

业绩增速改善，关注个股估值修复动力

——商贸零售行业 2013 年度投资策略报告

分析师： 闫亚磊 CFA

SAC NO: S1150511010018

2012 年 12 月 31 日

证券分析师

闫亚磊 CFA
022-28451975
leimiaofei@hotmail.com

助理分析师

王雯 022-23861600
liz_wn@hotmail.com

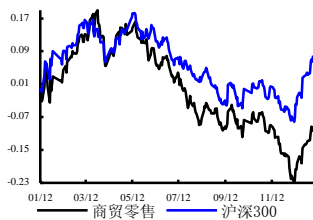
子行业评级

零售	中性
贸易	中性

重点品种推荐

欧亚集团	推荐
友阿股份	推荐
合肥百货	推荐
东方金钰	推荐

最近一年行业相对走势



相关研究报告

投资要点:

● 板块收入增速有望在低基数上回升，但盈利质量不容乐观

宏观经济正处于缓慢企稳回升阶段是目前市场的普遍观点，我们认为在 2013 年宏观经济企稳回升后，零售板块有望跟随经济缓慢复苏，复苏的程度和力度还需要看总体经济增速水平，价格指数对复苏的程度存在影响，但影响程度小于总体经济环境的影响。我们预计明年社零增速提升是大概率事件，预计全年社零增速在 14.4% 左右。基于低基数效应，板块收入增速提高概率大。由于毛利率偏低，人工、租金等占比较大费用存在刚性上涨需求，盈利质量短期难以得到改善。

● 板块估值可能继续承压，但基金可能存在加仓需求

我们分析板块估值上修的阻力较大，主要来自市场对盈利模式和新兴渠道冲击的担忧，而这 2 方面担忧短期难以消除。但现在整体估值已处于底部，继续下行的概率也不大。我们预计板块估值水平提升情况有望跟随大市，大幅提升和下降的概率不大。今年以来普通股票型基金对本行业的配置比例逐季降低，基本为 06 年至今的最低水平，因此不排除在行业业绩增速出现回暖时，基金加仓的概率加大。

● 相对看好百货和珠宝零售板块，百货业绩存在超预期可能

我们相对看好百货和珠宝零售板块，认为超市板块预期业绩仍将存压。

- 百货板块建议关注区域性百货龙头，特别是渠道低成本向二三线城市下移（符合国家提出的城镇化举措），高自有物业比重（有效对抗租金的刚性上涨），管理能力强变革意愿强烈，业绩稳定，低估值的个股。
- 我们坚定看好我国珠宝零售行业未来的市场前景。收入倍增计划、消费升级、宏观经济转暖都是支撑珠宝零售板块市场容量的基础。若金价趋势性上涨成立，导致的投资需求将使板块业绩增长的动力更足。
- 我们建议稳健型和事件型相结合的投资思路，个股推荐为欧亚集团、合肥百货、友阿股份、东方金钰、另外我们提示关注津劝业可能存在的事件性机会，公司披露持有 35% 股权的联营企业——天津市华运商贸物业有限公司的净资产从 2011 年年底的 8.13 亿元变为 2012 年中报中披露的 52.64 亿元，半年时间里增长了约 44.51 亿元。我们认为随着该公司联营企业旗下红星劝业广场收入的进一步确认，津劝业投资收益有望超预期增厚。

目 录

1.回顾 2012: 行业业绩增速下滑, 估值降至历史底部.....	4
1.1 行业总体零售额增速降低, 板块业绩增速降至低位.....	4
1.2 板块走势落后大盘, 估值降至底部, 基金加仓概率加大.....	6
2.展望 2013: 业绩有望缓慢恢复, 估值可能继续承压.....	8
2.1 业绩增速有望提升, 基本面可能相对好转.....	8
2.1.1 宏观经济企稳回升, 零售板块业绩有望复苏.....	9
2.1.2 零售板块已初显回暖态势.....	10
2.2 估值来自 2 方面压力.....	13
2.2.1 盈利模式面临考验.....	13
2.2.2 新兴渠道冲击可能使估值继续承压.....	14
3.投资策略: 渠道下沉稳健的区域型百货以及珠宝零售个股.....	16

图 目 录

图 1 今年来零售企业总体增速水平下降.....	4
图 2 分业态看均出现业绩下滑，百货表现稍好.....	4
图 3 零售板块收入增速降至个位数.....	5
图 4 零售板块利润增速下滑至负数.....	5
图 5 各子板块单季度收入同比增速情况.....	5
图 6 子板块单季度净利同比增速情况.....	6
图 7 板块与沪深 300 走势对比.....	7
图 8 板块估值已至底部区间.....	7
图 9 今年以来 SW 商贸板块涨跌幅排名倒数.....	7
图 10 今年以来各子板块涨跌幅情况.....	7
图 11 各子板块目前估值情况.....	8
图 12 子板块估值相对全部 A 股溢价率变动情况.....	8
图 13 普通股票型基金对批发零售行业配置逐季降低.....	8
图 14 上一个周期中，百家大型零售企业零售额增速与 GDP 变动有很强一致性.....	9
图 15 消费信心指数也在上升.....	10
图 16 总体社零增速已经连续 4 月提升.....	11
图 17 五十家重点零售企业零售额增速已大幅提升.....	11
图 18 除百货，其它业态毛利率相比去年均有下滑.....	12
图 19 专业连锁和珠宝板块今年净利润率下滑较多.....	12
图 20 扣除财务费用后我们关注 20 家公司费用增速情况.....	12
图 21 我们关注 20 家公司销售费用总体增速情况.....	13
图 22 我们关注 20 家公司管理费用总体增速情况.....	13
图 23 美、日、中网购用户渗透率.....	16
图 24 中美网购购物交易规模预测.....	16

表 目 录

表 1 上市百货公司自营业务.....	14
表 2 重点公司估值.....	18

1.回顾 2012：行业业绩增速下滑，估值降至历史底部

1.1 行业总体零售额增速降低，板块业绩增速降至低位

今年以来，受宏观经济走低，消费信心下滑，渠道冲击等原因，行业总体零售额增速出现了较大幅度的降低。商务部监测的百家大型零售企业零售额当月同比增速及千家核心商业企业零售指数相对去年同期大幅降低。分业态看，各业态收入增速都下滑较严重，基本降至历史低位，百货表现稍好，其次为超市。

从上市公司方面看，今年以来申万零售板块收入和利润增速逐季下滑，3季度收入增速已降至个位数，并且从2季度开始，板块利润增速已降为负数，3季度继续下滑。利润增速下滑严重程度高于收入增速下滑，主要原因是人工、租金等成本刚性上涨，而毛利率提升乏力，同时在宏观经济和消费信心的影响下，新店培育期延长，板块业绩表现不如人意。

