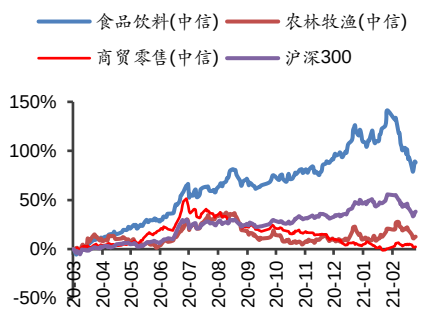
消费基本面强势，估值回落更积极可为

行业评级：增　持

报告日期：　2021-03-15

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：文献
执业证书号：S0010520060002
电话：13923413412
邮箱：wenxian@hazq.com
联系人：姚启璠
执业证书号：S0010120040033
电话：13795262443
邮箱：yaoqf@hazq.com
联系人：余璇
执业证书号：S0010119070016
邮箱：yuxuan@hazq.com

相关报告

1.《华安证券_行业研究_行业专题_大消费行业月报：信心延续走强，稳字当头紧抱龙头 》2021-01-18

2.《华安证券_行业研究_行业专题_大消费行业月报：信心持续走强，消费加速修复》2020-12-15

3.《华安证券_行业研究_行业专题_大消费行业月报：信心指数走强，消费平稳向好》2020-11-16

主要观点：

摘要：前 2 月大消费各细分数据均呈现低基数下快速增长，各类信心指数延续稳步走强，国内外疫情均得到阶段控制，展望后市，龙头公司估值回落，中长期价值再次凸显。

消费总览：社零增速低基数下高增，消费信心延续回升。前 2 月社零累计增速同增 33.8%，低基数下快速增长。消费信心相关指标延续稳步上升，以高端白酒为代表的批价亦稳中走强，各细分子行业景气度走高，疫情管制风险已基本释放，各区域及消费场景确定性重新强化。

消费子行业分析：

1. **可选消费：边际加速恢复，衣食住行向好。**衣食住行各类可选消费低基数下快速增长，其中线上渠道、烟酒饮料、地产配套、汽车需求均呈现强恢复。

衣—线上渠道景气度高，线下门店恢复常态。前 2 月化妆品同增 40.7%，快速增长，线下黄金珠宝、服装环比延续改善；手机需求环比略有改善但仍下滑，5G 替换周期对手机的拉动作不明显。

食—烟酒饮料延续恢复，主流白酒延续高景气。随烟酒饮料各类消费场景恢复，带动消费端持续边际复苏。近期飞天茅台整箱批价企稳于 3,200 元上方，散瓶亦稳于 2,400 元上方，普五经受旺季放货考验批价企稳，后市茅台量价红利仍在。

住—地产销售持续走强，配套消费延续回暖。房地产相关低基数下亦显著增长，12 月地产销售面积同增 105%，房地产相关配套消费家具、家电等品类边际亦恢复常态化销售。

行—低基数下持续增长，汽车整体延续恢复。12 月乘用车销量同比增长 69.7%，预计后续低基数下同比将保持强势，消费升级带动 B 级、C 级快速增长，A00 级在新能源叠加低基数带动下延续超高增长。

2. **必选消费：供需延续改善，刚需快速增长。**随着各类加工企业复工，食品饮料相关必选消费产能延续稳步恢复；药品稳健改善，日用品延续增长。

3. **升级消费：院线全面开放，线上稳步增长。**院线春节档供给端拐点，拉动观影需求快速修复，票房及观影人数已基本恢复 19 年常态化水平；海外博彩业略有放开但短期消费情绪尚未恢复，国内彩票业边际恢复；线上视频基于疫情逐渐恢复，叠加供给端 20 年下半年边际收缩，线上娱乐板块景气度环比下降，但不改线上新业态大趋势。

二级市场回顾：食品饮料仍占前三，核心消费领跑。疫情发生至今（2020.01.20 ~2021.3.15），二级市场食品饮料、农林牧渔、商贸零售行业分别同比+70.1%、+14.3%、-7.3%，在中信 30 子行业中分别排名第 3、16、24 位，同期沪深 300 指数同比+23.9%。拆分各子领域看，分化较为明显。生活必须品及疫后消费场景快速恢复的子板块表现较好，白酒、调味品、啤酒分别同比+87.5%、+60.8%、+45.7%。消费场景恢复较慢的可选消费品板块表现较弱，电商、连锁等分别同比-26.3%、-16.4%。

投资建议

前 2 月消费向好，各项指标低基数下均呈现快速恢复，信心指标持续走强，国内疫情基本得到控制，后续大消费景气度大概率延续向好，细分行业来看，以高端白酒为代表的行业基本面持续向好，近期消费各版块龙头回调幅度较大，从基本面看理应抱紧龙头，并采用积极策略：1）关注日常必需品、商超等细分行业龙头：双汇食品、安琪酵母、安井食品、海天味业、永辉超市等；2）关注可选消费中需求稳定的白酒、乳制品龙头：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份、伊利股份等。

风险提示

1）宏观经济疲软的风险：经济增速下滑，消费升级不达预期，导致消费端增速放缓；2）国内疫情防控长期化的风险：国内疫情过程中反复，或外部输入风险长期化，消费行为或再受抑制；3）重大食品安全事件的风险：消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对某个品牌、品类乃至整个子行业信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间，从而造成业绩不达预期；4）重大农业疫情风险：畜禽疫病的发生容易导致畜禽生产成本的上升，从而影响生产成本和市场供应。疫病的蔓延容易引起消费者心理恐慌，造成整个市场需求的迅速萎缩，致使畜禽养殖企业面临较大的销量与销售价格压力。

正文目录

一 消费总览：社零低基数下高增，细分赛道均快速增长 5

1.1 社零低基数下高增，CPI 延续回落 5
1.2 商贸餐饮低基数下走强，线上表现稳健增长 6
1.3 消费支出同比转增，疫后仍看消费升级 8

二 外部环境：四季度经济延续复苏，风险偏好显著回升 8

2.1 Q4 GDP 延续复苏，收入预期延续向上 8
2.2 各类消费信心走强，风险偏好亦或上行 10

三 消费子行业分析 11

3.1 可选消费：低基数下快速恢复，衣食住行走强 11
3.1.1 衣—线上渠道景气度高，线下门店延续改善 11
3.1.2 食—烟酒饮料延续恢复，主流白酒景气度高 13
3.1.3 住—地产销售持续走强，配套消费延续回暖 14
3.1.4 行—低基数下高速增长，汽车消费升级延续 15
3.2 必选消费：供需延续改善，刚需稳步上行 16
3.3 升级消费：院线全面复苏，线上稳步增长 18

四 二级市场回顾 19

投资建议 21

风险提示 21

图表目录

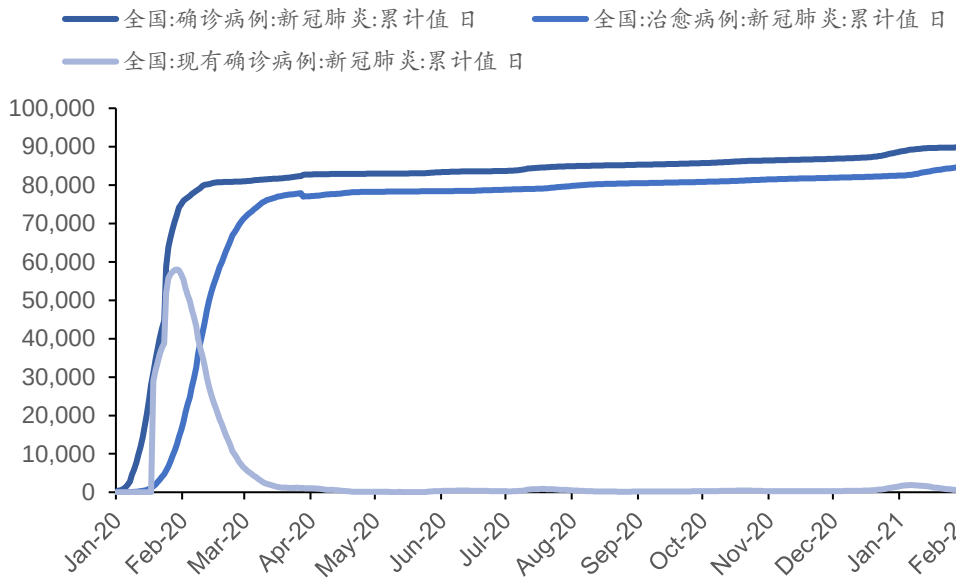
图表 1 国内疫情基本得到控制（截止目前）（单位：人）.....5
图表 2 社零增速低基数下快速增长（%）.....6
图表 3 城镇&乡村社零低基数下同步增长（%）.....6
图表 4 CPI 累计增速延续回落(%).....6
图表 5 商品零售&网上零售额低基数下快速增长（%）.....7
图表 6 限额以上餐饮、社零餐饮低基数下快速增长（%）.....7
图表 7 四季度人均消费支出延续改善.....8
图表 8 疫后仍看消费结构升级（%）.....8
图表 9 国内疫情点状反弹，海外疫情日确诊数已高点回落.....9
图表 10 四季度 GDP 延续恢复.....9
图表 11 人均可支配收入(元)&实际同比增速(右轴，%).....9
图表 12 就业形势有所好转（%）.....10
图表 13 就业&收入预期持续走强.....10
图表 14 消费者信心指数稳步走强.....10
图表 15 存款增速放缓、贷款增速上行（%）.....11
图表 16 化妆品、服装、金银珠宝零售额，累计同比增速（%），低基数下快速增长.....12
图表 17 智能手机出货量（万台）&增速（右轴，%），低基数带动出货量高增.....12
图表 18 限额以上粮油、食品、饮料、烟酒累计同比增速（%），消费场景恢复助快速恢复.....13
图表 19 食品饮料各品类累计产量&同比增速（%），产量均快速恢复.....13
图表 20 飞天茅台批价显著上行（元）.....14
图表 21 普五国窖批价走势（元）.....14
图表 22 商品房销售面积、金额累计同比快速回暖（%）.....14
图表 23 房屋新开工面积累计同比快速回暖（%）.....14
图表 24 家具、家电、建筑装横材料，累计零售额同比增速（%），均延续恢复.....15
图表 25 乘用车销量（万辆）&增速（右轴，%），12 月延续增长.....15
图表 26 分级别乘用车销量同比增速（%），A00 翻倍增长，消费升级带动的 B 级、C 级增长.....16
图表 27 必选各品类累计产量&同比增速（%）.....16
图表 28 限额以上药品零售额累计值（亿元）、需求稳步恢复（%）.....17
图表 29 限额以上日用品零售额，同比延续增长（亿元，%）.....17
图表 30 电影票房收入、观影人次累计同比增速缓慢恢复（%）.....18
图表 31 爱奇艺、腾讯视频 APP 月度活跃用户数同比增速或因供给端下半年边际收而回落（%）.....18
图表 32 澳门博彩收入、国内彩票销售额，累计同比增速（%）.....19
图表 33 疫情至今中信 30 个子行业涨跌幅.....20
图表 34 疫情至今食品饮料、农林牧渔、商贸零售分子行业涨跌幅.....20

