

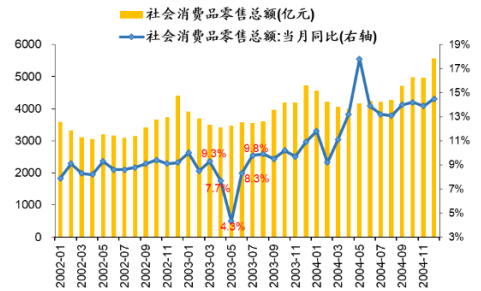
2020年“报复性消费”有没有？

——“轻问轻答”系列报告（十）

报告摘要：

- **03年与08年，需求重创后有报复性消费吗？** 03年SARS时期，消费修复斜率较疫情前更为陡峭，可选消费普遍具备强劲的修复弹性。08年金融危机时期，消费修复集中在09年3月至年底，缓慢且并未恢复到危机前水平，结构上以家电汽车家具装修等政策受益领域为主。
- **03年与08年报复性消费的条件？** “报复性消费”可分为“居民自发型”的，与“政策刺激型”两类。与“居民自发型”消费修复相关的因素是，居民可支配收入、消费习惯等。“政策刺激型”从供给端和需求端两侧发力，需求端集中于产业刺激政策，供给端集中于商户的财政与税收补贴。
- **03与08年“报复性消费”是否指导投资？** 03年从择时来看“报复性消费”行业明显跑赢的时段大致有两段，分别在03年的5-6月与8-10月。前者以疫情控制得力为分水岭，涨业绩反转预期，后者以景气改善为信号，涨业绩修复弹性。从选股来看，03年“超跌反弹”阶段各类受损品种的股价弹性类似；而到了“景气确认”阶段，高弹性修复的品种涨幅更优。08-09年家电、汽车的股价走势由政策催化剂驱动，股价启动时点基本同步于政策落地时点，而显著领先于销售景气及业绩的确认改善，09年选股结合业绩反转和筹码跟随，汽车相对最优。
- **如何看2020年“报复性消费”？** 20年四个条件弱于03年、好于08-09年，因此我们看好今年的“报复性消费”依然在结构性领域存在。——（1）2020年的经济背景韧性弱于03年，失业率冲击及对居民可支配收入的影响较03年更为严峻。（2）2020年的产业刺激政策弱于08年，产业政策以地方性、局部性刺激为主。（3）2020年居民受疫情影响的消费习惯进一步出现变迁，“线上化”、“服务+”仍是“场景革命”的主要趋势。（4）2020年政策对消费供给端的补贴与扶持力度与03年相仿。2020年最新的社零数据、五一黄金周数据、产业数据来看，消费同比增速从“深坑”中爬出的迹象已经较为明显，不同行业有所分化。投资机会来看，从择时的角度，目前类似于03年“报复性消费”的第一段时期，对应的是“疫情企稳”下的“业绩修复预期”，是增配可选消费/服务行业的良机。选股维度，从“居民自发型”的角度出发，2020年有望率先确认业绩修复弹性的可选消费/服务领域包括：休闲服务（免税/酒店）、竣工链可选（家电/家具）。从“政策刺激型”角度出发，2020年产业政策后续亮点集中在汽车（新能源汽车）。
- **核心假设风险。** 经济下行超预期，疫情风险，信用风险暴露速度过快。

图：03年SARS后社零高斜率修复



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

分析师：

戴康



SAC 执证号：S0260517120004

SFC CE No. BOA313



021-60750651



daikang@gf.com.cn

分析师：

郑恺



SAC 执证号：S0260515090004



021-60750638



zhengkai@gf.com.cn

请注意，郑恺并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

- | | |
|------------------------------------|------------|
| 恒指选股新规与港股“源头活水”：——恒生指数纳入规则修改点评 | 2020-05-19 |
| 解构定增七类投资者行为异同：定增研究范式（六） | 2020-05-14 |
| 金融供给侧慢牛指数：超额收益之匙：——金融供给侧慢牛系列报告（十七） | 2020-05-13 |

目录索引

引言:	4
一、03 与 08 年需求重创后有“报复性消费”吗?	5
(一) 03 年, 消费修复在 Q2, 修复斜率较为陡峭	5
(二) 08 年, 报复性消费不显著, 仅存在于个别刺激领域如汽车家电	8
(三) “报复性消费”的表征: “快速修复”+“斜率陡峭”	9
二、03 与 08 年“报复性消费”的条件?	11
(一) 条件一: 居民自发——是否冲击可支配收入	11
(二) 条件二: 居民自发——是否影响消费习惯	12
(三) 条件三: 政策护航——需求端是否伴随产业刺激政策	14
(四) 条件四: 政策护航——供给端是否给予商户以扶持和补贴	15
三、03 与 08 年“报复性消费”是否指导投资?	16
(一) 03 年: 择时分两段、选股看修复强弱	16
(二) 08 年: 择时由“政策落地”驱动, 选股结合业绩反转和筹码跟随	17
四、如何看 2020 年“报复性消费”?	19
(一) 2020 年穿越疫情, 国内是否会有“报复性消费”?	19
(二) 数据追踪, 20 年出现消费修复的迹象了吗?	20
(三) 如何把握 2020 年“报复性消费”的投资机会?	20
五、风险提示	22

图表索引

图 1: 03 年 SARS 疫情前后社零增速“前低后高”	5
图 2: 抗疫消费激增后回落, 可选消费冲击后修复	5
图 3: 社零修复与 SARS 进展	6
图 4: 大多数行业全年增速依然在低速甚至负增长	6
图 5: 餐饮业全年反而是增速抬升的	7
图 6: 中低端酒店修复好于高端酒店	7
图 7: 03 年的黄金周游客增速高于 04-05 年	8
图 8: 服装、金银珠宝与体娱用品零售额同比增速	8
图 9: 08 年金融危机冲击前后社零增速“前高后低”	8
图 10: “必需”消费与“可选”消费修复弹性均弱	8
图 11: 08-09 年家电、汽车的社零增速强劲	9
图 12: 08-09 年家具、装修的社零增速强劲	9
图 13: 报复性消费从供给端和需求端有四个条件	11
图 14: 两轮周期的居民收入增速 (剔除价格因素)	12
图 15: 两轮周期的消费者信心指数	12
图 16: 体育用品的销售在疫情后持续强劲	13
图 17: 电商时代来临	13
图 18: 出口导向型地区消费更谨慎	13
图 19: 农村每百户耐用品拥有量提升	13
图 20: 03 年疫情受损链的行情有两段	16
图 21: 阶段一行情表现领先于景气改善, 阶段二行情随景气确认而持续	17
图 22: 休闲服务中, 景点弹性好于酒店旅游	17
图 23: 百货零售中, 珠宝首饰好于一般及专业零售	17
图 24: 家用电器行业股价表现领先于业绩兑现	18
图 25: 汽车行业股价表现领先于业绩兑现	18
图 26: 汽车整车的相对走势与归母净利润同比增速	18
图 27: 汽车整车的相对走势与基金配置比例	18
图 28: 基金对疫情受损链的配置低位	21
图 29: 相对估值触底	21
图 30: 五一期间离岛免税额同比增速 84%	21
图 31: 新能源车的政策空间巨大	21
表 1: 03 年与 08-09 年的消费品类同比增速变化及修复差异	10
表 2: 08 年金融危机后需求端的产业刺激政策	14
表 3: 03 年供给端针对消费商户的补贴安排	15
表 4: 2020 年的产业刺激政策以地方性、局部性为主	19

引言：

“报复性消费”是2020年热词。“报复性消费”应该具备两个表征：“快速修复”+“斜率陡峭”。疫情冲击下的社交减少、消费低迷能否在后续迎来斜率陡峭的修复，这是争论的关键所在。

本文从03年与08年需求遭遇重创后的修复路径出发，回答2020年关于消费领域的四个最关注的话题——

第一个问题：03与08年是否存在报复性消费？

第二个问题：报复性消费的条件？从居民端和政策端，从需求端和供给端，各有何指引——“报复性消费”可分为“居民自发型”的，与“政策刺激型”两类。与“居民自发性”消费修复相关的因素是，居民可支配收入、消费习惯等；“政策刺激型”从供给端和需求端两侧发力，需求端集中于产业刺激政策，供给端集中于商户的财政与税收补贴。

