新时代证券 New Times Securities

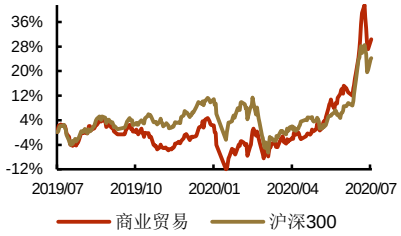
上半年社零总额同比下降 11.4%，消费指标恢复性增长

投资月报

陈文倩（分析师）
010-83561313
chenwenqian@xsdzq.cn
证书编号：S0280515080002

推荐（维持评级）

行业指数走势图



相关报告

《市内免税店概念掀起百货涨停潮》2020-07-12

《电商营收规模持续高速增长，线上消费持续下沉》2020-07-05

《零售市场持续恢复 更多平台加入电商竞争》2020-06-21

《细分区域龙头持续优化自己 零售承压下竞争力进一步提升》2020-06-14

《“地摊经济”成为新热点，电商巨头加码“618 购物狂欢节”》2020-06-07

● **受益标的：**生活必需品消费保持正向增长，必选消费稳定，可持续关注超市板块，如永辉超市、家家悦、步步高等；线下消费持续恢复中，可关注各区域百货龙头，如王府井、天虹股份等。网上零售占比持续提升，电商版块可以持续关注，如苏宁易购。

● **6 月社零总额同比增速-1.8% ，降幅比 5 月份收窄 1 个点**

上半年，社会消费品零售总额 172256 亿元，同比下降 11.4%，降幅比一季度收窄 7.6 个百分点；其中二季度下降 3.9%，比一季度收窄 15.1 个百分点。

6 月份，社会消费品零售总额 33526 亿元，同比下降 1.8%，降幅比 5 月份收窄 1.0 个百分点；环比增长 1.34%

● **基本生活用品、升级类用品销售增长较快**

上半年，限额以上单位粮油食品类、饮料类和中西药品类商品零售额分别增长 12.9%、10.5%、5.8%，比一季度分别加快 0.3、6.4、2.9 个百分点。升级类商品销售较快增长，限额以上单位体育娱乐用品类、通讯器材类商品零售额分别增长 6.1%和 5.8%，一季度分别为下降 5.1%和 3.6%。

● **网上零售占比提高到 25.2%，吃、用类实物商品维持高增速**

1-6 月份，全国网上零售额 51501 亿元，同比增长 7.3%，一季度为下降 0.8%。其中，实物商品网上零售额 43481 亿元，增长 14.3%（增速较 1-5 月提升 2.8 个点），比一季度加快 8.4 个百分点；占社会消费品零售总额的比重为 25.2%，比一季度提高 1.6 个百分点。在实物商品网上零售额中，吃类和用类商品分别增长 38.8%和 17.3%，穿类商品下降 2.9%。

● **消费指标恢复性增长 人均可支配收入制约消费增速**

主要指标逐步回升。从季度看，二季度国内生产总值同比增长 3.2%，由一季度下降 6.8%转负为正；二季度社会消费品零售总额降幅比一季度收窄 15.1 个百分点；上半年固定资产投资降幅比一季度收窄 13.0 个百分点。上半年 GDP、工业、服务业、消费、投资等主要指标仍处于下降区间，所以说二季度的回升仍然属于恢复性的增长。疫情冲击的损失尚未完全弥补。

目前消费恢复还是面临着制约，尤其是在常态化疫情防控条件下，一些聚集性、接触性的消费活动仍然受到一定制约，所以目前商品零售的餐饮收入还处于恢复增长的态势当中。关于下半年消费市场的增长态势，一方面随着疫情防控的有效推进，消费便利性在逐渐改善，另一方面随着供给侧结构性改革的逐步推进，消费的供给也在不断地优化。

居民消费价格涨幅呈现回落趋势，上半年，居民消费价格同比上涨 3.8%，涨幅比一季度回落 1.1 个百分点；核心 CPI 同比上涨 1.2%，基本保持稳定。6 月份，居民消费价格上涨 2.5%，处于温和上涨区间。

风险提示：宏观经济风险；消费下行风险；公司业绩不及预期

目 录

1、 5 月社零总额同比增速-2.8%，降幅比 4 月份收窄 4.7%.....4
1.1、 基本生活用品、升级类商品销售保持较快增长.....4
1.2、 关注疫情下消费需求结构的变化.....4
2、 上半年扣除价格因素人均可支配收入和人均消费均有下降.....5
2.1、 上半年扣除价格因素人均可支配收入下降 1.3%.....5
2.2、 人均消费支出扣除价格因素实际下降 9.3%.....5
3、 消费指标恢复性增长 人均可支配收入制约消费增速.....6
3.1、 乡村消费恢复速度略优于城镇.....8
3.2、 网上零售增速 7.3%，网上实物商品消费持续回升.....9
4、 国民经济延续复苏态势，消费持续拉动经济增长.....12
4.1、 市场活力逐步恢复.....12
4.2、 消费短期波动不改消费长期向好发展趋势.....12
5、 上半年 CPI 同比上涨 3.8%，6 月 CPI 同比上涨，环比略回落.....13
5.1、 CPI 环比继续下降，同比涨幅略有扩大.....13
6、 风险提示.....15

图表目录

图 1: 6 月社零总额增速-1.8%，环比五月回升 1 个点.....5
图 2: 2020 年上半年居民人均可支配收入平均数与中位数.....6
图 3: 2020 年上半年居民人均消费支出及构成.....6
图 4: 6 月限额以上企业商品零售额增速同比-0.4%.....7
图 5: 5 月消费者信心指数 115.8，较 4 月下降 0.6.....7
图 6: 6 月 CPI 同比+2.5%比 5 月回升 1pct.....7
图 7: 6 月 CPI 环比下降 0.1%，环比持续下降.....7
图 8: 6 月 RPI 同比上升 1.1%，较 5 月继续回升.....7
图 9: 6 月 RPI 环比下降 0.7%.....7
图 10: 1-6 月份餐饮消费占比 8.48%，餐饮收入累计同比下降-32.8%，仍处低位逐月回升.....8
图 11: 6 月限额以上餐饮当月同比增速-12.9%，降幅收窄 2.5 个点；商品消费当月同比增速 04%.....8
图 12: 6 月乡村、城镇社零总额及占比，乡村占比提升.....9
图 13: 6 月网上零售额同比增长 7.3%，较 5 月份提升 2.8pct.....9
图 14: 1-6 月份实物网上零售额占比超社零总额四分之一.....9
图 15: 吃、穿、用网上零售额同比均持续提升改善.....10
图 16: 6 月限额以上企业粮油、食品零售额当月同比增长 10.5%（5 月 11.4%）.....10
图 17: 6 月限额以上企业服装类当月同比-2%（5 月-1.5%）.....10
图 18: 6 月限额以上企业日用品类当月同比 16.9%（5 月 17.3%）.....10
图 19: 6 月限额以上企业通讯器材当月同比 18.8（5 月 11.4%）.....10
图 20: 6 月限额上企业石油及制品当月同比-13.0%（5 月-14%）.....11
图 21: 6 月限额以上企业汽车类当月同比-8.2%（5 月 3.5%）.....11
图 22: 6 月限额以上企业化妆品类当月同比+20.5%（4 月+3.5%）.....11
图 23: 6 月限额上金银珠宝类当月同比-6.8%（5 月-3.9%）.....11
图 24: 6 月限额上体育、娱乐用品当月同比+19.8%（5 月 15.4%）.....11
图 25: 6 月限额上建筑装潢类当月同比+2.2%（5 月 1.9%）.....11
图 26: 三产对 GDP 累计同比贡献率，消费大幅提升.....12
图 27: 批发和零售业增加值及其增速.....12

