

## 零售行业获超配但比例略有回落，电商市场关注度持续提升

核心观点：

### 1. 事件

近日，公募基金发布 2020 年二季度前十大重仓股数据。

### 2. 我们的分析与判断

#### （一）商贸零售行业持仓市值持续提升，配置状态连续两季超配

本文所分析的基金包括：主动非债（普通股票型基金、偏股混合型基金、平衡混合型基金、灵活配置型基金和股票多空基金）；所公布的十大重仓股（期末持仓市值排名前十）且不包含港股与科创板股票。

2020Q2 基金商贸零售行业持仓总市值为 205.04 亿元，较上一季度环比提升 13.94%；在中信 30 个一级行业中排名第 16，较上个季度的 18 名排位出现持续回升；持仓市值所占全市场（不含港股及科创板）持仓比重为 1.67%，较上个季度环比上升 0.20 个百分点；持仓市值所占全市场持仓比重为 1.55%，较上个季度环比回落 0.27 个百分点。从 2010Q1 开始基金持仓商贸零售占比全市场持仓比重的均值为 2.33%，中位数为 1.70%，当前仍低于历史均值水平。基金持仓商贸零售行业比重在 2010Q3 至 2014Q2 期间一直处于下滑状态，此后保持低位徘徊；18Q1-19Q2 持仓比重触底反弹，但在 19Q2 达到过去三年高点后连续两个季度下滑；继 2020Q1 环比首现底部反弹迹象，2020Q2 环比表现继续改善。

2020Q2 基金持仓商贸零售集中度（持仓市值排名前十的公司所占比重）为 98.11%，较上个季度降低 0.29 个百分点，从 2010Q1 开始基金持仓商贸零售集中度的均值为 89.66%，中位数为 91.12%，当前处于相对偏高的水平，证明行业配置依旧相对集中。尽管 2020Q2 基金对商贸零售行业的配置力度依旧大幅低于 2019Q2 水平，但已连续两季维持超配状态，超配比例为 0.13%，较 20Q1 回落 0.27 个百分点；自 2012Q1 开始商贸零售行业一直处于低配状态，直至 2018Q3 回升为超配状态并保持超过 1% 的超配比例，然后自 2019Q2 再次低于 1%，并于 2019Q3 达到自 18 年以来最低配置水平。2020 年初至今，商贸零售行业已由低配状态回升至超配，充分表明行业整体受基金重视程度逐季回升。

零售行业

**推荐** 维持评级

分析师

**李昂**

☎：(8610) 83574538

✉：liang\_zb@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130517040001

**甄唯萱**

✉：zhenweixuan\_yj@chinastock.com.cn

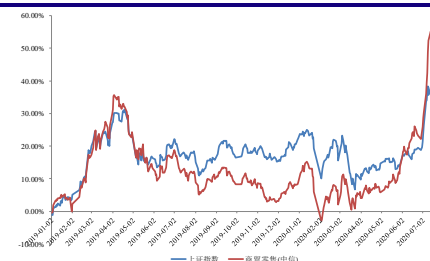
分析师登记编号：S0130520050002

特此鸣谢：

章鹏

行业数据

时间 2020.07.22



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；
- 2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；
- 3、每周分享**经济学人**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

**扫一扫二维码**

关注公众号

回复：**研究报告**

加入“起点财经”微信群。。



## （二）电商维持超配且比例持续提升，子行业中仅电商与超市处于超配状态

2020Q1 基金持仓中零售类行业总市值为 205.03 亿元，环比增长 12.00%；持仓市值所占比重为 1.67%，较上个季度环比增加 0.24 个百分点。2020Q2，一般零售行业持仓集中度为 100.00%，较上一季度环比上升 0.06 个百分点，从 2018Q4 以来一般零售行业持仓集中度均值为 99.91%，中位数为 99.94%，当前集中度处于行业过往两年来最高点。除一般零售行业外，专营连锁、专业市场经营以及电商及服务行业的持仓集中度自 2018Q4 至 2020Q1 均为 100%，当前集中度数据符合历史规律。2020Q2 基金对零售类子行业的配置力度偏好明显，按超配比例高低排序，电商及服务（0.48%）>一般零售（0.00%）>专营连锁（-0.05%）>专业市场经营（-0.10%），相较于前三季度分别变化 0.01/-0.58/0.03/-0.01 个百分点。自 2018Q4 至今，除 2019Q4 一般零售出现短暂低配情形外，一般零售与电商及服务均处于超配或持平状态。从超配比例的变化趋势来看，一般零售自 18Q4 至今呈现出先升后降的逐步减仓趋势，尽管 2020Q1 受益于疫情期间渠道具备的必需消费属性实现由低配到超配的转变，但 2020Q2 出于对板块内百货与综合业态客流恢复缓慢以及超市及便利店板块在疫情防控步入常态化后规模与业绩难以持续超预期增长的判断，持仓比例回落至持平状态；电商及服务则为先降后升的逐步加仓趋势，相较于一般零售板块在 2020Q1 环比大幅上升后于 2020Q2 出现回落，电商及服务板块得益于居民线上购物渗透率在疫情期间大幅提升后较难回落的支撑超配比例进一步扩大；至于专营连锁与专业市场经营，二者始终保持低配状态，其中专业市场经营的低配比例呈现出稳中略升的趋势，而专营连锁的低配比例于 2020Q2 实现自 18Q4 以来首次收窄，表明基金对该板块未来预期有所改善。2018Q4-2020Q2 期间，商贸零售板块由超配回落至低配后于 20Q1 大幅反弹并在 20Q2 得以延续的主要原因是电商及服务板块以及一般零售板块 2020 年配置比例自 19Q4 以来明显回升所致。