分板块看，珠宝零售板块的收入增速虽相对去年出现了大幅下降，但相对其它板块增速还是高的，说明该板块业绩弹性较大，这主要因为今年以来国际金价高位震荡，板块由于投资需求带动的业绩增长放缓，同时利润增速还降至为负数。专业连锁板块也是业绩下滑较严重的板块。相对而言，百货和商业物业板块业绩较平稳。

图 1 今年来零售企业总体增速水平下降

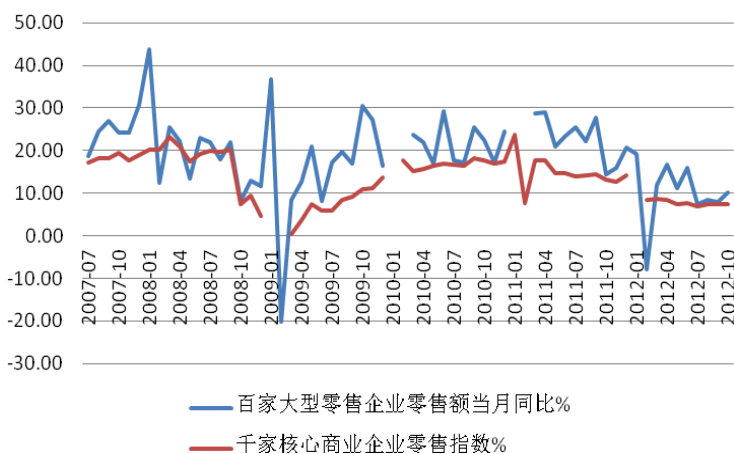
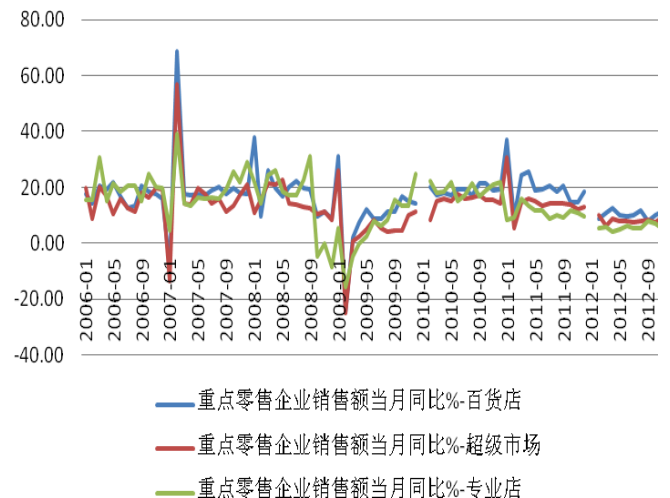


图 2 分业态看均出现业绩下滑，百货表现稍好



数据来源：WIND、渤海证券研究所

图3 零售板块收入增速降至个位数

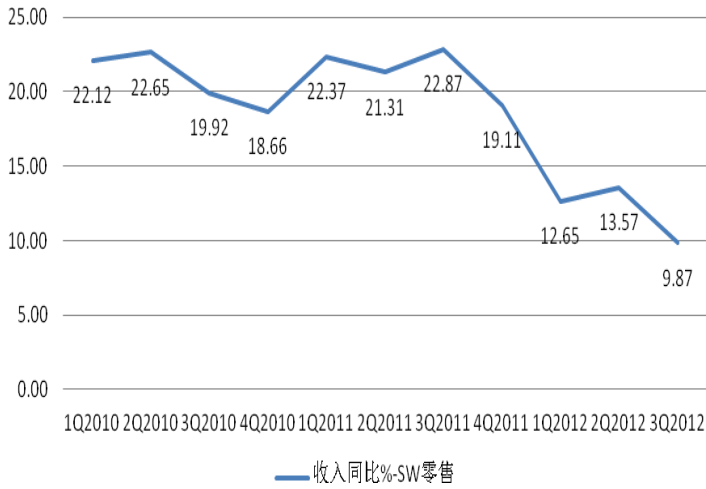
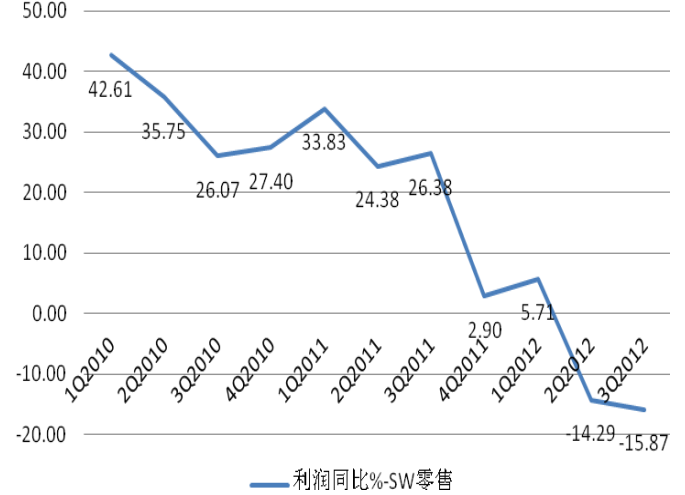
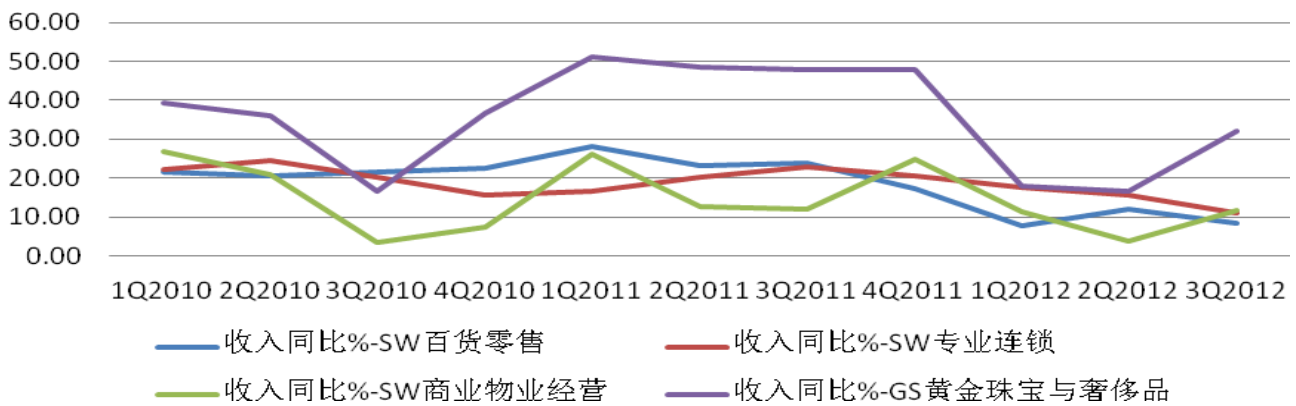


