

华西带你观两会：轻工零售篇

华西证券轻工零售团队

2020年5月6日

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系人：焦凯、戚志圣、聂贻哲

两会确定召开时间。受到疫情的影响，原定于2020年3月召开的全国人大以及政协十三届三次会议适当推迟。随着国内疫情逐步控制，两会将于2020年5月22日与5月21日在北京召开。两会确定召开时间，标志着第一阶段抗疫成果得到了保持，后续将探索如何走出“经济停摆”复工复产，步入全面恢复经济社会活动和常态化防控的新时期。**稳经济、扩内需等预计成为关注重点。**

零售：看好电商行业市场下沉，及细分领域生鲜电商。从近几年的两会政府工作报告来看，扩大内需是政府工作的重点，网购的占比逐步扩大，已经成为社消中的重要组成部分，政策的支持和消费习惯的转变带动电商产业的迅速发展，我们看好电商行业的市场下沉，以及细分行业中的生鲜电商，**相关受益标的：阿里、京东、拼多多、永辉超市、家家悦、美团点评。**

轻工：家居板块受益内需释放，行业至暗时刻已过，看好竣工+精装两条主线。我们看好下半年家居板块表现，主要基于：地产竣工端回暖提振终端需求，工程渠道红利持续释放助力龙头快速提升市场份额；疫情使一季度业绩短暂承压，后续家居龙头公司业绩有望持续修复，给予家居板块推荐评级。我们推荐关注：**1）长跑冠军（有潜力成长为巨头）：重点推荐欧派家居、美凯龙、顾家家居、敏华控股（H股）；2）精装房大势所趋，工程龙头迎弯道超车良机：建议关注木门龙头、瓷砖龙头，受益标的江山欧派。**

目录

- | | |
|------------|----------------------|
| 1：2020两会背景 | 疫情后，稳经济、扩内需等预计成为关注重点 |
| 2：零售篇 | 看好电商行业市场下沉，及细分领域生鲜电商 |
| 3：家居篇 | 至暗时刻已过，看好竣工+精装两条主线 |
| 4：风险提示 | 海外输入病例造成国内疫情第二次爆发 |



01 2020两会背景

疫情后，稳经济、扩内需等预计成为关注重点

1.1 两会确定召开时间

疫情导致两会推迟召开。为贯彻落实党中央统筹推进疫情防控和经济社会发展工作重大决策部署，持续做好疫情防控工作，切实保障人民群众生命健康安全，2020年2月24日，十三届全国人大常委会第十六次会议决定，适当推迟召开十三届全国人大三次会议。中国人民政治协商会议第十三届全国委员会召开第三十三次主席会议，建议原计划于3月3日召开的全国政协十三届三次会议予以适当推迟。

两会确定召开时间。随着国内疫情逐步控制，2020年4月29日，十三届全国人大常委会第十七次会议表决通过了关于十三届全国人大三次会议召开时间的决定。根据决定，十三届全国人大三次会议将于2020年5月22日在北京召开。政协第十三届全国委员会第三十五次主席会议建议全国政协十三届三次会议于5月21日在北京召开。

图表：全国人大会议



图表：中国人民政治协商会议



1.2 两会时间确定的意义

全面恢复经济社会活动和常态化防控的新时期。随着两会在北京举行的日期确定，北京、天津、河北宣布从防控的一级响应降为二级，取消了国内低风险地区进京人员的隔离措施。这些宣布都是中国防疫里程碑式的进展，标志着中国已经牢牢控制住新冠疫情，开始进入全面恢复经济社会活动和常态化防控的新时期。

第一阶段抗疫成果得到了保持。京津冀和湖北是全国最后保持一级防控的地区，北京作为首都，它的绝对安全还多了一层辐射全国的政治意义。两会在推迟了两个多月后在北京召开，意味着全国有几千名代表委员汇聚于此，形成疫情全球扩散以来最大规模的政治会议，也很可能是一段时期以来世界上最大规模的人群聚集。中国走了一条严格按照流行病学规律尽量将病例在全国范围内清零的道路，外防输入内防反弹中国也做得十分严密，使得第一阶段抗疫成果得到了保持。

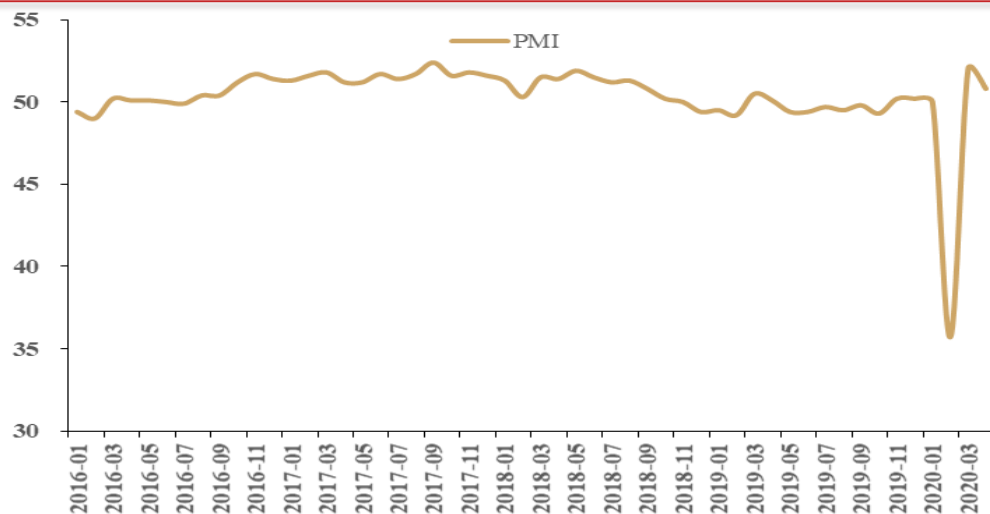
探索如何走出“经济停摆”复工复产。如何把疫情控制住，如何走出“经济停摆”复工复产，中国都是第一拨的探索者。随着国内商业活动的复苏，旅游的重启，城市高峰时期密集车流的重现，还有人们报复性消费的热情和社交媒体上开心的群聊，都标志着城市是健康地恢复运转，而不是硬撑着复工，中国从抗疫到重启经济一步步走得非常扎实。