具体来看上述零售子行业，2020Q2 基金对电商及服务、超市及便利店、珠宝首饰及钟表、百货、其他连锁、综合业态、专业市场经营的持仓总市值分别为 102.04 /84.05 /13.14 /2.50 /1.79 /1.46/0.00 亿元，分别对应环比增长 51.65% /-12.45% /69.47% /-45.92% /103.51%/-53.27%/-97.63%，其中电商及服务、珠宝首饰及钟表以及其他连锁板块环比增幅较大，但考虑到其他连锁板块基数较低，2020Q2 零售板块内电商及服务与珠宝首饰及钟表的增长增量明显，二者在零售类子行业中的持仓市值占比分别达到 50.21%/6.46%，环比变动 12.63/2.14 个百分点。上一季度受疫情影响催化业绩表现大超预期的超市及便利店板块在二季度疫情防控进入常态化后有所回落，基金关注重点重新恢复至 2019Q4 时对电商及服务板块的追捧，并且还适当加大了遵循疫情后可选消费逐步复苏逻辑的珠宝首饰及钟表板块，最终致使二者在零售类子行业中的持仓市值占比环比出现较为明显的提升。至于其余板块，超市及便利店/百货/综合业态/专业市场经营板块的相对持仓市值份额分别较前三季度环比降低 12.26/1.35/1.03/0.11 个百分点，体现市场对于仍遭受到疫情冲击影响的线下传统零售渠道以及疫情期间录得超预期增长的必需消费渠道表现业绩表现或有所回落的担忧。零售类行业子板块中，超配比例位列前二的是电商及服务与超市及便利店与两大子板块，二者 2020Q2 的超配比例分别达到 0.48%/0.34%，环比变动 0.01/-0.33 个百分点。其余零售板块均处于不同程度的低配或持平区间，百货/综合业态/珠宝首饰及钟表/其他连锁/专业市场经营板块的超配比例分别为-0.24%/-0.09%/-0.01%/0.00%/-0.10%，环比变动-0.04/-0.01/0.03/0.01/-0.01 个百分点。

## （三）疫情防控常态化后线上购物渗透率提升利好线上品牌与服务商，珠宝首饰企业关注度有所回升

个股配置方面，2020Q1 受益于疫情下居民外出活动减少与渠道自身具备的必需消费属性出现持股基金数量环比大幅的永辉超市(601933.SH)、家家悦(603708.SH)在 2020Q2 持股基金数量均出现一定程度的回调，其中以永辉超市减少 75 家最为明显，回落至略高于 2019Q4 时的水平，截止本季度末共计拥有 43 只基金产品持有永辉超市，33 只基金产品持有家家悦。与此同时，同

样受益于在疫情期间承担必需消费品流通重任的便民超市红旗连锁（002697.SZ）2020Q2 持仓基金数量同样录得回落，减少 3 只至 13 只基金持有；相较于在疫情防控取得成效后出现关注度回落的超市渠道，同样受益于疫情期间线上购物渗透率大幅提升的线上电商渠道服务商则继续受到基金的重点关注，其中南极电商（002127.SZ）在 2020Q2 环比新增 49 只基金持仓，累计共有 109 只基金产品持有南极电商，成为商贸零售行业内持股基金数量榜首；另外，受益于线上业务占比高且所处赛道仍处于中高速增长阶段化妆品品牌商珀莱雅（603605.SH）继 2020Q1 基金持仓数量提升至 46 只后，于二季度再度增加 3 只，持股基金数量达到 49 只。零售板块中其他出现持股基金数量提升的标的主要包括：受益于全球流动性枯竭危机得以缓解后金价大幅走高的黄金类消费股老凤祥（600612.SH）、受益于疫情防控常态化后可选消费逐步复苏与积极开辟直播电商渠道的珠宝首饰品牌周大生（002867.SZ）、成功获取免税品经营资质的全国百货龙头企业王府井（600859.SH），以及受益于白酒动销在疫情后逐步改善以及二线白酒品牌提价的酒品流通渠道商华致酒行（300755.SZ）。

从持仓市值的角度来看，珀莱雅（603605.SH）、南极电商（002127.SZ）、周大生（002867.SZ）、家家悦（603708.SH）、老凤祥（600612.SH）、值得买（300785.SZ）分别录得持仓市值环比增长超过 50% 的优异表现，分别实现环比增长 119.04%/76.96%/68.96%/67.36%/54.01%/53.33%。除此以外，华致酒行（300755.SZ）首次入围持仓总市值前十，以 1.78 亿元的绝对值位列第十位。从绝对值角度来看，南极电商（002127.SZ）、永辉超市（601933.SH）、家家悦（603708.SH）、珀莱雅（603605.SH）、壹网壹创（300792.SZ）分列零售行业内前五，截止 2020Q2 基金持股占流通股比例分别达到 21.30%/6.95%/6.02%/14.65%/18.95%。

从持仓股数变动的角度来看，本季度持仓股数增加量前五的公司为豫园股份（600655.SH）、周大生（002867.SZ）、华致酒行（300755.SZ）、步步高（002251.SZ）以及老凤祥（600612.SH），主要为疫情防控进入常态化阶段后受益于黄金价格震荡上行与可选消费逐步复苏回暖实现业绩边际改善的黄金与珠宝首饰类品牌商以及受益于白酒动销逐步改善与白酒品牌提价的酒品流通渠道商。至于新拓展的 MINI 店业态与到家业务面临阶段性调整的永辉超市（601933.SH）以及线下客流恢复缓慢的百货企业鄂武商 A（000501.SZ）在二季度均出现持仓大幅减少的现象。