第三个问题：“报复性消费”是否指导投资？从择时与选股来看：03年择时分两段，选股看修复强弱；08年择时由政策落地驱动，选股结合业绩与仓位。

第四个问题：如何看2020年的“报复性消费”？弱于03年但强于08年，休闲服务、家电家具等板块已有较明显的修复改善。

我们自4.26《业绩减记后期，配置思路转变》中提示，03与08年经验可知“业绩减记”的初期市场都是优先寻找“业绩相对优势”，这基本上对应了2020年Q1的行业配置思路；而业绩减记后期市场配置将逐渐转向“政策对冲方向”+“业绩修复弹性”，其中“业绩修复弹性”最确定线索就是可选消费与服务业的修复路径。

随着A股迎来盈利修复+流动性宽松的“权益最佳组合”，我们的市场配置思路从“免疫”转向“修复”，因此2020年“报复性消费”是值得持续跟踪与确认的线索之一。

一、03 与 08 年需求重创后有“报复性消费”吗？

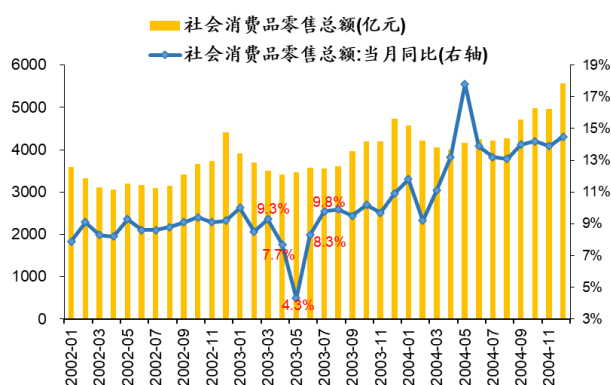
我们对当下“报复性消费”的理解是，2020新冠疫情压制了部分消费需求，而随着疫情的控制与生产生活的恢复流通，部分被压制的消费需求出现了激增与反弹。那么这种消费的修复斜率是否陡峭？从历史上需求重创的时段（03年SARS疫情、08年全球金融危机）来看，能够看到“报复性消费”的先例吗？这是我们探讨这一话题的切入点。

（一）03 年，消费修复在 Q2，修复斜率较为陡峭

03年SARS时期，消费受疫情冲击至低谷集中在03年4-5月，消费的修复集中在03年6月至年底，修复斜率较疫情前更为陡峭。以社零衡量的消费整体趋势来看，02年至03年SARS疫情前社零同比增速小幅抬升、增速中枢在8%-9%。SARS的恐慌期，疫情剧烈冲击消费端，03年4-5月的社零增速下滑并腰斩。而随着5月疫情的有效控制及6月北京疫区的解除，消费端逐渐修复，体现在6-7月社零增速快速回暖，而03年7月至年底的社零增速中枢上移至10%-11%，修复斜率反而较疫情前更为陡峭。

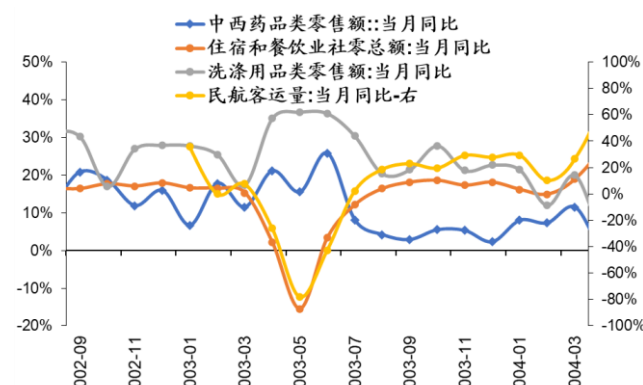
从03年SARS时期，消费结构分化显著，“抗疫”消费品先受益后回落，“可选”消费品先下滑后修复，“必需”消费品稳定持平。考察社零及限额以上零售额的分行业数据：（1）第一类，“抗疫”消费品在疫情期消费需求激增但“昙花一现”，例如03年4-5月消毒洗涤用品零售增速在35%、下半年增速掉至20%，03年4月中西药品零售增速20%、下半年增速掉落至3%-4%；（2）第二类，“可选”消费品先受损后高弹性修复，如住宿餐饮业增速从3月的15%骤降至5月的-15%，而6-10月快速修复至17%-18%；（3）“必需”消费品全程增速稳健，如粮油食品的零售增速一直保持在20%附近的增速，并未受到疫情影响。

图1：03年SARS疫情前后社零增速“前低后高”



数据来源：WTO、广发证券发展研究中心

图2：抗疫消费激增后回落，可选消费冲击后修复

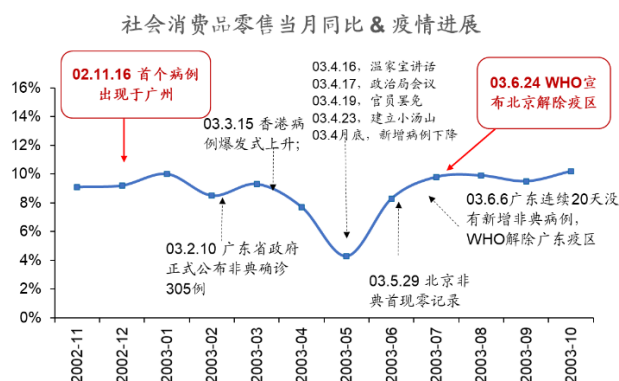


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

从“报复性消费”的角度，2003年“后疫情”时期细分行业的修复时点与弹性，我们可以得出如下结论：

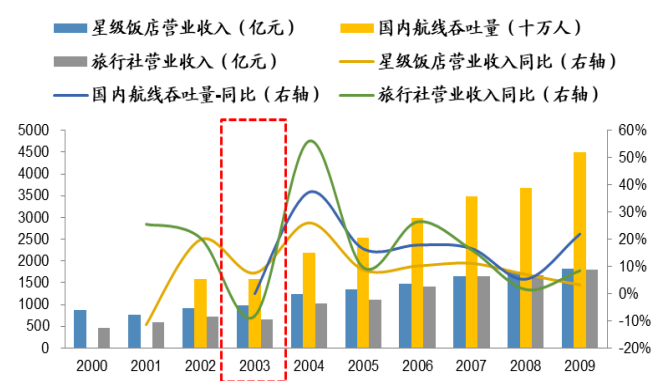
- 第一，时间上来看，“报复性消费”最早出现的信号在6月份，这在03年SARS时期以“疫情有效控制”作为分水岭。代表事件有，03年5月29日北京非典首现零记录，03年6月6日广东宣布连续20日没有新增病例且WHO解除广东疫区，03年6月24日WHO宣布北京解除疫区。所以在时间上，“疫情控制、风险大幅下降”是消费需求回暖的前提条件。
- 第二，品类上来看，大部分受抑制行业的消费修复没有时间先后顺序，但弹性上有所差别。以餐饮、旅游、酒店、服装、化妆品、黄金珠宝等多品类来看，基本上能够看到修复数据的时点都集中在6月，而持续性延续至年底。品类修复弹性上出现差异，如餐饮好于旅游酒店，中低端酒店高于四五星级酒店，国内游好于出境游，体育用品及黄金珠宝好于其它百货零售类，等等。
- 第三，力度上来看，从03年全年维度考量大多数行业景气依然是负增长、或历史最低速。因此“报复性消费”更多是“填补需求坑”而很难“弥补全年增长”。

图3：社零修复与SARS进展



数据来源：WTO、广发证券发展研究中心

图4：大多数行业全年增速依然在低速甚至负增长



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

具体显示“报复性消费”表征的细分行业、以及修复弹性梳理如下：

1. 餐饮业：6月开始回升，行业修复最显著，全年增速几乎未受影响

据统计局数据，2003年一季度我国餐饮业营业额增速在16%左右，但二季度骤降至6.4%，至三季度修复至15%约至疫情前水平。从社零分项数据能得到相似的结论，6月规模以上住宿及餐饮业社零同比数据开始回升，至9月增速达到17.1%，超过去年同期以及非典前水平。全年餐饮业营业额达到896.2亿元，同比增长21%，增速较2002年有进一步上升，可见下半年餐饮行业需求修复力度之迅猛。