图4 零售板块利润增速下滑至负数



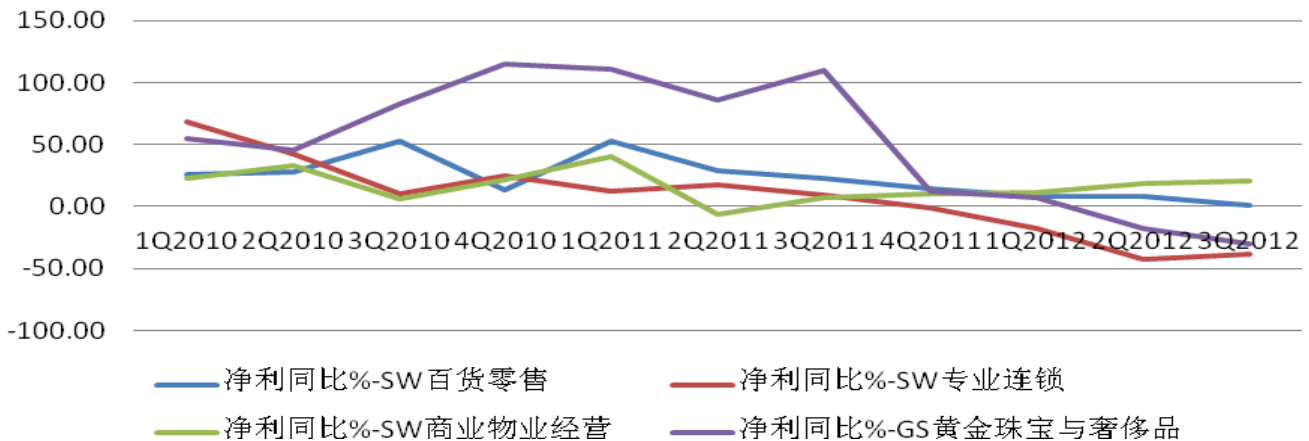
数据来源：WIND、渤海证券研究所

图5 各子板块单季度收入同比增速情况



数据来源：WIND、渤海证券研究所

图 6 子板块单季度净利同比增速情况



数据来源：WIND、渤海证券研究所

1.2 板块走势落后大盘，估值降至底部，基金加仓概率加大

从板块走势看，今年下半年开始，板块走势明显落后于大盘，今年以来的涨跌幅位于申万 23 个一级子行业的倒数第 3 位，仅优于信息服务和机器设备板块。二级子板块零售今年以来跌幅为 11.6%，其中专业连锁板块跌幅最深，其次为珠宝零售板块，业绩相对较好的百货和商业物业板块跌幅优于行业。

从板块估值看，目前整体零售的估值已降至 18 倍左右，商业物业 PE>专业连锁 PE>百货 PE>全部 A 股 PE。相对全部 A 股估值溢价率方面，商业物业溢价率>专业连锁溢价率>百货溢价率。板块估值已处于底部区间，继续下行的风险较小，特别是一些占据核心商圈的区域百货龙头，物业价值已基本折旧完毕，若从物业重估角度看，风险更低。

从基金对行业的配置看，今年以来 338 家普通股票型基金对本行业的配置比例从 6.76% 逐季降低至 5.82%，基本为 06 年至今的最低水平，因此不排除在行业业绩出现回暖时，基金加仓的概率加大。

图 7 板块与沪深 300 走势对比

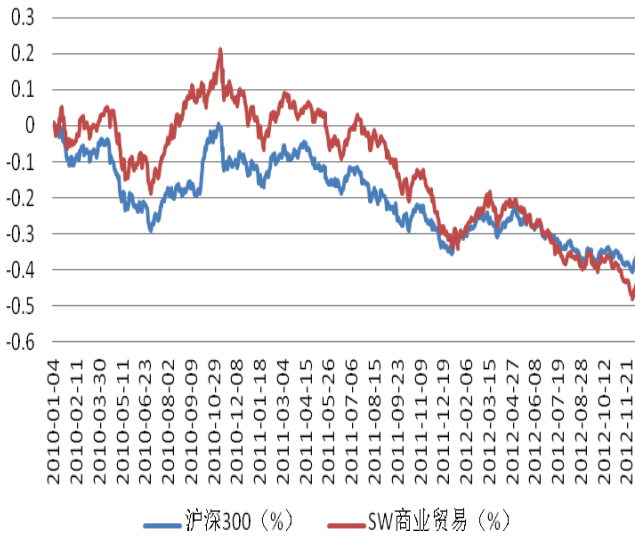


图 8 板块估值已至底部区间



数据来源：WIND、渤海证券研究所

图 9 今年以来 SW 商贸板块涨跌幅排名倒数

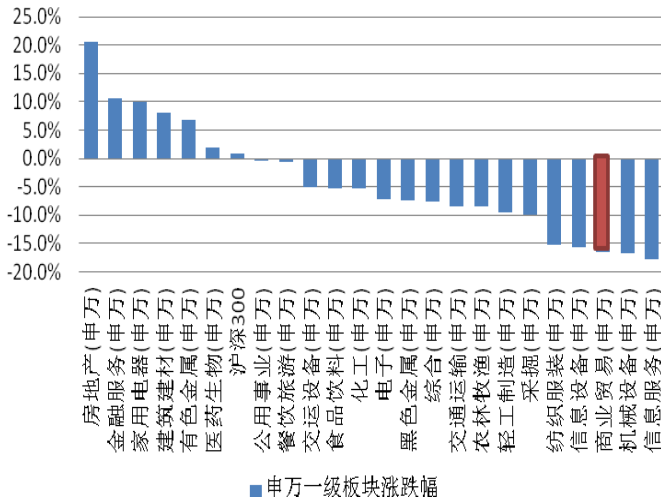
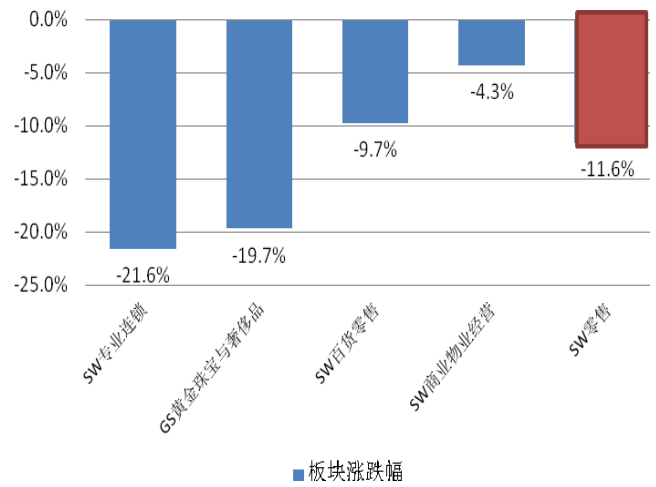