### 3.配置建议

本季度的基金持仓数据清晰地展现出在国内疫情防控进入常态化后，公募基金对在疫情期间受益的超市及便利店与以线上渠道为主的品牌商以及电商服务商的态度不尽相同的特点。对于在疫情期间承受保供应稳物价重任的超市及便利店渠道，由于疫情防控常态化后居民消费场景不再局限于家庭内，并且居民外出活动也在逐步恢复往年水平，致使疫情期间超市及便利店企业取得的亮眼表现难以维持，从而导致公募基金对该板块的超配幅度在二季度有所降低；对于线上渠道以及主要依托线上渠道开展业务的品牌商受益于居民消费习惯逐步向线上化转变的趋势以及全国快递物流体系全面恢复正常有望实现规模与业绩环比加速改善，吸引公募基金持续提升对该板块的关注程度。至于珠宝首饰类品牌商，尽管可选消费整体在二季度恢复缓慢，但受益于金价在全球货币超发的时代背景下持续爬升以及各大珠宝品牌商加大力度拓展线上销售渠道的举措对业绩实现边际改善的正向拉动，同样在二季度获得了诸多公募基金的关注。

在国内疫情防控常态化的背景下，结合我国上半年社会消费品零售总额累计同比下降 11.4% 以及 6 月社会消费品零售总额当月累计同比降幅收窄放缓的迹象，我们认为下半年必选消费品与必选消费渠道依旧将维持上半年以来的较快增速，回落幅度相对有限；可选消费品中，上半年恢复迅速的化妆品有望在下半年传统促销旺季的拉动下继续维持较高增速，家具与家电等产品则有望受益于地产竣工回暖的拉动于下半年起开始显著恢复，珠宝首饰等产品则将在居民可支配收入得以修复后实现显著回暖。在此背景下，我们继续维持前期（Omni-channel）全渠道配置的逻辑不变，同时建议增持超市、化妆品以及电商服务中的优质标的；公司方面，我们继续维持前期

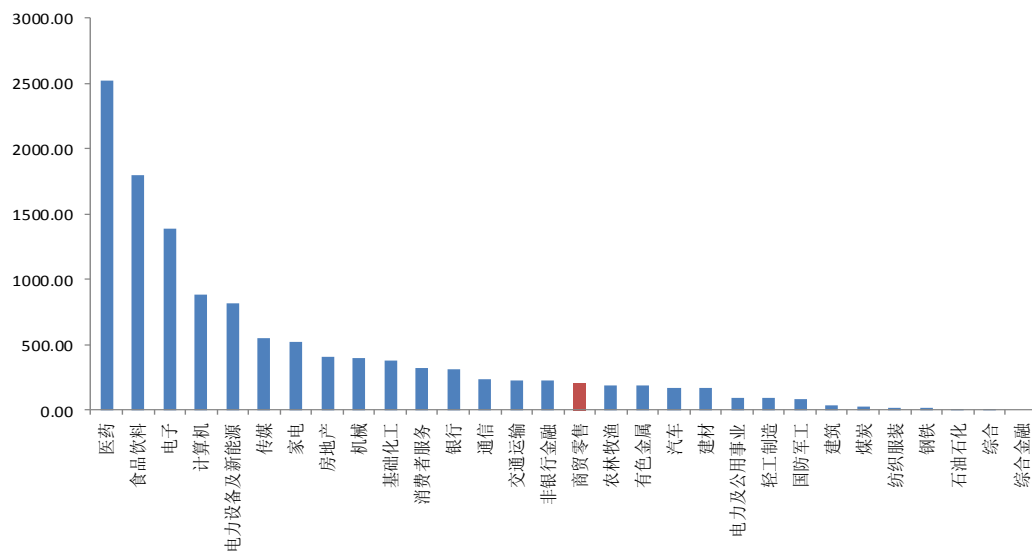


的推荐组合：家家悦（603708.SH），珀莱雅（603605.SH）和壹网壹创（300792.SZ）。

#### 4.风险提示

消费者信心不足的风险；行业竞争加剧的风险。

图 1：2020Q2 全市场基金持仓情况（单位：亿元）



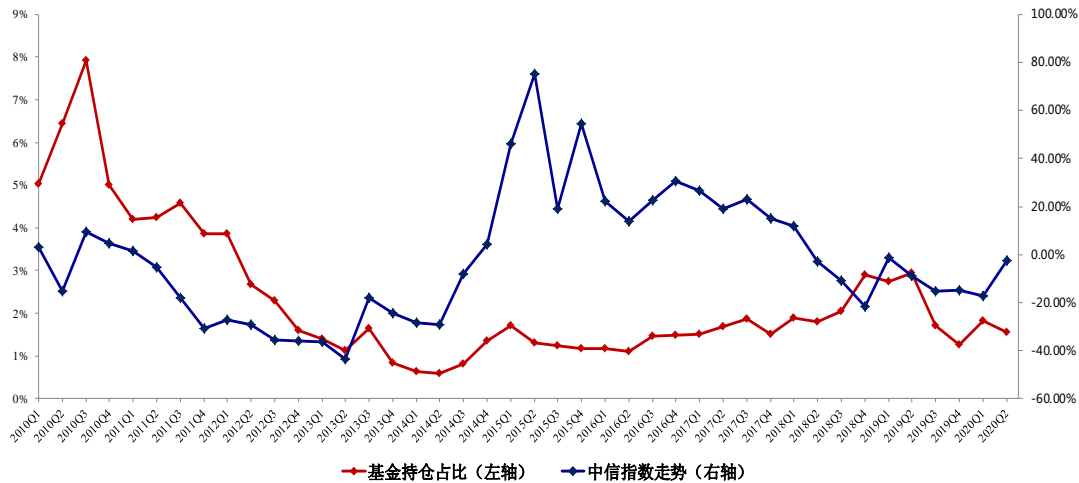
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 1: 2020Q1-2020Q2 基金所持各行业市值情况