1.3 政策聚焦助力经济活动恢复

政策聚焦助力经济活动恢复。由于受到疫情的冲击，迫使大部分企业停工停产，消费活动也跌入低谷，经济活动的减少导致企业现金流面临较大风险。我国前期出台的众多帮扶政策，包括连续降准降息，从而降低企业融资成本。同时实施临时性延期还本付息安排，免收罚息，不下调贷款风险分类，不影响企业征信记录。到3月末，银行机构已对约8800亿元中小微企业贷款本息实施了延期。针对出口依赖企业实施针对性减税降费。随着企业生存危机下降，下一步政策将聚焦在如何帮助经济活动恢复至正常水平。

国家统计局发布了4月中国采购经理指数运行情况。最新数据显示，制造业PMI为50.8%，比上月回落1.2个百分点；非制造业商务活动指数为53.2%，比上月上升0.9个百分点；综合PMI产出指数为53.4%，比上月上升0.4个百分点。整体来看，4月份，中国疫情防控向好形势进一步巩固，生产生活秩序加快恢复，制造业和非制造业生产经营活动继续改善，两大关键指标均位于“荣枯线”上方。

图表：PMI指数（%）



1.4 发挥消费的带动作用

释放消费潜力。4月17日，中央政治局召开会议，提出“要释放消费潜力，做好复工复产、复商复市，扩大居民消费，适当增加公共消费”。释放消费潜力对于尽快重振我国经济社会良好发展势头，尤为重要。国家统计局、发改委等相关部门也表示随著生产生活秩序逐步恢复正常，前期压抑的一些消费会得到一些回补，中国的消费潜力依然巨大。下一阶段随著经济逐步恢复，居民收入的增长也会逐渐好转。人民追求美好生活的愿望是比较强烈的，消费结构总体是升级的，这种趋势是不可逆转。

通过扩大需求侧的消费来带动供给侧的复工复产。提振消费需求，是统筹推进新冠肺炎疫情防控和社会经济发展的重要方面。实践中，不少地方推出了形式多样的消费券，通过扩大需求侧的消费来带动供给侧的复工复产。全国已经有浙江、湖北、湖南、北京、广东、辽宁、山东、贵州、江苏、安徽、河北、四川、江西、宁夏、广西、重庆等多个省市的地方政府宣布发放居民“消费券”，总金额已经达到百亿规模。今年五一期间，在各类地方和平台促销活动等提振下，家用电器销售明显升温；例如，京东“五一狂欢节”家电销售额较去年同日增长一倍。

图表：各地区消费券

图表：逐步恢复的消费活动





02 零售篇

看好电商行业市场下沉，及细分领域生鲜电商

2.1 回顾近年来两会对零售的指引

扩大内需，发展电商消费。扩大内需，进一步释放国内消费需求潜力对经济的拉动是近几年政府工作的重点内容，我们查询近几年两会中的政府工作报告中对于零售的相关指引，基本上以发展电商业务为主要方向，从积极发展网络购物到促进线上线下消费融合发展，均体现出网购已经成为提升消费需求、拉动经济发展的重要部分。

图表：历年两会对零售的指引

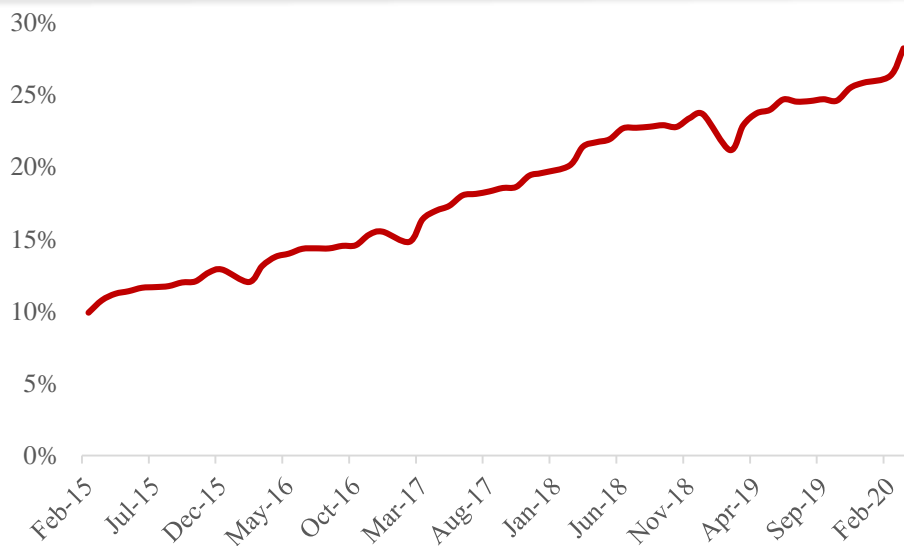
时间	相关内容
2019年	发展消费新业态新模式，促进线上线下消费融合发展，培育消费新增长点。健全农村流通网络，支持电商和快递发展
2018年	推动网购、快递健康发展
2017年	促进电商、快递进社区进农村，推动实体店销售和网购融合发展。
2016年	促进线上线下协调互动、平等竞争，推动实体商业创新转型。完善物流配送网络，促进快递业健康发展。
2015年	全面推进“三网”融合，加快建设光纤网络，大幅提升宽带网络速率，发展物流快递，把以互联网为载体、线上线下互动的新兴消费搞得红红火火。
2014年	要深化流通体制改革，清除妨碍全国统一市场的各种关卡，降低流通成本，促进物流配送、快递业和网络购物发展。
2012年	积极发展网络购物等新型消费业态。
2011年	推动农村商业连锁经营和统一配送，优化城镇商业网点布局，积极发展电子商务、网络购物、地理信息等新型服务业态。