图 10 今年以来各子板块涨跌幅情况



数据来源：WIND、渤海证券研究所

图 11 各子板块目前估值情况

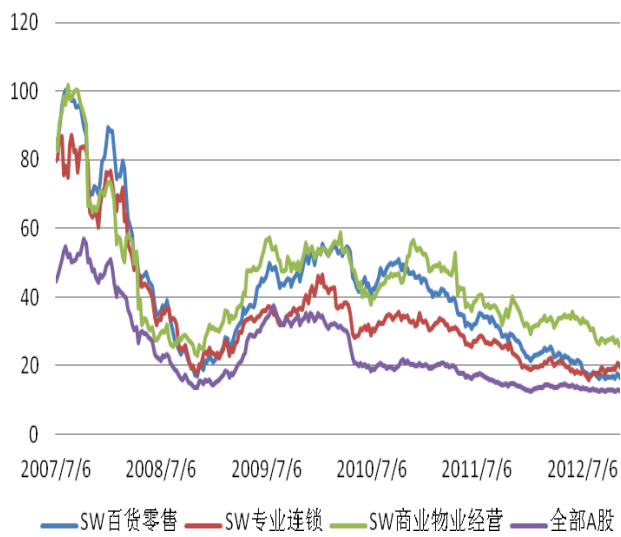
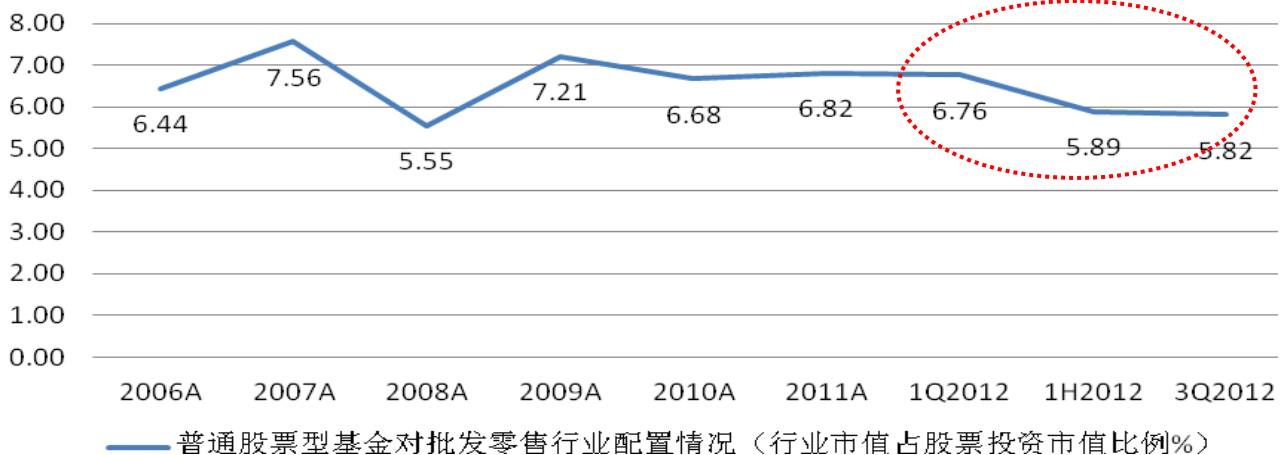


图 12 子板块估值相对全部 A 股溢价率变动情况



数据来源：WIND、渤海证券研究所

图 13 普通股票型基金对批发零售行业配置逐季降低



数据来源：WIND、渤海证券研究所

2. 展望 2013：业绩有望缓慢恢复，估值可能继续承压

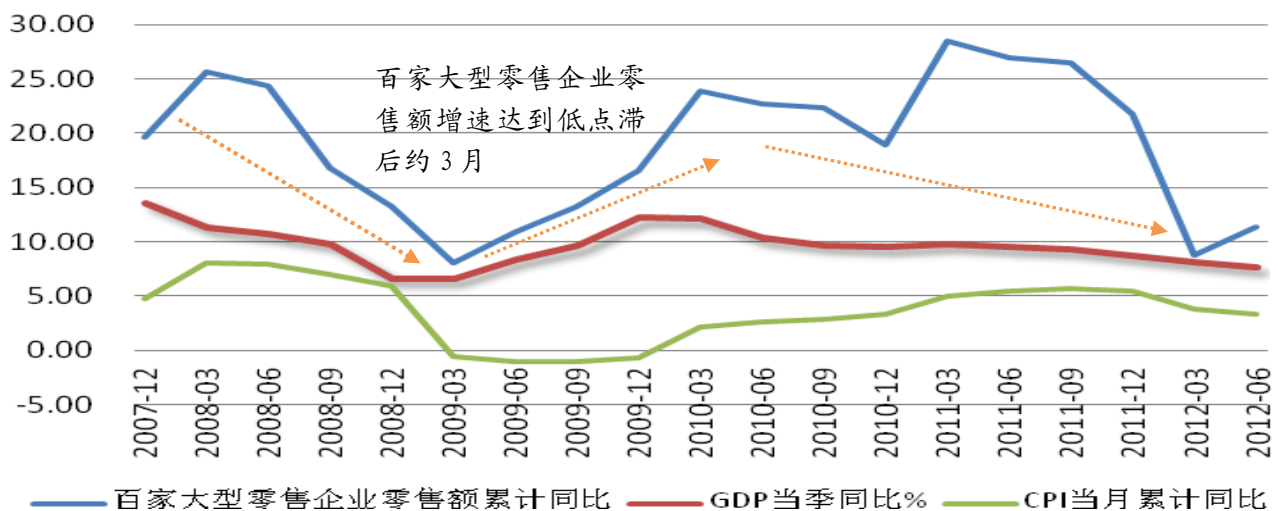
2.1 业绩增速有望提升，基本面可能相对好转

2.1.1 宏观经济企稳回升，零售板块业绩有望复苏

08年至10年这个经济周期中，百家大型零售企业零售额增速与GDP同比增速呈现了较强的一致趋势，百家大型零售企业的零售额增速达到低点和高点均比GDP同比增速滞后3个月，呈现较明显的后周期特征。而从2010年上半年开始，GDP增速水平开始持续下滑，但百家大型零售企业零售额增速数据却呈现了“小幅下降—阶段上升—大幅下挫”的态势，虽总体趋势是大幅下挫，这与GDP增速走势是保持一致的。但我们分析零售额增速出现这种走势的主要原因是在此期间，CPI同比增速趋势是向上的，在一定程度上减缓了零售额增速的下滑，而在08年经济增速的下滑中伴随着的是价格指数的趋势性下降。