排序	行业	2020Q2		2020Q1		持仓市值环比变化
		持仓总市值 (亿元)	所占比重	持仓总市值 (亿元)	所占比重	
1	医药	2525.88	20.53%	1622.76	13.19%	7.34%
2	食品饮料	1793.87	14.58%	1322.91	10.75%	3.83%
3	电子	1384.89	11.26%	881.26	7.16%	4.09%
4	计算机	884.49	7.19%	657.76	5.35%	1.84%
5	电力设备及新能源	820.35	6.67%	397.70	3.23%	3.44%
6	传媒	550.72	4.48%	418.33	3.40%	1.08%
7	家电	521.89	4.24%	397.05	3.23%	1.01%
8	房地产	409.48	3.33%	472.08	3.84%	-0.51%
9	机械	393.60	3.20%	323.60	2.63%	0.57%
10	基础化工	382.09	3.11%	208.65	1.70%	1.41%
11	消费者服务	324.91	2.64%	107.20	0.87%	1.77%
12	银行	312.51	2.54%	404.96	3.29%	-0.75%
13	通信	238.20	1.94%	232.25	1.89%	0.05%
14	交通运输	230.96	1.88%	185.28	1.51%	0.37%
15	非银行金融	223.66	1.82%	241.20	1.96%	-0.14%
16	商贸零售	205.04	1.67%	179.96	1.46%	0.20%
17	农林牧渔	190.96	1.55%	263.43	2.14%	-0.59%
18	有色金属	186.43	1.52%	138.21	1.12%	0.39%
19	汽车	172.03	1.40%	195.48	1.59%	-0.19%
20	建材	168.50	1.37%	206.35	1.68%	-0.31%
21	电力及公用事业	95.80	0.78%	95.34	0.77%	0.00%
22	轻工制造	95.03	0.77%	94.31	0.77%	0.01%
23	国防军工	82.22	0.67%	63.86	0.52%	0.15%
24	建筑	40.02	0.33%	35.06	0.28%	0.04%
25	煤炭	23.90	0.19%	33.39	0.27%	-0.08%
26	纺织服装	15.22	0.12%	11.99	0.10%	0.03%
27	钢铁	12.38	0.10%	14.23	0.12%	-0.02%
28	石油石化	11.52	0.09%	11.20	0.09%	0.00%
29	综合	7.48	0.06%	2.22	0.02%	0.04%
30	综合金融	0.00	0.00%	0.02	0.00%	0.00%

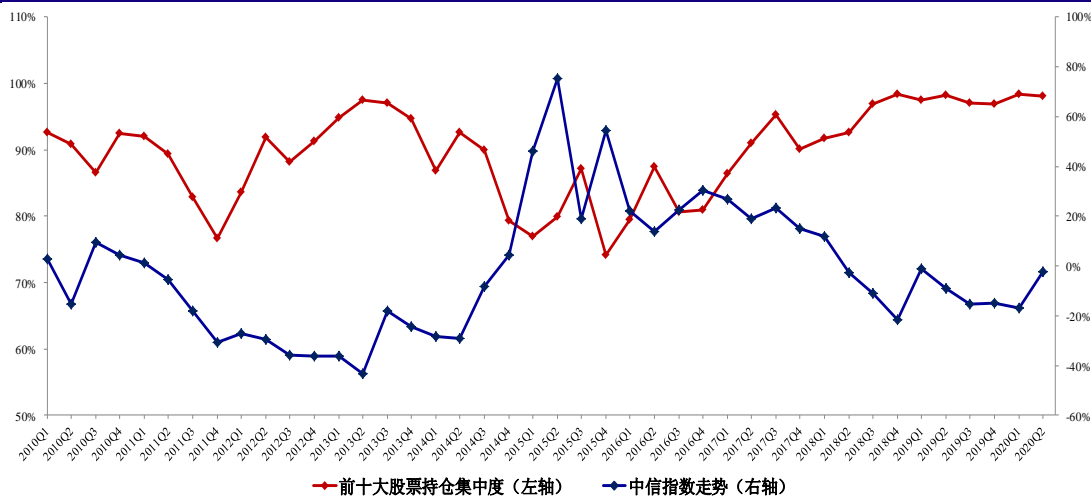
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 2: 基金持仓商贸零售占比与 CS 商贸零售指数走势对比



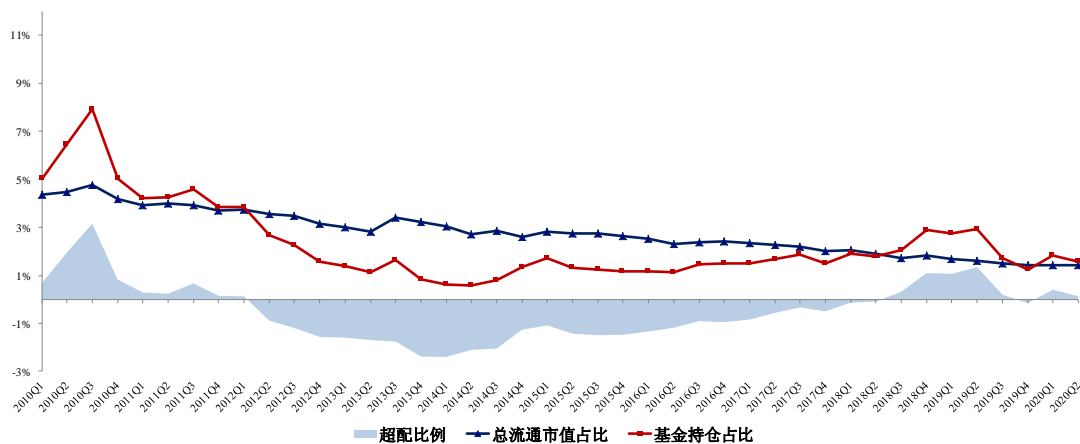
资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 3: 基金持仓商贸零售集中度与持仓商贸零售指数走势对比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