2. 酒店业：中低端酒店需求修复，高端酒店受到影响

酒店业随着商务活动与旅游景气的修复在2003年下半年回暖，中低端酒店

(三星级以下)的修复情况好于高端酒店(四星级以上)。据文化旅游部数据,03年三星及二星酒店全年营收增速达到15.5%,甚至超过了2002年13.7%的增速;而四星及五星酒店全年营收增速-0.9%,相比02年的27.4%的正增长仍有较为明显的冲击。

3. 旅游业: 下半年修复但未弥补全年负增长, 农村好于城镇, 出境受影响较小

作为受灾行业重灾区, 旅游人数/旅游行业收入在03年全年增速大幅下降。不过在WHO6月宣布北京解除疫区之后, 旅游业景气修复的弹性依然较大, 几个新闻与数据交叉印证: 03“五一黄金周”的取消, “十一黄金周”数据靓丽, 全国共接待旅游者8999万人次, 同比增长14%, 实现旅游收入346亿元, 同比增长13%, 都比之后04-05年的同期增速更为强劲; 其中, 农村居民出游意愿修复相对更快, 全年出游人数依旧正增长5%, 而城镇居民旅游人数同比下跌9%; 此外, 旅游业标杆企业携程, 熬过了非典时的利润红线后下半年收入爆发增长, 三季度营业额达到了创纪录的5800多万元, 与疫情前第一季度相比增长了73%, 并于年底在美国成功上市。

4. 航空&机场: 8月开始修复, Q4需求弹性高于历史季节性

从民航客运量来看, 2003年5月仅为200万人次, 同比大幅下降78%, 疫情影响持续至7月, 并在8月开始得到修复, 9-12月各月同比增长均突破20%, 高于同期季节性增速中枢, 可见居民的通行需求有一定的反弹。

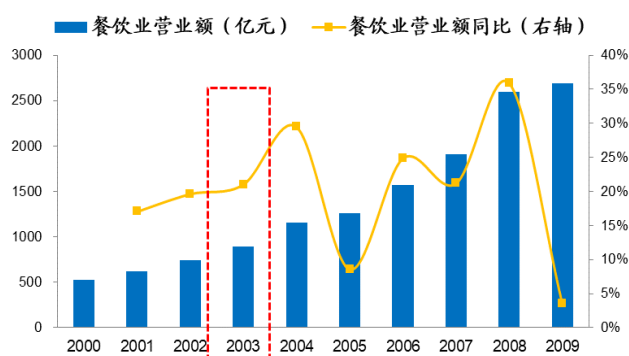
5. 零售与百货: 6月修复, 7-12月超越季节性增长, 体育娱乐&金银珠宝&服帽

可选消费需求修复最显著的品类为金银珠宝、服帽和体娱用品, 在3-5月销售低迷, 6月开始反弹并达到非典前水平, 7月起出现超季节性的同比增长并持续至年底。其中, 体娱用品下半年各月同比均在25%以上, 金银珠宝与服帽类消费自7月起各月同比均在18%以上。

6. 电商: “新应用场景”破壁

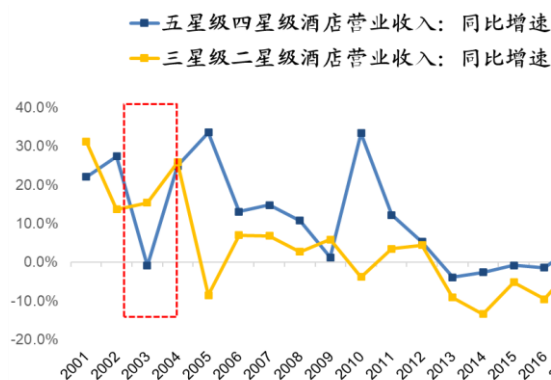
疫情期间线下零售市场的萧条催生了电商崛起, 以阿里和京东为代表的企业转型触网, 开启居民网购高增长的新时代。以“淘宝”为例, 03年实现交易额0.9亿元, 出售商品数80万件, 注册会员达到23万人。

图5: 餐饮业全年反而是增速抬升的



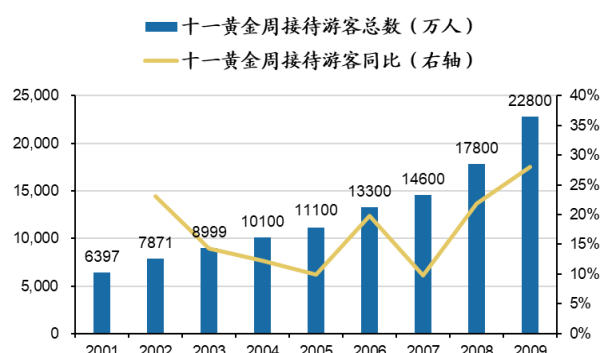
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 中低端酒店修复好于高端酒店



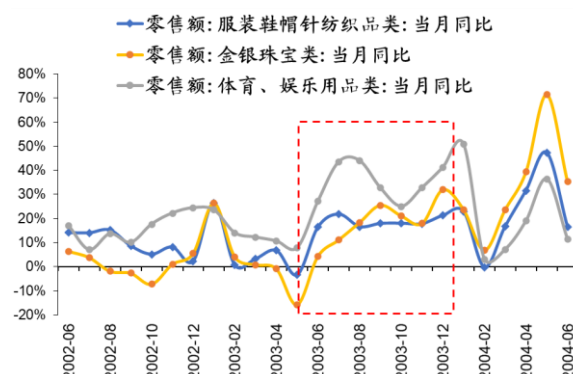
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图7：03年的黄金周游客增速高于04-05年



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8：服装、金银珠宝与体娱用品零售额同比增速



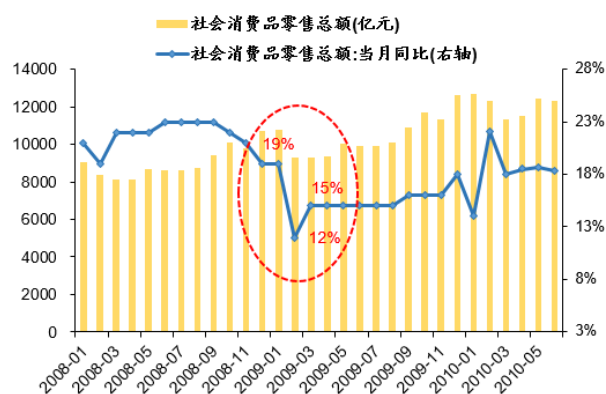
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）08年，报复性消费不显著，仅存在于个别刺激领域如汽车家电

08年金融危机时期，消费受到冲击至低谷集中在08年9月-09年2月，消费的修复集中在09年3月至年底，但并未恢复到危机前水平。08年前三季度社零同比稳定、增速中枢在23%左右。自08Q4-19Q1，社零增速从20%以上回落至19年1月的低点12%。09年下半年，社零增速回升并稳定在15%的中枢，较经济冲击前依然下了一个明显的台阶。

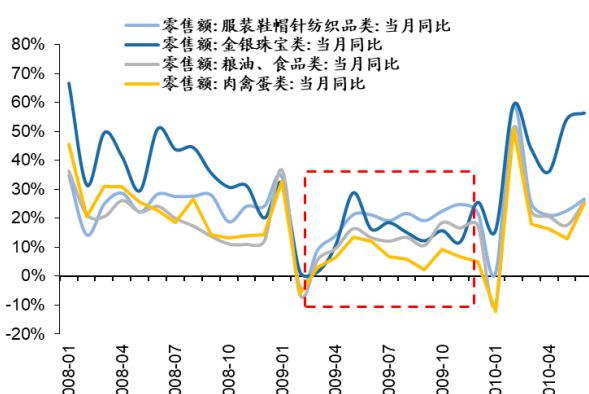
与03年不同，危机时“必需消费”并未呈现出比“可选消费”更强的韧性，而危机后“可选消费”也未比“必需消费”表现更强的修复弹性。首先，“必需”消费同样受到金融危机冲击影响，粮油食品零售增速由08年的20%迅速下跌至09年2月的-6%，危机后缓慢恢复至13%；肉禽蛋类零售在危机前的增速为23%，09年2月份出现负增长，后修复至10%。此外，“可选”消费受损严重，而修复弹性也较03年后疫情时期更小。例如09年1月服装纺织类增速为34%，于09年2月大幅下降至-3.9%，此后于09年下半年逐步恢复至20%左右；金银珠宝类零售增速从08年下半年的35%左右下降至09年1-2月份的1%，09年下半年修复至16%左右，均未突破危机前中枢。