一 消费总览：社零低基数下高增，细分赛道均快速增长

1.1 社零低基数下高增，CPI 延续回落

当前国内疫情防控基本得到全面控制，随着全国各省有序的复产复工，国内防控进入持久战阶段，春节后全国疫情重回稳定，此外，疫苗已逐步推广接种，中期消费大环境持续向好。

图表 1 国内疫情基本得到控制（截止目前）（单位：人）

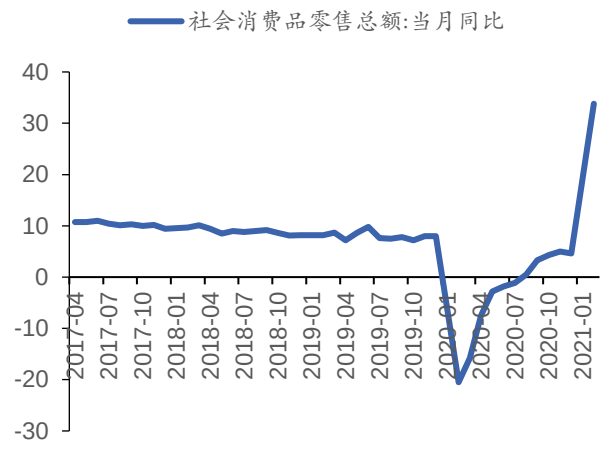


资料来源：wind，华安证券研究所

前 2 月社零低基数下快速增长。前 2 月社零累计同增 33.8%，受益于 20 年同期疫情带来的低基数快速增长。城镇社零增速快于乡村，前 2 月城镇、乡村社零累计分别同增 34.9%、26.7%，城镇内生增长动力强劲。

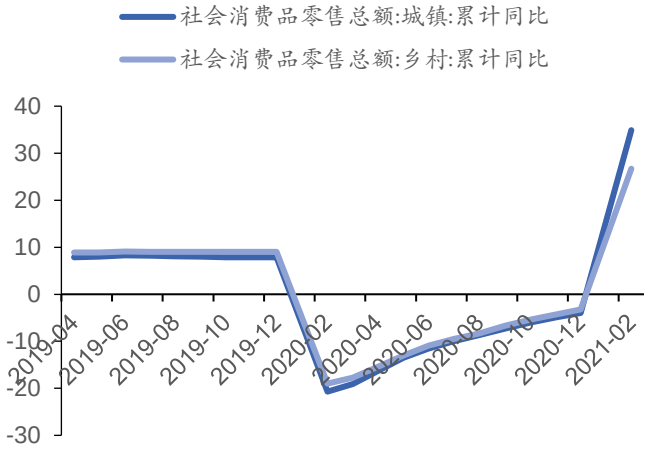
前 2 月 CPI 微降。前 2 月 CPI 累计同降 0.3%。其中，食品 CPI 累计同比上涨 0.7%，非食品 CPI 累计同降 0.5%。

图表 2 社零增速低基数下快速增长（%）



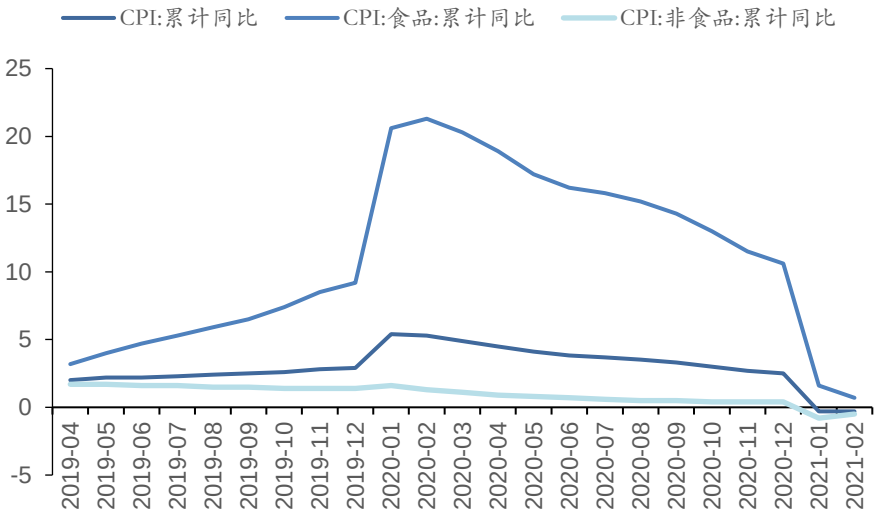
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 城镇&乡村社零低基数下同步增长（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 CPI 累计增速延续回落(%)