图 28: 2001-2019 年 GDP 增长贡献率最终消费支出 12
图 29: 全国居民消费价格涨跌幅同比、环比 14
图 30: 6 月份居民消费价格分类同比涨跌幅 14
图 31: 洪涝影响 6 月 CPI 环比仍是负增长 14
图 32: 6 月 CPI 同比平稳 14

1、 5 月社零总额同比增速-2.8%，降幅比 4 月份收窄 4.7%

6 月份，社会消费品零售总额 33526 亿元，同比下降 1.8%（扣除价格因素实际下降 2.9%，以下除特殊说明外均为名义增长），降幅比上月收窄 1.0 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 29914 亿元，下降 1.0%。

1—6 月份，社会消费品零售总额 172256 亿元，同比下降 11.4%。其中，除汽车以外的消费品零售额 155869 亿元，下降 10.9%。

1.1、 基本生活用品、升级类商品销售保持较快增长

2020 年上半年，社会消费品零售总额 172256 亿元，同比下降 11.4%，降幅比一季度收窄 7.6 个百分点；其中二季度下降 3.9%，比一季度收窄 15.1 个百分点。

6 月份，社会消费品零售总额 33526 亿元，同比下降 1.8%，降幅比 5 月份收窄 1.0 个百分点；环比增长 1.34%。

上半年，按经营单位所在地分，城镇消费品零售额 149345 亿元，下降 11.5%；乡村消费品零售额 22911 亿元，下降 10.9%；按消费类型分，餐饮收入 14609 亿元，下降 32.8%；商品零售 157648 亿元，下降 8.7%。基本生活用品和医疗用品较快增长，上半年，限额以上单位粮油食品类、饮料类和中西药品类商品零售额分别增长 12.9%、10.5%、5.8%，比一季度分别加快 0.3、6.4、2.9 个百分点。升级类商品销售较快增长，限额以上单位体育娱乐用品类、通讯器材类商品零售额分别增长 6.1%和 5.8%，一季度分别为下降 5.1%和 3.6%。

全国网上零售额 51501 亿元，同比增长 7.3%，一季度为下降 0.8%。其中，实物商品网上零售额 43481 亿元，增长 14.3%，比一季度加快 8.4 个百分点；占社会消费品零售总额的比重为 25.2%，比一季度提高 1.6 个百分点。

1.2、 关注疫情下消费需求结构的变化

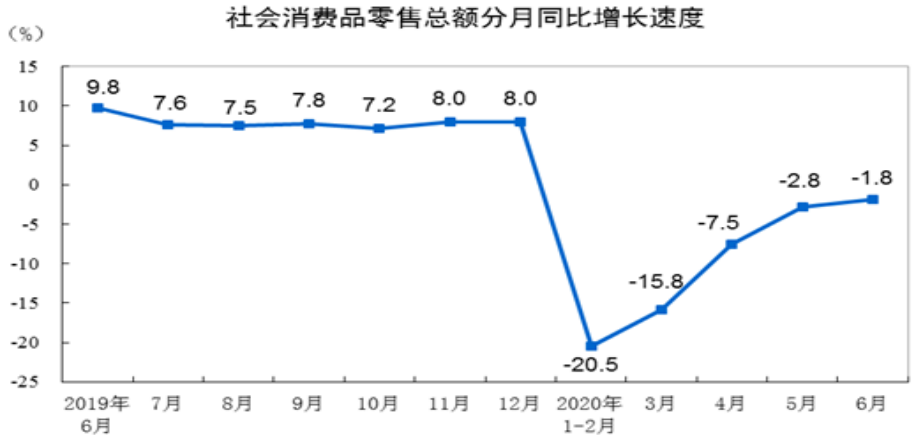
按经营单位所在地分，6 月份，城镇消费品零售额 29052 亿元，同比下降 2.0%，降幅比上月收窄 0.8 个百分点；乡村消费品零售额 4474 亿元，下降 1.2%，降幅比上月收窄 2.0 个百分点。1—6 月份，城镇消费品零售额 149345 亿元，同比下降 11.5%；乡村消费品零售额 22911 亿元，下降 10.9%。

按消费类型分，6 月份，商品零售 30263 亿元，同比下降 0.2%，降幅比上月收窄 0.6 个百分点；餐饮收入 3262 亿元，下降 15.2%，降幅比上月收窄 3.7 个百分点。1—6 月份，商品零售 157648 亿元，同比下降 8.7%；餐饮收入 14609 亿元，下降 32.8%。

按零售业态分，1—6 月份限额以上零售业单位中的超市零售额同比增长 3.8%，百货店、专业店和专卖店分别下降 23.6%、14.1%和 14.4%。

1—6 月份，全国网上零售额 51501 亿元，同比增长 7.3%，比 1—5 月提高 2.8 个百分点。其中，实物商品网上零售额 43481 亿元，增长 14.3%，占社会消费品零售总额的比重为 25.2%；在实物商品网上零售额中，吃类和用类商品分别增长 38.8%和 17.3%，穿类商品下降 2.9%。

图1： 6月社零总额增速-1.8%，环比五月回升1个点



资料来源：统计局官网，新时代证券研究所

2、 上半年扣除价格因素人均可支配收入和人均消费均有下降

2.1、 上半年扣除价格因素人均可支配收入下降1.3%

2020年上半年，全国居民人均可支配收入15666元，比上年同期名义增长2.4%，扣除价格因素，实际下降1.3%。其中，城镇居民人均可支配收入21655元，增长（以下如无特别说明，均为同比名义增速）1.5%，扣除价格因素，实际下降2.0%；农村居民人均可支配收入8069元，增长3.7%，扣除价格因素，实际下降1.0%。

上半年，全国居民人均可支配收入中位数13347元，增长0.5%，中位数是平均数的85.2%。其中，城镇居民人均可支配收入中位数19617元，增长0.4%，中位数是平均数的90.6%；农村居民人均可支配收入中位数6682元，增长1.2%，中位数是平均数的82.8%。

按收入来源分，上半年，全国居民人均工资性收入9010元，增长2.5%，占可支配收入的比重为57.5%；人均经营净收入2341元，下降5.1%，占可支配收入的比重为14.9%；人均财产净收入1376元，增长4.2%，占可支配收入的比重为8.8%；人均转移净收入2938元，增长8.2%，占可支配收入的比重为18.8%。

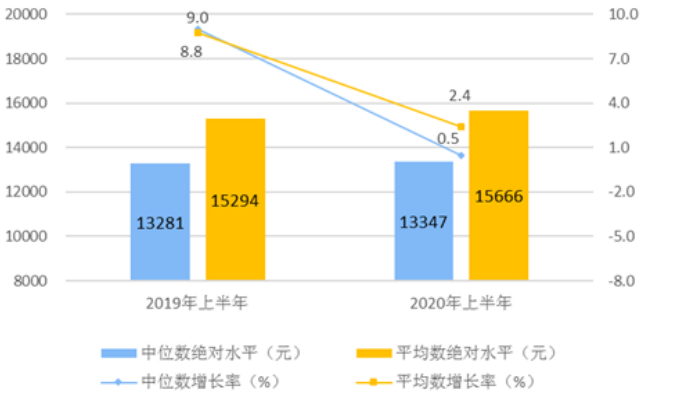
2.2、 人均消费支出扣除价格因素实际下降9.3%

上半年，全国居民人均消费支出9718元，比上年同期名义下降5.9%，扣除价格因素，实际下降9.3%。其中，城镇居民人均消费支出12485元，下降8.0%，扣除价格因素，实际下降11.2%；农村居民人均消费支出6209元，下降1.6%，扣除价格因素，实际下降6.0%。城乡居民人均收入比值2.68，比上年同期缩小0.06。全国居民人均可支配收入中位数13347元，同比名义增长0.5%。