2.2 网购在消费中占比不断扩大

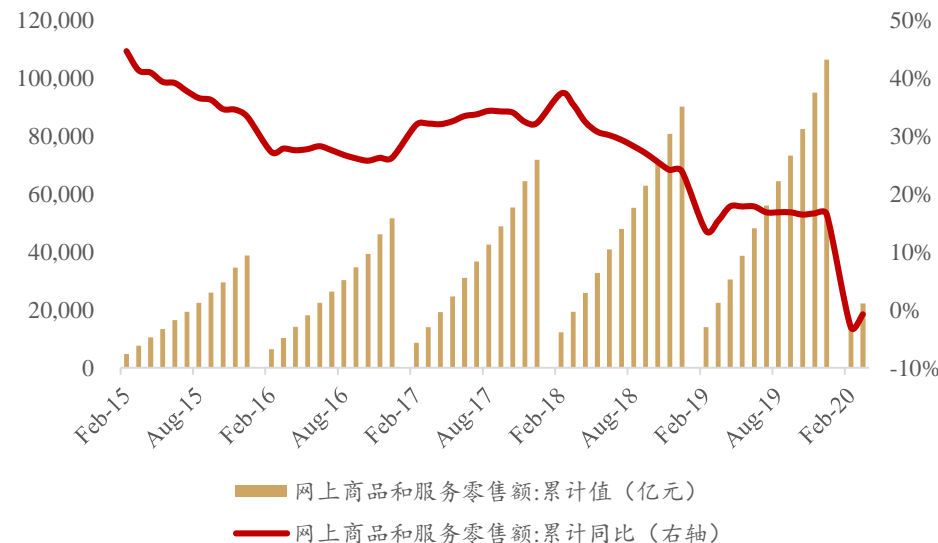
网购仍有增长空间。从网购用户规模来看，截止2019年中期，我国网购用户规模达6.39亿人，较2016年中期增长了42.68%，渗透率（网购用户/网民数量）也增长至74.8%，虽然网购的渗透率已经较高，但是我国尚有近40%的未普及互联网，随着互联网进一步的普及，未来网购用户规模仍有很大增长空间。

网消在社消占比不断扩大。从网络消费的零售额占社消总额的比重来看，网消的占比持续扩大，从2015年的10%增长至20年初的近30%，网消已经逐步成为我国消费渠道的重要组成，我们认为在政策的支持，以及消费习惯的不断转变，网消的占比有望持续扩大，有利于电商巨头的地位稳固。