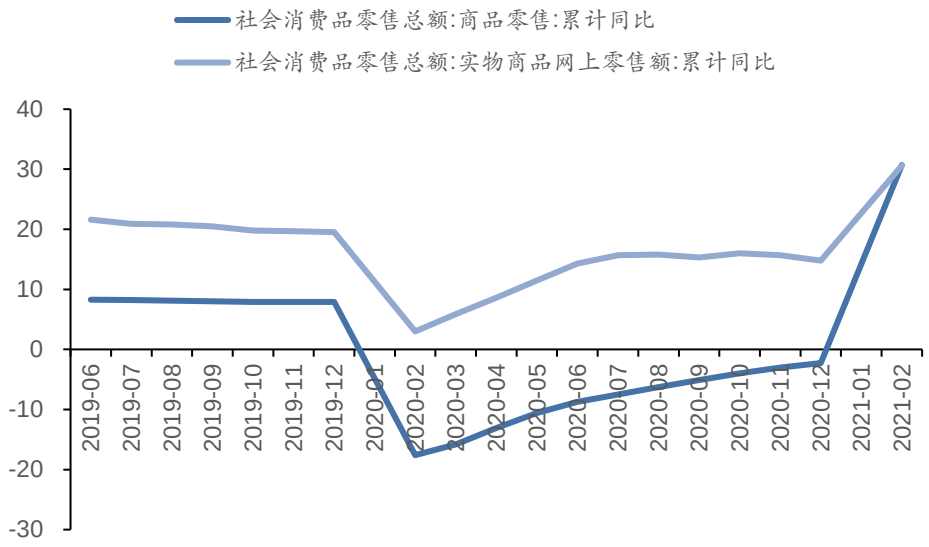


资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 商贸餐饮低基数下走强，线上表现稳健增长

低基数下社零各细分赛道均大增。分业态看，前 2 月，社零商品累计同增 30.7%，社零餐饮收入累计同增 68.9%，网上零售累计同比增长 30.6%。

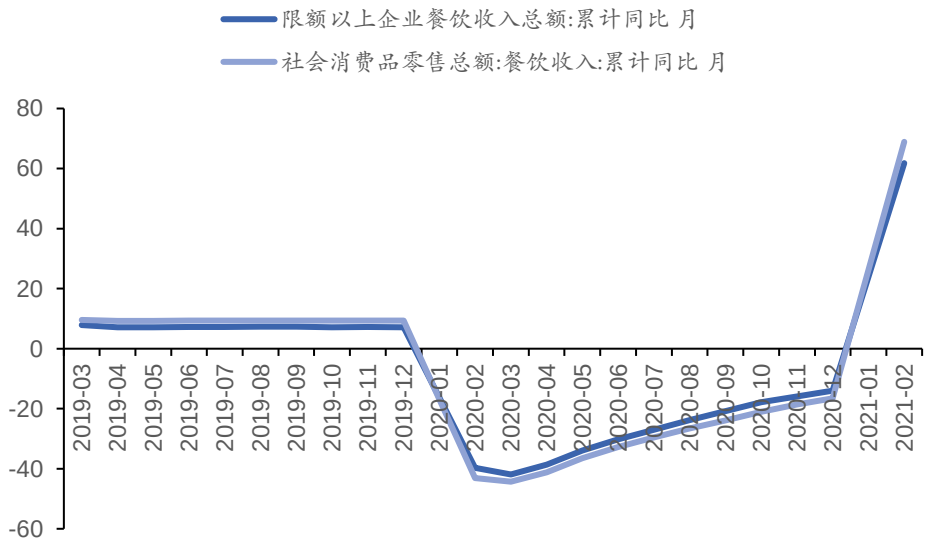
图表 5 商品零售&网上零售额低基数下快速增长（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

餐饮持续边际改善，高端餐饮恢复更快。前 2 月社零餐饮收入同增 68.9%；前 2 月限额以上企业餐饮收入同增 61.8%，均呈现低基数下高增长，向后看，预计稳态仍能维持 7~8%的年增长。

图表 6 限额以上餐饮、社零餐饮低基数下快速增长（%）

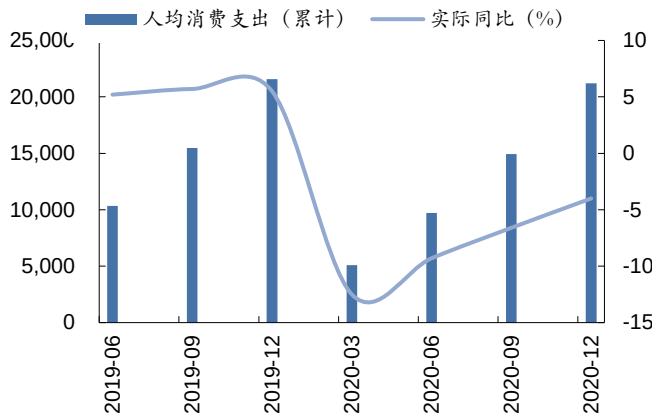


资料来源：wind，华安证券研究所

1.3 消费支出同比转增，疫后仍看消费升级

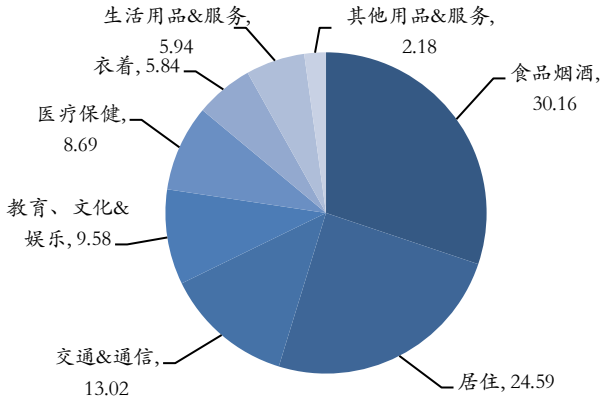
四季度人均消费支出同比转增。2020 年全年，基于国内疫情基本得到控制、及消费端逐步放开，人均消费支出累计同比下降 4%，Q4 同比增长 3.2%，同比增速较 Q3 延续改善。消费结构方面，Q4 食品烟酒支出占比 30.2%，环比下降 0.3pct；居住支出占比 24.6%，环比下降 0.5pct；交通通讯支出占比 13%，环比下降 0.1pct；教文娱支出占比 9.6%，环比上升 1pct；医疗支出占比 8.7%，环比下降 0.3pct；衣着支出占比 5.8%，环比上升 0.2pct；生活用品服务占比 6.0%，环比下降 0.1pct。Q4 疫情基本得到控制，疫情影响基本退出，基础类消费占比已呈现环比下降趋势，教文娱、衣着等升级消费环比显著提升，反应疫后消费升级趋势明确。

图表 7 四季度人均消费支出延续改善



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 疫后仍看消费结构升级（%）



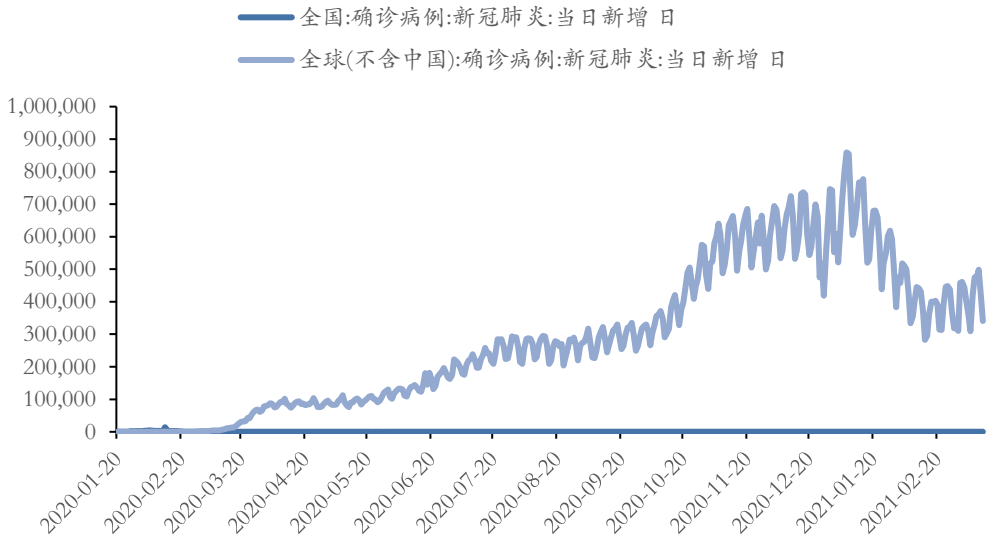
资料来源：wind，华安证券研究所

二 外部环境：四季度经济延续复苏，风险偏好显著回升

2.1 Q4 GDP 延续复苏，收入预期延续向上

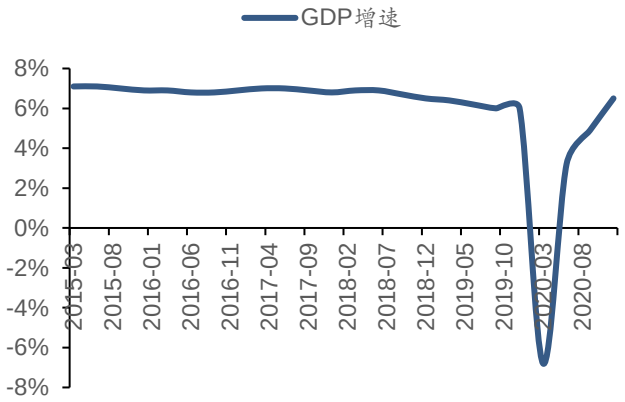
经济快速复苏，四季度 GDP 同比增长 6.5%。国内疫情基本得到控制，海外疫情仍未缓和，3 月 14 日，国内、海外确诊病例分别当日新增 5 例、340,704 例，国内疫情基本得到控制，海外疫情每日确诊数似乎已高点回落、虽疫情仍未得到有效控制，但海外经济体受冲击或边际趋于稳定，需求或逐步见底。2020 年全年国内 GDP 同增 2.3%，其中四季度国内 GDP 同增 6.5%，经济形势稳步恢复。

图表 9 国内疫情点状反弹，海外疫情日确诊数已高点回落



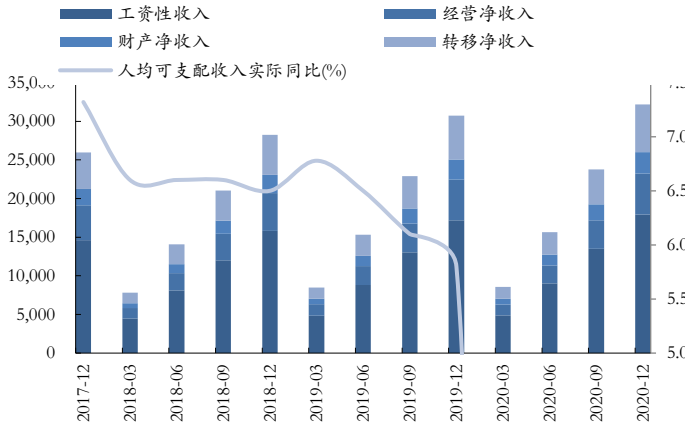
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 四季度 GDP 延续恢复