上半年，全国居民人均食品烟酒消费支出3097元，增长5.0%，占人均消费支出的比重为31.9%；人均衣着消费支出611元，下降16.4%，占人均消费支出的比

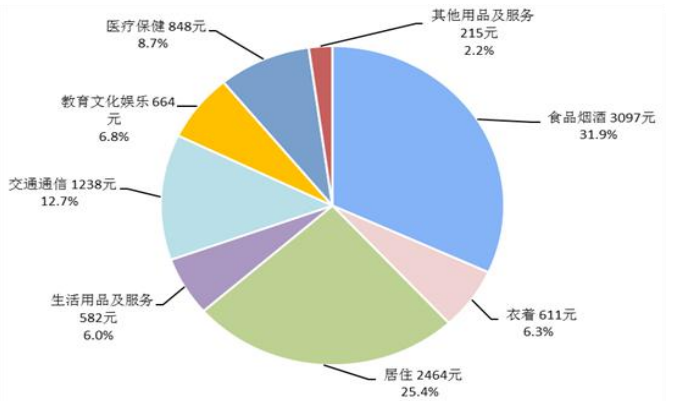
重为 6.3%;人均居住消费支出 2464 元,增长 3.1%,占人均消费支出的比重为 25.4%;人均生活用品及服务消费支出 582 元,下降 6.4%,占人均消费支出的比重为 6.0%;人均交通通信消费支出 1238 元,下降 10.7%,占人均消费支出的比重为 12.7%;人均教育文化娱乐消费支出 664 元,下降 35.7%,占人均消费支出的比重为 6.8%;人均医疗保健消费支出 848 元,下降 9.9%,占人均消费支出的比重为 8.7%;人均其他用品及服务消费支出 215 元,下降 22.6%,占人均消费支出的比重为 2.2%。

图2: 2020 年上半年居民人均可支配收入平均数与中位数



资料来源：统计局官网，新时代证券研究所

图3: 2020 年上半年居民人均消费支出及构成



资料来源：统计局官网，新时代证券研究所

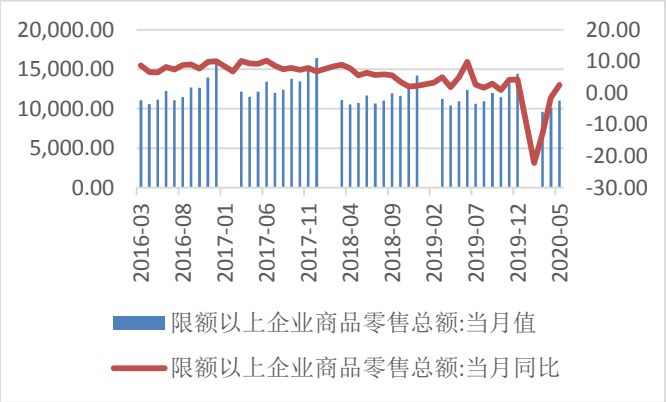
3、 消费指标恢复性增长 人均可支配收入制约消费增速

主要指标逐步回升。从季度看，二季度国内生产总值同比增长 3.2%，由一季度下降 6.8%转负为正；规模以上工业增加值由一季度下降 8.4%转为增长 4.4%；服务业增加值由一季度下降 5.2%转为增长 1.9%；二季度社会消费品零售总额降幅比一季度收窄 15.1 个百分点;上半年固定资产投资降幅比一季度收窄 13.0 个百分点。所以，从季度看指标是明显改善。从月度看，规模以上工业增加值连续三个月保持正增长，服务业生产指数连续两个月正增长，社会消费品零售总额连续四个月降幅收窄，出口额连续三个月正增长。上半年 GDP、工业、服务业、消费、投资等主要指标仍处于下降区间，所以说二季度的回升仍然属于恢复性的增长。疫情冲击的损失尚未完全弥补。

目前消费恢复还是面临着制约,尤其是在常态化疫情防控条件下,一些聚集性、接触性的消费活动仍然受到一定制约,所以目前商品零售的餐饮收入还处于恢复增长的态势当中。关于下半年消费市场的增长态势,一方面随着疫情防控的有效推进,消费便利性在逐渐改善,另一方面随着供给侧结构性改革的逐步推进,消费的供给也在不断地优化。

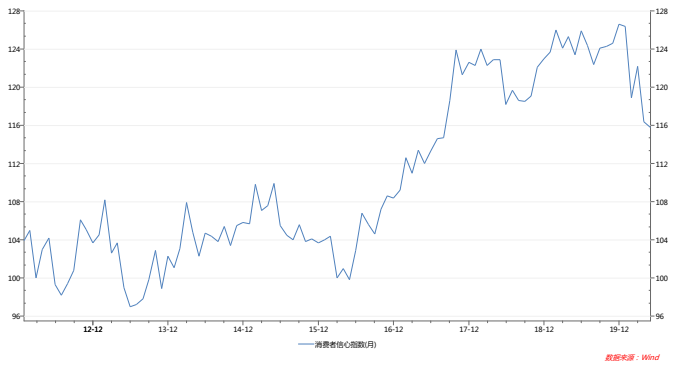
就业物价总体平稳。6 月份全国城镇调查失业率为 5.7%,连续两个月小幅下降,其中 25-59 岁群体人口调查失业率为 5.2%,比全国城镇调查失业率低 0.5 个百分点。6 月份，全国企业就业人员周平均工作时间为 46.8 小时，比上个月上升 0.7 小时。居民消费价格涨幅呈现回落趋势，上半年，居民消费价格同比上涨 3.8%，涨幅比一季度回落 1.1 个百分点；核心 CPI 同比上涨 1.2%，基本保持稳定。6 月份，居民消费价格上涨 2.5%，处于温和上涨区间。