图表：网消零售额占社消总额比



图表：网上商品服务零售累计值及累计同比



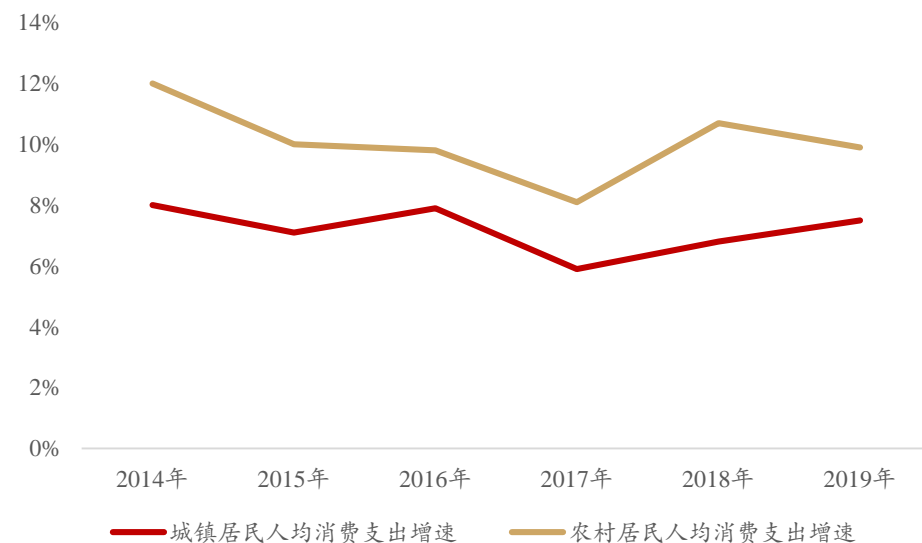
资料来源：wind、华西证券研究所整理

2.3 农村居民消费意愿强，电商市场下沉仍有潜力

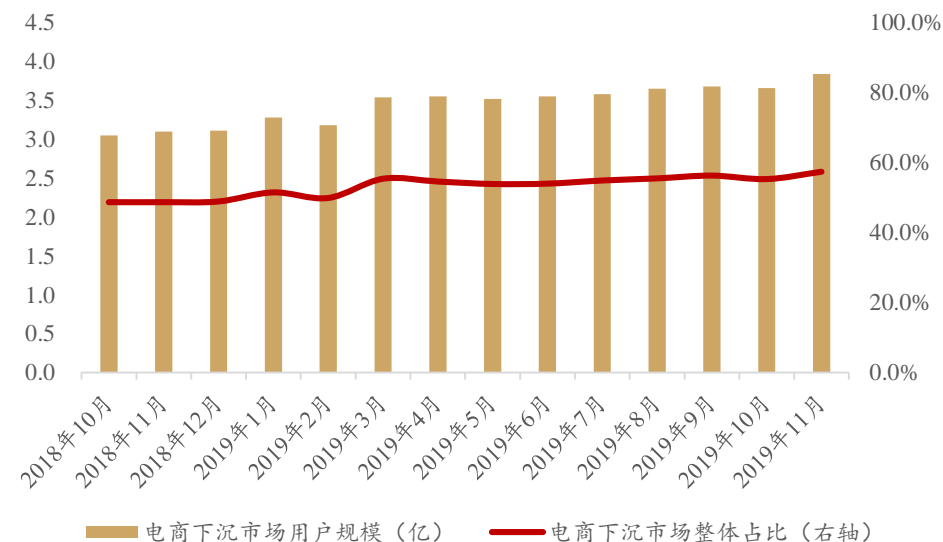
农村居民消费意愿强。对比近几年城镇居民和农村居民的人均消费支出情况，农村居民的人均消费支出增速明显快于城镇居民的人均消费支出增速，显示出农村居民的消费意愿较强，在此背景下，电商的渠道下沉有利于扩大市场，电商巨头淘宝的“聚划算”、京东的“京喜”，以及拼多多等均聚焦下线城市运营。

电商市场下沉仍有潜力。截至2019年11月，我国三线及以下城市电商用户的规模达到3.84亿，占电商用户近六成的比例，虽然占比已经过半，但是目前该部分的用户消费结构仍呈金字塔形结构，高端占比较低，未来随着消费的升级，中高端消费占比提升，也将带动电商平台GMV的提升。

图表：城镇与农村人均消费支出增速对比



图表：电商下沉市场用户规模及占比



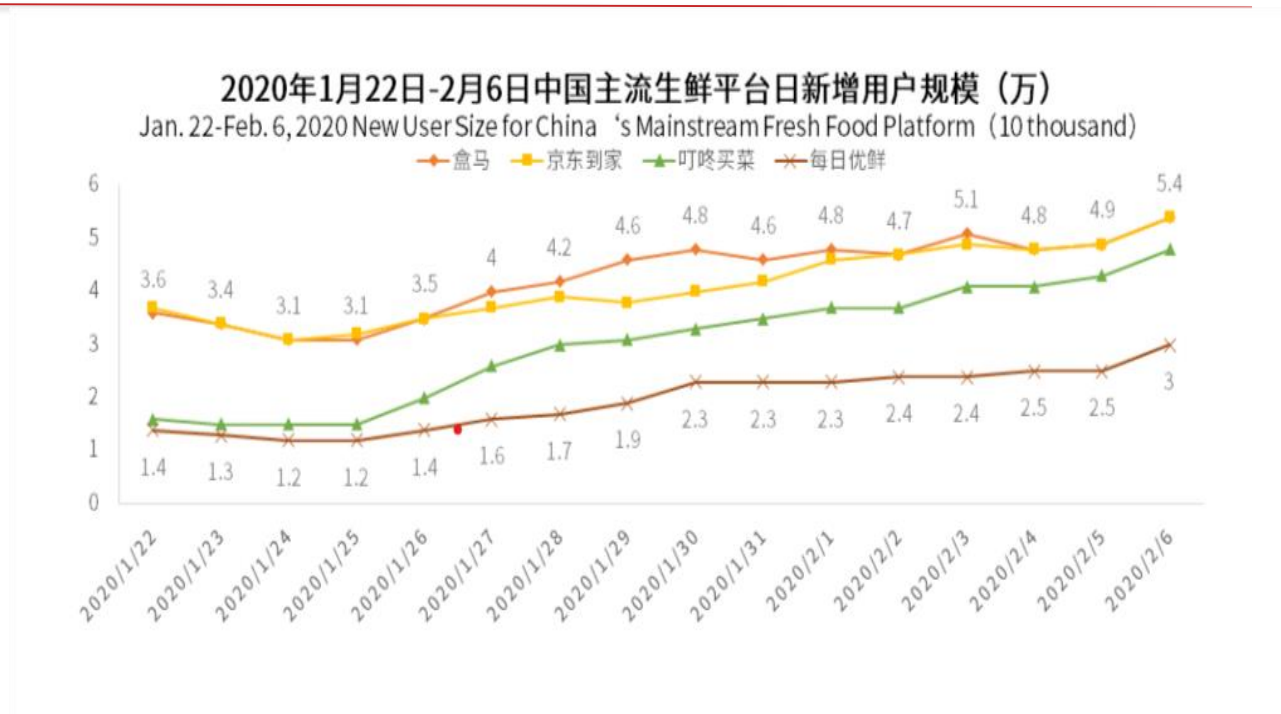
资料来源：国家统计局、华西证券研究所整理

资料来源：MobTech、华西证券研究所整理

2.4 仍看好“后疫情”时代生鲜电商

扩大内需，发展电商消费。2020年年初，国内新冠疫情爆发，居家防疫期间为减少外出，受刚需的影响，生鲜电商发展迅猛，据MobTech数据显示，从1月22日至2月6日生鲜平台日新增用户规模快速增长，其中盒马和京东到家的日新增用户超5万。虽然目前国内疫情逐步好转，多地也均下调应急响应等级，居民外出购物的次数增加，但是由于生鲜电商的便利性，以及消费惯性和消费粘性，我们预计疫情期间的新增用户仍将有较大比例的留存，以及未来随着生鲜电商的市场下沉，我们仍然看好生鲜电商的发展。

