2.56	20.43	27.85
上海九百	-74.19	138.51	-18.04	37.98	-18.90	0.40	15.97	-11.05	-13.27	-38.06	-52.05	-33.38	-6.46	-11.94	-23.18	-21.48	-23.96	9.44
长百集团	21.68	20.90	7.50	14.16	7.50	-7.29	13.58	8.63	-2.52	1.30	4.55	1.52	10.88	15.34	10.47	4.34	11.31	8.85
银座股份	35.77	32.16	17.10	26.08	31.66	34.74	65.64	21.60	21.84	26.58	13.79	37.78	38.69	39.92	43.23	32.71	27.18	20.38
王府井	36.87	40.78	43.11	32.19	25.01	14.75	18.52	-0.22	-0.60	7.56	7.13	22.89	29.91	25.38	24.38	23.03	26.38	20.84
北京城乡	13.59	5.96	4.91	12.50	11.53	-0.69	5.00	4.57	-8.68	2.56	-1.99	7.08	13.51	14.82	5.63	3.38	11.61	12.55
百大集团	13.13	14.91	8.04	7.99	0.77	-17.98	-21.26	-20.47	-29.70	-17.60	-15.42	3.09	3.98	4.29	13.55	4.94	20.27	8.17
ST 三联	-12.06	-0.05	-8.13	-6.77	16.06	-12.95	-18.77	-35.21	-37.14	-52.67	-46.85	-33.11	-29.72	28.11	20.16	17.08	13.79	0.20
文峰股份																		
三江购物																	10.26	7.29
永辉超市																	49.18	36.83

资料来源: wind, 民生证券研究所 说明: 红色字体表明公司 08 年收入增速小于 07 年

我们认为除非宏观经济重演 08 年场景, 否则四季度增速不会象 08 年四季度一样出现剧烈下滑, 但我们必须也要提醒四季度尤其明年行业增长将面临较大的压力。我们的主要判断逻辑基于三点。第一, 2010 年与 2011 年连续两年行业高增长令基数提高, 2012 年同店增速若再想保持 20% 以上是小概率事件。第二, 主要出口国经济增长不乐观与固定资产投资减速, 影响从事相关产业员工收入增长, 进而影响消费。第三, 经济增长预期悲观令消费支出缩减。

五、机会来自于相对优势, 超跌及三季报业绩刺激

欧债危机与国内高利贷事件令市场风雨飘摇，消费的稳定性与确定性增长令板块优势再次凸显。2008 年 4 季度零售行业涨幅排第 10 位，2009 年排第 9 位，2010 年排第 12 位，2011 年 1-9 月排第 14 位，从 08 年 4 季度到 2010 年零售行业的涨跌幅体现了一定的抗跌性，所以尽管我们认为明年增长压力不小，但行业的相对优势将会是明年的主要投资逻辑。

表 7：2008 年以来中信行业涨跌幅

	2008.Q4	2009	2010	2011.1-9		2008.Q4	2009	2010	2011.1-9
CS 煤炭	-34.16	147.31	-10.27	-3.99	CS 建材	-12.13	114.29	21.65	-15.26
CS 非银行金融	-31.67	91.38	-25.71	-27.06	CS 食品饮料	-11.76	104.27	25.32	-0.04
CS 交通运输	-29.13	73.82	-8.36	-24.32	CS 电子元器件	-10.14	156.16	33.66	-25.8
CS 钢铁	-24.79	101.93	-25.99	-13.87	CS 零售	-9.2	112.34	5.06	-19.15
CS 石油石化	-23.85	55.79	-22.53	-11.48	CS 农林牧渔	-6.1	94.7	16.65	-19.15
沪深 300	-21.34	81.47	-14.11	-14	CS 电力及公用事业	-6.04	45.86	-13.27	-19.16
CS 有色金属	-19.47	176.81	14.19	-25.59	CS 家电	-4.9	138.18	7.65	-19.16
CS 银行	-18.76	72.28	-23.09	-5.34	CS 房地产	-4.56	122.3	-18.53	-16.18
CS 基础化工	-17.59	112.57	5.99	-14.69	CS 通信	-2.51	86.33	-2.68	-21.82
CS 汽车	-16.66	239.35	-0.38	-19.01	CS 传媒	-1.18	74.44	6.36	-22.71
CS 纺织服装	-15.27	106.49	13.69	-13.89	CS 计算机	0.11	98.67	24.34	-30.48
CS 轻工制造	-14.74	111.64	0.27	-18.01	CS 建筑	2.54	29.26	-9.67	-20.92
CS 餐饮旅游	-14.2	105.29	-4.92	-17.23	CS 医药	9	99.74	27.9	-24.25