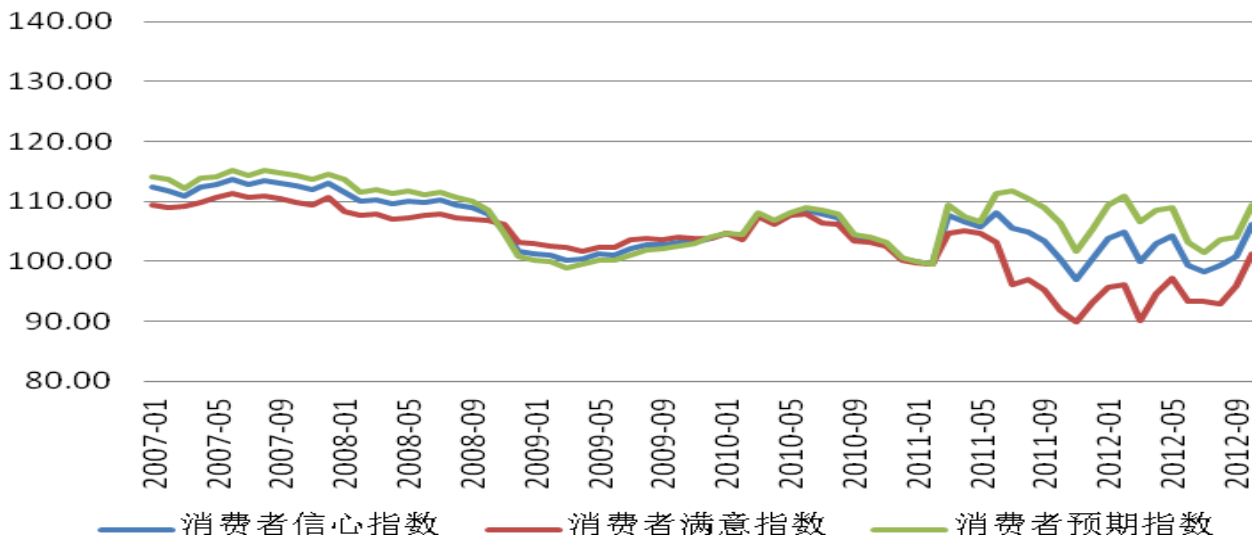
我们认为在宏观经济企稳回升，消费信心提升后，零售板块有望跟随缓慢复苏，复苏的程度和力度需要看总体经济增速水平，价格指数对复苏的程度存在影响，但影响程度小于总体经济环境的影响。宏观经济正处于缓慢企稳回升阶段是目前市场的普遍观点，我们也看到消费信心指数逐月提升，我们预期明年板块有望跟随复苏。

图 14 上一个周期中，百家大型零售企业零售额增速与 GDP 变动有很强一致性



数据来源：WIND、渤海证券研究所

图 15 消费信心指数也在上升



数据来源：WIND、渤海证券研究所

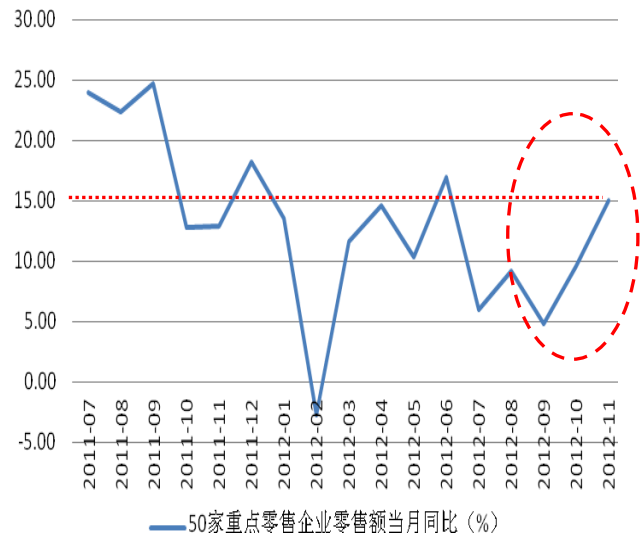
2.1.2 零售板块已初显回暖态势

总体零售市场方面，国家统计局最新公布的总体零售市场数据显示，社零增速已连续 4 月小幅回升，11 月份同比增速已基本接近今年一季度水平。重点大型零售企业方面，中华商业信息协会公布的 11 月份 50 家重点零售企业零售额同比增长 14.97%，仅低于 6 月份，是今年以来的次高增速，已经高于去年同期增速水平。我们已经在 4 季度策略里提示，在低增速基数下，四季度行业可能出现增速环比改善。我们继续预期在今年全年较低业绩增速的基础上，明年增速提高趋势有望延续，即明年行业业绩提升是大概率事件。

图 16 总体社零增速已经连续 4 月提升



图 17 五十家重点零售企业零售额增速已大幅提升



数据来源：WIND、渤海证券研究所

但是我们认为，建立在低增速基础上的业绩增速的回升可能基础仍较薄弱，板块盈利质量要得到显著改善可能来自多方面压力。我们看到，今年以来各子板块中除百货板块的毛利率有小幅提升外，其它子板块的毛利率都存在不同程度的降低。根据 WIND 统计，申万专业连锁板块毛利率降低最大，且呈现逐季下降的趋势，珠宝零售和商业物业板块的毛利率略有下滑。从净利率看，除商业物业板块净利润率出现提升外，其余板块均出现下降。毛利率下降及费用率的不降反升造成了珠宝零售和专业连锁板块净利润率的下降，尤其是专业连锁板块。百货板块在毛利率出现小幅上升的情形时，净利润率仍在降低，说明面临着较大的费用上涨压力。我们预期明年毛利率仍难以得到改善，且费用上涨压力仍存在。