图表：网消零售额占社消总额比



资料来源：MobTech、艾媒数据、华西证券研究所整理

2.5 受益标的

从近几年的两会政府工作报告来看，扩大内需是政府工作的重点，网购的占比逐步扩大，已经成为社消中的重要组成部分，政策的支持和消费习惯的转变带动电商产业的迅速发展，我们看好电商行业的市场下沉，以及细分行业中的生鲜电商，**相关受益标的：阿里、京东、拼多多、永辉超市、家家悦、美团点评。**



03 家居篇

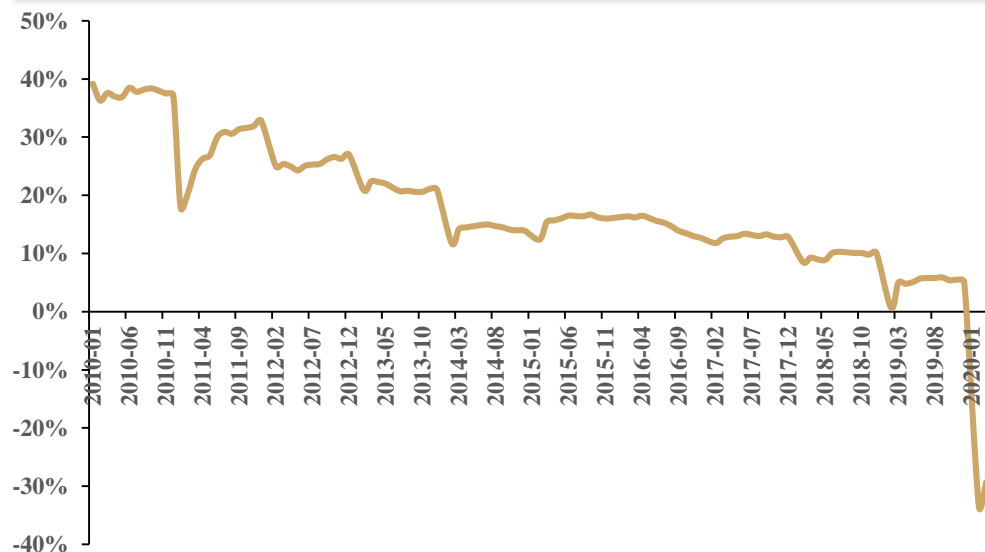
至暗时刻已过，看好竣工+精装两条主线

3.1 商务部发文提出激活传统商品消费热点

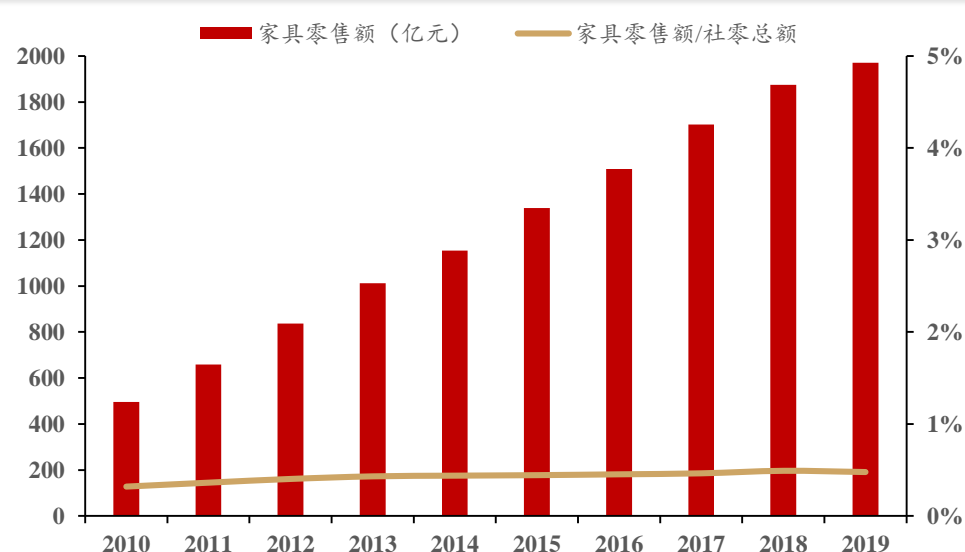
4月24日，商务部印发关于统筹推进商务系统消费促进重点工作的指导意见。意见提出，有条件的地区结合实际制定奖励与补贴相结合的消费更新换代政策，鼓励企业开展消费电子产品以旧换新，积极促进绿色节能家电、家具消费。

2019年家具零售额约1970亿元，同比增长5.1%，近年增速趋向稳定；1-3月限额以上家具类零售额同比下降29.3%，其中单3月家具零售额同比下降22.7%，已较1-2月降幅明显收窄10.8pct。家居消费偏向刚性，结合相关促进家具消费政策，整体将更为受益。