图9：08年金融危机冲击前后社零增速“前高后低”



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图10：“必需”消费与“可选”消费修复弹性均弱



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

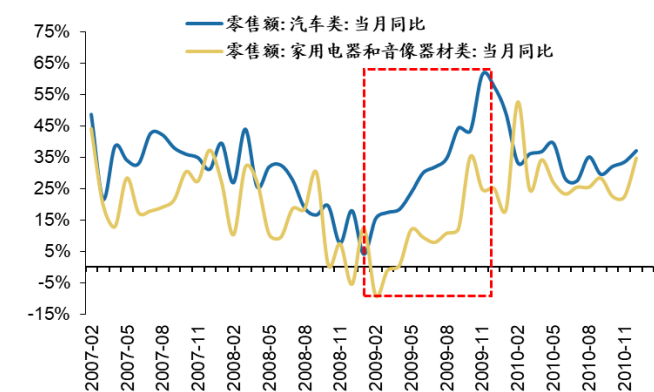
对08-09年的消费行业需求变化做进一步的拆解，我们得到以下结论：

第一，从总量上来看，08-09年并不存在显著的“报复性消费”现象，尤其是居民端自发性的补偿消费不明显。由于冲击消费需求的原因与03年有着本质不同，在金融危机-经济危机的演变背景下，居民对收入前景的预期变得不明朗，因此各消费行业不存在补偿性的需求回补。

第二，从结构上来看，消费行业的亮点数据集中在汽车、家电、家具、装潢材料。规模以上零售分行业数据来看，08-09年销售快速恢复，增速达到/超过疫情前增速中枢的行业主要集中在以上四个行业。

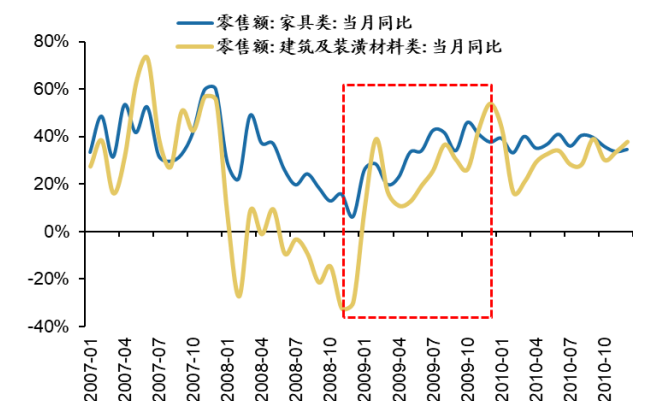
第三，总结这一轮需求弹性恢复更高的消费行业，可以概括为“政策刺激型”。主要分为两类，一类是“房地产后周期”的家具家装，与“四万亿刺激”及08年10-12月一系列地产放松政策直接相关；另一类是汽车家电，主要受到汽车下乡、家电下乡、以旧换新等产业政策的影响。

图11：08-09年家电、汽车的社零增速强劲



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图12：08-09年家具、装修的社零增速强劲



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（三）“报复性消费”的表征：“快速修复”+“斜率陡峭”

总结03年与08年消费自低谷修复的规律，我们发现，今年市场上讨论热烈的“报复性消费”应该具备两个表征：“快速修复”+“斜率陡峭”。

03年与08-09年都没有出现全局性的“报复性消费”，品类各有倾斜，03年比08年的消费修复更为显著，我们在下表做出整理。

表1：03年与08-09年的消费品类同比增速变化及修复差异

	行业	冲击月份	修复月份	修复至前期 增速的月数	修复后增速是否超过受冲击前的增速中枢
03年SARS抗疫后					
1	餐饮、酒店	4-6月	7-12月	2-3个月	02年增速中枢16.5%，03年6月以后增速中枢上行至17%
2	交通运输	4-7月	8-12月	2-3个月	基本恢复到原来的22%增速中枢
3	纺织服帽	3-5月	6-12月	1-2个月	02年增速中枢11%，03年6月以后增速中枢上行至18%
4	金银珠宝	2-5月	6-12月	1-2个月	02年增速中枢7%，03年6月以后增速中枢上行至18%
5	体娱用品	2-5月	6-12月	1-2个月	02年增速中枢20%，03年6月以后增速中枢上行至32%
08年金融危机后					
1	汽车	08.7-09.1	09.2-12	6-7个月	08年增速中枢25%，09年9月以后增速中枢上行至35%
2	家电	08.10-09.2	09.3-12	8-9个月	08年增速中枢20%，09年10月以后增速中枢上行至25%
3	家具	08.5-09.1	09.2-12	9-10个月	08年增速中枢30%，09年7月以后增速中枢上行至35%
4	装潢材料	08.7-11	08.12-09.12	2-3个月	08年增速中枢10%，09年2月以后增速中枢上行至30%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、03 与 08 年“报复性消费”的条件？

总结03与08年的历史经验，我们看到“报复性消费”的行业具备以下特征与修复条件：

1. “报复性消费”可分为“居民自发型”的，与“政策刺激型”两类。
2. 与“居民自发型”消费修复相关的因素是，居民可支配收入、消费习惯等。03年的消费修复主要是源自于“居民自发型”的消费意愿改善，与疫情相关受到抑制的品类有更强反弹，生活方式与消费习惯的改变（如注重健身、腾挪至线上消费）亦带来个别品类的突出增长。
3. “政策刺激型”从供给端和需求端两侧发力，需求端集中于产业刺激政策，供给端集中于商户的财政与税收补贴。政策的逆周期对冲加码，会从消费领域的供需两端来呵护消费需求的回暖。03年疫情时期偏向于供给端，对影院、旅游、酒店等冲击领域实施了税收倾斜与信贷补贴以保障商户的生存环境；而09年危机时期偏向于需求端刺激，汽车家电下乡等政策促进了渠道下沉与品类渗透率的提高。

图13：报复性消费从供给端和需求端有四个条件



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（一）条件一：居民自发——是否冲击可支配收入

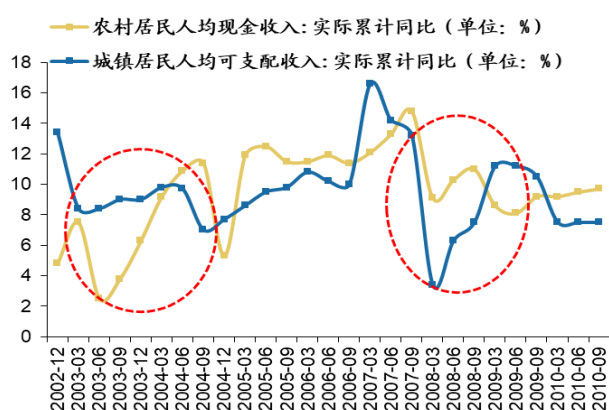
我们考察03年“报复性消费”的信号更为强劲、而08年不算突出，第一个核心差异在于经济背景的韧性，及居民收入预期修复的速度。

从居民可支配收入、消费者信心指数等指标来看，03年中国经济只是在黄金增长期中短暂按下“暂停键”，对居民收入预期、消费者信心等指标的影响短暂且幅度有限——03年消费者信心指数受疫情冲击至低谷集中3-5月，而在6月至年底快速恢复到高位。结构上来看，城镇居民可支配收入实际同比增速稳定在8%-9%，农