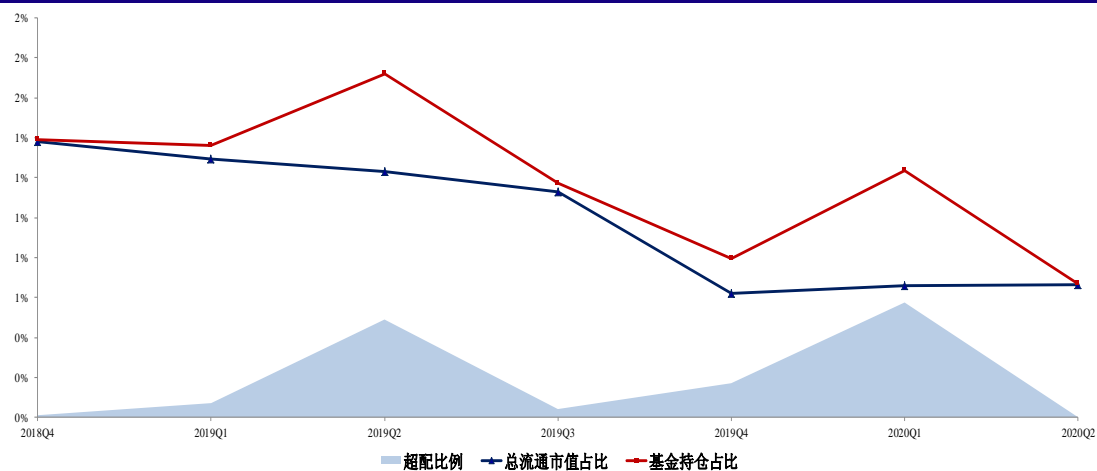
图 4: 基金持仓金额中商贸零售行业占比与该行业流通市值占比全市场的对比 (配置情况, 中信行业分类)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

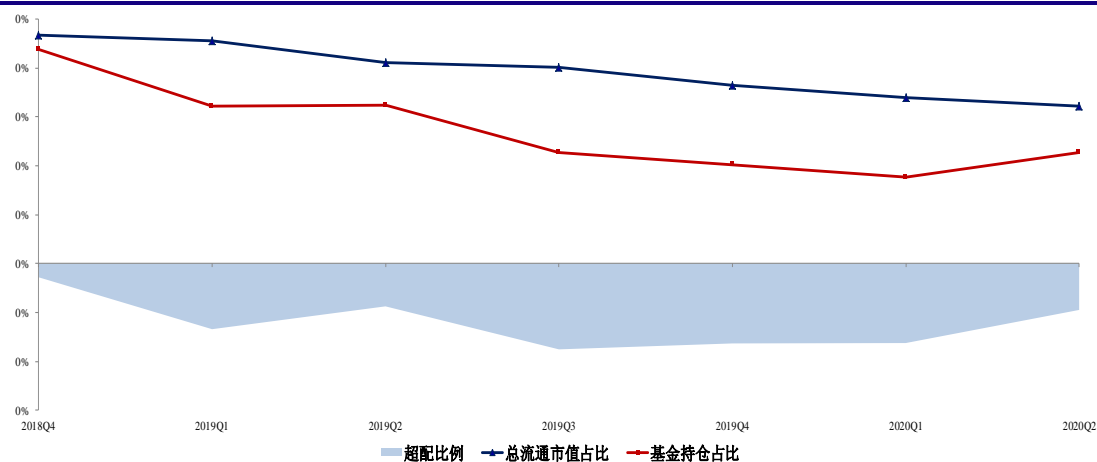


图 5: 基金持仓金额中一般零售行业占比与该行业流通市值占比全市场的对比（配置情况，中信行业分类）



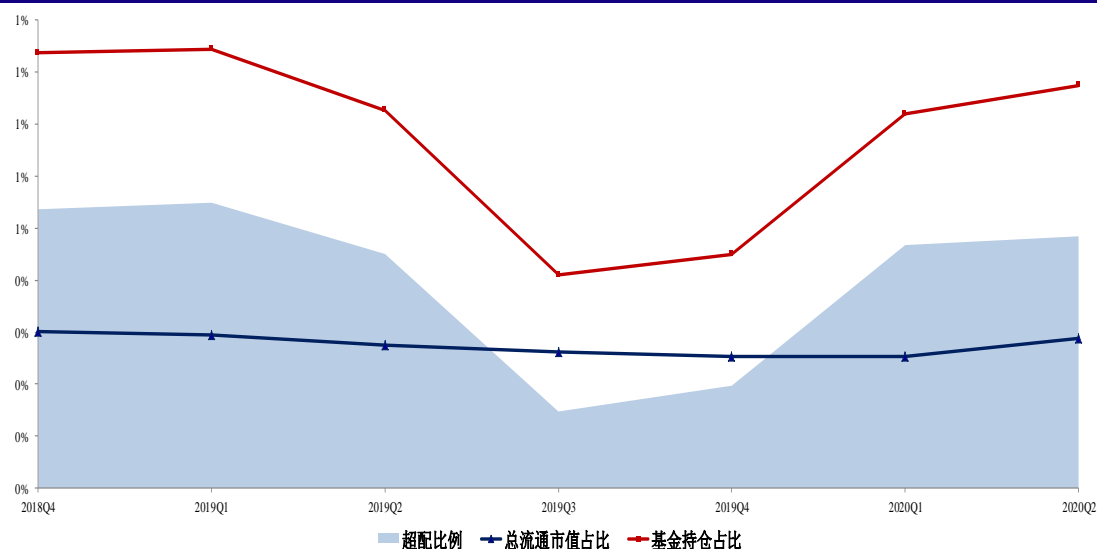
资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 6: 基金持仓金额中专营连锁行业占比与该行业流通市值占比全市场的对比（配置情况，中信行业分类）