图表：1-3月限额以上家具类零售额同比下降29.3%



图表：家具零售额持续增长



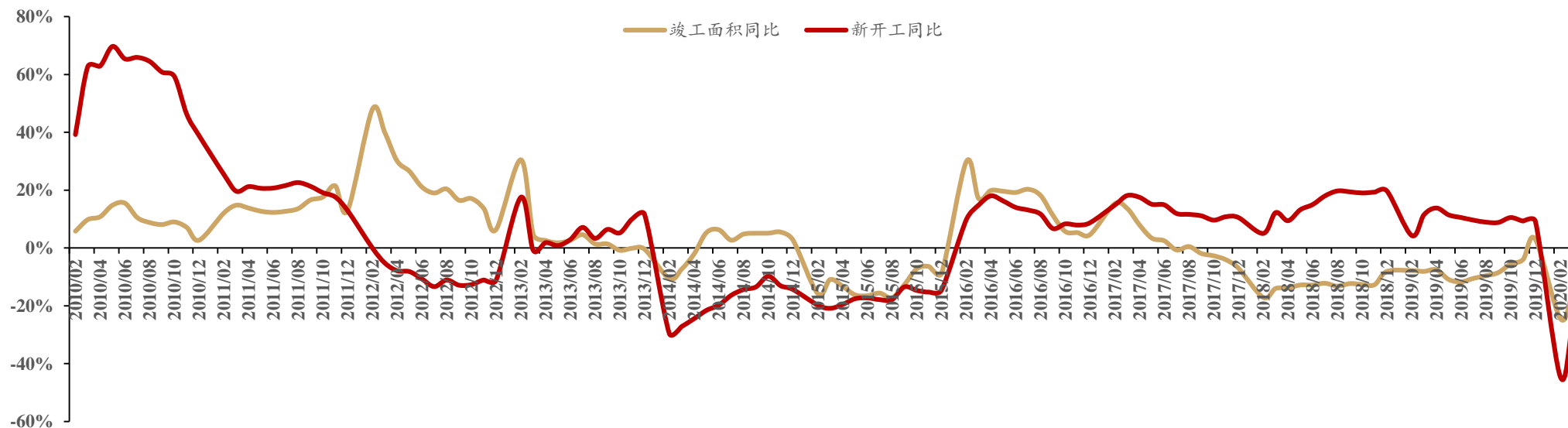
资料来源：Wind，华西证券研究所

注：家具零售口径根据同比增速追溯调整

3.2 竣工：短期家具需求仍将受竣工提振

为何看好20年竣工回暖？从建设周期的角度看，本轮随着预售比例的扩大以及“新开工-竣工”剪刀差的不断延续，房企在实现大量预收款和新增项目的同时，也积压了大量待交付的期房。尽管在预售环节中，房企在交付期限的确定上有较大的自由，且法律并未有较为明确的约束，但周期一般在2年左右，且要在预售时确定交付日期。因此，新开工面积增速与竣工面积增速无法长期背离，在期房交付压力积压到一定程度之后，二者将在趋势上收敛，并且波动存在一定的“交替性”。本轮新开工与竣工的分化出现在2017年8月，至19年底已经历了28个月；尽管疫情对短期竣工有所延缓，但考虑到本轮期房交付压力已经较大，预计今年将迎来竣工的集中交付，下游家居需求有望持续改善。

图表：地产竣工回暖趋势确立



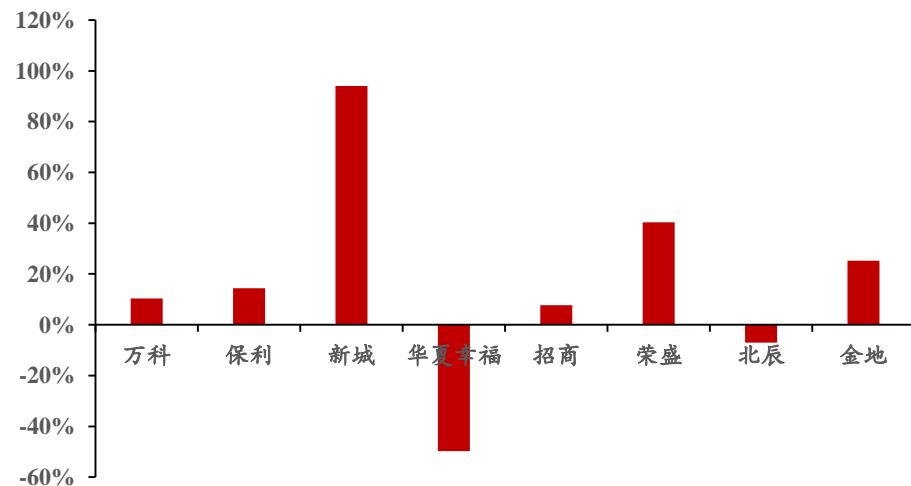
资料来源：Wind，华西证券研究所

3.2 竣工：短期家具需求仍将受竣工提振

2020年竣工增速怎么看？一方面，我们选取已公布2020年竣工计划的上市房企万科、保利、新城、华夏幸福、招商、荣盛、北辰、金地作为样本，上述房企预计2020年竣工同比增速分别为+10.35%、+14.36%、+94.02%、-49.76%、+7.72%、+40.32%、-7.07%、+25.19%，样本平均增速为15.3%。另一方面，考虑到18年新开工增速在20%以上，尽管疫情对竣工有所延迟，我们预计今年竣工仍将保持双位数增长。

此轮竣工回暖持续性如何？考虑到房屋竣工前要安装电梯，并且电梯生产-安装-竣工约有1年左右时滞；本轮电梯产量增速从19年开始明显修复，且在2020年3月疫情之后强劲反弹；我们预计20年电梯产量仍将保持较好增速，叠加17年8月之后竣工与新开工实际背离超过2年，我们预计20、21年竣工均将保持较好增速。