农村居民收入增速虽由8%下滑至3%、短时间进一步回升至12%以上，这也与前文所述03年中低端消费的修复更明显形成呼应。

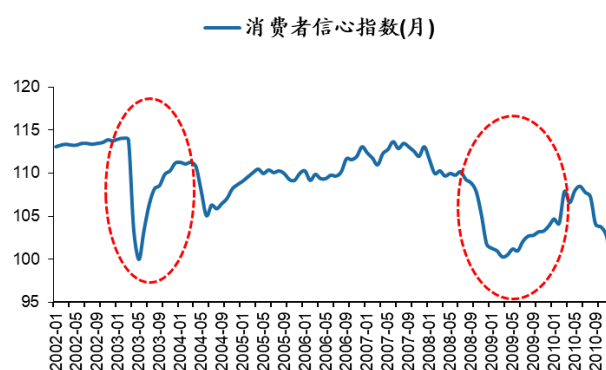
08年金融危机的对全球经济的影响显然更为持久。无论是居民可支配收入、还是消费者信心指数的修复都花费了更长时间。消费者信心指数受到08年危机冲击迅速下滑，在09年1月见底后抬升缓慢，在10年恢复至高位但仍未恢复到危机前水平，危机对消费者信心的打击直接影响了消费意愿。类似的，居民收入受到冲击，08年金融危机期间城镇居民人均可支配收入增速迅速从16%左右下降至历史低点4%左右，后回升幅度缓慢、且未恢复到金融危机前的增速；农村居民收入增速也由危机前14%下降至危机后的10%，增速下台阶。

图14：两轮周期的居民收入增速（剔除价格因素）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图15：两轮周期的消费者信心指数



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）条件二：居民自发——是否影响消费习惯

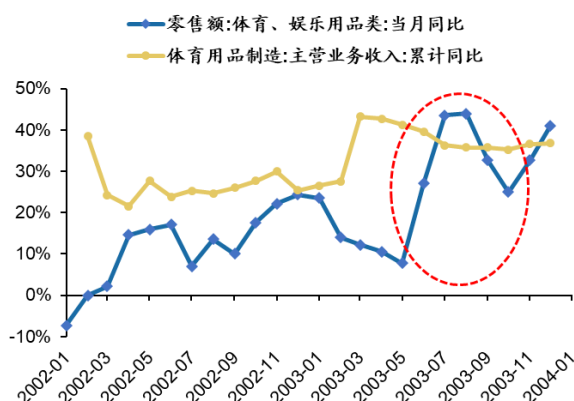
在复盘03年与08年“报复性消费”的经验时，有一些消费品类的崛起是和当时的居民消费习惯发生转变是密不可分的。

例如，03年SARS疫情对居民消费习惯产生了“健康化”、“线上化”两个深远影响。一方面，后疫情时代，居民健身意识觉醒，体育及健身用品持续激增；另一方面，“线上”场景的破壁也拉开了电商时代的序幕。

1. 疫情下居民健康意识觉醒，体育用品渗透率提升，增速中枢上移。03年5月疫情爆发阶段，体育、娱乐用品类零售额增速下跌至8%后迅速反弹，于03年7月达到44%。体育用品制造业收入累计同比增速中枢由疫情前的27%左右上移至疫情后的44%，呈现爆发式增长态势。

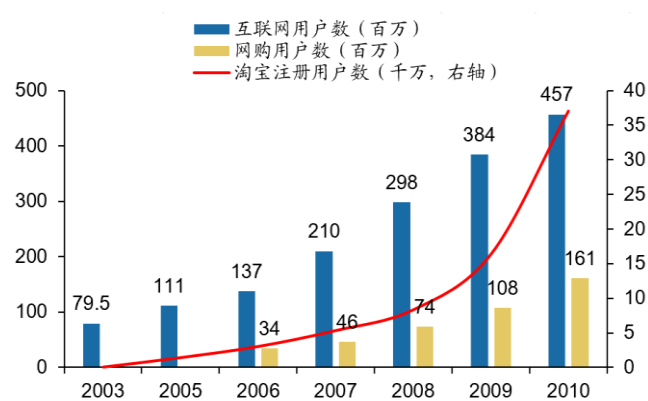
2. “线上化”推动购物渠道迅速触网，成就淘宝、京东等电商龙头企业。由于疫情防控需要，人员的活动与交互空间受限，使得传统购物“触网”需求应运而生，逐渐培养居民的网购习惯，并奠定了电商龙头的地位。

图16: 体育用品的销售在疫情后持续强劲



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 电商时代来临



数据来源: CNNIC、淘宝官方新闻、广发证券发展研究中心

08年金融危机对消费的影响更偏向抑制，城镇居民消费习惯从品牌向价值迁移，而“汽车下乡”等政策显著提振了农村的耐用品消费需求，这一点我们会在下文“条件三”详细展开。根据麦肯锡《2009年度中国消费者调查报告》，受08年金融危机影响，由于全球消费者都削减了支出，全球经济低迷对城镇居民，尤其是出口导向型地区的打击尤为严重。调查显示，溢价购物趋势放缓，城镇消费者对于单一品牌的忠诚度下降，更愿意精心选择性价比高的商品以达到省钱的目的，通过产品评价网站比较产品和选择大卖场等更便宜的渠道成为新的消费趋势。

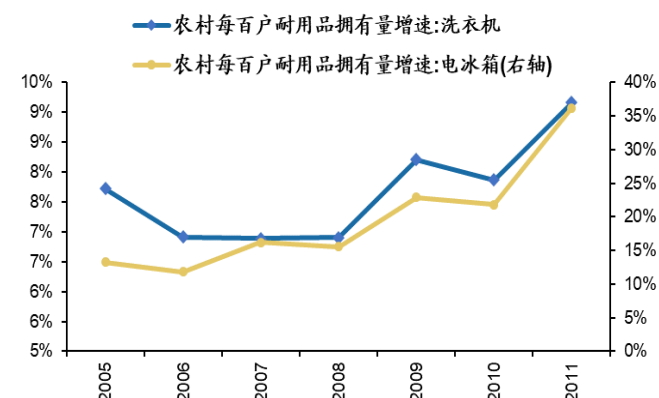
而对于农村居民来说，“汽车下乡”、“家电下乡”政策提振农村的耐用品消费需求，农村每百户耐用品拥有量增速上升。例如洗衣机由2008年的农村每百户49台上升至2011年的63台，增速从6.9%上升至9.2%；电冰箱由2008年的30台上升至2011年的62台，增速由16%上移至36%。

图18: 出口导向型地区消费更谨慎

出口导向型程度	出口导向型强地区			出口导向型弱地区		
城市	深圳	上海	京津冀	辽宁	郑州	武汉
制造业与采矿业出口商品占比	约90%	约50%	约40%	约20%	约10%	约10%
消费增长放缓	✓		✓			
溢价购物趋势放缓	✓		✓			✓
从品牌转向价值	✓			✓		
更精明的消费			✓			
更便宜的消费渠道		✓		✓	✓	

数据来源: 麦肯锡《2009年度中国消费者调查报告》，广发证券发展研究中心

图19: 农村每百户耐用品拥有量提升



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

（三）条件三：政策护航——需求端是否伴随产业刺激政策

08年的消费刺激政策是带来相关品类需求爆发式修复的直接原因。最具代表的案例就是“家电下乡”与“汽车下乡”政策的推出。

08年“汽车下乡”补贴范围广泛，涵盖微型客车、轻卡以轻型载货车，对于农用类汽车销量提振明显。2008年开始实施的购置税减半以及汽车下乡政策所带来的超过300万辆的拉动效应。受强政策刺激载货汽车销量从2009年1月的同比下滑39.40%迅速回升至2月的同比上升24.50%，整体汽车销量增速也于2月转正，并在年末达到130.50%的同比销量增速。2010年全国共办理汽车以旧换新补贴车辆45.9万辆，发放补贴资金64.1亿元，拉动新车消费496亿元。

07年末开启的家电下乡、家电以旧换新给予消费者补贴，涵盖彩电、冰箱、洗衣机、手机、摩托车、电脑、热水器和空调等，带动家电销量，促进行业加速反弹。财政补贴家电下乡工作于2007年12月开始在三省一市进行试点，2008年12月开始推广至14个省份，主要针对彩电、冰箱、洗衣机、手机四大品类；2009年2月全国推广，增加了空调、热水器等四个品类。家电下乡一直持续到2011年12月，在此期间还同时推行了家电“以旧换新”政策。家电零售增速从2008年12月的14.2%上升到2010年底的27.7%，直到2011年底仍然维持在21.6%的高增速。截至2012年10月底，全国累计销售家电下乡产品2.83亿台，实现销售额6811亿元。