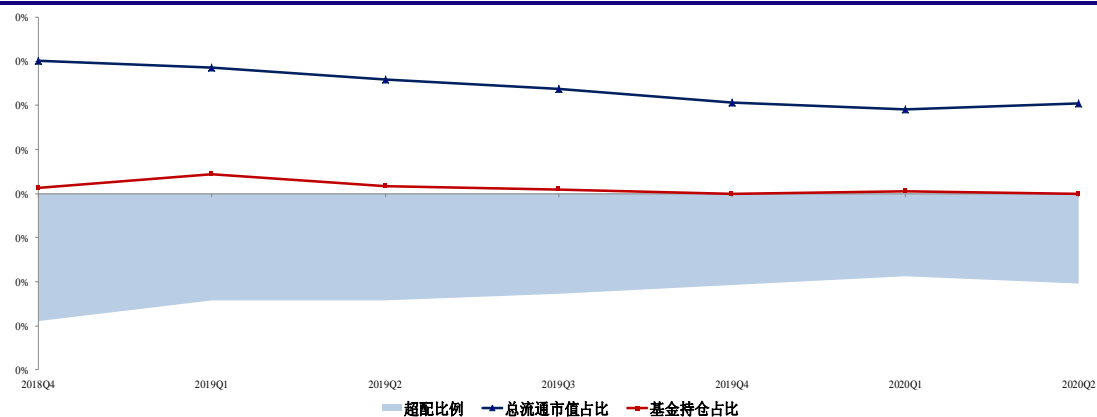
资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 7: 基金持仓金额中电商及服务行业占比与该行业流通市值占比全市场的对比（配置情况，中信行业分类）



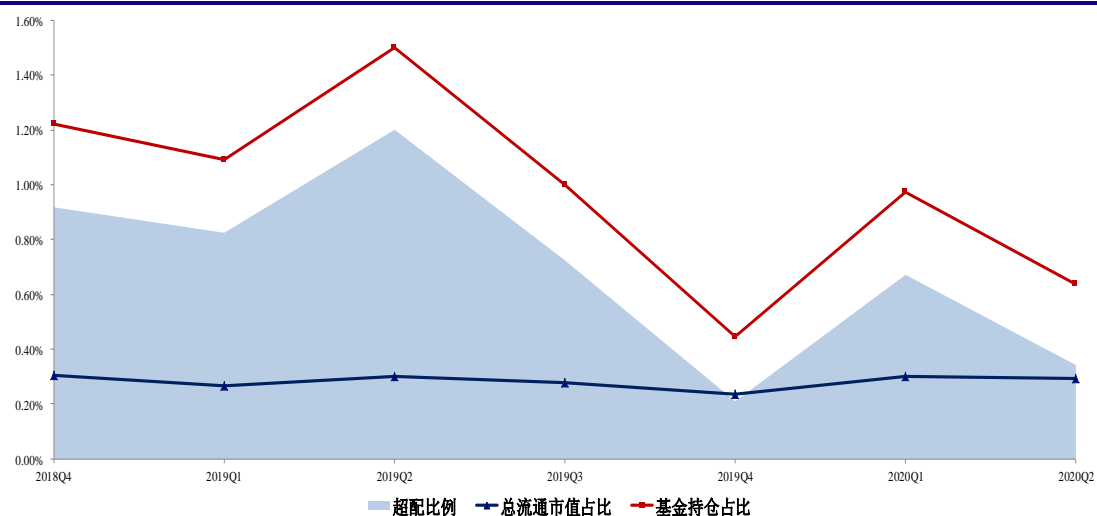
资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 8：基金持仓金额中专业市场经营行业占比与该行业流通市值占比全市场的对比（配置情况，中信行业分类）



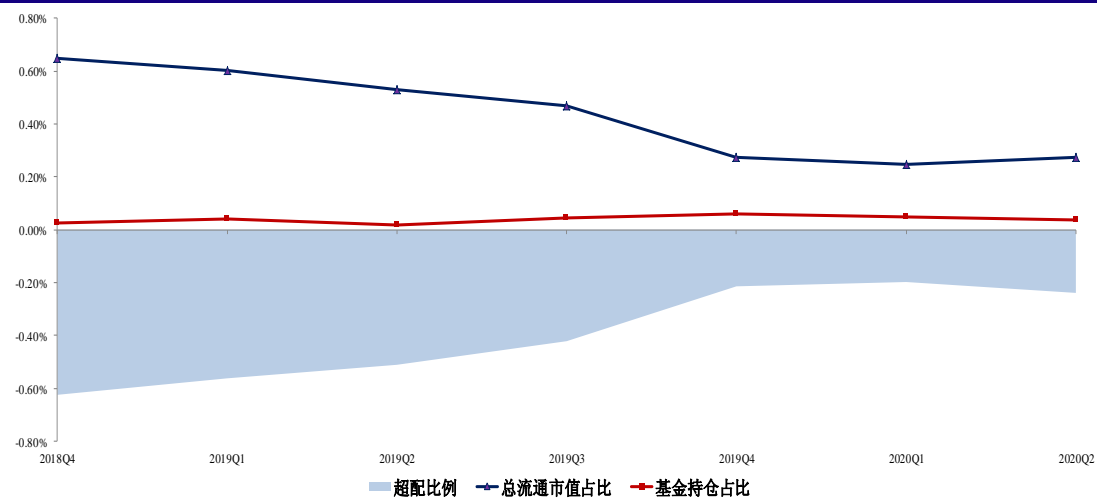
资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 9：基金持仓金额中超市及便利店行业占比与该行业流通市值占比全市场的对比（配置情况，中信行业分类）



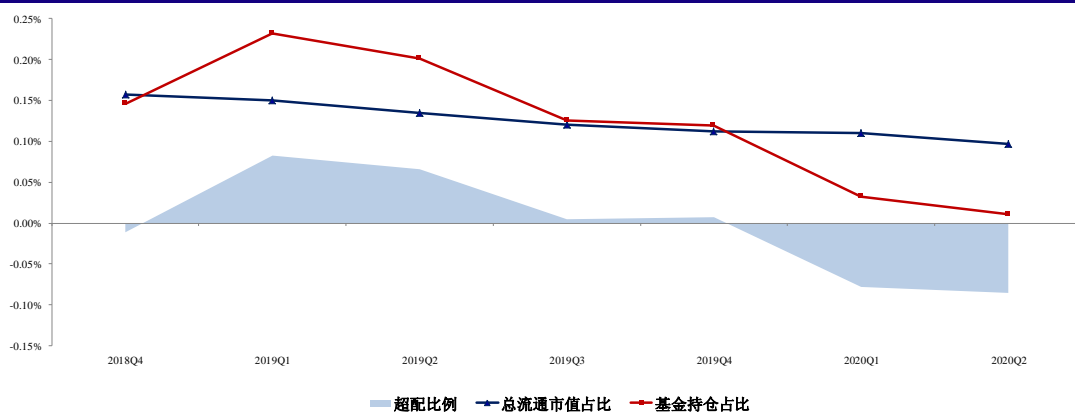
资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 10：基金持仓金额中百货行业占比与该行业流通市值占比全市场的对比（配置情况，中信行业分类）