图4： 6月限额以上企业商品零售额增速同比-0.4%



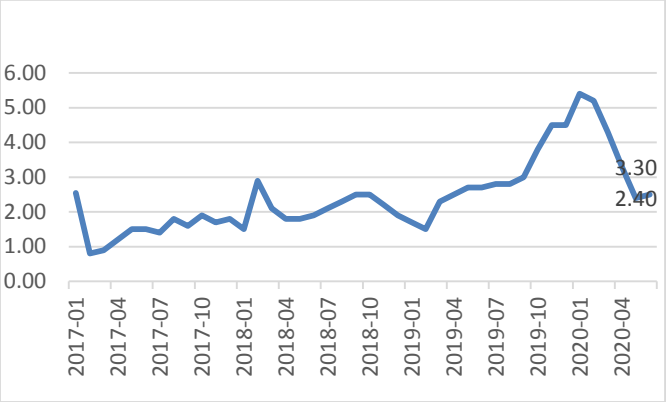
资料来源：wind，新时代证券研究所

图5： 5月消费者信心指数115.8，较4月下降0.6



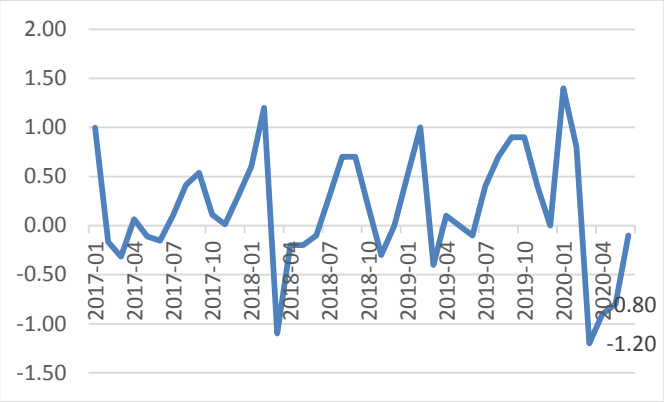
资料来源：wind，新时代证券研究所

图6： 6月CPI同比+2.5%比5月回升1pct



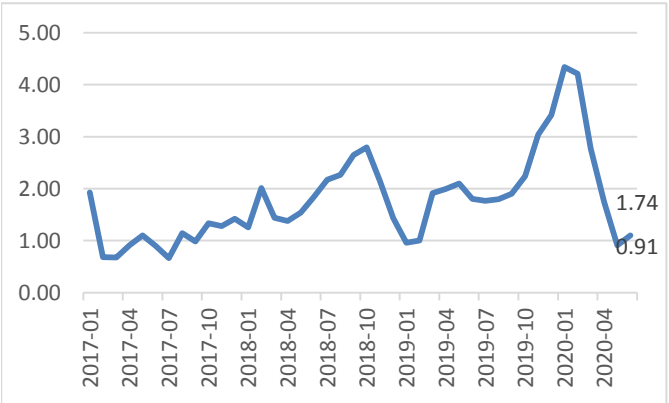
资料来源：wind，新时代证券研究所

图7： 6月CPI环比下降0.1%，环比持续下降



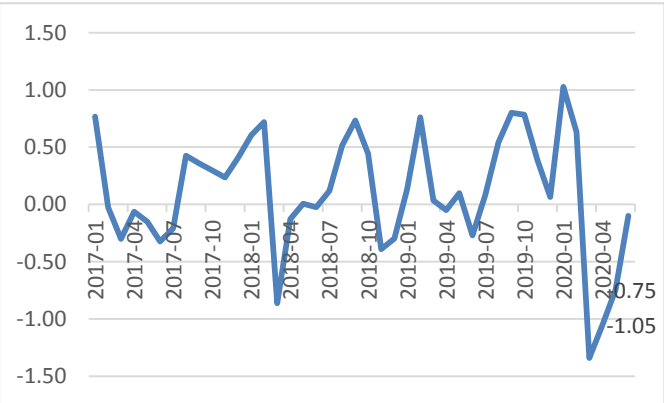
资料来源：wind，新时代证券研究所

图8： 6月RPI同比上升1.1%，较5月继续回升



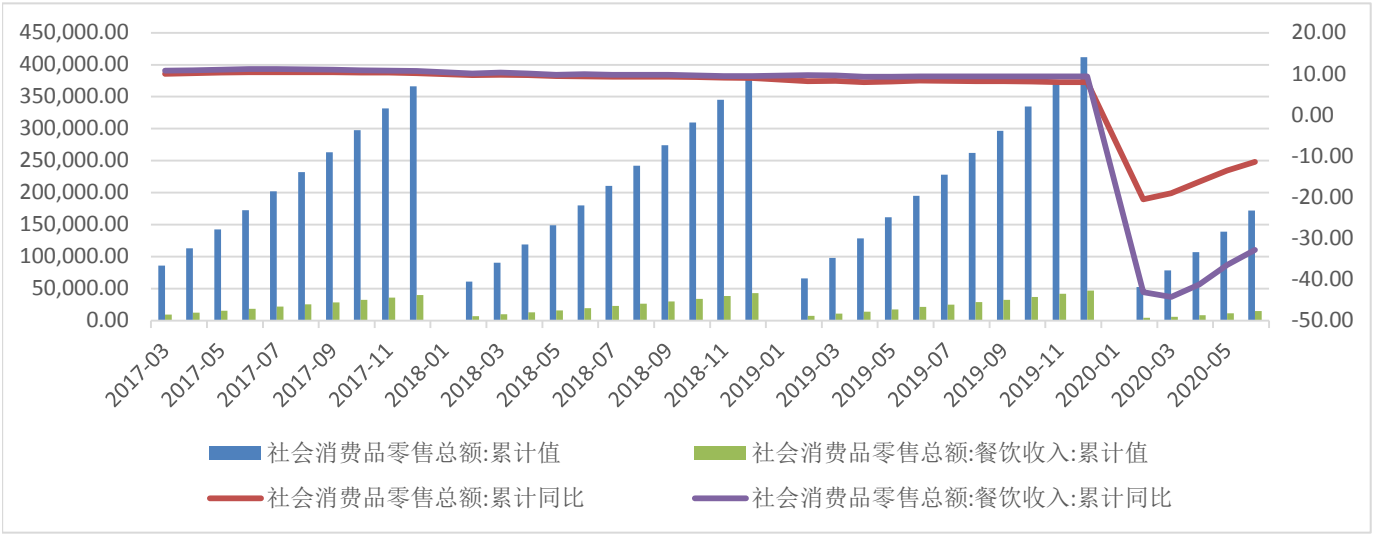
资料来源：wind，新时代证券研究所

图9： 6月RPI环比下降0.7%



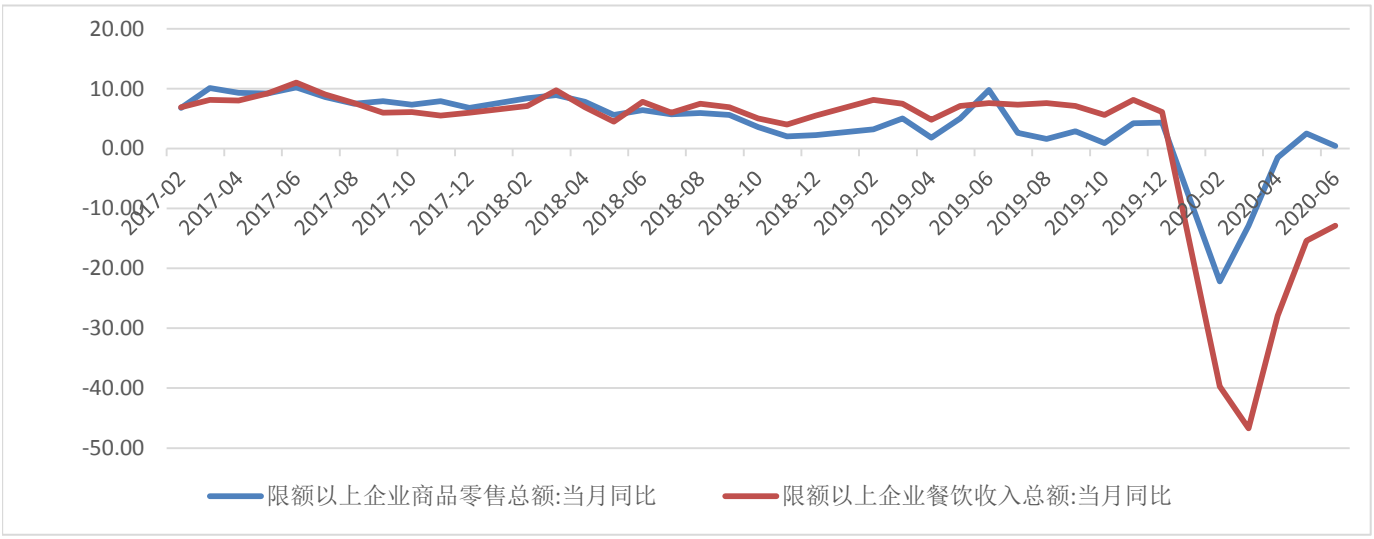
资料来源：wind，新时代证券研究所

图10： 1-6月份餐饮消费占比8.48%，餐饮收入累计同比下降-32.8%，仍处低位逐月回升



资料来源：wind，新时代证券研究所

图11： 6月限额以上餐饮当月同比增速-12.9%，降幅收窄2.5个点；商品消费当月同比增速04%