表2：08年金融危机后需求端的产业刺激政策

政策效力时间	政策出台部门	政策文件	政策要点
2009年-2011年	国务院、国家发展改革委	《汽车产业调整和振兴规划》	减征乘用车购置税
			汽车下乡
			加快老旧汽车报废更新
			清理取消限购汽车的不合理规定
			促进和规范汽车消费信贷
			规范和促进二手车市场发展
			加大技术进步和技术改造投资力度
			推广使用节能和新能源汽车
2009年6月-2012年12月	财政部、商务部	《汽车以旧换新实施办法》	满足一定条件购买汽车可享以旧换新补贴，金额从3000元到6000元不等
2009年6月-2011年12月	商务部、财政部、发展改革委、工业和信息化部	《家电以旧换新实施办法》	对以旧换新购买电视机、电冰箱（含冰柜）、洗衣机、空调、电脑的消费者进行补贴

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(四) 条件四：政策护航——供给端是否给予商户以扶持和补贴

03年SARS时期，国家有针对性的对疫情冲击最显著的领域进行税费减免及补贴，主要以线下消费/服务行业为主。对商户的扶持保证了消费的供给端平稳有序，减少因商户倒闭等因素带来的供给收缩。

03年财政部、国税局、央行等有关部门对疫情期间受损较为严重的旅游、酒店、电影院、航空等疫情冲击最大的行业给予了减税降费、信贷支持、财政补贴等一系列支持政策，包括减免部分政府性基金，实行税收政策，减免行政事业性收费，免征营业税，给予货币信贷和短期贷款贴息，大幅度的缓解相关行业的经营压力。在非典疫情结束后5个月，财政部及国家税务总局针对部分政策发布了延长的通知，针对民航、铁路旅客运输也的税收减免和优惠进行了减免，由原来的3月-9月，延长到12月底。03年政府出台的一系列政策帮助供给端商户大幅缓和了经营压力和流动性压力，受益行业也在修复阶段反弹力度超越其他行业。

表3：03年供给端针对消费商户的补贴安排

政策效力时间	政策类型	政策出台部门	利好行业	具体措施
2003年5月1日-2003年9月30日	减税降费	财政部	餐饮、旅店、旅游、娱乐、民航、公路客运、水路客运、出租汽车	财政部对受“非典”疫情影响比较严重的行业减免部分政府性基金
2003年5月1日-2003年9月30日	减税降费	国税局、财政部	民航、餐饮、旅店、出租汽车	财政部、国家税务总局调整部分行业在“非典”疫情期间税收政策
2003年5月1日-2003年9月30日	减税降费	财政部	餐饮、旅店、旅游、娱乐、民航、公路客运、水路客运、出租汽车	防治“非典”期间对部分行业减免行政事业性收费
2003年5月1日-2003年9月30日	减税降费	财政部	旅店	财政部国家税务总局防治“非典”工作有关税收政策问题
2003年10月1日-2003年12月31日	减税降费	财政部	民航	财政部继续对民航旅客运输业务和旅游业免征营业税、城市维护建设税、教育费附加
2003年5月19日-	信贷支持	央行	医药、民航、旅游、商贸、汽车、房地产、通讯设备	中国人民银行应对非典型肺炎影响全力做好当前货币信贷工作
2003年5月1日-2003年9月30日	财政补贴	财政部	民航、旅游	财政部决定对中央民航和旅游企业实行短期贷款贴息

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

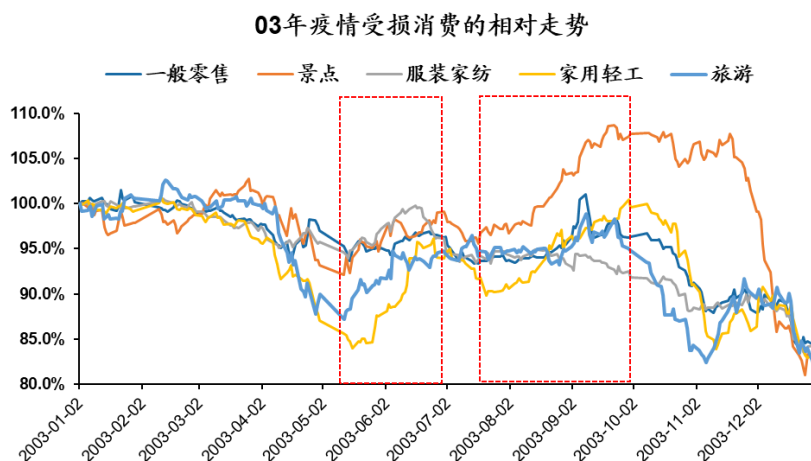
三、03 与 08 年“报复性消费”是否指导投资？

03年、08年数据的修复规律基本掌握，那么“报复性消费”是否在股市具备投资指引意义？市场上对2020年“报复性消费”的讨论是否提供行业配置启示？我们从择时与选股来做出复盘。

（一）03 年：择时分两段、选股看修复强弱

首先，从择时来看，03年“报复性消费”行业在“后疫情时期”普遍收获相对收益，明显跑赢的时段大致有两段，分别在03年的5-6月与8-10月。

图20：03年疫情受损链的行情有两段



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

1. 阶段一：超跌反弹+业绩反转预期

03年第一段显著的超额收益行情出现在5-6月，股价表现领先于景气改善（6月以后才有高频数据的改善迹象），而疫情进展为新增病例下降、至各地逐渐解除疫区的“分水岭”时期，相关行业的配置主要基于超跌反弹和业绩反转预期。

首先我们看行情启动的时点，标志事件是03年5月9日北京宣布新增病例下降，恰好对应受损消费行业的股价低点，行情持续的5-6月伴随抗疫正面新闻。整个5-6月的抗疫新闻偏向正面，如北京、广东等重点疫区的新增病例持续改善，5.29日北京首现零记录，6.6日广东宣布连续20天无新增，6月WHO陆续解除广东和北京的疫区。

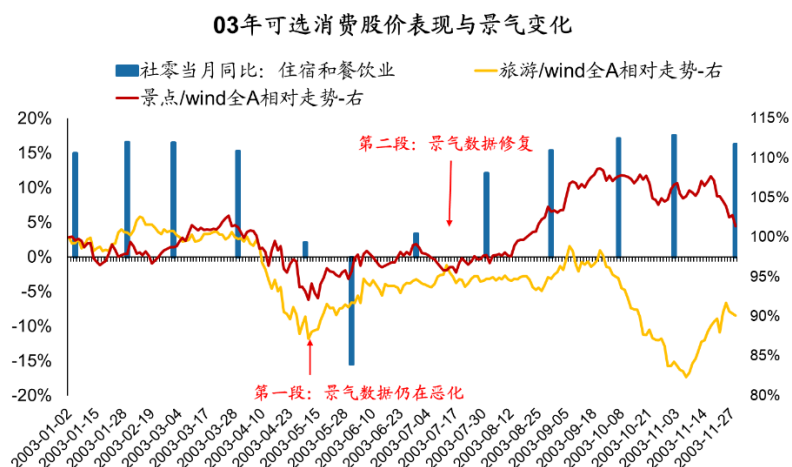
其次，我们看行情表现的过程中景气数据仍在恶化，主要反映的是“业绩反转预期”。03年的数据改善信号最早出现在6月，从6月的社零分项数据，到7-8月的住宿与餐饮业经营数据改善，再到十一黄金周的旅游人次确认可选消费复苏。5-6月的股价表现领先景气数据的修复。