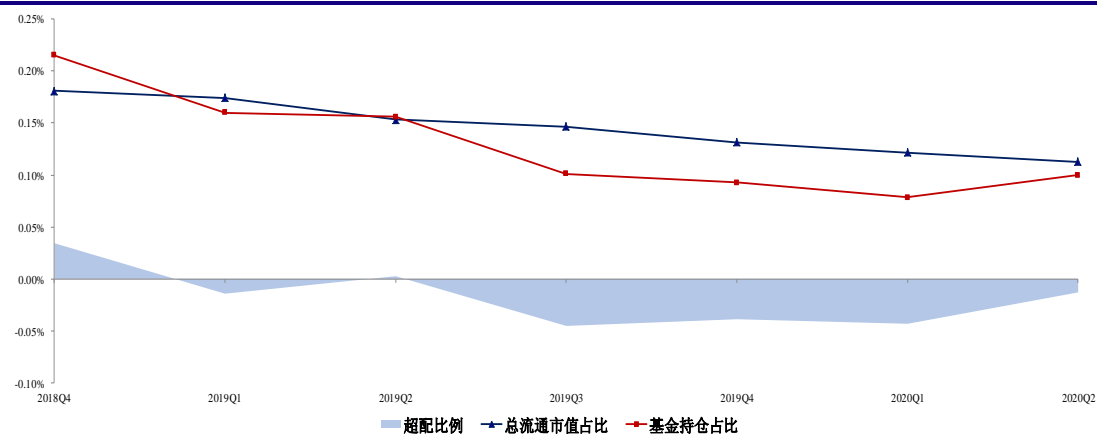
资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 11: 基金持仓金额中综合业态行业占比与该行业流通市值占比全市场的对比（配置情况，中信行业分类）



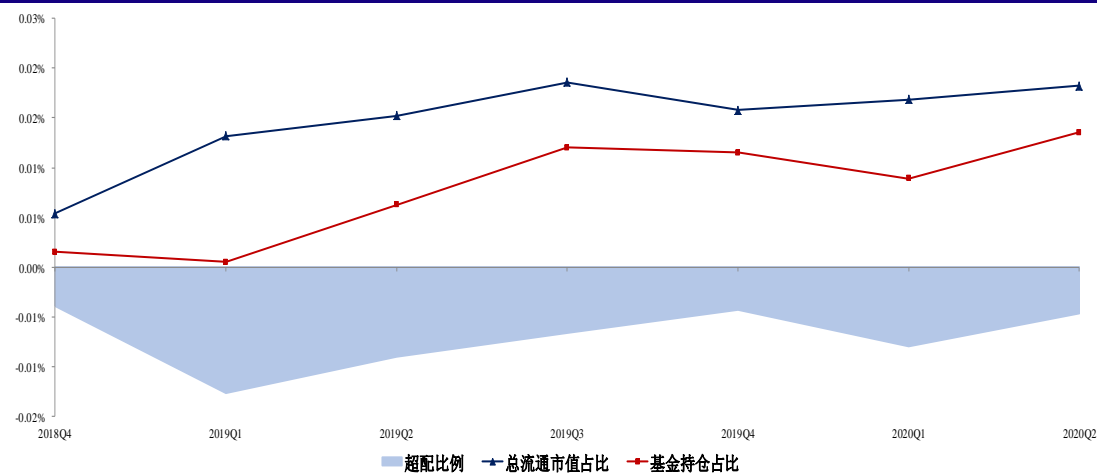
资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 12: 基金持仓金额中珠宝首饰及钟表行业占比与该行业流通市值占比全市场的对比（配置情况，中信行业分类）



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 13: 基金持仓金额中其他连锁行业占比与该行业流通市值占比全市场的对比（配置情况，中信行业分类）



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

表 2: 2020Q1-2020Q2 基金所持商贸零售行业情况 (按持有基金数量排序)

代码	名称	2020Q2 持有基金数	2020Q1 持有基金数	变动数量	变动比例
002127.SZ	南极电商	109	60	49	81.67%
<b>603605.SH</b>	<b>珀莱雅</b>	<b>48</b>	<b>45</b>	<b>3</b>	<b>6.67%</b>
601933.SH	永辉超市	43	118	-75	-63.56%
<b>603708.SH</b>	<b>家家悦</b>	<b>33</b>	<b>34</b>	<b>-1</b>	<b>-2.94%</b>
<b>300792.SZ</b>	<b>壹网壹创</b>	<b>22</b>	<b>34</b>	<b>-12</b>	<b>-35.29%</b>
002867.SZ	周大生	19	13	6	46.15%
600612.SH	老凤祥	18	13	5	38.46%
002697.SZ	红旗连锁	13	16	-3	-18.75%
300755.SZ	华致酒行	12	-	12	-
600859.SH	王府井	10	4	6	150.00%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

表 3: 2020Q1-2020Q2 基金所持商贸零售行业情况 (按持股总市值排序)