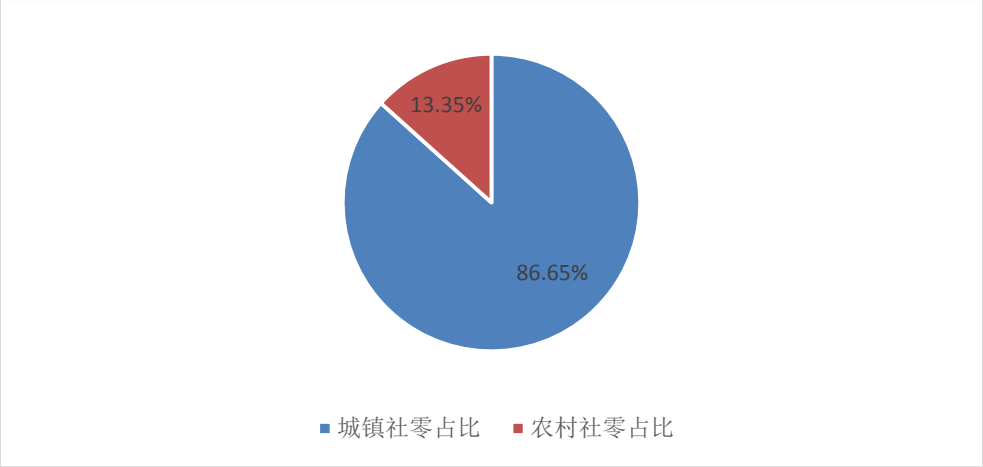


资料来源：wind，新时代证券研究所

3.1、 乡村消费恢复速度略优于城镇

6月份，城镇消费品零售额29052亿元，同比下降2.0%，降幅比上月收窄0.8个百分点；乡村消费品零售额4474亿元，下降1.2%，降幅比上月收窄2.0个百分点。1—6月份，城镇消费品零售额149345亿元，同比下降11.5%；乡村消费品零售额22911亿元，下降10.9%。6月份乡村消费降幅收窄优于城镇，上半年整体消费恢复乡村略优于城镇，乡村体量小弹性大。

图12： 6月乡村、城镇社零总额及占比，乡村占比提升

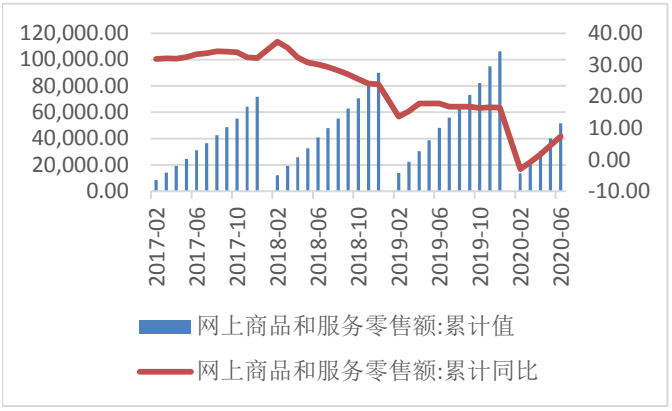


资料来源：wind，新时代证券研究所

3.2、 网上零售增速7.3%，网上实物商品消费持续回升

1—6月份，全国网上零售额51501亿元，同比增长7.3%，比1—5月提高2.8个百分点。其中，实物商品网上零售额43481亿元，增长14.3%，占社会消费品零售总额的比重为25.2%，较1-5月占比24.3%进一步提升0.9个点，超社零总额四分之一；在实物商品网上零售额中，吃类和用类商品分别增长38.8%（1-5月吃类商品同比增长37%）和17.3%（1-5月用类商品同比增长14.9%），穿类商品下降2.9%（1-5月穿类商品同比下滑6.8%）。吃穿用商品品类消费持续回升。