2. 阶段二：景气拐点确认

第二段超额收益大致出现在03年8-10月，随着6月之后消费数据的实际确认改善，

服装、黄金珠宝、餐饮等行业高频增速超过03年疫情前中枢，股价反应“业绩拐点确认、业绩修复弹性”。

图21：阶段一行情表现领先于景气改善，阶段二行情随景气确认而持续



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

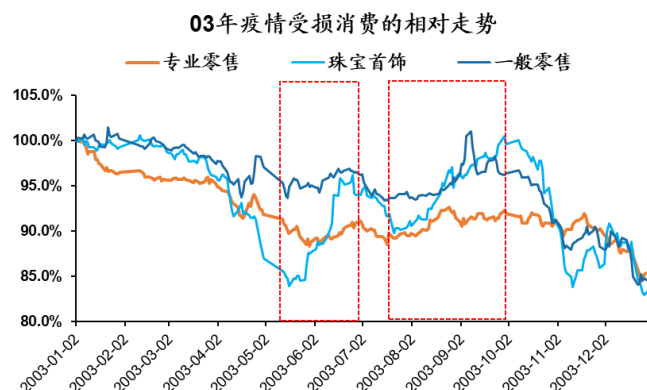
其次，从选股来看，“超跌反弹”阶段各类受损品种的股价弹性类似；而到了“景气确认”阶段，高弹性修复的品种涨幅更优。举例来看，我们在第一章细致梳理了03年的消费品种修复弹性，其中国内游景点复苏明显，胜过酒店（中高端修复慢）、旅游（出境游修复慢），因此休闲服务的细分行业中股价弹性有差别；此外，黄金珠宝消费增速大幅改善，也使得珠宝首饰的行业相对走势好于其他百货零售板块。

图22：休闲服务中，景点弹性好于酒店旅游



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图23：百货零售中，珠宝首饰好于一般及专业零售



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

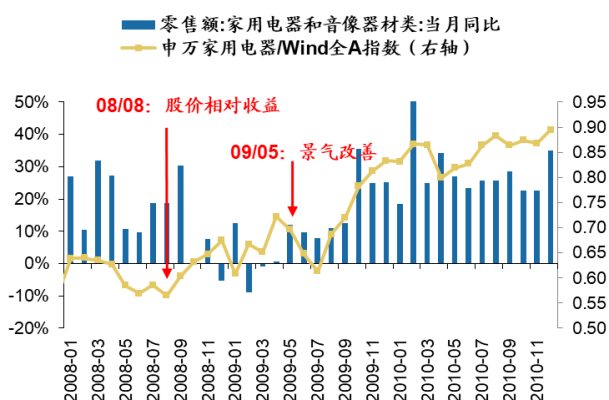
（二）08年：择时由“政策落地”驱动，选股结合业绩反转和筹码跟随

首先看择时。08-09年家电、汽车的股价走势由政策催化剂驱动，股价启动时点基本同步于政策落地时点，而显著领先于销售景气及业绩的确认改善。

08Q4阶段一：刺激政策出台引领业绩反转预期，股价率先触底上涨。07年家电推广“家电下乡”政策，因此家电行业一直较市场有超额收益，至08年Q4逐步推广至全国14个省份，家电股率先走出显著的正超额收益。类似的，汽车行业08年开始实施的购置税减半等政策已经释放积极信号，年底汽车下乡的财政刺激政策预期升温，股价也同步于政策预期上涨，而领先于景气的拐点。

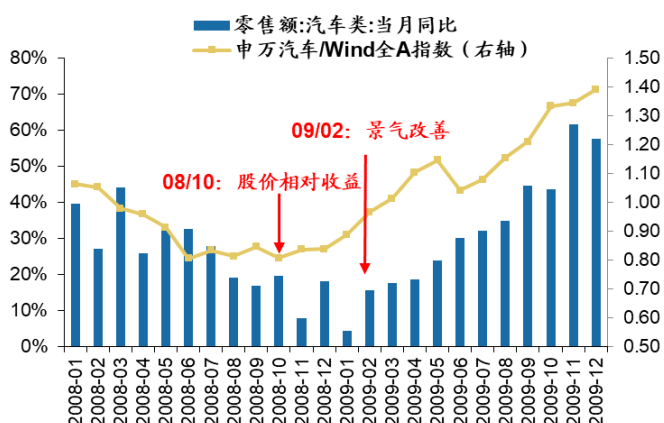
09年阶段二：景气拐点确认兑现，政策到业绩的传导推升股价走的更为长远。家电、汽车的销售单月同比数据分别于09年Q1由负转正，确认景气拐点后业绩的确认也进一步推升股价。

图24：家用电器行业股价表现领先于业绩兑现



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图25：汽车行业股价表现领先于业绩兑现



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

其次看选股，我们前文第一章提到08-09年在消费领域，汽车、家电、家具和装修都是社零分项同比增速改善明显的品种。而从股价来看，汽车优于家电、进一步优于家具。汽车整车09年相对wind全A的超额收益超过80%，远胜于白电的25%和家用轻工的13%。显著跑赢的差异在于：（1）汽车行业的盈利增速由负转正实现大幅正改善，业绩弹性较另外两个行业显著更大；（2）机构配置水涨船高，公募基金顺势而为加仓最明显。

图26：汽车整车的相对走势与归母净利润同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：股价走势为相对WIND全A的相对走势

图27：汽车整车的相对走势与基金配置比例



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：股价走势为相对WIND全A的相对走势

四、如何看 2020 年“报复性消费”？

总结了2003年和2009年的经验，我们对2020年消费需求重创后的修复有了较为全面的理解。对于2020年“报复性消费”的行情，我们可以做出如下前瞻。

（一）2020 年穿越疫情，国内是否会有“报复性消费”？

前文整理，2003年、2009年报复性消费的四个条件分别是：是否冲击可支配收入、是否影响消费习惯、是否伴随产业政策、是否给予供给端补贴。20年四个条件弱于03年、好于08-09年，因此我们看好今年的“报复性消费”依然在结构性领域存在。

首先，2020年的经济背景韧性弱于03年，失业率冲击及对居民可支配收入的影响较03年更为严峻，预计穿越疫情后的消费修复时间更久。

其次，2020年的产业刺激政策弱于08年，由于家电\汽车等耐用消费品的绝对保有量与相对渗透率已经较高，因此产业政策以地方性、局部性刺激为主。

第三，2020年居民受疫情影响的消费习惯进一步出现变迁，“线上化”、“服务+”仍是“场景革命”的主要趋势。详见2.17《疫情下产业场景重构思考》。

第四，2020年政策对消费供给端的补贴与扶持力度与03年相仿，对于疫情冲击最严峻的行业实施包括减税降费、信贷支持、财政补贴多个维度的帮困。

表4：2020年的产业刺激政策以地方性、局部性为主

所属行业	出台时间	政策出台部门	政策文件	政策要点
汽车行业	3月24日	商务部、国家发改委、国家卫健委	《关于支持商贸流通企业复工营业的通知》	积极推动出台新车购置补贴、汽车“以旧换新”补贴、取消皮卡进城限制、促进二手车便利交易等措施，组织开展汽车促销活动。
新能源汽车	2月24日	工信部	《关于有序推动工业通信业企业复工复产指导意见》	积极稳定汽车等传统大宗消费，鼓励汽车限购地区适当增加汽车号牌配额。
	4月23日	财政部、工信部等4部门	《关于调整完善新能源汽车补贴政策的通知》	将原定2020年底到期的新能源汽车购置补贴政策合理延长到2022年底。
家电行业	4月12日	广东省工信厅	《关于提供家电下乡备选生产企业及产品清单的函》	广东省财政安排5.8亿元支持开展2020年家电下乡专项行动。
零售、旅游、餐饮等行业	3月13日	国家发改委、商务部等23个部门	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	重点推进文旅休闲消费提质升级，丰富特色文化旅游产品，改善入境旅游与购物环境，创新文化旅游宣传推广模式。
	4月16日	河南发改委等部门	《关于促进消费市场扩容提质的若干意见》	针对餐饮娱乐、文化旅游、住宿、体育健身、商业零售、电影院等行业，发放电子消费券。郑州首批5000万元消费券。

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(二) 数据追踪, 20 年出现消费修复的迹象了吗?

