证券研究报告—深度报告

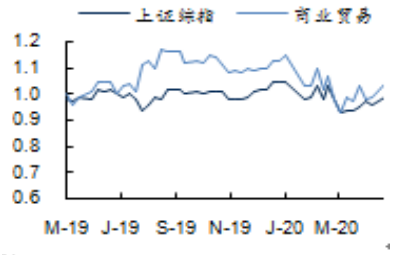
商业贸易

商贸零售 6 月投资策略

超配
（维持评级）

2020 年 06 月 07 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告：

《电商产业系列跟踪一：最强促销季火爆开启，品牌的回血之战与平台的获客之战》 ——2020-06-02

《化妆品行业系列之七：景气度之外，如何抢占格局重塑先机》 ——2020-05-19

《商贸零售行业-财报总结暨 5 月投资策略-必选及电商表现相对突出，可选消费复苏可期》——2020-05-11

《海外化妆品企业运营观察之二：欧莱雅 Q1 中国区销售表现坚韧，数字化布局成效突出》——2020-04-19

《商贸零售 4 月投资策略：内需有望稳步恢复，紧握必选及电商双主线》 ——2020-04-10

证券分析师：张峻豪
电话：021-60933168
E-MAIL：zhangjh@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517070001

证券分析师：曾光
电话：0755-82150809
E-MAIL：zengguang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511040003

证券分析师：冯思捷
电话：15219481534
E-MAIL：fengsijie@guosen.com
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040002

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

行业投资策略

电商促销加速消费回暖，积极关注可选复苏

- **投资建议：优选确定性龙头，紧握必选及电商两条主线**

维持板块“超配”评级，当前国内疫情已明显缓和，各地复工复产快速推进，居民消费需求逐步恢复。同时，近期“618”电商促销季的开启以及“地摊经济”的扶持将进一步推动刺激消费复苏，且从大环境来看，国家及企业对于内需消费市场的重视及战略支持有望成为常态化。对此我们建议：1）积极关注美妆板块，化妆品消费在新媒体加持的线上化驱动下整体渗透率快速提升，国货龙头借产品及营销实力提升有望突围，继续推荐**珀莱雅、上海家化、丸美**等，及代运营服务商**壹网壹创**等；2）随着疫情有效控制，可选消费有望迎来反弹，且疫情将加速行业洗牌，关注前期超跌的细分龙头：包括**爱婴室**及珠宝龙头**周大生、老凤祥等**；3）百货企业基本面随疫情好转加速恢复，估值处于相对低位，且免税等政策预期有望形成短期刺激，建议关注**天虹股份、王府井、重庆百货**等；4）长期继续看好供应链优势不断凸显的商超龙头**永辉超市、家家悦**等。

- **线上化助力企业恢复经营，“618”开启刺激消费加速复苏**

“618”促销季本月开启，据天猫数据，其 618 预售 1 小时同比增长 515%，美妆 7 分钟过 5 亿，在史上最强促销季的助力下，国内零售市场有望加速迎来拐点。本次促销季在平台与品牌方共同推动下，一方面电商大额补贴折扣促销持续加码，另一方面直播等新业态也逐步成为新常态。因而在推动消费复苏的同时，对于品牌方有望助力快速去库存回收现金以应对后续销售反弹，对于平台方也有望帮助其实现加速下沉获客以应对竞争加剧的目的。

- **行业数据及行情综述：5 月商贸板块跑赢大盘 8.41pct**

行情走势方面，2020 年 5 月，SW 商业贸易指数上涨 7.25%，整体跑赢大盘 8.41pct，在申万 28 个子行业中排名第 2 位。其中百货板块受益北京环球影城全面复工、客流恢复预期等因素表现领先，上涨 15.50%。多业态上涨 8.81%，超市微跌 0.74%，其中权重股永辉超市下跌 8.27%。