我们重点跟踪的 20 家零售板块上市公司（包括 10 家百货、5 家超市和 5 家珠宝零售公司）的费用率情况显示，百货和珠宝零售公司费用弹性较大，在今年收入增速降低时，费用增速方面也出现了一定程度降低。但超市板块的 5 家上市公司销售、管理费用增速仍维持高位，特别是管理费用增速还大幅高于去年同期水平。我们分析，这与超市业态扩张速度不减，人工、租金等费用刚性上涨密切相关。（百货的 10 家公司包括：大商股份、欧亚集团、银座股份、友好集团、友阿股份、合肥百货、广州友谊、天虹商场、鄂武商、王府井；超市：步步高、华联综超、永辉超市、三江购物、人人乐；珠宝零售：老凤祥、豫园商城、潮宏基、明牌珠宝、东方金钰）

综合看，我们认为 2013 年板块业绩增速会提升，但盈利质量还难以在短期内得

到改善。

图 18 除百货，其它业态毛利率相比去年均有下滑

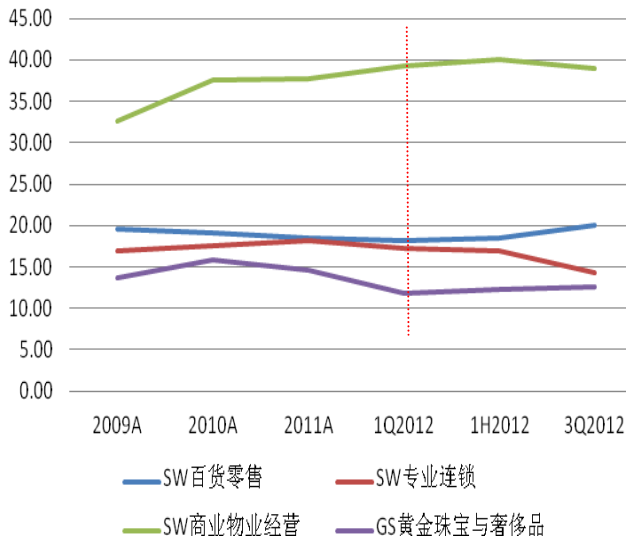
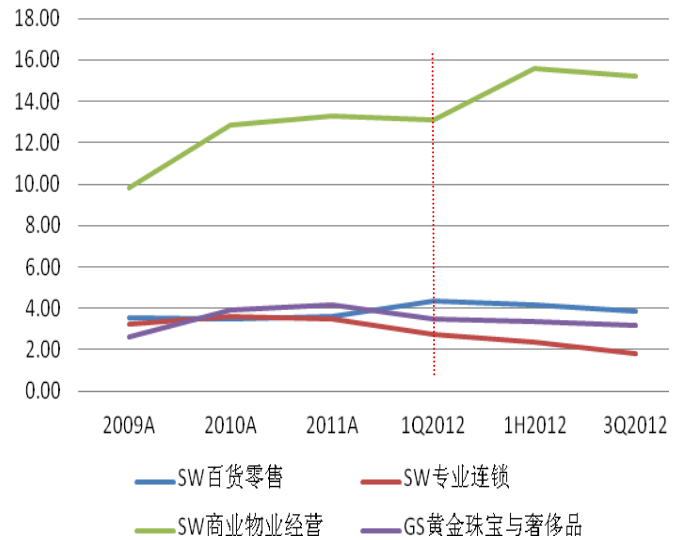
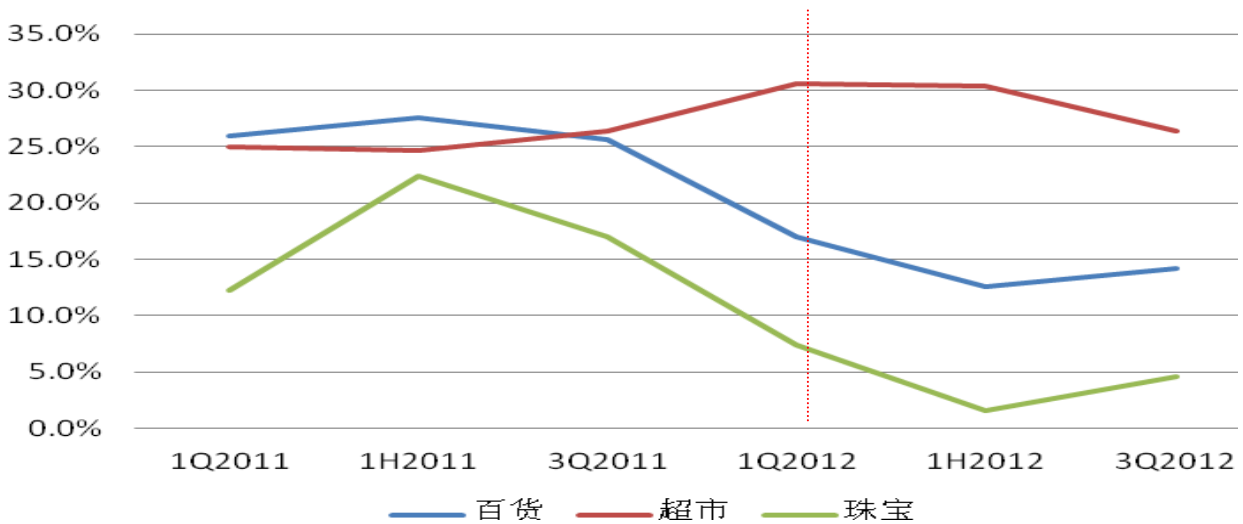


图 19 专业连锁和珠宝板块今年净利润率下滑较多



数据来源：WIND、渤海证券研究所

图 20 扣除财务费用后我们关注 20 家公司费用增速情况

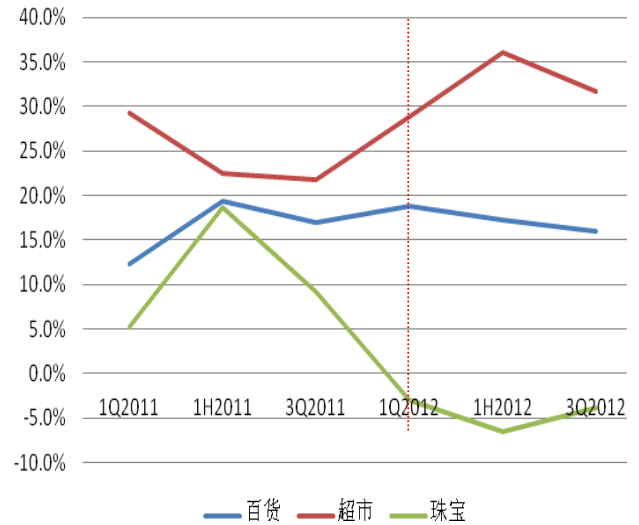


数据来源：WIND、渤海证券研究所

图 21 我们关注 20 家公司销售费用总体增速情况



图 22 我们关注 20 家公司管理费用总体增速情况



数据来源：WIND、渤海证券研究所

2.2 估值来自 2 方面压力

在宏观经济、上市公司业绩增速双重趋好的带动下，零售行业有望跟随大盘进行一轮估值修复。但我们认为板块中长期向上修复动力略显单薄。百货、超市的盈利模式已饱受诟病，在新兴渠道冲击下，这种传统的盈利模式更加重了市场的担忧情绪，从而影响了板块估值。并且预计未来一年电商渠道冲击仍将是盘旋在板块估值上的一团乌云。