图13： 6月网上零售额同比增长7.3%，较5月份提升2.8pct



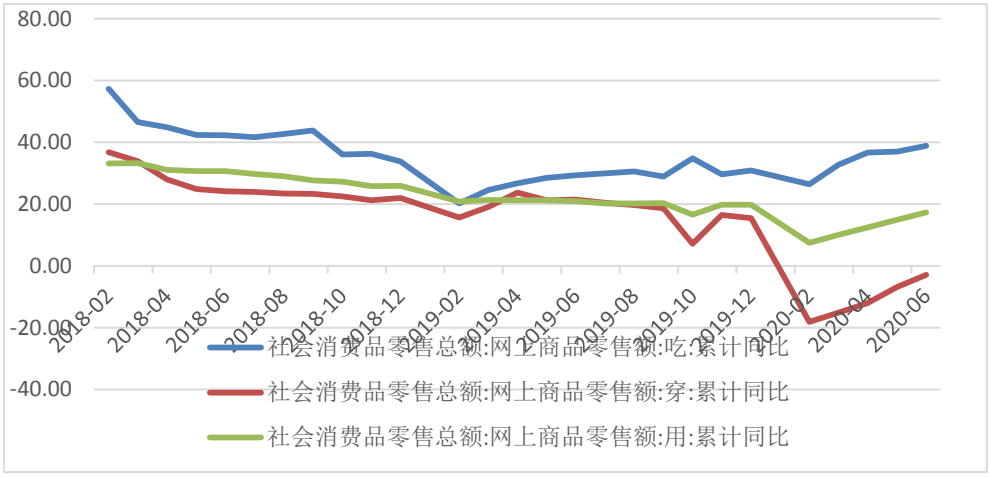
资料来源：wind，新时代证券研究所

图14： 1-6月份实物网上零售额占比超社零总额四分之一



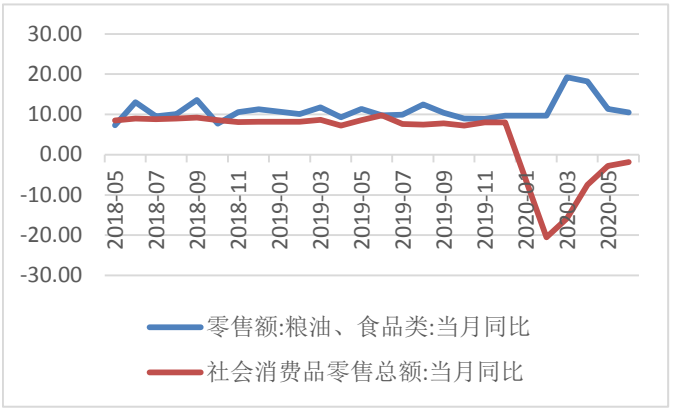
资料来源：wind，新时代证券研究所

图15： 吃、穿、用网上零售额同比均持续提升改善



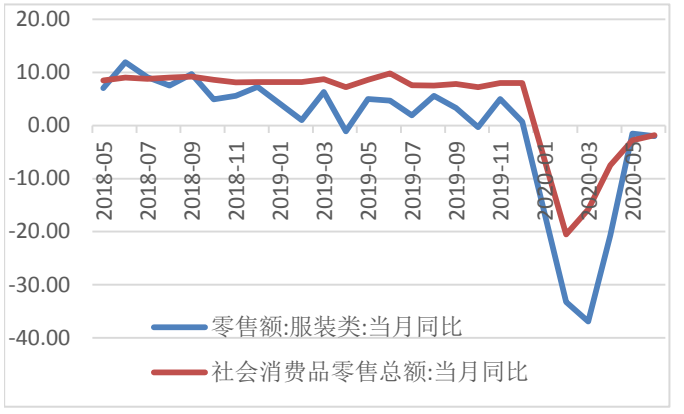
资料来源：wind，新时代证券研究所

图16： 6月限额以上企业粮油、食品零售额当月同比增长10.5%（5月11.4%）



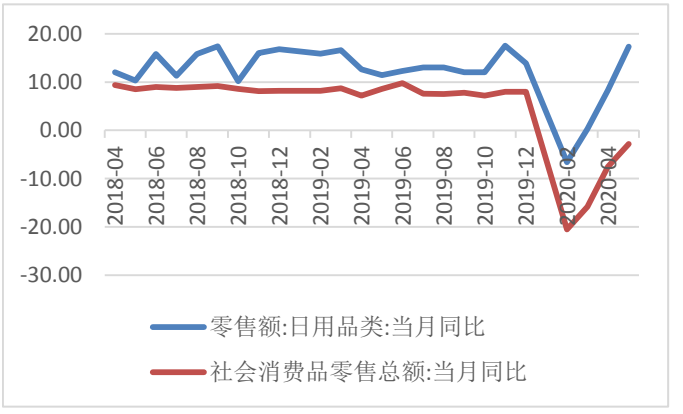
资料来源：wind，新时代证券研究所

图17： 6月限额以上企业服装类当月同比-2%（5月-1.5%）



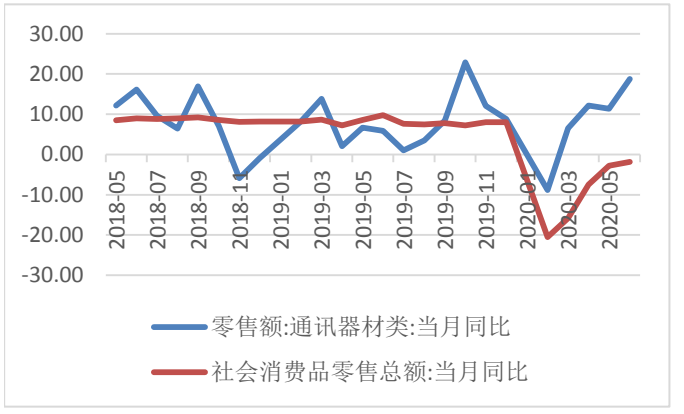
资料来源：wind，新时代证券研究所

图18： 6月限额以上企业日用品类当月同比16.9%（5月17.3%）



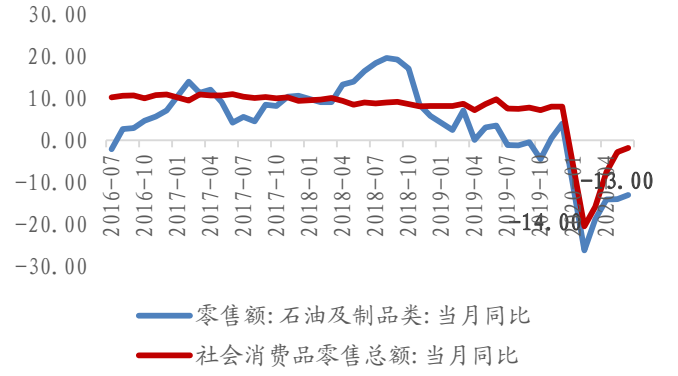
资料来源：wind，新时代证券研究所

图19： 6月限额以上企业通讯器材当月同比18.8（5月11.4%）



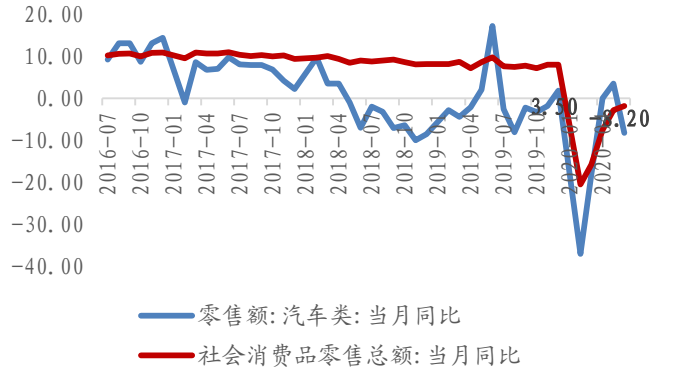
资料来源：wind，新时代证券研究所

图20： 6月限额上企业石油及制品当月同比-13.0%（5月-14%）



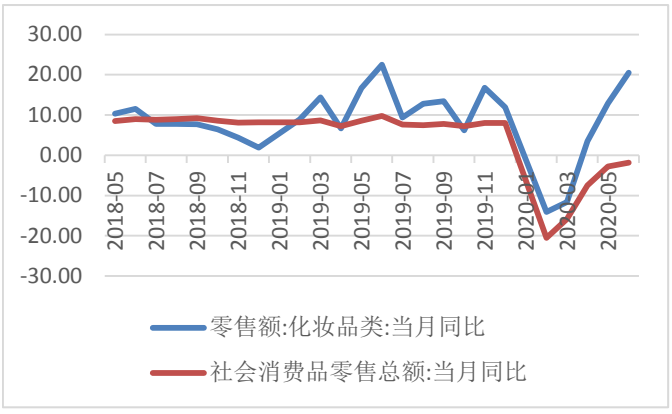
资料来源：wind，新时代证券研究所

图21： 6月限额以上企业汽车类当月同比-8.2%（5月3.5%）



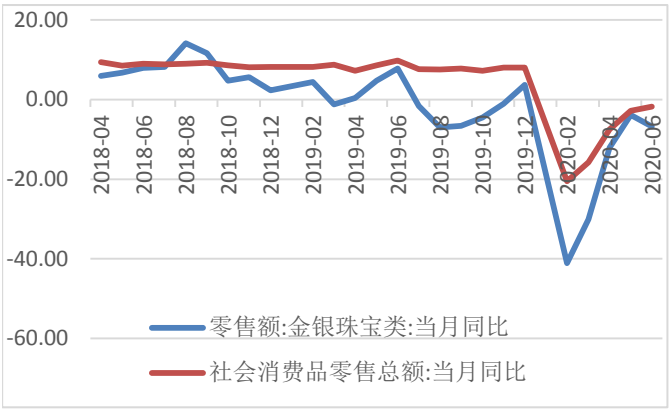
资料来源：wind，新时代证券研究所

图22： 6月限额以上企业化妆品类当月同比+20.5%（4月+3.5%）



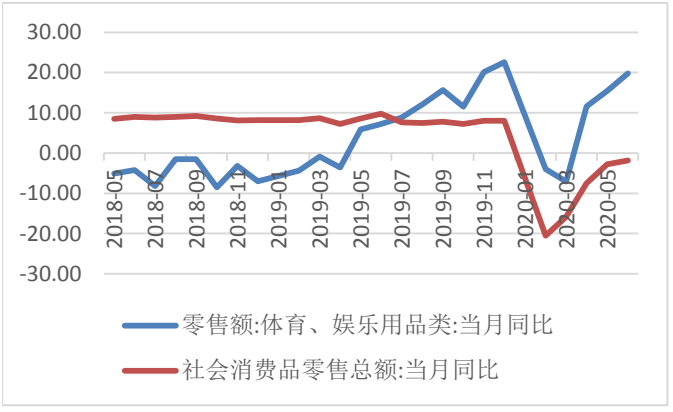
资料来源：wind，新时代证券研究所

图23： 6月限额上金银珠宝类当月同比-6.8%（5月-3.9%）



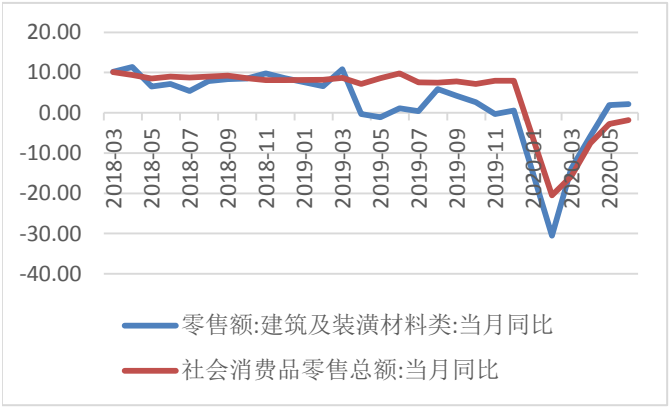
资料来源：wind、新时代证券研究所

图24： 6月限额上体育、娱乐用品当月同比+19.8%（5月 15.4%）