行业数据方面，2020 年 4 月，社会消费品零售总额同比下降 7.5%，降幅环比收窄 8.3 个百分点，其中可选品类环比回升明显，化妆品实现+3.50%的正增长，增速环比+15.10%。电商领域，1-4 月实物商品网上零售额同比+8.6%，增速环比+2.7pct，渗透率 24.1%，环比+0.5pct。

- **风险提示**

疫情形势恶化影响行业基本面；企业展店不及预期。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（百万元）	EPS 2020E	EPS 2021E	PE 2020E	PE 2021E
603605	珀莱雅	买入	165.81	33,372.51	2.50	3.39	66.43	48.87
600315	上海家化	增持	40.74	27,346.66	0.81	0.99	50.49	41.06
300792	壹网壹创	增持	185.51	26,759.85	3.85	5.14	48.22	36.13
603983	丸美股份	增持	85.40	34,245.40	1.52	1.90	56.07	44.95
002419	天虹股份	买入	9.59	11,510.88	0.59	0.75	16.25	12.79

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

投资建议：继续首推美妆龙头，积极关注可选复苏

维持板块“超配”评级，当前国内疫情已明显缓和，各地复工复产快速推进，居民消费需求逐步恢复。同时，近期“618”电商促销季的开启以及“地摊经济”的扶持将进一步推动刺激消费复苏，且从大环境来看，国家及企业对于内需消费市场的重视及战略支持有望成为常态化。对此我们建议：

1）美妆行业消费日趋刚性，且在新媒体加持的线上化驱动下整体渗透率快速提升，且国货龙头近年来通过自身在产品及营销等层面的积极布局，有望实现突围。继续推荐品牌龙头**珀莱雅、上海家化、丸美**等，以及代运营服务商**壹网壹创、御家汇（水羊国际）**等；

2）随着疫情有效控制，可选消费品牌龙头有望迎来基本面反弹，且疫情将加速行业洗牌，有利于龙头企业长期提升市场占有率，建议积极关注前期超跌的细分龙头：包括**爱婴室**及珠宝龙头**周大生、老凤祥等**；

3）百货企业基本面随疫情好转有望加速恢复，前期股价调整相对充分，估值处于相对低位，同时，龙头公司管理机制近年来持续优化，且短期在市内免税政策预期下有望形成股价催化，建议积极关注**天虹股份、王府井及重庆百货**等；

4）超市板块短期随着疫情的恢复以及 CPI 的回落下，虽然同店增速预计将较 Q1 有所放缓，但长期来看，龙头超市企业的异地扩张仍在快速推进，继续看好供应链优势不断凸显的商超龙头：**永辉超市、家家悦**等。

618 促销引爆消费市场，低价与直播成两大关键词

Q1 三大电商平台以及线上布局优异的品牌企业业绩表现相对稳健，疫情后在品牌与平台的协力推动下，持续的电商促销活动也推动了消费复苏，而随着今年“618”大促的到来，在促销方式及力度上远超往年，有望加速助力刺激消费复苏。目前来看，天猫 618 在 5 月 25 日正式启动就迎来爆发，第 1 小时预售成交额同比增长高达 515%，消费电子、家装等行业率先实现 7 分钟破 1 亿，美妆 7 分钟超 5 亿。

➢ 低价促销手段更加简单粗暴，配合政策支持刺激消费

相对于以往，**疫情之后消费者信心的恢复需要更大力度的促销来刺激。因此简单粗暴的低价打折促销，比复杂的优惠玩法和营销造势更加适合当前的环境。**因而从疫情以来，一方面各类促销活动层出不穷，另一方面，折扣力度也持续加码，而进入即将到来的上半年最重要的“618”促销季，各大平台也均推出了极大力度的促销措施，形式也多为更加直接的补贴折扣。