2.2.1 盈利模式面临考验

目前百货的盈利模式主要来自联营返点，即在商品尚未售出的情况下，该商品仍属供应商所有，售出后百货按之前约定的比例对销售额进行扣点，目前此扣点较低，造成了国内百货毛利普遍较低的情况。同时联营还是造成百货同质化严重的重要原因之一。Shopping mall 的兴起、新商圈的涌起以及电商渠道的冲击，促使传统百货业面临变革的压力。怎样使产品品类更丰富、更有差异化、更物美价廉和更有吸引力是整个百货业面临的问题。从联营制逐步向买手制转变，线下商品触网可能是未来的方向之一。

超市目前的盈利模式虽然表面看上去是商品购销差价，但其它业务收入占总收入比重在 5%-10%之间，且全国性的大型超市的其它业务收入占比更高。其它业务收入主要是促销、通道费用等，基本属于零成本的收入，若扣除这部分收入，部

分超市可能还会出现亏损。

国务院近期发布了降低流通领域的 10 项措施，其中一条就专门提到要清理整顿大型零售企业向供应商违规收费和恶意占压供应商货款。虽此项整顿措施在预期之内，并且之前商务部等部委已开展了相应的整治活动，未取得明显效果，但给板块估值也带来了政策层面的压力。精细化管理、供应链优化和加强、自有品牌商品比重加大、统采比例提高等是低毛利的超市板块未来需要努力的方向。

我们预期盈利模式短期内变革难度较大，百货从联营向买手制转变缺少相关的人才储备，线下商品触网也还处在摸索阶段，短期实现难度较大。而超市要对供应链、物流进一步整合，可能还是一个较长的过程。因此我们认为饱受诟病的部分子板块的盈利模式有碍估值的提升。

表 1 上市百货公司自营业务

友阿股份	<ul style="list-style-type: none">✓ 从 2009 年开始，通过控股子公司尝试进行品牌区域代理✓ 目前自营的品牌达到了四个✓ 通过控股子公司从国外采购奢侈品，在奥特莱斯中开品牌集合店。
百联集团	<ul style="list-style-type: none">✓ 百货业务自营比例超过 10%✓ 公司每年都会派境外采购团，主要采购皮具、进口食品等
广百股份	<ul style="list-style-type: none">✓ 六福珠宝的代理权，广东区域代理。
广州友谊	<ul style="list-style-type: none">✓ 曾尝试采购过钟表等奢侈品
✓ 王府井	<ul style="list-style-type: none">✓ 2010 年自营采购的产品总量达 2 亿元✓ 自采商品的内容包括食品、饰品、礼品、服装等，未来这项自营采购比例还会扩大
大商股份	<ul style="list-style-type: none">✓ 对买手制进行研究，初步尝试

数据来源：公司公告、渤海证券研究所

2.2.2 新兴渠道冲击可能使估值继续承压

2012 年前 3 季度，我国网络购物交易规模达 7808 亿元，同比增长 45.5%，交易

规模已超 2011 年全年；其中，B2C 前 3 季度交易规模 2526 亿元，同比增长 122.8%，占比已由 2011 年的 23.5% 提升至 32.4%。今年以来电商的发展引人注目和思考，11 月 30 日止，阿里巴巴旗下淘宝+天猫商城的销售额超过 1 万亿，加剧了市场对新兴渠道影响的担忧。

与欧美电商发展对比，我们看到如下几点：

- ✓ 欧美电商市场已经进入到 10% 到 20% 的稳定发展期。如美国去年大概为 10% 的增长率，法国接近 20%，连同德国和英国，构成欧洲最大的电商市场。因此长期看，我国电商成倍增长的趋势最终必定会放缓。同样也给传统零售迎头赶上的时间。
- ✓ 传统零售企业在电商市场份额占比较大。如美国网上零售前十名中，电商企业仅 2 家占 31%，其余的几乎全是传统零售企业。欧洲更加分散，排在亚马逊之后的是奥托集团。这点与我国目前状况存在较大差异，我国电商发展起步晚，发展迅猛，未来市场格局还充满变数。
- ✓ 在海外从业者眼中，我国电商市场实际是个巨大的折扣市场，而国外电商市场主打小众市场，并通过提供多种选择来为客户服务。

电子商务归根究底是零售渠道的一种，而绝大多数电商亏损的事实暗示了这种低价恶性促销的局面不会持续太久。我们预计未来线上线下将出现逐步融合的局面，互补发展。同时我们认为电商发展将趋于理性，非理性价格战、偷逃税收等不规范的商业行为正逐步被管理结构纳入监管，同时渠道的清理、代购的禁令及淘品牌发展短期遇阻。虽预计高爆发性增长的电商在明年仍保持超过传统零售渠道的增长，判断增速会相对有所降低，但电商的这种增长预计明年仍让零售板块承压。

图 23 美、日、中网购用户渗透率

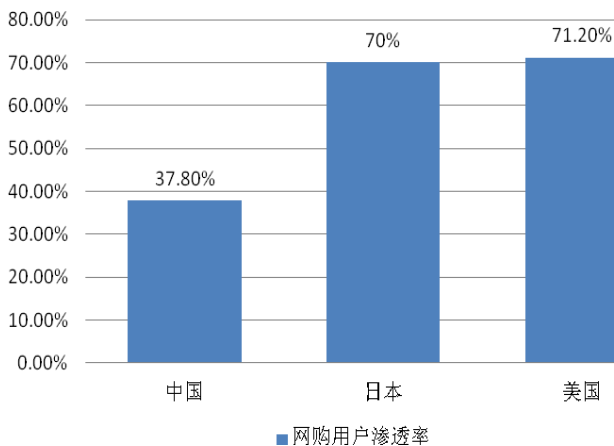
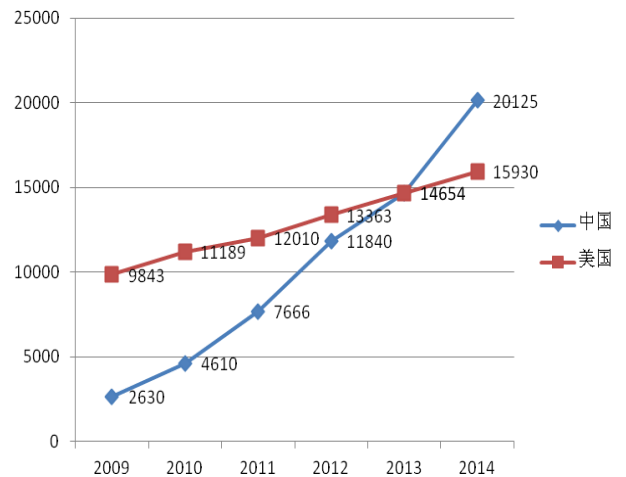