资料来源：wind，华安证券研究所

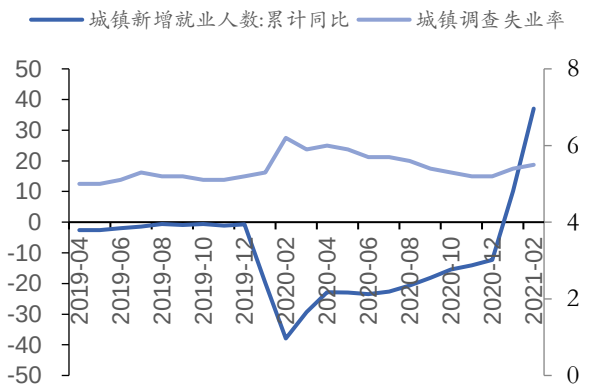
图表 11 人均可支配收入(元)&实际同比增速(右轴，%)



资料来源：wind，华安证券研究所

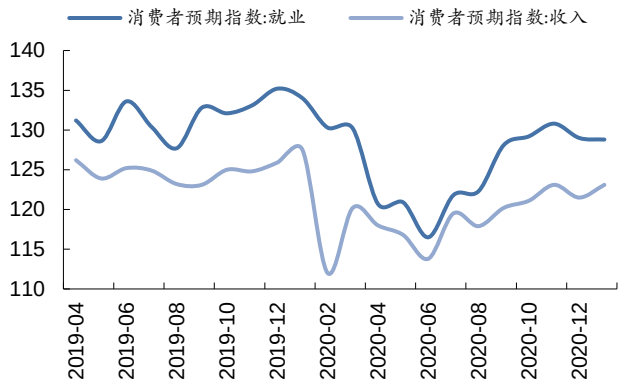
收入、就业预期持续性向上。2 月城镇调查失业率为 5.5%，环比略增 0.1pct，前 2 月城镇新增就业人数累计同比增长 37%，低基数下快速增长，就业形势延续好转势头。1 月消费者就业预期指数为 128.8，收入预期指数为 123.1，环比均延续稳中上行，消费者就业、收入预期持续性向上。

图表 12 就业形势有所好转（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13 就业&收入预期持续走强

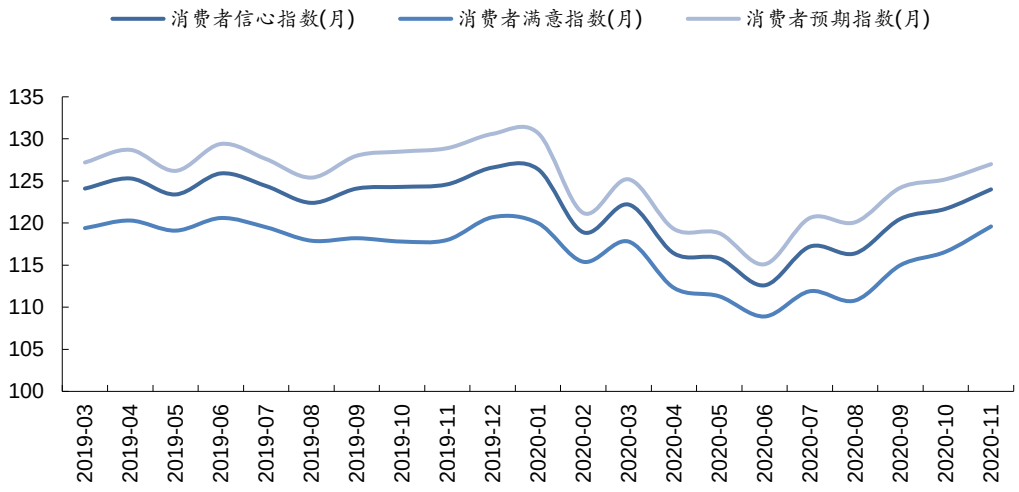


资料来源：wind，华安证券研究所

2.2 各类消费信心走强，风险偏好亦或上行

1 月消费者信心稳步走强。1 月，消费者信心指数 122.8，环比 12 月上升 0.7pct，消费者满意指数 118.0，环比上升 0.7pct，消费者预期指数 126.0，环比上升 0.8pct。20 年 9 月以来消费者各类信心指数稳步上行，消费意愿向好趋势已可以确认。

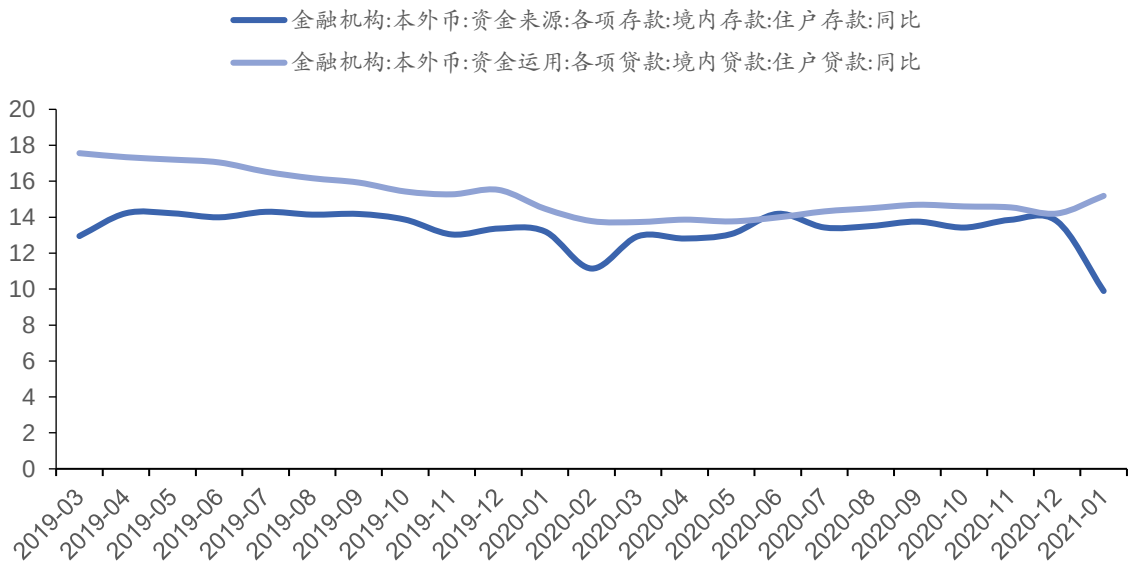
图表 14 消费者信心指数稳步走强



资料来源：wind，华安证券研究所

贷款增速稳定，居民风险偏好相对稳定。1 月住户存款、贷款分别同比增长 9.9%、15.2%，贷款意愿较存款增长明显，居民风险偏好或有所上升。

图表 15 存款增速放缓、贷款增速上行（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

三 消费子行业分析

3.1 可选消费：低基数下快速恢复，衣食住行走强

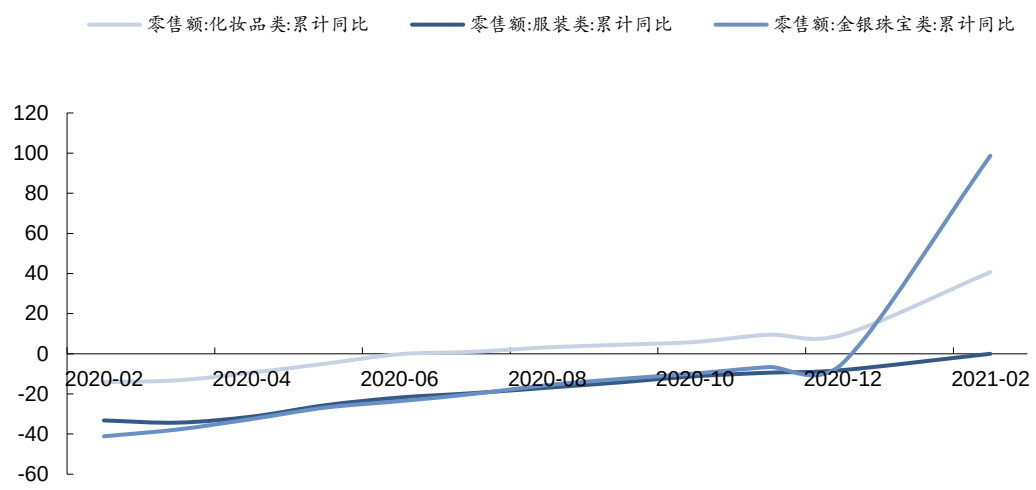
3.1.1 衣—线上渠道景气度高，线下门店延续改善

金银珠宝：黄金珠宝以线下实体门店消费为主，20 年疫情期间对线下实体店冲击较大故产生同期低基数，前 2 月金银珠宝销售额累计同增 98.7%，低基数下快速恢复，随消费信心边际恢复，叠加黄金珠宝消费品具备保值预期，黄金珠宝市场消费延续增长势头。