表 1：各大平台 618 促销方式

平台	618 促销内容
阿里	1、在去年“满 300 减 30”基础上，今年优惠力度再加码：每满 300 减 40，不仅如此，消费者无需提前领取购物津贴，下单自动扣减；2、天猫将和多地政府、品牌一起，发放今年以来最大规模的现金消费券和补贴，预计金额超过 100 亿。
京东	1、“超级百亿补贴”，同时联合众多品牌商家带来超千亿优惠。将提供超过 2 亿件的五折商品，还有超千套房源 5 折起拍；2、联合多地政府以消费券的形式带来消费红包，并面向全国用户发放包括头号京贴、生日礼包、省钱券包、社交拼券等形式的消费券，总额将达百亿元；3、针对京东 PLUS 会员，京东将联合合作伙伴提供 15 亿补贴打造 PLUS 会员超级生活卡。
苏宁	1、“J-10%”省钱计划，即针对家电、手机、电脑、超市等品类，比京东百亿补贴商品到手价，至少低 10%；2、“千百万”爆款计划，备货 100 万台苹果、安卓手机、电脑、空调、彩电等，以 1000 万箱酒、奶制品、食用油、大米和牛肉。3、1V1 服务计划，为每一位用户匹配 1 对 1 服务管家。4、启动“门店云化”，实现多场景直播，提供 10 万店播秒杀产品及 20 亿通用红包。
拼多多	1、在 618 之前，拼多多“秒拼”事业群旗下的“限时秒杀”推出频道大促“520 秒杀节”；2、百亿补贴一直在持续，通过补贴来树立拼多多平台的品牌在消费者中的认知

资料来源：亿邦动力网，国信证券经济研究所整理

具体来看，天猫结合国家消费补贴，率先启动全场满 300-40，无需领券优惠，

并携苹果等大牌开启官方直接的打折促销。京东则推出了史上最简单“618”，推出超过 2 亿件五折商品，联合多地政府发放百亿消费券。而苏宁则更简单直接的打出 J-10%即比京东便宜 10%的口号，主要面向在家电 3C 品类；而拼多多则延续一贯百亿补贴低价策略。

- **直播电商成为主流布局方式，**

今年电商新业态的推广力度也达到了新的高度，如用户直连制造商的 C2M 模式再次得到阿里等头部平台的重视布局，私域流量在大品牌方中得到更大力度的应用，以及直播电商也呈现越演越热的态势。但是，C2M 及私域流量的运营是一个长期的工作，需要企业组建团队，并进行持续的资金和资源投入才能产生效果的，而疫情期间对于很多中小型零售企业而言，“活下去”才是第一要务。而**直播电商相比传统电商链路更短、转化率更高，能够帮助企业快速的实现销售回款，**因此在近期我们看到企业几乎全方面的投入到了**直播电商布局之中。**而各大电商及直播平台也顺势加大了直播业态的推广布局，在针对受到本次疫情影响的商家扶持政策中，几乎均提到了积极通过直播方式帮助商家恢复经营。

表 2：电商及直播平台疫情期间推出大量扶持政策引导商家线上运营

平台	“疫情”期间对商家的支持政策
淘宝	在加快商家资金周转方面，淘宝设立总额 200 亿元、为期 12 个月的特别扶助贷款，其中 100 亿扶助贷款仅针对湖北地区商家，前 3 个月只需偿还本金。在降低商家成本方面，平台对所有天猫商家免去 2020 年上半年的平台服务年费；**全国所有线下商户均可零门槛免费入驻淘宝直播等**。
微店	对已付费购买微店商城版的用户的使用时长顺延一个月，而湖北地区商家的使用时长可顺延三个月。为全体商家提供免费直播服务，**商家可以在微店店长版 App 营销推广入口内申请开通直播功能**。
快手	将推出商家技术服务费减免、全国线下门店商家专项扶持、缩短账期、**全面开放闪电购直播卖货工具、线上电商培训课堂等 5 项措施。**
抖音	推出“线上不打烊”活动，面向全国线下商家推出 3 亿流量扶持，**通过线上团购预售和线上直播分享商品两大方式，帮助线下商家开辟线上推广渠道。**
微盟	自 2 月 1 日起至 3 月 31 日，为新老用户提供系列优惠和免费在线培训服务。**通过微盟直播购物台进行直播，免收扶持期间内直播购物台平台使用费。**
蘑菇街	**提供顶流主播、大主播销售、流量及服务等模块**，并不限品类，同时实施“佣金双免”“无须开设”、“无保证金”的优惠举措等。