资料来源：wind，新时代证券研究所

图25： 6月限额上建筑装潢类当月同比+2.2%（5月1.9%）



资料来源：wind，新时代证券研究所

4、 国民经济延续复苏态势，消费持续拉动经济增长

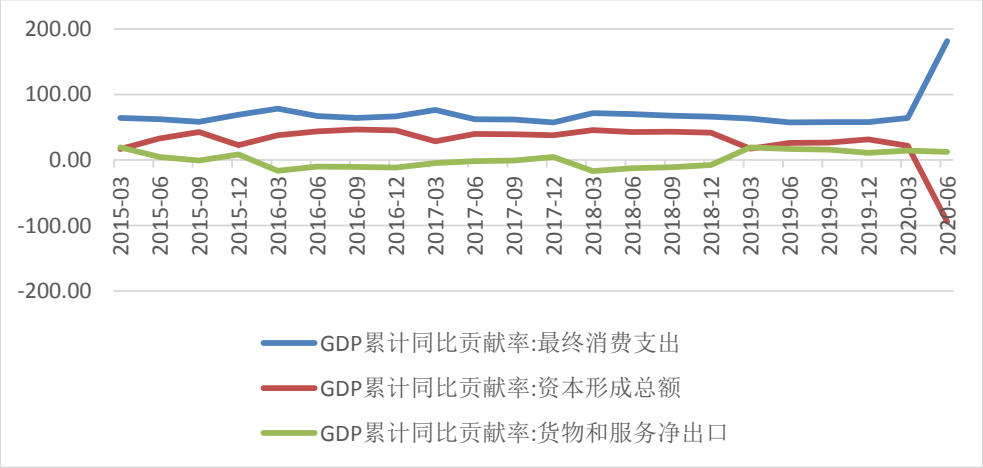
4.1、 市场活力逐步恢复

6 月份，非制造业商务活动指数为 54.4%，比上月上升 0.8 个百分点。其中，批发业、零售业商务活动指数连续四个月在荣枯线以上，餐饮业商务活动指数连续三个月在荣枯线以上，住宿业商务活动指数连续两个月在荣枯线以上。中国物流与采购联合会数据显示，6 月份中国物流业景气指数为 54.9%，比 5 月份上升 0.1 个百分点，已经连续四个月回升。中国国家铁路集团有限公司数据显示，上半年全国铁路发送旅客 8.18 亿人次，铁路客流连续四个月回升。其中，6 月份全国铁路发送旅客 1.66 亿人次，日均发送旅客 553 万人次，环比增加 47 万人次，增长 9.4%。

4.2、 消费短期波动不改消费长期向好发展趋势

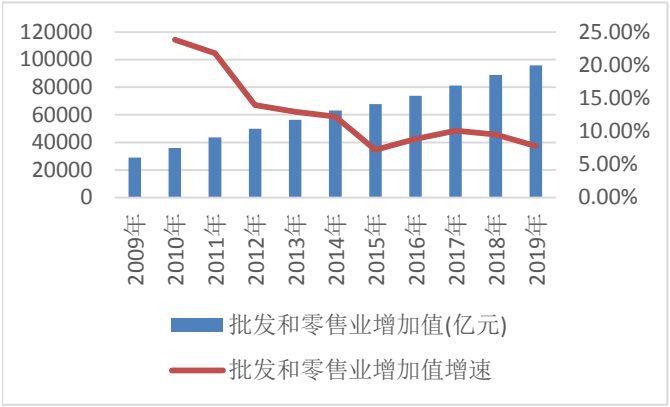
综合来看，近几个月以来，基本生活类商品增势平稳，消费升级类商品逐步恢复，餐饮收入持续改善，市场销售稳步好转。下一阶段，随着“六稳”和“六保”相关政策落地生效，叠加前期各项促消费政策效果，消费市场有望延续回升态势。

图26： 三产对 GDP 累计同比贡献率，消费大幅提升



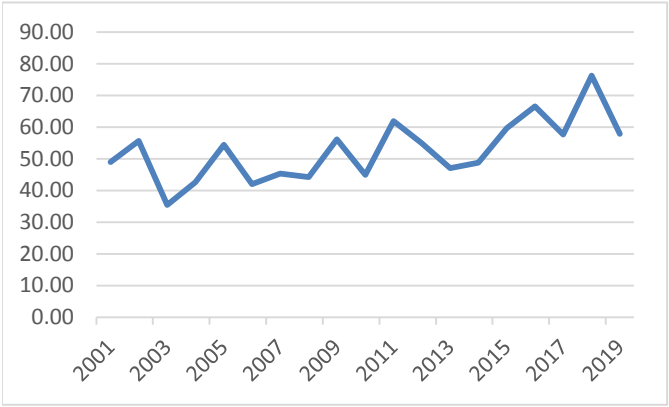
资料来源：wind，新时代证券研究所

图27： 批发和零售业增加值及其增速



资料来源：wind，新时代证券研究所

图28： 2001-2019 年 GDP 增长贡献率最终消费支出



资料来源：wind，新时代证券研究所

5、 上半年 CPI 同比上涨 3.8%，6 月 CPI 同比上涨，环比略回落

上半年，全国居民消费价格同比上涨 3.8%，涨幅比一季度回落 1.1 个百分点。其中，城市上涨 3.6%，农村上涨 4.7%。分类别看，食品烟酒价格同比上涨 12.2%，衣着下降 0.1%，居住下降 0.1%，生活用品及服务上涨 0.1%，交通和通信下降 3.2%，教育文化和娱乐上涨 2.0%，医疗保健上涨 2.1%，其他用品和服务上涨 5.0%。在食品烟酒价格中，粮食上涨 1.0%，鲜菜上涨 3.4%；猪肉价格上涨 104.3%，比一季度回落 18.2 个百分点。扣除食品和能源价格后的核心 CPI 上涨 1.2%。