代码	名称	2020Q2 持股总量(万股)	2020Q2 持股占流通股比(%)	2020Q2 持股总市值(万元)	2020Q1 持股总市值(万元)	变动比例
002127.SZ	南极电商	41,617.34	21.30	881,039.16	503,702.83	74.91%
601933.SH	永辉超市	65,812.06	6.95	617,317.15	831,396.66	-25.75%
<b>603708.SH</b>	<b>家家悦</b>	<b>3,659.95</b>	<b>6.02</b>	<b>180,289.04</b>	<b>109,164.20</b>	<b>65.15%</b>
<b>603605.SH</b>	<b>珀莱雅</b>	<b>914.76</b>	<b>14.65</b>	<b>164,674.21</b>	<b>75,205.92</b>	<b>118.96%</b>
<b>300792.SZ</b>	<b>壹网壹创</b>	<b>682.38</b>	<b>18.95</b>	<b>118,842.64</b>	<b>161,788.67</b>	<b>-26.54%</b>
600612.SH	老凤祥	1,556.83	4.91	75,023.63	49,651.11	51.10%
002867.SZ	周大生	2,190.34	3.03	48,559.77	28,740.91	68.96%
002697.SZ	红旗连锁	3,216.48	2.98	35,123.91	40,174.03	-12.57%
300785.SZ	值得买	163.56	8.21	20,561.18	13,409.87	53.33%
300755.SZ	华致酒行	550.00	4.62	17,820.05	-	-

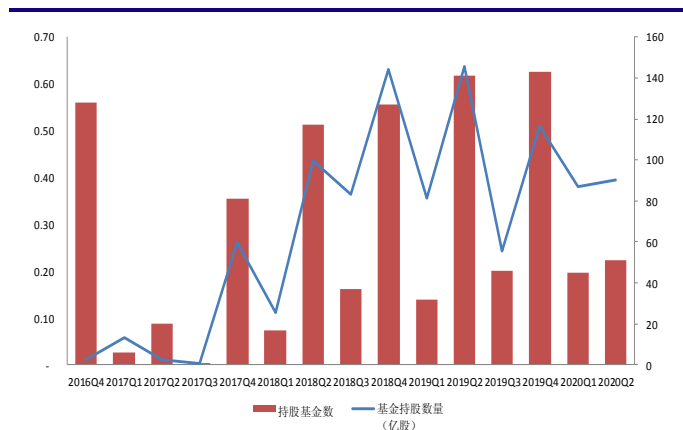
资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

表 4: 2020Q1-2020Q2 基金所持商贸零售行业情况 (按持仓变动数量排序)

代码	名称	季报持仓变动(万股)	代码	名称	季报持仓变动(万股)
600655.SH	豫园股份	871.17	601933.SH	永辉超市	-13,544.49
002867.SZ	周大生	621.51	000501.SZ	鄂武商 A	-3,306.06
300755.SZ	华致酒行	550.00	002127.SZ	南极电商	-1,303.93
002251.SZ	步步高	505.79	002419.SZ	天虹股份	-1,176.65
600612.SH	老凤祥	340.83	002697.SZ	红旗连锁	-785.76
<b>603708.SH</b>	<b>家家悦</b>	<b>324.82</b>	600729.SH	重庆百货	-273.56
<b>603605.SH</b>	<b>珀莱雅</b>	<b>261.86</b>	603214.SH	爱婴室	-208.03
600859.SH	王府井	171.22	603983.SH	丸美股份	-113.48
300785.SZ	值得买	69.57	600827.SH	百联股份	-49.07
600735.SH	新华锦	27.69	000829.SZ	天音控股	-47.68

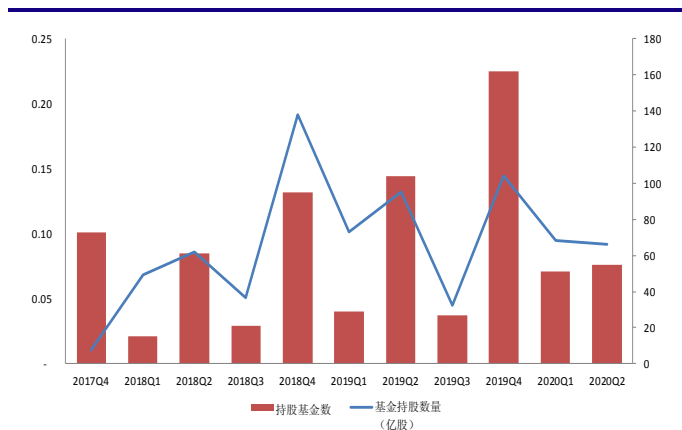
资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: 截至 2020Q2 家家悦基金持仓情况



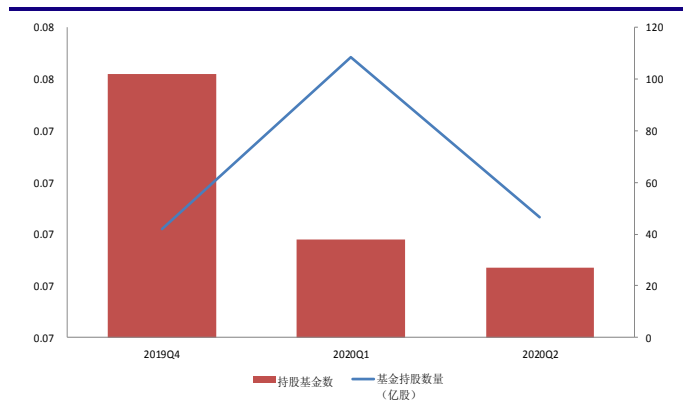
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 15: 截至 2020Q2 珀莱雅基金持仓情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 16: 截至 2020Q2 壹网壹创基金持仓情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 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。

**谨慎推荐：**是指未来 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：**是指未来 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：**是指未来 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。

**李昂，商贸零售行业分析师。**2014 年 7 月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016 年 7 月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。**甄唯萱，**

**商贸零售行业分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。不曾因，不因，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接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。



## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河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。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河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。银河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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河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份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址: [www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电:

深广地区: 崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)  
上海地区: 何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
北京地区: 耿尤繇 010-66568479 [gengyouyou@chinastock.com.cn](mailto:gengyouyou@chinastock.com.cn)



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告