资料来源:亿邦动力网，国信证券经济研究所整理

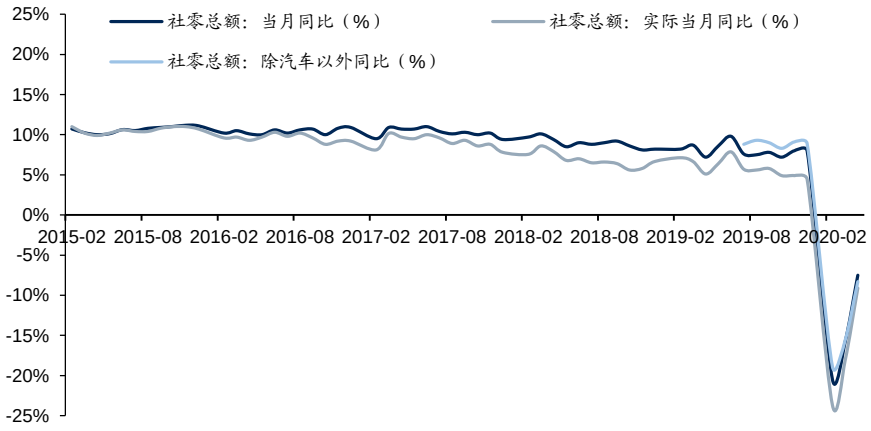
因此在品牌方重视力度加大，以及平台的积极推动下，今年直播电商将得到更加广泛的应用，有望逐步成为品牌布局电商渠道的主流方式之一。**根据淘宝公布数据，从疫情发生到 5 月初，共有 200 万商家涌入淘宝天猫开新店，4 月至今淘宝直播开播的商家同比增长了 150%。而根据微信数据，2020 年小程序直播公测以来，开播商户数增长迅猛，其中 4 月开通小程序直播商户数环比提升 90%，4 月“云下单”的用户规模环比提升 220%。**

近期行业数据跟踪：市场销售继续回暖

社零总额：降幅持续收窄，可选消费回暖

2020 年 1-4 月，社会消费品零售总额 10.68 万亿元，同比名义下降 16.2%，其中除汽车以外的消费品零售额 9.74 万亿元，下降 15.5%。4 月社会消费品零售总额 2.82 万亿元，同比名义下降 7.5%，降幅较 3 月收窄 8.3 个百分点；扣除价格因素实际下降 9.1%，降幅较 3 月收窄 9 个百分点，佐证市场销售持续回暖。

图 1：社会消费品零售总额同比变化情况（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

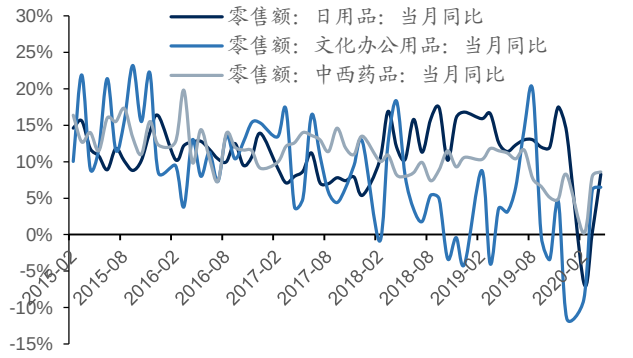
分品类来看，可选品类增速环比均有所回升，其中化妆品表现领先，同比实现正增长。**1）必选方面：**总体继续回升，4 月份粮油食品/饮料/烟酒类分别同比+18.2%/+12.9%/+7.10%，增速环比分别-1.0pct/+6.6pct/+16.5pct；日用品类/文化办公用品/中西药品分别同比+8.3%/+6.5%/+8.6%，增速环比分别+8.0pct/+0.4pct/+0.6pct。**2）可选方面：**可选品类消费环比回升明显，**化妆品类率先复苏。**化妆品/服装/黄金珠宝分别同比+3.5%/-18.50%/-12.10%，增速环比分别+15.1pct/+16.3pct/+18.0pct。**3）地产后周期方面：**家电类/家具类分别同比-8.5%/-5.4%，增速环比分别+21.2pct/+17.3pct。