服装：受疫情影响，部分线下服装实体店出现关门潮，1~12 月服装销售额累计同比下降 8.1%，12 月销售同比持平，逐步恢复常态。

化妆品：前 2 月化妆品零售额累计同比上升 40.7%，低基数下快速增长，持续受益于疫情期间直播带货模式加速线上渠道发展，化妆品在新业态下延续高景气。

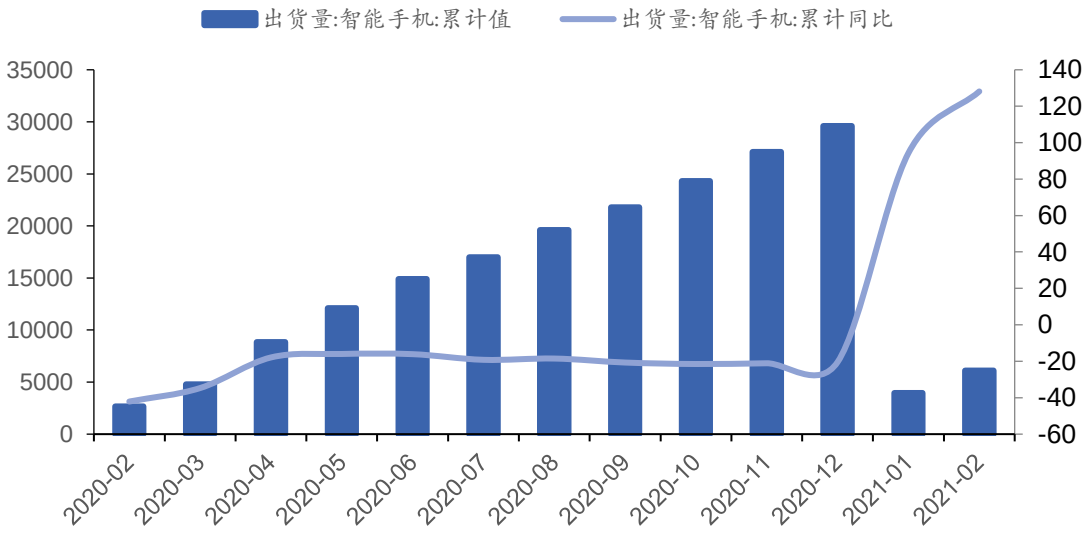
图表 16 化妆品、服装、金银珠宝零售额，累计同比增速（%），低基数下快速增长



资料来源：wind，华安证券研究所

通讯：低基数带动手机出货量高增，中期趋势仍待观察。前 2 月，手机累计出货量 0.61 亿台，同增 128%，低基数下高速增长，2 月手机出货量同增 240%，向后看，预计短期以智能手机为代表的消费电子类需求边际恢复速度仍较慢，5G 替换周期对手机的拉动作用仍不明朗，稳态增长趋势仍待观察。

图表 17 智能手机出货量（万台）&增速（右轴，%），低基数带动出货量高增

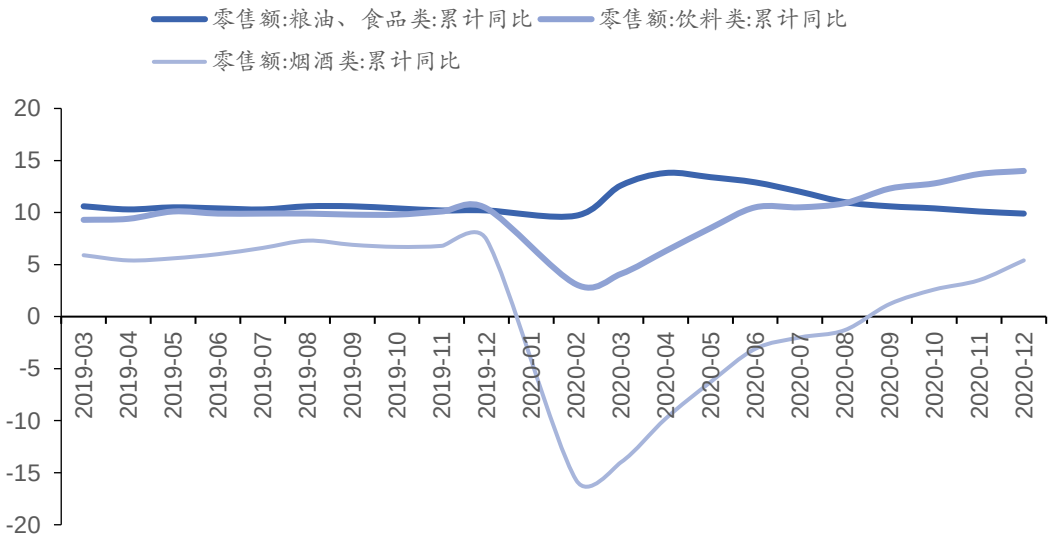


资料来源：wind，华安证券研究所

3.1.2 食—烟酒饮料延续恢复，主流白酒景气度高

食品饮料：必选增速微降，可选消费延续恢复。前 2 月粮油、食品类零售额累计同比增长 10.9%，必选品增长保持相对稳定；前 2 月饮料类零售额累计同比增长 37%，烟酒类零售额累计同比增长 44%，低基数下均快速增长。整体看，随着国内疫情基本得到控制，食品饮料各类消费场景恢复，带动可选消费端持续走强。

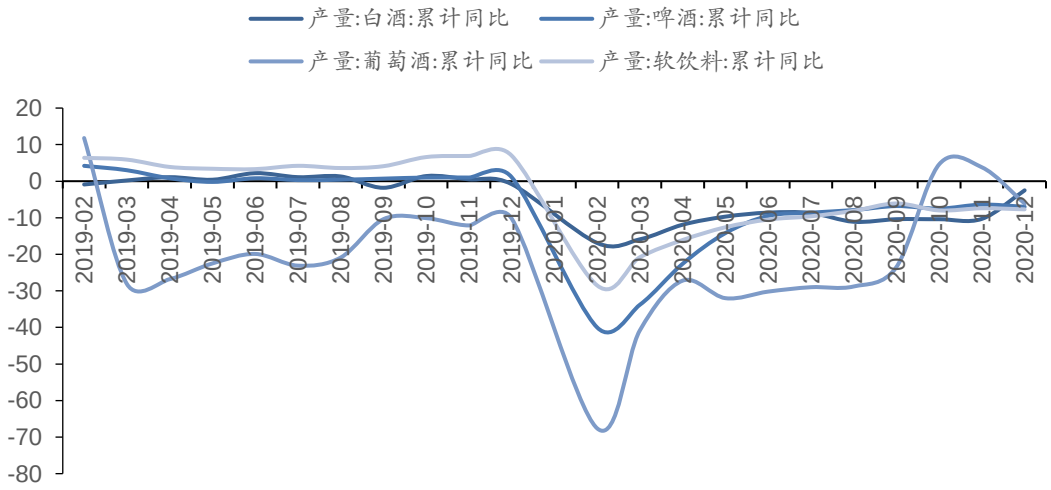
图表 18 限额以上粮油、食品、饮料、烟酒累计同比增速（%），消费场景恢复助快速恢复



资料来源：wind，华安证券研究所

1~12 月，白酒产量累计同降 2.5%，生产端环比降幅显著收窄，产业内头部集中、消费升级趋势延续；啤酒、软饮料、葡萄酒累计产量分别下降 7%、7.7%、6.1%，生产端恢复尚不明显。

图表 19 食品饮料各品类累计产量&同比增速（%），产量均快速恢复



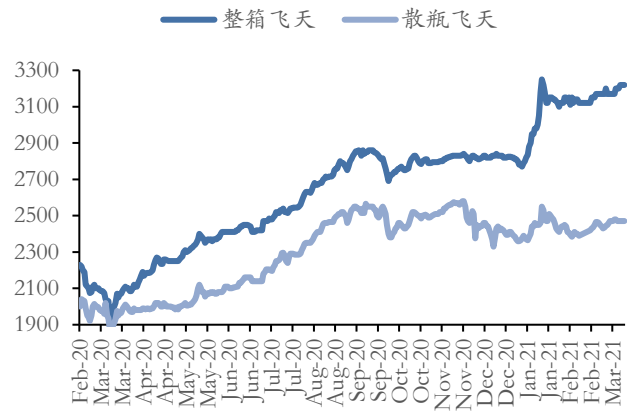
资料来源：wind，华安证券研究所

茅台原箱批价走高，普五短期震荡。近 1 月茅台酒整箱批价延续 3100~3200 元上方震荡，散瓶方面，批价延续 2400 元上方震荡，2021 年进入春节后淡季批价整体仍保持稳定，供需紧张格局不变，市场需求仍旺，消费者买不到酒的情况并未有显著改善，始于 2H16 年的酒价上行趋势或暂难变，近期精品、生肖提价预期带动非标茅台批价大涨。建议持续跟踪茅台整箱与散瓶批价，以作为白酒行业景气度指标；