资料来源：wind，民生证券研究所

鉴于近期 9 月的大幅下跌，2011 年行业整体估值仅为 20 倍，行业估值与沪深 300 估值的溢价率也达到 5 年的最低。同时我们也预测了 3 季报约有 25 家以上公司净利润增长在 30%以上，所以我们认为四季度的股价刺激因素主要来源于近期的超跌与三季报业绩。

表 8：2007 年-2012 年行业估值与行业估值对沪深 300 溢价率

	市盈率						行业估值/沪深 300					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2007	2008	2009	2010	2011	2012
CS 零售	53.37	41.57	38.32	27.1	20.26	15.92	2.95	2.47	2.34	2.16	2.01	1.89
CS 汽车	31.47	38.13	22.44	13.03	11.36	9.88	1.74	2.27	1.37	1.04	1.13	1.17
CS 轻工制造	23.24	19.9	21.99	20.48	17.2	12.96	1.28	1.18	1.34	1.63	1.70	1.54
CS 餐饮旅游	32.22	30.03	32.4	25.55	19.36	15.41	1.78	1.79	1.98	2.04	1.92	1.83
CS 家电	39.31	33.46	26.23	17.86	13.83	11.27	2.17	1.99	1.60	1.42	1.37	1.34
CS 纺织服装	31.26	26.58	28.44	27.87	18.91	15.02	1.73	1.58	1.74	2.22	1.87	1.79
CS 医药	55.76	43.93	34.65	29.09	24.21	19.17	3.08	2.61	2.12	2.32	2.40	2.28
CS 食品饮料	80.25	57.11	49.47	34.91	25.99	18.74	4.44	3.40	3.02	2.78	2.58	2.23
CS 农林牧渔	48.83	42.78	45.49	34.92	26.07	19.09	2.70	2.54	2.78	2.78	2.58	2.27
CS 银行	16.77	11.64	10.99	8.58	6.46	5.37	0.93	0.69	0.67	0.68	0.64	0.64
CS 非银行金融	14.24	28.22	18.08	16.02	15.09	12.68	0.79	1.68	1.10	1.28	1.50	1.51
CS 房地产	24.61	20.37	17.37	14.36	10.32	7.83	1.36	1.21	1.06	1.14	1.02	0.93
CS 交通运输	14.7	11.09	21.73	11.95	11.22	10.6	0.81	0.66	1.33	0.95	1.11	1.26
CS 电子元器件	47.95	63.65	74.95	40.39	27.25	20.11	2.65	3.79	4.58	3.22	2.70	2.39
CS 通信	37.84	21	29.75	33.42	25.35	16.59	2.09	1.25	1.82	2.66	2.51	1.97
CS 计算机	56.28	43.98	37.45	34.24	26.92	19.39	3.11	2.62	2.29	2.73	2.67	2.31
CS 传媒	52.57	49.53	44.03	38.35	26.2	21.03	2.91	2.95	2.69	3.06	2.60	2.50

CS 石油石化	11.67	15.6	13.78	12.09	10.97	9.6	0.65	0.93	0.84	0.96	1.09	1.14
CS 煤炭	34.3	19.82	20.05	16.24	13.94	11.73	1.90	1.18	1.22	1.29	1.38	1.39
CS 有色金属	24	38.45	56.27	39.3	24.42	19.21	1.33	2.29	3.44	3.13	2.42	2.28
CS 电力及公用事业	19.92	34.64	21.88	21.58	19.3	15.62	1.10	2.06	1.34	1.72	1.91	1.86
CS 钢铁	9.47	11.01	27.63	15.96	13.66	10.35	0.52	0.65	1.69	1.27	1.35	1.23
CS 基础化工	40.72	30.52	41.57	35.18	19.59	14.32	2.25	1.82	2.54	2.80	1.94	1.70
CS 建筑	31.61	29.23	17.33	14.12	10.81	8.82	1.75	1.74	1.06	1.13	1.07	1.05
CS 建材	44.72	34.81	29.68	21.39	11.79	9.1	2.47	2.07	1.81	1.70	1.17	1.08
沪深 300	18.09	16.81	16.38	12.55	10.09	8.41						

资料来源: wind, 民生证券研究所

六、投资建议

长期我们仍然看好零售十二钗, 但针对超跌与 3 季报业绩刺激的投资机会, 我们认为选择基本面确定, 3 季报业绩超 30% 与跌幅较大的公司短期回报率可能会更高。结合近期涨跌幅及估值, 我们选出了合肥百货, 鄂武商, 友阿股份, 天虹商场, 首商股份, 重庆百货, 友好集团, 新华百货, 成商集团与银座股份。