图 2：限额以上单位商品零售：必选品类当月同比情况（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：限额以上单位商品零售：必选品类当月同比情况（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

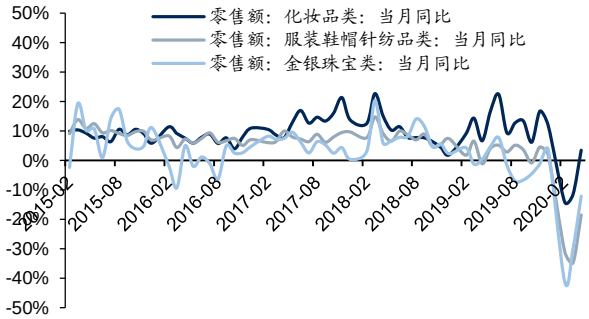
图 4：限额以上单位商品零售：可选品类当月同比情况（%）

图 5：限额以上单位商品零售：地产后周期当月同比情况（%）

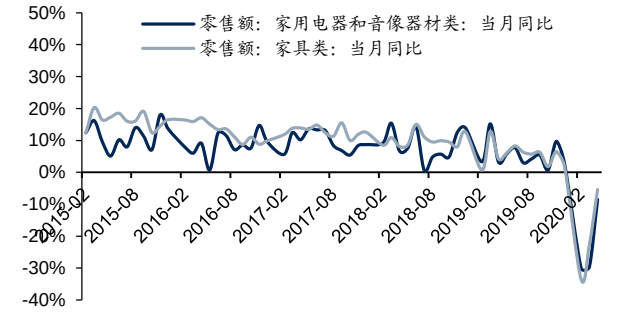
电商方面，2020 年 1-4 月，全国网上零售额 3.07 万亿元，同比+1.7%，其中实物商品网上零售额 2.58 万亿元，同比+8.6%，增速环比+2.7pct，渗透率 24.1%，渗透率环比+0.5pct。实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别同比+36.7%、-12%和+12.4%，增速环比分别+4.0pct、+3.1pct 和+2.4pct。

图 6：实物商品网上零售额累积同比及占社零比重（%）

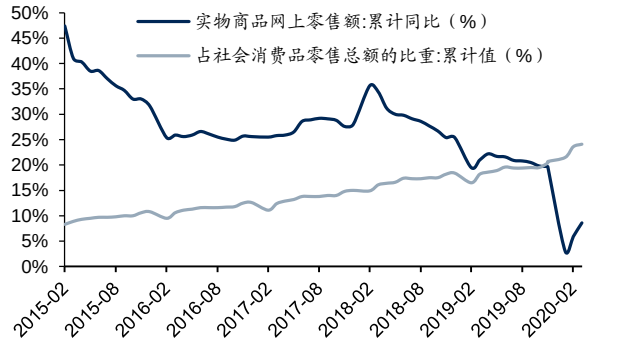
图 7：实物商品网上零售额分品类同比情况（%）



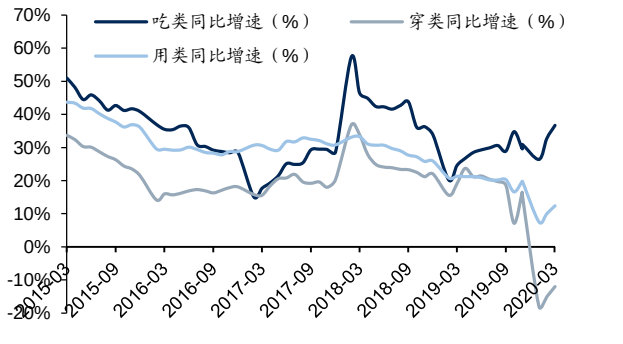
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