图表：龙头地产商2020年计划竣工面积平均增速15.3%



图表：电梯产量同比增速在19年出现高峰



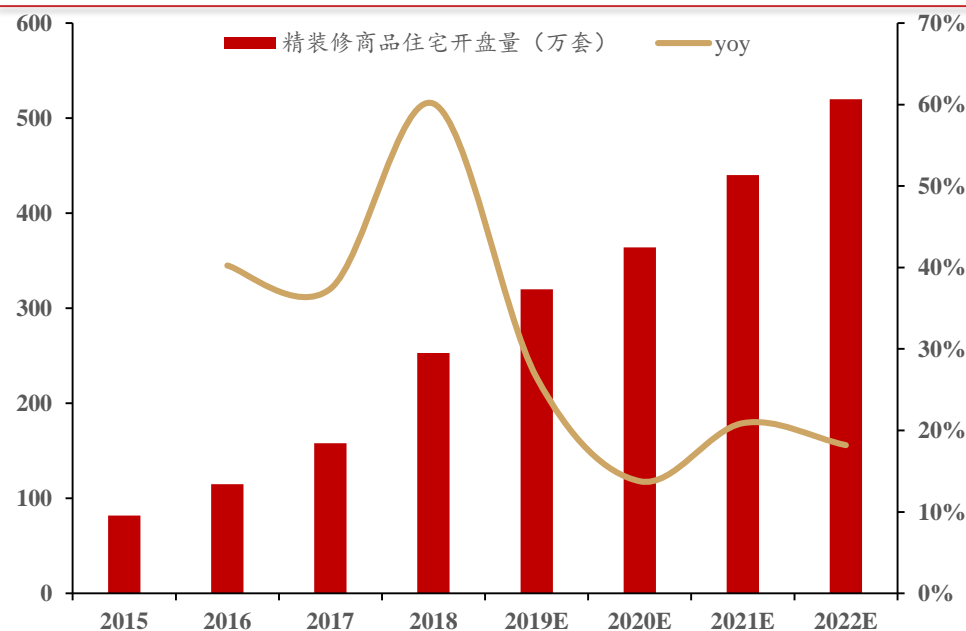
资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

3.3 精装：渠道结构改变，把握精装渠道机会

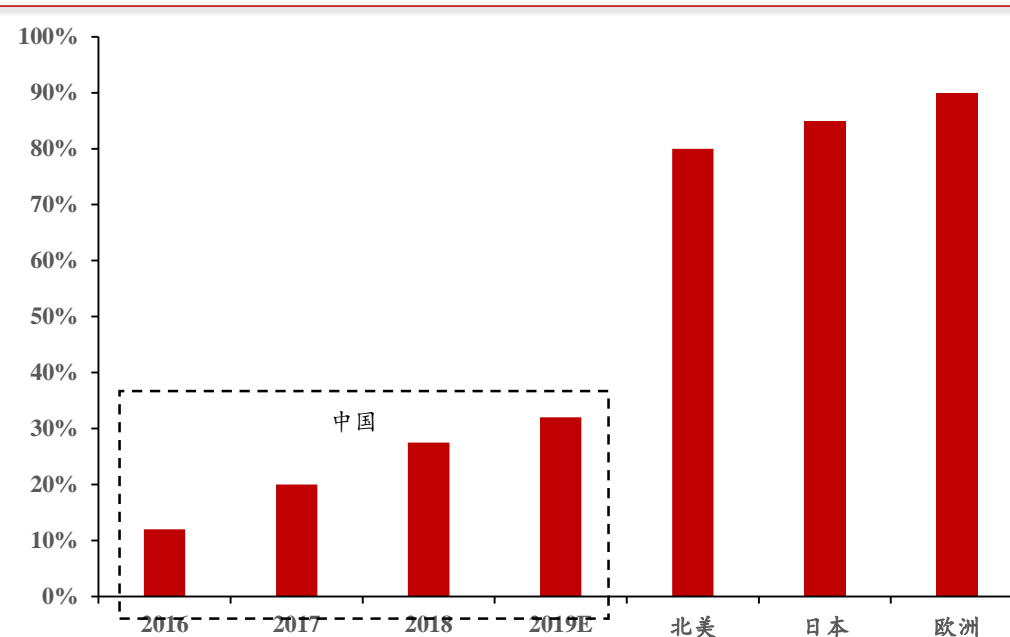
受益精装渗透率提升，精装房建设快速推进。根据奥维云网统计，2015年至2019年，国内精装修住宅开盘套数由82万套上升至320万套，年均复合增长率为41%；根据奥维云网预测，受疫情影响2020年开盘同比增长约14%，增速较19年略有回落；但考虑开盘到交房有1.5-2年的时滞，2020、2021年交房实际对应18-19年左右的开盘，增速预计在30%-40%较快水平。

中期角度，精装渗透率仍有较大提升空间。2016年国内精装修渗透率为12%，2019年上升至32%；但对比北美、日本、欧洲等发达地区70-80%以上的比例，我国精装修渗透率仍有较大提升空间。

图表：国内精装房开盘套数保持快速增长



图表：国内全装修渗透率相较国外仍有较大提升空间



资料来源：奥维云网，华西证券研究所

3.3 精装：渠道结构改变，把握精装渠道机会

各品类精装市场空间如何？我们以2016-2018年的地产销售数据作为参考，并假设2019-2021年精装房渗透率为32%、37%、42%，对应各品类市场空间预测如下：

- 1) 橱柜:假设每套精装房配套1套橱柜，单套橱柜出厂价约4500元，则2019-2021年橱柜工程市场规模为128、183、228亿元。
- 2) 木门：假设每套精装房配套3套木门，单套木门出厂价约800元，则2019-2021年木门工程市场规模为68、91、110亿元。
- 3) 地板：假设每套精装房配套46平米地板，每平米地板出厂价约140元，则2019-2021年地板工程市场规模为181、243、291亿元。
- 4) 瓷砖：假设每套精装房配套48平米瓷砖，每平米瓷砖出厂价约50元，则2019-2021年瓷砖工程市场规模为113、152、183亿元。