表 9: 2011 年 9 月涨跌幅与两年盈利预测

证券简称	9 月涨 跌幅	1-9 月 涨跌 幅%	2011EPS	2012EPS	2011PE	2012PE		9 月涨 跌幅	1-9 月 涨跌 幅%	2011EPS	2012EPS	2011PE	2012PE
	%							%					
合肥百货	-17.81	-6.94	0.98	1.01	18.35	17.72	新世界	-6.24	-27.22	0.42	0.49	20.42	17.62
通程控股	-13.94	-26.38	0.33	0.43	21.48	16.30	豫园商城	-20.19	-30.31	0.56	0.68	16.80	13.64
鄂武商 A	-13.56	-8.16	0.72	0.95	22.45	17.08	南京新百	-16.80	-23.05	0.29	0.44	29.08	18.88
开元投资	-11.13	-19.33	0.23	0.28	19.55	16.33	东百集团	-11.06	-24.62	0.79	0.49	11.25	18.14
西安民生	-12.41	-21.00	0.22	0.22	27.37	21.72	大商股份	-12.78	-15.17	1.22	1.97	32.98	20.38
中兴商业	-6.83	-35.01	0.44	0.61	21.96	15.83	欧亚集团	-9.55	4.46	1.04	1.38	25.23	19.06
中百集团	-10.00	-11.44	0.45	0.56	23.16	18.48	南宁百货	-15.09	-8.02	0.21	0.32	31.98	20.83
武汉中商	-9.96	-8.53	0.35	0.42	29.96	24.64	首商股份	-14.61	-5.30	0.57	0.73	20.95	16.41
天音控股	-10.96	-42.69	0.29	0.59	22.90	11.46	重庆百货	-13.16	-7.53	1.85	2.37	21.87	17.11
渤海物流	-30.64	-34.68	0.27	0.35	25.40	19.62	兰州民百	12.04	0.77		0.31		29.53
广州友谊	-13.27	-26.54	1.12	1.40	16.88	13.56	汉商集团	-8.72	-20.70	0.18	0.26	41.84	28.82
苏宁电器	-12.15	-19.93	0.74	0.94	13.86	10.82	友好集团	-15.97	-10.34	0.53	0.79	22.36	14.97
广百股份	-12.82	-22.89	0.70	0.90	19.63	15.36	新华百货	-17.52	-21.96	1.23	1.56	18.19	14.32
步步高	-12.01	-9.68	0.90	1.23	25.85	18.94	杭州解百	-9.26	-18.91	0.26	0.24	26.29	28.77
新华都	-16.98	-1.16	0.44	0.59	25.02	18.76	津劝业	-11.63	-10.91	0.05	0.12	105.12	43.91
友阿股份	-13.16	-16.88	0.87	1.22	22.51	16.10	益民集团	-8.13	-19.10		0.22		25.34
人人乐	-11.43	-31.79	0.68	0.82	24.32	20.11	友谊股份	-14.10	-15.31	0.72	0.85	21.70	18.37
潮宏基	-9.18	-22.11	0.81	1.12	33.11	23.86	成商集团	-23.89	-34.27	0.48	0.61	20.66	16.34
爱施德	-6.69	-40.22	1.69	2.16	16.13	12.60	上海九百	-13.23	-15.35		0.02		451.77
天虹商场	-14.17	-9.92	0.82	1.08	25.89	19.64	长百集团	-4.86	-5.02		0.06		88.92
徐家汇	-11.15	-29.70	0.60	0.66	24.13	21.78	银座股份	-21.78	-29.11	0.61	0.90	29.43	19.86
明牌珠宝	-17.26	-31.27	1.12	1.50	21.42	16.13	王府井	-10.65	-25.37	1.45	1.93	24.93	18.75

东方金钰	-25.78	-38.62	0.34	0.57	42.24	25.68	北京城乡	-4.32	-8.24				
宏图高科	-9.73	-27.89	0.33	0.45	15.35	11.22	百大集团	-1.42	0.39	0.23	0.29	32.73	26.65
南京中商	-8.96	-7.09	1.07	1.92	23.54	13.64	ST 三联	-3.24	8.31				
商业城	-1.33	15.15	0.15	0.34	105.85	48.11	文峰股份	-3.35	0.76	0.93	1.18	19.85	15.62
华联综超	-15.51	-31.37	0.14	0.21	50.51	33.37	三江购物	-14.98	-42.49	0.36	0.42	34.10	29.49
老凤祥	-15.07	27.01	1.10	1.51	26.25	19.12	永辉超市	-10.78	-16.75	0.64	0.90	40.63	28.79

资料来源: wind, 民生证券研究所

分析师简介

田慧蓝，暨南大学经济学硕士研究生，具备证券从业资格，3年证券行业工作经验。擅长挖掘黑马个股，对行业理解具有前瞻性，全局性和客观性。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。