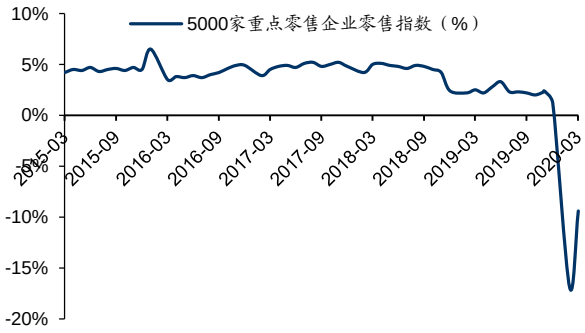


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

各零售业态：百货/专业店业态降幅环比收窄

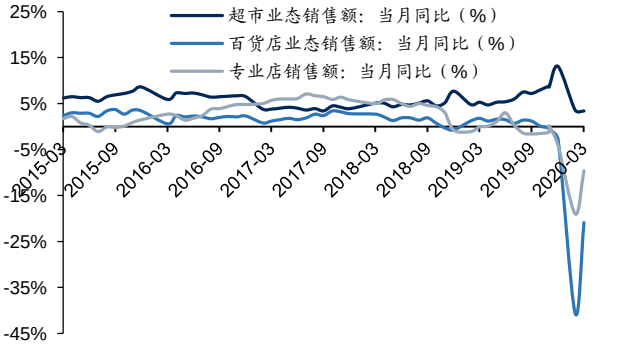
2020 年 4 月重点流通企业销售额中，超市业态当月同比增速为 3.4%，增速环比-0.2pct；百货/专业店业态当月同比增速分别为-20.9%/-9.6%，增速环比分别+19.7pct/+9.4pct，降幅收窄。

图 8：5000 家重点零售企业零售指数（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：5000 家重点零售企业各业态销售额当月同比（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

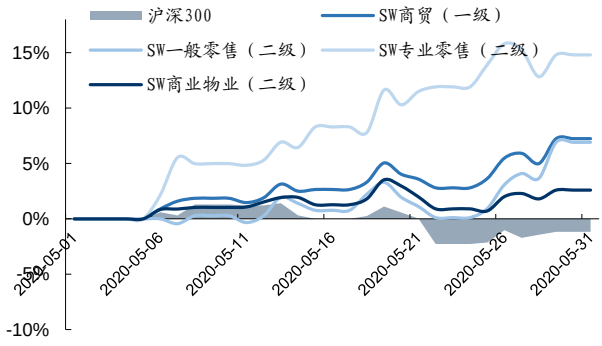
市场行情：板块整体跑赢大盘，超市相对疲软

板块行情：5 月零售跑赢大盘 8.41pct

2020 年 5 月，SW 商业贸易指数上涨 7.25%，沪深 300 指数下跌 1.16%，板块整体跑赢大盘 8.41pct。分子行业来看，专业零售（二级）领涨，涨幅为 14.81%，成分股中南极电商、爱婴室等均有较好表现，一般零售（二级）和商业物业（二级）则分别上涨 6.92%/2.60%。

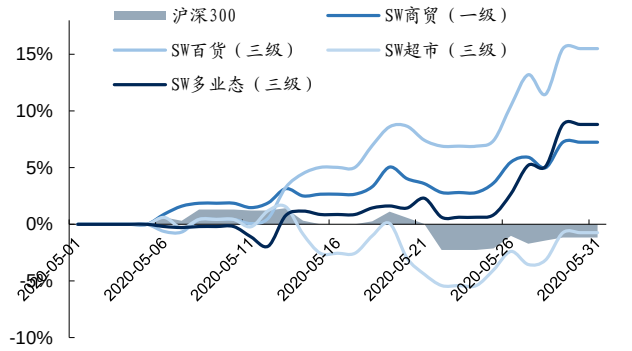
三级子版块中，百货板块上涨 15.50%，表现领先，其中王府井和首商股份分别上涨 85.07%/31.07%，预计与北京环球影城全面复工、客流恢复预期等因素有关；多业态本版块上涨 8.81%，同样表现不俗；超市则相对疲软，5 月微跌 0.74%，其中权重股永辉超市 5 月下跌 8.27%。