图 24 中美网购购物交易规模预测



数据来源：艾瑞咨询、渤海证券研究所

3.投资策略：渠道下沉稳健的区域型百货以及珠宝零售个股

宏观经济正处于缓慢企稳回升阶段是目前市场的普遍观点，我们预计零售行业将跟随整体经济环境缓慢复苏，加之今年增速的低基数，明年社零增速提升是大概率事件，预计全年社零增速在 14.4%左右。

在整体板块业绩增速提升的趋势下，估值有望得到修复，但估值上行的压力也较大，市场对板块盈利模式的担忧及新兴渠道冲击等方面都可能会使估值继续承压。但目前板块估值已处于底部区间，继续进一步下行的空间也非常有限。经过今年一年的业绩调整，预计明年百货、超市板块的扩张将趋于谨慎，加上在新兴渠道的冲击下，传统零售线下打折促销力度加大。随着百货在线上渠道冲击下加大打折促销力度，我们乐观估计，百货板块业绩存在超预期的可能。

子板块方面，我们相对看好百货和珠宝零售板块，超市板块预期业绩仍将存压。

百货板块：今年以来板块业绩虽出现了一定下滑，但依然相对平稳，在较差的行业环境下，毛利率还出现了小幅提升。我们预计明年业绩在今年基础上会有所改善，全年收入增速预计在 15%左右。我们看到，从今年 4 季度开始，在上游清库存压力、渠道冲击等影响下，线下百货打折促销力度明显加大，我们对明年业绩改善持乐观态度，乐观估计有超预期可能。但对盈利质量的态度偏谨慎，认为目前客单价提升难度较大，同质化仍是较大问题。

但我们认为虽然目前此行业面临着变革、转型、新渠道、商业地产供给等多方面冲击和压力，但板块中也不乏在此轮估值下行中被错杀的白马股。我们看好区域性百货龙头，特别是渠道低成本向二三线城市下移（符合国家提出的城镇化举措），高自有物业比重（有效对抗租金的刚性上涨），管理能力强变革意愿强烈，业绩稳定，低估值的个股。

珠宝零售板块：在 2011 年业绩高增速基础下，2012 年板块增速大幅度下滑，但与零售其它子板块相比，仍为较高水平。从行业层面看，我们坚定看好我国珠宝零售行业未来的市场前景。

收入倍增计划、消费升级、宏观经济转暖都是支撑珠宝零售板块市场容量的基础。但该板块短期走势与国际金价走势密切相关，特别是主做黄金首饰的个股短期走势与金价正相关性高。我们有色行业研究员预计金价趋势上涨，若成立，不仅行业业绩基础将更加稳固，行业市场表现也将更出色。

超市板块：2011 年，超市板块的收入增速特别是利润增速出现了大幅下滑。在行业竞争日趋激烈的情况下，明年板块中公司扩张速度仍会较快。但在今年严峻形势下，预计明年开店选择将更为谨慎。预期明年 CPI 仍将保持低位，同店增速会有所改善，但预期幅度不会很大。而人工、租金等刚性成本上涨仍是趋势，加之存在培育期延长风险，因此我们认为明年超市板块的业绩仍存在压力。

电器连锁板块：家电在我国消费支出中占比较大，今年家电消费增速偏低，拖累了整体消费增长，明年政策方面有望在家电领域有所举措。但我国家电连锁目前面临着线上和线下融合，价格体系将更加透明，很大程度上压缩了毛利提升。我们预期随着宏观经济回暖，加之政策上可能的举措，电器连锁板块业绩有望得到改善，预期全年收入增速在 10% 左右。

板块投资组合方面，我们建议稳健型和事件型相结合的投资思路，个股推荐为：

- ✓ 欧亚集团（深耕吉林的区域龙头，自有物业比重高，店龄结构合理，预计明年仍能维持行业内名列前茅的较高增长）
- ✓ 合肥百货（白马股，自有物业比重高，区域龙头，稳健估值低）
- ✓ 友阿股份（收入增速快，多业态布局，估值偏低）
- ✓ 东方金钰（事件如缅甸夏冬两季公盘停开对价格构成支撑，及对掌握边贸渠道的东方金钰构成利好，增发动力足，今年高增长有望延续）。
- ✓ 另外我们建议关注津劝业可能存在的事件性机会（半年报披露公司持有 35% 股权的联营企业——天津市华运商贸物业有限公司的净资产从 2011 年年底

的 8.13 亿元变为 2012 年中报中披露的 52.64 亿元。我们认为随着旗下红星劝业广场收入的进一步确认，津劝业投资收益有望超预期增厚)。

表 2 重点公司估值

	PE			EPS			收盘价
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012/12/28
欧亚集团	17.83	14.28	11.29	1.24	1.55	1.96	22.17
友阿股份	13.98	11.24	9.24	0.65	0.81	0.98	9.06
合肥百货	11.96	9.99	8.46	0.57	0.68	0.80	6.80
东方金钰	34.48	23.85	18.13	0.63	0.92	1.20	21.84

数据来源：WIND，渤海证券研究所

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	推荐	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	持有	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

渤海证券研究所机构销售部经理

华南区销售经理

座机：86-22-28451995

手机：13502040941

邮箱：zhuyanjun@bhq.com

吴慧

渤海证券研究所机构销售部

华东区销售经理

座机：86-10-68784269

手机：13811199719

邮箱：wuhuihui09@gmail.com

刘啸

渤海证券研究所机构销售部

华北区销售经理

座机：86-10-68784275

手机：13910094383

邮箱：liuxiao@bhq.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码：300381

电话：(022) 28451888

传真：(022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街22号 外经贸大厦11层

邮政编码：100037

电话：(010) 68784253

传真：(010) 68784236

渤海证券研究所网址：www.ewww.com.cn