近 1 月八代普五企稳 970 元，充分经受春节旺季考验，近期加推高价位非标产品计划外配额（包括牛年纪念酒、各类别陈列酒等），展望 2021 年，产品系列向上走、高地市场圈层培育、团购市场持续发力，二季度普五批价有望上攻千元关卡；

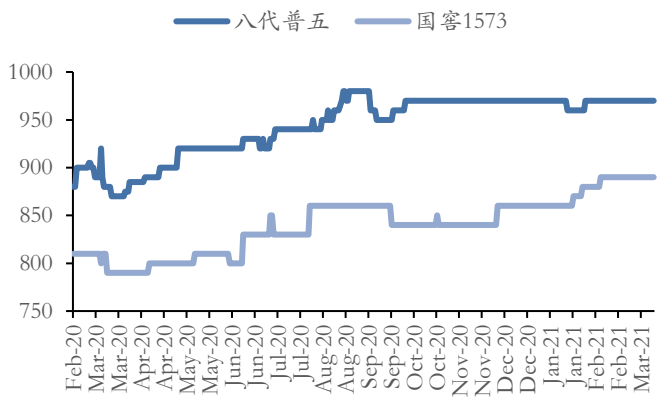
国窖 1573 批价企稳于 870 元上下，公司层面持续控货挺价，受益于普五批价上挺，为国窖价格打开一定空间，短期受益、但中长期竞争格局仍待观察。

图表 20 飞天茅台批价显著上行（元）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 21 普五国窖批价走势（元）

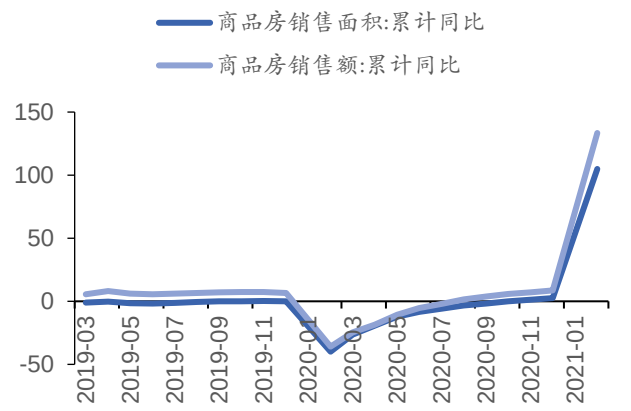


资料来源：wind，华安证券研究所

3.1.3 住—地产销售持续走强，配套消费延续回暖

地产相关：房地产相关环比持续走强。前 2 月商品房销售面积同比累计增长 104.9%，低基数下显著增长，需求端延续向好。房地产相关配套消费边际亦持续恢复，前 2 月限额以上家具、家电、建筑装潢材料零售额分别累计同比增长 58.7%、43.2%、52.8%，低基数下快速增长。

图表 22 商品房销售面积、金额累计同比快速回暖(%)



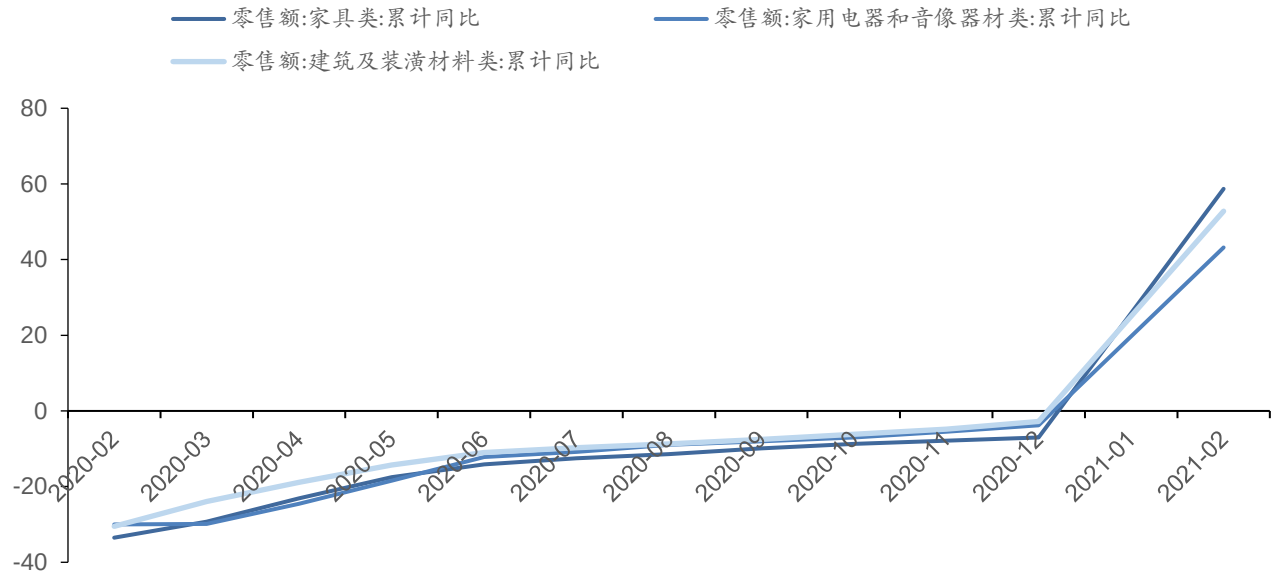
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 23 房屋新开工面积累计同比快速回暖（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 24 家具、家电、建筑装横材料，累计零售额同比增速（%），均延续恢复