3.3 精装：渠道结构改变，把握精装渠道机会

图表：工程渠道市场规模测算

指标名称	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
精装房交房量测算						
住宅商品房总销售面积（万平方米）	13.75	14.48	14.79			
商品房销售面积：住宅：现房（亿平方米）	3.19	3.12	2.32			
商品房销售面积：住宅：期房（亿平方米）	10.56	11.35	12.47			
现房比例	23%	22%	16%	12%	10%	10%
期房比例	77%	78%	84%	88%	90%	90%
住宅销售套数合计（万套）	1282	1336	1365	1368	1369	1370
yoy		4.2%	2.2%	0.2%	0.1%	0.1%
单套面积（平米）	107	108	108	108	108	108
精装房比例	12%	20%	28%	32%	37%	42%
毛坯房比例	88%	80%	73%	68%	63%	58%
预计销售现房套数（万套）	298	288	214	164	137	137
其中精装房套数（万套）	36	58	59	53	51	58
预计销售期房套数（万套）	984.4	1048	1151	1204	1232	1233
其中精装房套数（万套）	118	210	316	385	456	518
预计当年可交房套数（万套）				1232	1298	1346
其中精装房交房套数（万套）				283	381	457
各配套品类市场空间测算						
橱柜						
橱柜配套量（套/套）				1	1	1
单价（元/套，出厂口径）				4500	4800	5000
橱柜市场规模（亿元，出厂口径）				128	183	228
木门						
木门配套量（樘/套）				3	3	3
单价（元/樘，出厂口径）				800	800	800
木门市场规模（亿元，出厂口径）				68	91	110
地板						
地板配套面积（平/套）				46	46	46
单价（元/平米，出厂口径）				140	140	140
地板市场规模（亿元，出厂口径）				181	243	291
瓷砖						
瓷砖配套量（平/套）				80	80	80
单价（元/平米，出厂口径）				50	50	50
瓷砖市场规模（亿元，出厂口径）				113	152	183

3.3 精装：渠道结构改变，把握精装渠道机会

渠道变革进行时，家具龙头更为受益。借鉴厨电经验，家居龙头有望再享渠道红利。剖析厨电龙头收割工程市场份额的原因，我们认为主要在于：

- 1) 对地产商而言，地产集中度持续提升，且房企精装房市场集中度更高，而龙头地产商在选择供应商时，更注重其是否与自身品牌匹配、是否具备稳定的服务能力及优秀的品质，龙头品牌相较而言更受青睐。
- 2) 对品牌商而言，一方面，部分龙头品牌具备全国产能布局，降低运输成本同时提升服务效率；另一方面，工程业务通常有一定账期，资金压力成为小型企业做大的门槛。

图表：龙头家居品牌相较而言更受房企青睐

	1	2	3	4
防水	东方雨虹	科顺	宏源	蓝盾
地板	圣象	书香门第	和邦盛世	大自然
橱柜	金牌	欧派	海尔	皮阿诺
建陶	马可波罗	蒙娜丽莎	东鹏	诺贝尔
卫浴洁具	科勒	TOTO	美标	箭牌
照明	飞利浦	雷士	欧普	西顿照明

图表：志邦家居工程渠道信用政策一览

地产商	账期	结算方式
恒大地产	下单结算货款10%，到货结算货款20%，安装验收结算货款70%，均6个月付款，该6个月内按应付未付货款4.5%-6%支付利息	商业承兑汇票
新城控股	预付款15%，到货款30%，安装验收款35%，竣工结算款15%，质保金5%	银行转账
绿地控股	无预付款，到货款50%，安装验收款20%，竣工结算款25%，质保金5%	银行转账
龙湖地产	无预付款，到货款50%，安装验收款20%，竣工结算款 25%，质保金5%	银行转账、银行承兑汇票
万科	无预付款，到货款70%，安装验收款15%，竣工结算款12%；质保金3%	银行转账、银行承兑汇票

3.4 再call家具板块，配置正当时！

疫情：一季度疫情影响线下客流，家居企业业绩短暂承压。但需注意：1) 家装需求偏向刚性，需求只是被延迟，而不是消失；预计疫情缓和后将迎需求集中释放期。2) 疫情考验线上运营能力，龙头基于品牌优势进行全网营销，有望提前锁定订单，进一步挤占中小品牌市场份额。

我们看好下半年家居板块表现，主要基于：地产竣工端回暖提振终端需求，工程渠道红利持续释放助力龙头快速提升市场份额；疫情使一季度业绩短暂承压，后续家居龙头公司业绩有望持续修复，给予家居板块推荐评级。我们推荐关注：1) 长跑冠军（有潜力成长为巨头）：重点推荐欧派家居、美凯龙、顾家家居、敏华控股（H股）；2) 精装房大势所趋，工程龙头迎弯道超车良机：建议关注木门龙头、瓷砖龙头，受益标的江山欧派。



04 风险提示

海外输入病例造成国内疫情第二次爆发

风险提示：

海外输入病例造成国内疫情第二次爆发：由于目前海外疫情依然在持续发酵，海外输入型病例依然威胁较大。如有海外输入型病例防控不力，有可能导致已经逐步被控制住的国内疫情第二次爆发，从而导致内需无法提振。

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，7年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司、方正证券，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

THANKS