2020年最新的社零数据、五一黄金周数据、产业数据来看, 消费同比增速从“深坑”中爬出的迹象已经较为明显, 不同行业有所分化。

从“疫情受损”到“疫情后时代的修复”, 是可选消费/服务链条最大的确定性, 这一趋势仍将进一步修复。

1. 休闲服务是2003年受损后修复弹性较为明显的领域, 20年亦在改善通道中, 免税高景气, 餐饮、酒店及国内游也在缓慢修复。

根据人民网, 五一期间海南四家免税店购物总人数 71121 人次, 销售额达到 2.98 亿元, 人均购物花费4194元, 三个数字同比分别增长 64.6%、84.1%、11.8%。全球疫情冲击下, 消费需求回流反而带来国内免税渠道可期, 数据追踪海外离岛免税渠道或率先复苏, 而线上免税销售渠道也有助力, 因此免税行业是消费增速景气高增长的细分领域之一。

除此之外, 从黄金周的国内游数据来看, “五一”期间全国共计接待国内游客 1.15 亿人次, 按可比口径同比恢复约 53.5%, 较清明假期提升约13个百分点; 根据商务部数据, “五一”期间, 全国餐饮、住宿行业消费复苏指数比今年清明假期分别提升18.8和15个百分点, 消费规模已恢复至去年同期的70%左右, 比今年清明假期提升约20个百分点。

受益于商旅需求回暖, 经济型和中端酒店整体恢复更快, 休闲度假住宿品质提升。根据STR数据, 截止4月11日经济型和中档酒店入住率已经恢复到接近60%左右, 而中高端及以上入住率仍不足40%。

2. 汽车&家电: 4月汽车销量同比转正, 五一节家电消费大幅回升

根据中汽协数据, 4月汽车产销环比增长46.6%和43.5%, 同比分别增长2.3%和4.4%, 其中销量月增速更是结束了连续21个月的下降。家电方面, 五一期间环比大幅上行。苏宁“五一”消费大数据显示, 4月29日-5月4日, 上海、南京、北京为线上订单量最多的城市; 大件家电销售喜人, 空调销量环比增长482%, 冰箱销量环比增长310%, 洗衣机销量环比增长342%。4月整体社零中家电销量同比增速达到-8.5%, 较3月的-22.7%有显著改善。

3. 零售与百货: 购物节刺激线下&线上零售回暖

据商务部监测, 5月1日-5日, 重点零售企业日均销售额比清明假期增长32.1%, 呈现加速回升态势。各地商务部门和商贸流通企业通过举办购物节、发放消费券、开展让利促销等多种举措, 努力集聚市场人气。上海“五一”期间重点监测商圈客流环比增长68.5%。同时线上消费热度不减, 销售进一步加快, “五一”期间全国实物商品网络零售额同比增长36.3%, 一些大型电商同比超过40%。

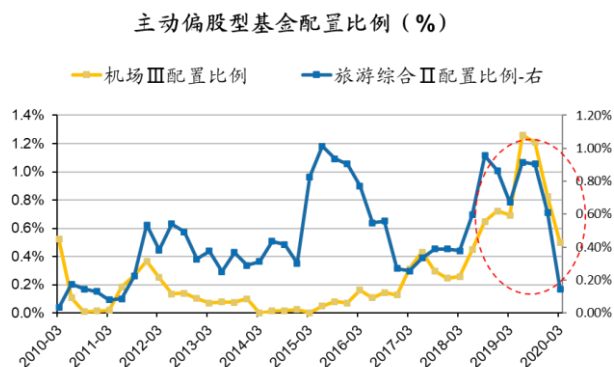
(三) 如何把握 2020 年“报复性消费”的投资机会?

从择时的角度, 目前类似于03年“报复性消费”的第一段时期。至暗时刻过去, 分水岭是全国各省市疫情响应级别下调、各地复工开学, 对应的是“疫情企

“稳”下的“业绩修复预期”，是增配可选消费/服务行业的良机。

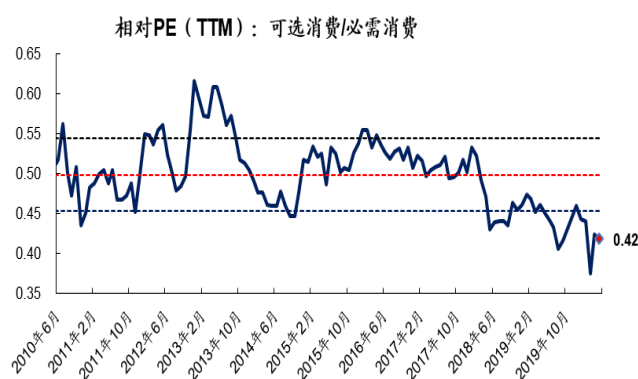
A股从“业绩减记+宽松加码”转向“盈利修复+维持宽松”的组合，历史经验表明这是权益市场最友好组合，即使部分投资者担心的外部环境变化有所扰动也不会构成主要影响。建议配置转向“业绩修复弹性”，当前可选消费经过疫情冲击调整后估值的吸引力更佳，我们建议增配可选消费。从“免疫”转向“修复”，由“业绩相对优势”的必需消费/线上科技，阶段性转向增长预期驱动的可选消费/线下科技。

图28：基金对疫情受损链的配置低位



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图29：相对估值触底

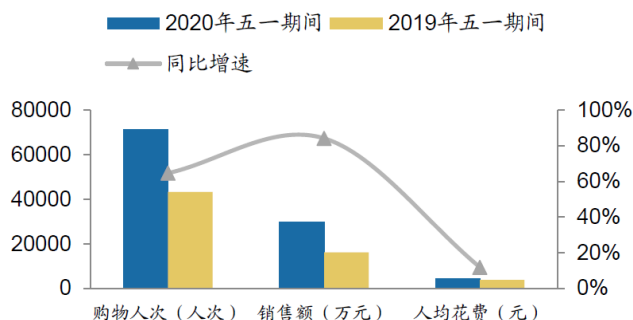


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

选股维度，从“居民自发型”的角度出发，2020年有望率先确认业绩修复弹性的可选消费/服务领域包括：休闲服务（免税/酒店）、竣工链可选（家电/家具）。一方面，全球疫情下的高端免税品消费需求回流支撑了免税行情的高景气，是相对数据最为靓丽的领域，而酒店及国内游的需求回暖趋势也较为确定；另一方面，2020年竣工数据持续改善，家装需求后延而不会消失，有望支撑后续家电/家具等地产链可选消费数据的进一步复苏。

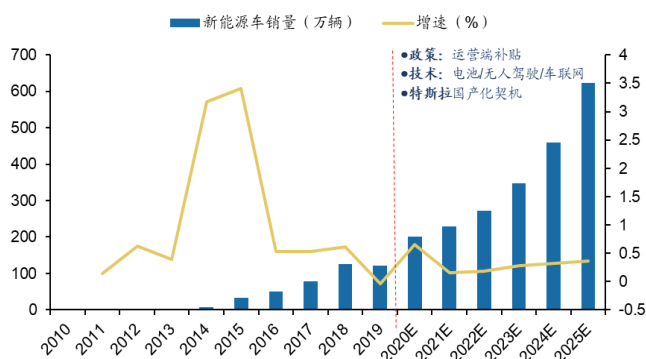
从“政策刺激型”角度出发，2020年产业政策后续亮点集中在汽车（新能源汽车）。站在新一轮产业周期的拐点，新能源车是新一轮政策周期开启、电池技术突破降成本、渗透率提升的确定受益方向。

图30：五一期间离岛免税额同比增速84%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图31：新能源汽车的政策空间巨大



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

o

五、风险提示

宏观经济下行压力超预期，盈利环境超预期波动，全球疫情扩散超预期，信用风险暴露速度过快。

广发投资策略研究小组

- 戴康**：CFA，首席分析师，中国人民大学经济学硕士，10年A股策略研究经验。2019年荣获新财富最佳分析师策略研究第二名、II CHINA投资组合策略第一名、金牛奖最具价值首席分析师、中国保险资产管理业协会“十佳路演嘉宾”等多项重要奖项。荣获2018年新财富第三名、最具价值金牛分析师、IAMAC第一名。
- 郑恺**：资深分析师（行业比较），华东师范大学金融学硕士，7年A股策略研究经验。
- 曹柳龙**：CPA，资深分析师（行业比较），华东师范大学管理学硕士，6年A股策略研究经验。
- 俞一奇**：资深分析师（专题研究），波士顿大学经济学硕士，4年A股策略研究经验。
- 陈伟斌**：CPA，资深分析师（专题研究），复旦大学经济学硕士，4年A股策略研究经验。
- 倪赓**：资深分析师（主题策略），中山大学经济学硕士，3年A股策略研究经验。
- 韦冀星**：联系人（行业比较），美国杜兰大学金融学硕士，3年A股策略研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。