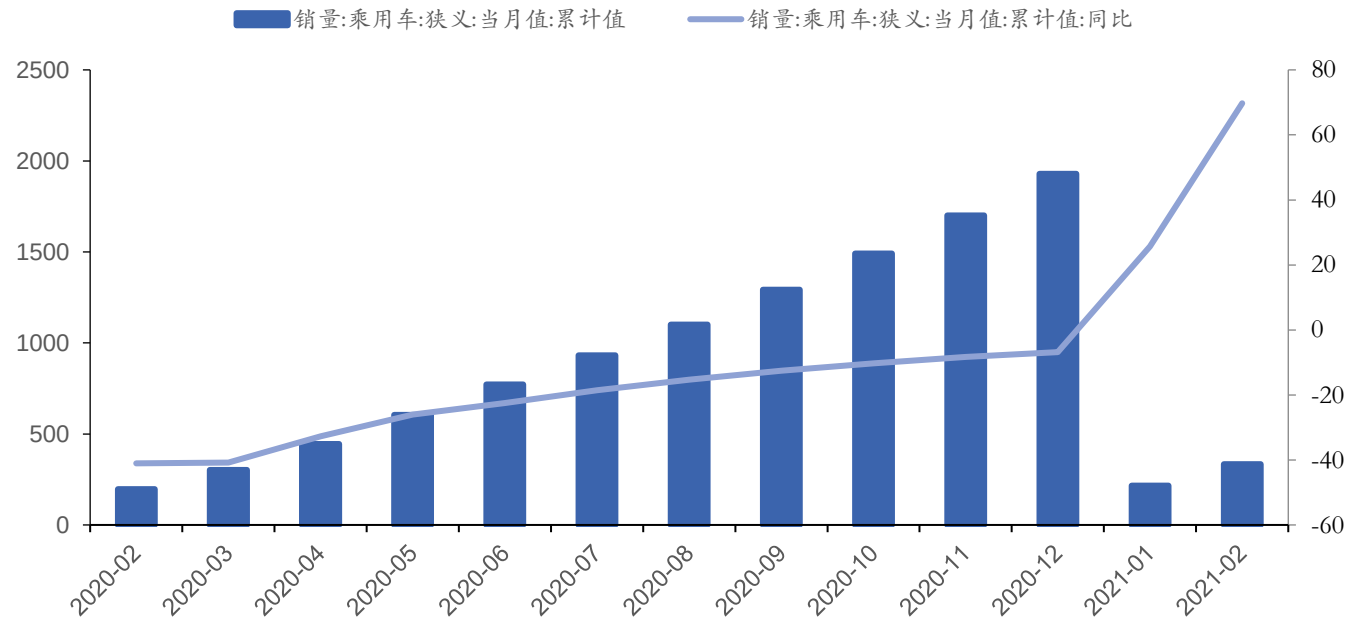


资料来源：wind，华安证券研究所

3.1.4 行—低基数下高速增长，汽车消费升级延续

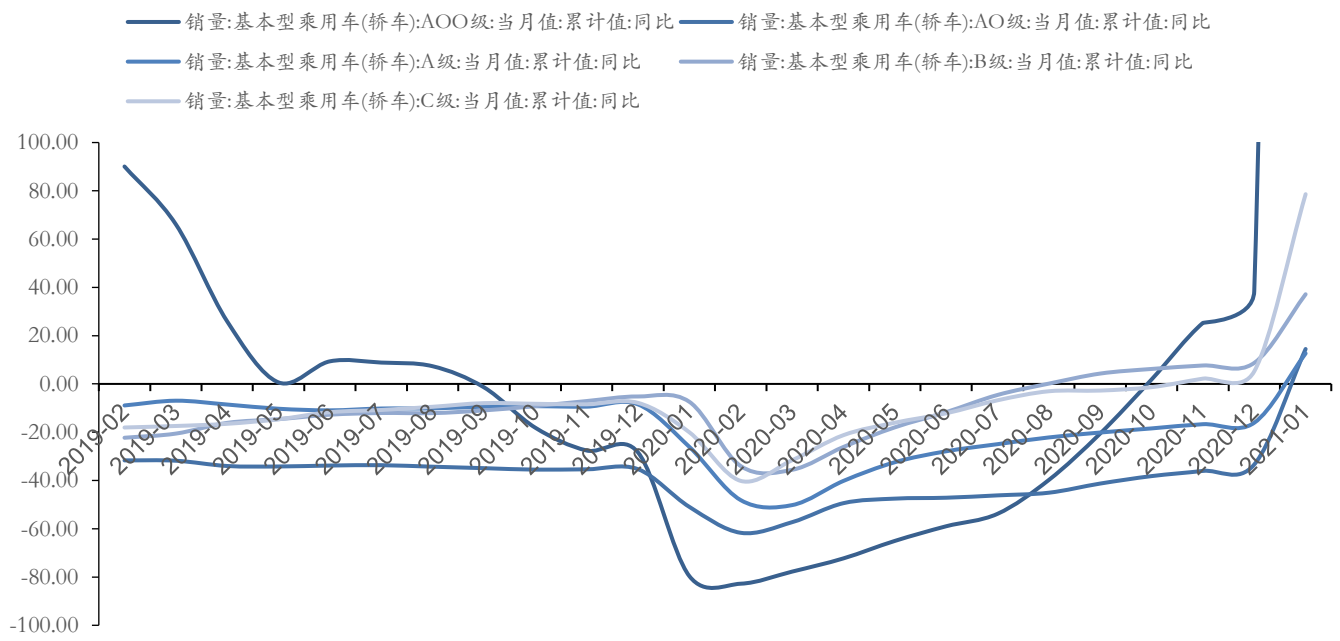
交通：12 月延续正增长，消费升级趋势明显。前 2 月，乘用车累计销量 334 万辆，同比增长 69.7%，2 月同比增长 373%，低基数下显著增长。分级别看，1 月 A00 级同增 1,361%,爆款车型叠加低基数显著增长,A0/A 级同比分别增长 14.5%/12.6%，消费升级带动 B 级、C 级分别同比上升 37.2%、78.6%，消费升级叠加低基数带动高增长。

图表 25 乘用车销量（万辆）&增速（右轴，%），12 月延续增长



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 26 分级别乘用车销量同比增速（%），A00 翻倍增长，消费升级带动的 B 级、C 级增长

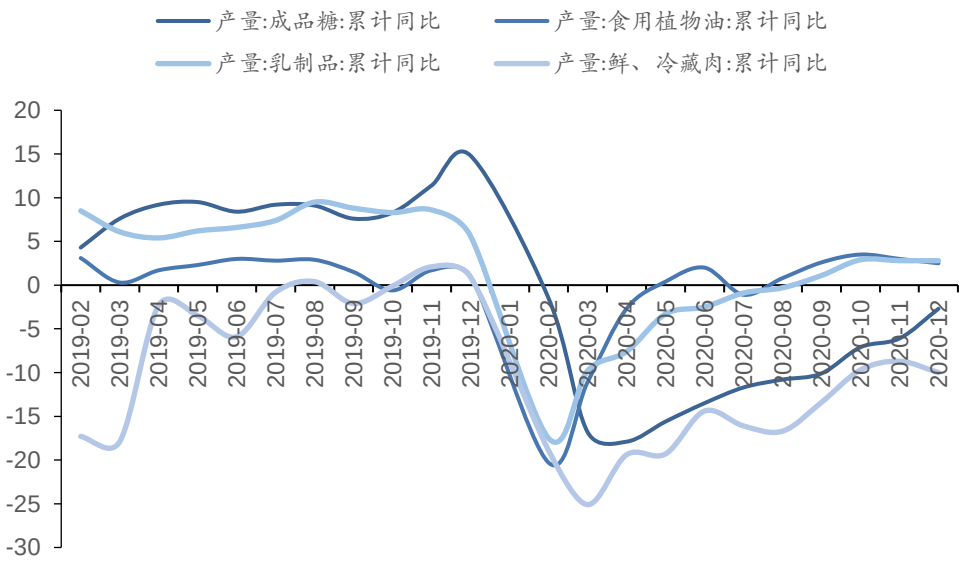


资料来源：wind，华安证券研究所

3.2 必选消费：供需延续改善，刚需稳步上行

必选消费产量边际延续所分化。随着各加工企业复工，食品饮料必选消费相关产能逐渐恢复。1~12 月，成品糖、鲜&冷藏肉产量分别累计同比下降 2.7%、下降 10%，环比相对稳定，食用植物油、乳制品累计同比上升 2.5%、上升 2.8%、环比企稳。

图表 27 必选各品类累计产量&同比增速（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

药品：需求稳步恢复。前 2 月药品零售额累计同比增长 16.9%，低基数下快速增长，但作为刚需品并未出现显著增长，随着疫情基本得到控制，药品需求稳步恢复。

图表 28 限额以上药品零售额累计值（亿元）、需求稳步恢复（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

日用品：低基数下快速增长。前 2 月日用品零售额累计同比增长 34.6%，低基数下快速增长。日用品虽具备刚需属性，但此前受疫情影响，消费者偏向优先消耗库存，故日用品短期于 2020 年 2、3 月短期下滑，疫情得到控制后，日用品零售额延续双位数增长。

图表 29 限额以上日用品零售额，同比延续增长（亿元，%）

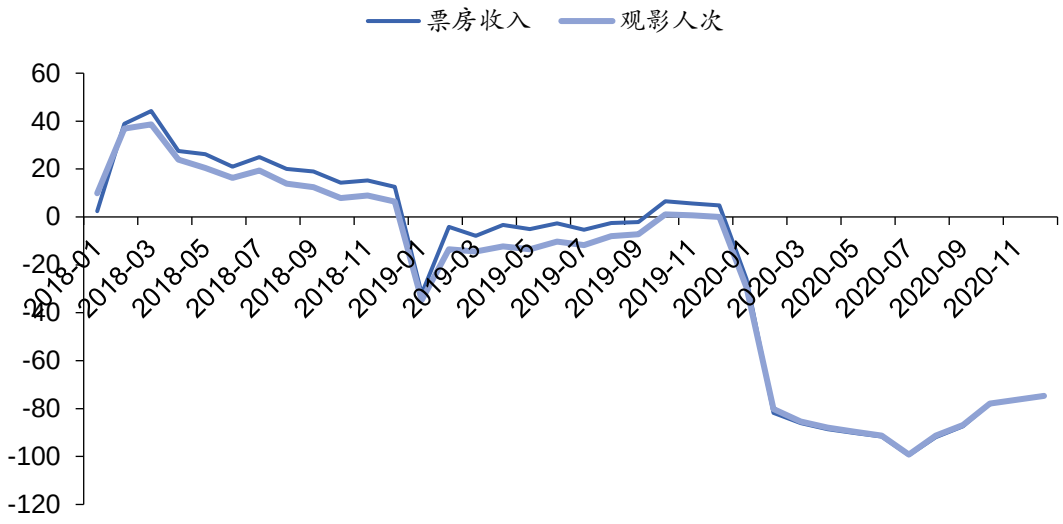


资料来源：wind，华安证券研究所

3.3 升级消费：院线全面复苏，线上稳步增长

电影：春节档后快速恢复。受疫情影响，电影业自春节以来快速恢复，前 2 月票房及观影人数分别为 156 亿元、3.6 亿人次，同比 19 年分别增 8%、降 1%，春节档供给端出现拐点，拉动需求端基本恢复往年常态化水平。

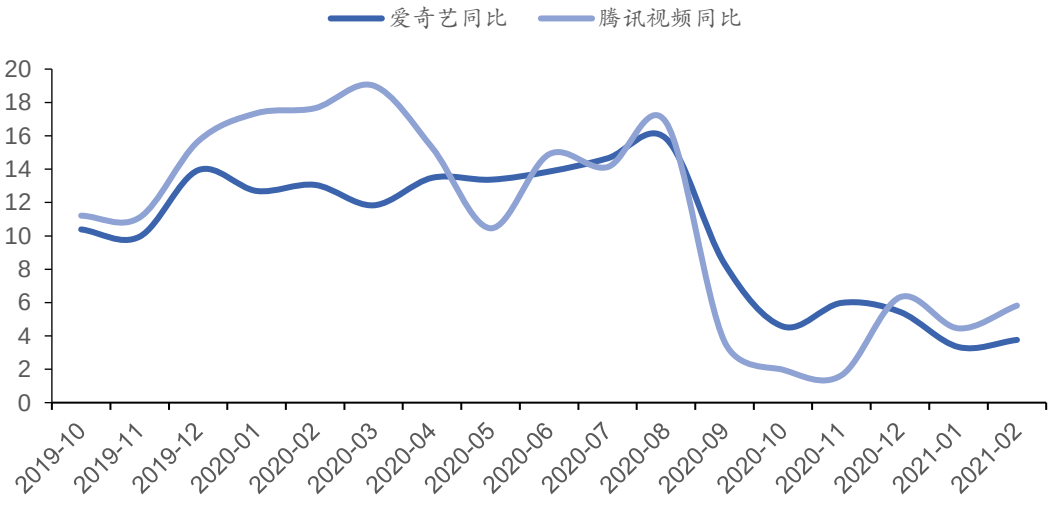
图表 30 电影票房收入、观影人次累计同比增速缓慢恢复（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