6 月份，全国居民消费价格同比上涨 2.5%，环比下降 0.1%。

5.1、 CPI 环比继续下降，同比涨幅略有扩大

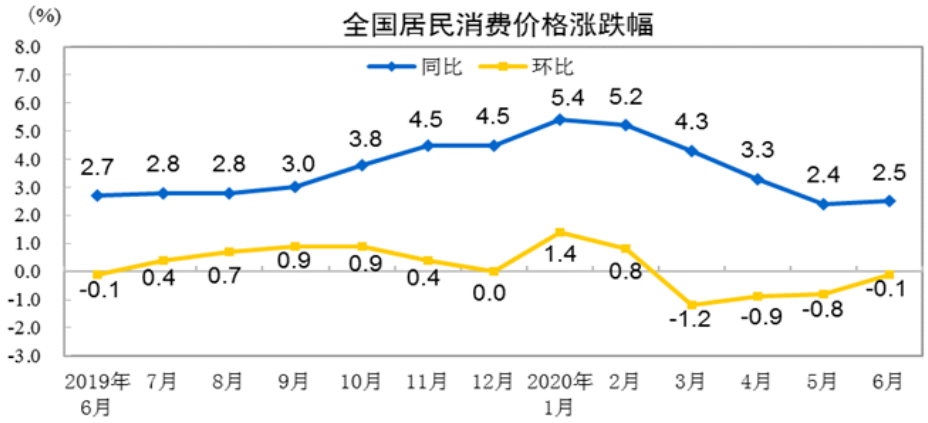
受疫情、洪涝影响，CPI 有所波动，但总体保持平稳，物价对消费影响不及疫情本身对消费者消费习惯影响。

6 月份，复工复产、复市复业继续推进，各地区各部门认真贯彻落实中央关于保供稳价的系列政策措施，市场运行总体平稳。从环比看，CPI 下降 0.1%。我国多地发生洪涝灾害，北京新发地市场出现聚集性疫情，导致部分地区蔬菜短期供应紧张，鲜菜价格由上月下降 12.5%转为上涨 2.8%；时令水果大量上市，鲜果价格下降 7.6%，降幅比上月扩大 6.8 个百分点；鸡蛋供应充足，价格下降 4.1%。非食品价格由上月持平转为下降 0.1%，影响 CPI 下降约 0.10 个百分点。非食品中，疫情持续影响出行，飞机票和旅游价格分别下降 6.1%和 1.8%；夏装开始打折促销，服装价格由上月上涨 0.2%转为下降 0.2%。

从同比看，CPI 上涨 2.5%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。其中，食品价格上涨 11.1%，涨幅扩大 0.5 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.24 个百分点。食品中，猪肉价格上涨 81.6%，牛肉和羊肉价格分别上涨 18.5%和 10.9%，涨幅与上月相比均变动不大；水产品价格上涨 4.8%，涨幅扩大 1.1 个百分点；鲜菜价格上涨 4.2%，上月为下降 8.5%；鲜果和鸡蛋价格分别下降 29.0%和 15.8%，降幅分别扩大 9.7 和 1.3 个百分点。非食品价格上涨 0.3%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.24 个百分点。非食品中，教育文化和娱乐、医疗保健价格均上涨 1.9%，交通和通信价格下降 4.6%，其中汽油和柴油价格分别下降 19.4%和 21.2%。

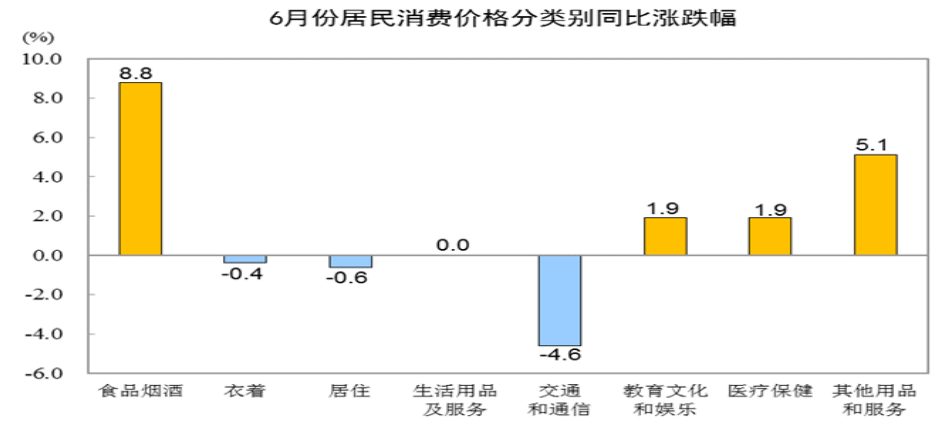
扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.9%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点。据测算，在 6 月份 2.5%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 3.3 个百分点，新涨价影响约为-0.8 个百分点。上半年，CPI 比去年同期上涨 3.8%。

图29： 全国居民消费价格涨跌幅同比、环比



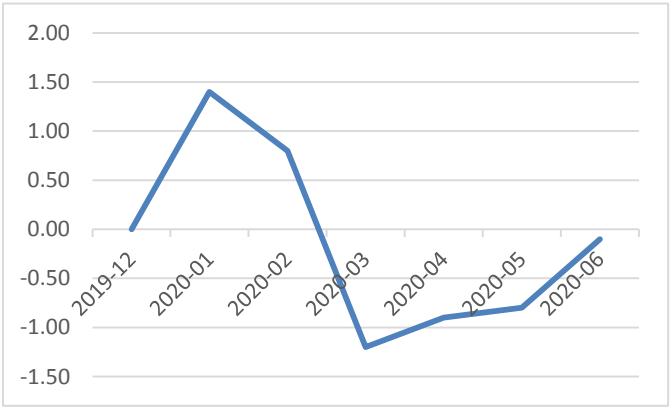
资料来源：统计局官网，新时代证券研究所

图30： 6月份居民消费价格分类同比涨跌幅



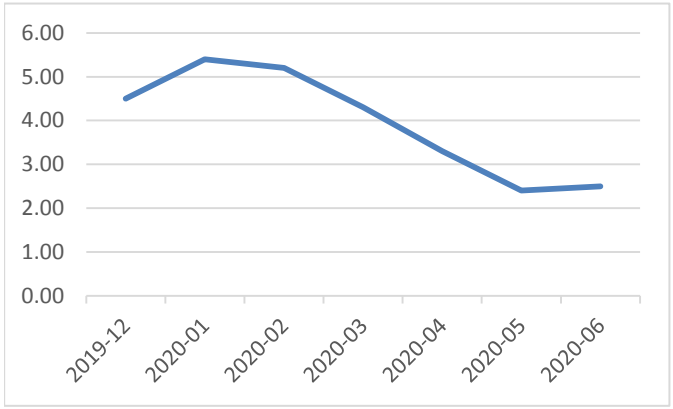
资料来源：统计局官网，新时代证券研究所

图31： 洪涝影响6月CPI环比仍是负增长



资料来源：wind，新时代证券研究所

图32： 6月CPI同比平稳



资料来源：wind、新时代证券研究所

6、 风险提示

宏观经济风险；消费下行风险；公司业绩不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层　　邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/