图 10：2020 年 5 月板块指数走势变化（%）



数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

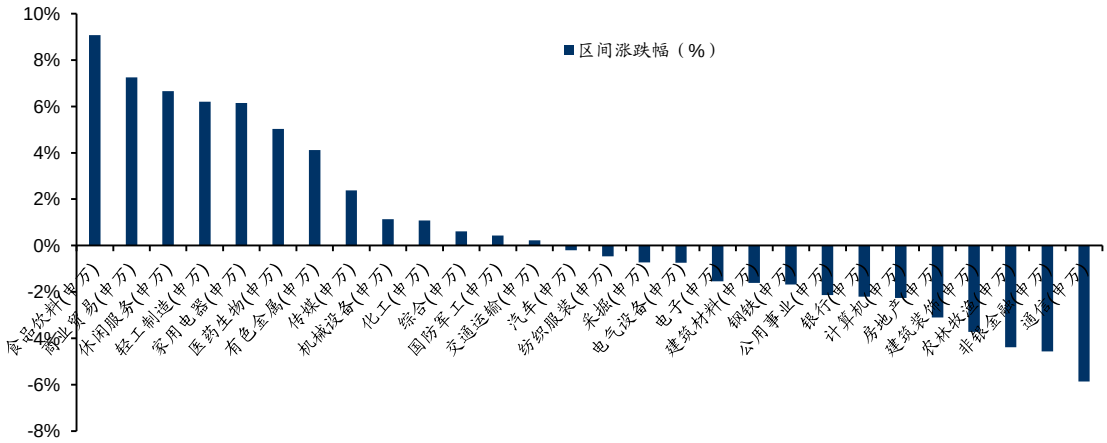
图 11：2020 年 5 月板块指数走势变化（%）



数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

横向对比来看，5 月 SW 商业贸易板块指数涨跌幅在申万 28 个子行业中排名第 2 位，仅次于食品饮料的 9.07%。

图 12：2020 年 5 月申万一级行业指数区间涨跌幅对比（%）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

板块估值：PE（TTM）环比有所上升，当前处于历史 41.18%分位

估值方面，截至 2020 年 5 月 29 日，SW 商贸行业 PE（TTM）为 22.24 倍，环比 4 月提升 4.7 个单位，近十年历史分位数为 41.18%。

图 13：SW 商业贸易指数近 10 年市盈率（TTM）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

个股行情

2020 年 5 月涨幅排名前位的企业为王府井、御家汇、供销大集、北京城乡和南极电商，涨幅分别为 85.07%/63.38%/49.81%/42.11%/37.99%。跌幅前五位的企业分别是博士眼镜、壹网壹创、ST 成城、*ST 中商*ST 美讯，跌幅分别为 31.54%/30.26%/17.57%/17.51%/16.27%。

表 3：商贸零售板块 2020 年 5 月个股涨跌幅排行榜（截至 2020 年 5 月 29 日）

涨幅前十					跌幅前十				
证券代码	证券简称	4 月收盘价	5 月收盘价	涨跌幅%	证券代码	证券简称	4 月收盘价	5 月收盘价	涨跌幅%
600859.SH	王府井	12.99	24.04	85.07%	300622.SZ	博士眼镜	16.58	11.35	-31.54%
300740.SZ	御家汇	8.52	13.92	63.38%	300792.SZ	壹网壹创	280.32	194.48	-30.62%
000564.SZ	供销大集	2.63	3.94	49.81%	600247.SH	ST 成城	2.22	1.83	-17.57%
600861.SH	北京城乡	11.02	15.66	42.11%	600280.SH	*ST 中商	1.77	1.46	-17.51%
002127.SZ	南极电商	13.66	18.85	37.99%	600898.SH	*ST 美讯	6.70	5.61	-16.27%
600723.SH	首商股份	5.44	7.13	31.07%	600122.SH	*ST 宏图	1.29	1.09	-15.50%
603605.SH	珀莱雅	128.56	160.17	24.59%	603123.SH	翠微股份	8.49	7.27	-14.37%
300132.SZ	青松股份	14.72	18.20	23.64%	601366.SH	利群股份	6.21	5.56	-10.47%
600827.SH	百联股份	7.92	9.77	23.36%	002640.SZ	跨境通	5.63	5.06	-10.12%
600753.SH	东方银星	13.39	16.14	20.54%	002416.SZ	爱施德	7.91	7.16	-9.48%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