线上视频：新业态整体向好，景气度略有回落。线上 APP 用户数仍增长，2 月爱奇艺月活跃用户同比增长 3.8%，腾讯活跃月用户同比增长 5.8%，基于疫情逐渐恢复，叠加供给端自 2020 年下半年以来边际收缩，线上娱乐板块景气度环比下降，但不改线上新业态大趋势。

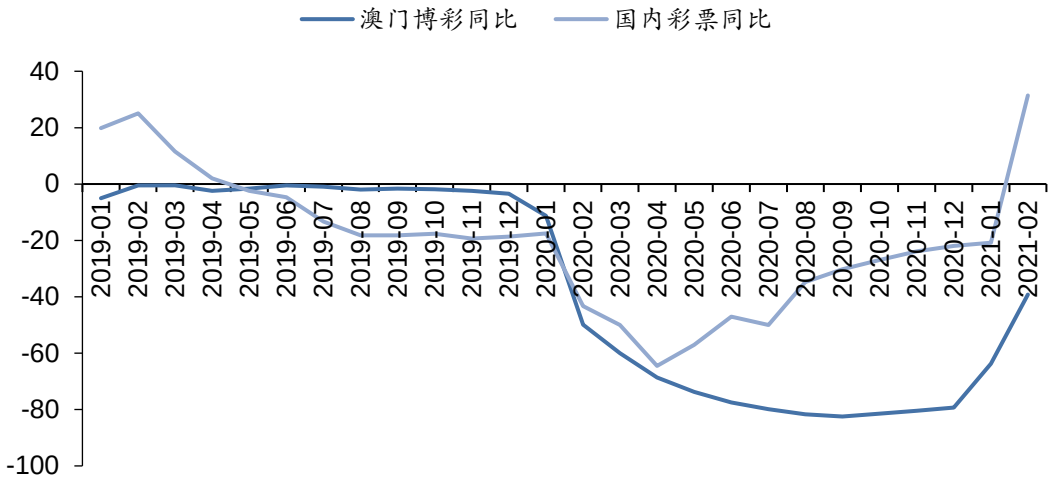
图表 31 爱奇艺、腾讯视频 APP 月度活跃用户数同比增速或因供给端下半年边际收而回落（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

博彩：境内彩票延续改善，境外博彩仍下滑。宏观经济增速下行、融资渠道收紧的背景下，近年博彩消费趋势向下。受疫情影响，境外博彩消费下滑幅度较大。前 2 月澳门博彩收入累计同比下降 39%，出游限制逐步放开，但短期居民出游博彩消费意愿恢复较慢；1 月国内彩票销售额累计同比增长 31%，低基数下快速增长。

图表 32 澳门博彩收入、国内彩票销售额，累计同比增速（%）



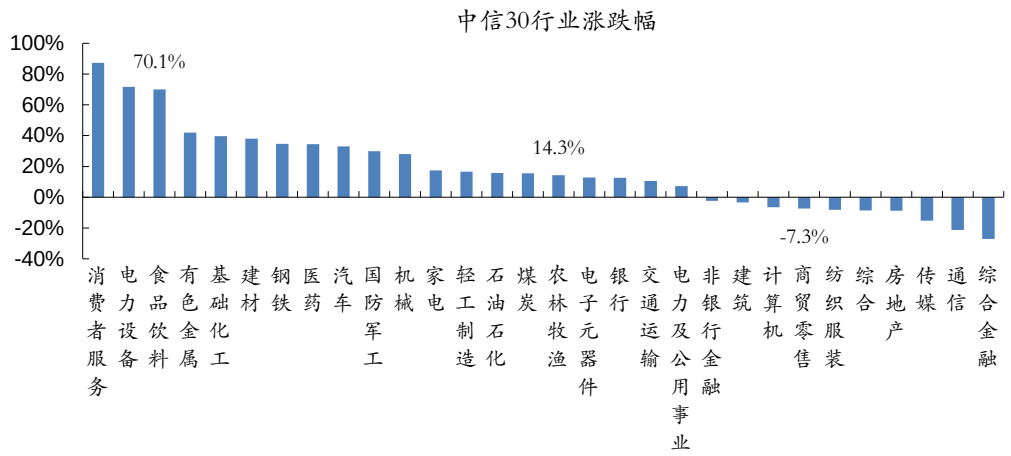
资料来源：wind，华安证券研究所

四 二级市场回顾

食品饮料仍占前三，核心消费领跑。疫情发生至今（2020.01.20 ~2021.3.15），二级市场食品饮料、农林牧渔、商贸零售行业分别同比+70.1%、+14.3%、-7.3%，在中信 30 子行业中分别排名第 3、16、24 位，同期沪深 300 指数同比+23.9%。

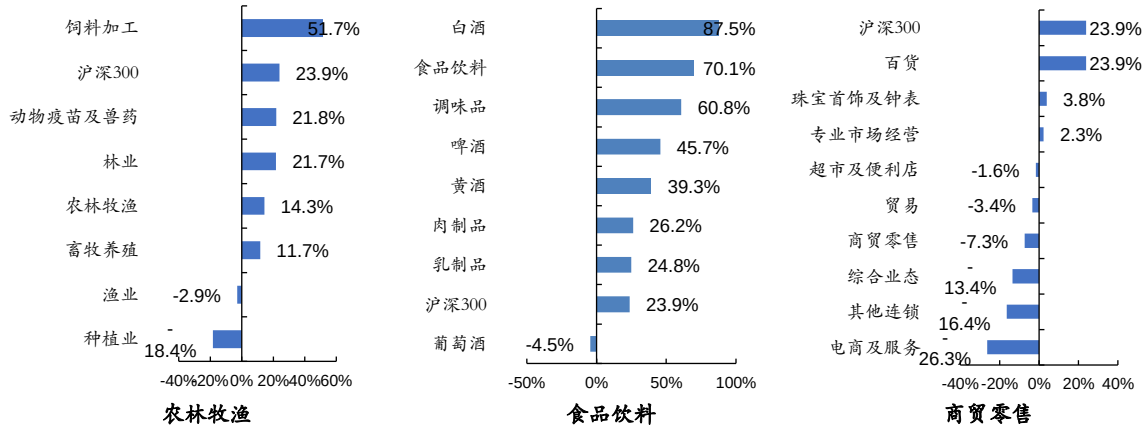
拆分各子领域看，分化较为明显。生活必须品及疫后消费场景快速恢复的子板块表现较好，白酒、调味品、啤酒分别同比+87.5%、+60.8%、+45.7%。消费场景恢复较慢的可选消费品板块表现较弱，电商、连锁等分别同比-26.3%、-16.4%。

图表 33 疫情至今中信 30 个子行业涨跌幅



区间：2020.01.20-2021.3.15 资料来源：wind，华安证券研究所

图表 34 疫情至今食品饮料、农林牧渔、商贸零售分子行业涨跌幅



区间：2020.01.20-2021.3.15 资料来源：wind，华安证券研究所

投资建议

前 2 月消费向好，各项数据低基数下均呈现快速恢复，信心指标持续走强，国内疫情基本得到控制，后续大消费景气度大概率延续向好，细分行业来看，以高端白酒为代表的行业基本面持续向好，近期消费各版块龙头回调幅度较大，从基本面看理应抱紧龙头，并采用积极策略：1）关注日常必需品、商超等细分行业龙头：双汇食品、安琪酵母、安井食品、海天味业、永辉超市等；2）关注可选消费中需求稳定的白酒、乳制品龙头：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份、伊利股份等。

风险提示

1）宏观经济疲软的风险：经济增速下滑，消费升级不达预期，导致消费端增速放缓；

2）国内疫情防控长期化的风险：国内疫情过程中反复，或外部输入风险长期化，消费行为或再受抑制；

3）重大食品安全事件的风险：消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对某个品牌、品类乃至整个子行业信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间，从而造成业绩不达预期；

4）重大农业疫情风险：畜禽疫病的发生容易导致畜禽生产成本的上升，从而影响生产成本和市场供应。疫病的蔓延容易引起消费者心理恐慌，造成整个市场需求的迅速萎缩，致使畜禽养殖企业面临较大的销量与销售价格压力。

分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。
联系人 姚启璠：华安证券食品饮料研究员，三年研究经验，重点覆盖白酒板块。
联系人 余璇：华安证券食品饮料研究员，两年研究经验，重点覆盖食品板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。