五月投资组合回顾

5 月商贸零售板块整体表现优于大盘，其中可选化妆品景气度高，我们推荐的投资组合中，珀莱雅和丸美股份分别上涨 17.54%和 9.81%。

表 4：策略组合各月及相关指数收益率情况

年月	月度组合	月度收益率	沪深 300	商贸零售	恒生综指
2020 年 3 月 2020/2/29-2020/3/31	珀莱雅	2.74%	-6.44%	5.38%	
	永辉超市	19.07%			
	家家悦	22.30%			
	壹网壹创	1.68%			
	丸美股份	-8.73%			
2020 年 4 月 2020/4/10-2020/5/10	珀莱雅	15.63%	4.50%	0.98%	
	永辉超市	-4.58%			
	家家悦	19.24%			
	壹网壹创	14.70%			
	丸美股份	18.91%			
2020 年 5 月 2020/5/11-2020/6/7	珀莱雅	17.54%	0.95%	9.50%	
	丸美股份	9.81%			
	家家悦	10.92%			
	永辉超市	-8.91%			

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司名称	投资评级	收盘价	总市值（百万元）	EPS				PE			
			6.7	6.7	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
603605	珀莱雅	买入	165.81	33,372.51	1.95	2.50	3.39	4.31	84.99	66.43	48.87	38.47
600315	上海家化	增持	40.74	27,346.66	0.83	0.81	0.99	1.21	49.09	50.49	41.06	33.67
300792	壹网壹创	增持	185.51	26,759.85	2.74	3.85	5.14	6.51	67.75	48.22	36.13	28.50
603983	丸美股份	增持	85.40	34,245.40	1.28	1.52	1.90	2.22	66.51	56.07	44.95	38.47
002419	天虹股份	买入	9.59	11,510.88	0.72	0.59	0.75	0.87	13.32	16.25	12.79	11.02
601933	永辉超市	买入	9.10	87,091.21	0.16	0.32	0.40	0.48	55.69	28.77	23.02	18.96
603708	家家悦	买入	40.96	24,920.06	0.75	0.99	1.17	1.40	54.46	41.40	35.10	29.26
603214	爱婴室	增持	32.53	4,647.97	1.20	1.51	1.70	2.39	27.1	21.52	19.12	13.61
600859	王府井	增持	24.63	19,119.05	1.24	0.87	1.28	1.42	19.9	28.3	19.2	17.3
600729	重庆百货	未评级	30.63	12,451.97	2.42	2.49	3.22	4.00	12.7	12.3	9.5	7.7
002867	周大生	买入	20.38	14,895.85	1.55	1.36	1.44	1.67	13.15	15.02	14.17	12.22
600612	老凤祥	买入	45.70	18,854.33	2.69	2.82	3.35	3.79	16.99	16.21	13.64	12.06
002024	苏宁易购	买入	8.84	82,300.75	1.06	0.15	0.27	0.41	58.93	32.74	21.56	0.15
002127	南极电商	增持	18.58	45,611.49	0.49	0.64	0.79	0.94	37.82	29.23	23.64	19.77
9988.HK	阿里巴巴	买入	207.39	4,554,190.62	6.17	7.34	10.30	12.88	30.92	25.99	18.52	14.81

资料来源:wind 一致预测、国信证券经济研究所整理预测

注：阿里巴巴收盘价和市值为港元，其 2019 年对应为 FY2020。老凤祥、苏宁易购、王府井和重庆百货采取 wind 一直预测，其他均为国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032