

投资评级 优于大市 维持

如何看待物美收购麦德龙中国？

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

- 《8月阿里平台化妆品环比提速，量价齐升》2019.09.08
- 《Costco为什么享有30x以上PE估值？》2019.09.04
- 《2Q19收入环比提速，龙头及细分成长更优》2019.09.02

分析师:汪立亭

Tel:(021)23219399

Email:wanglt@htsec.com

证书:S0850511040005

分析师:李宏科

Tel:(021)23154125

Email:lhk11523@htsec.com

证书:S0850517040002

分析师:高瑜

Tel:(021)23219415

Email:gy12362@htsec.com

证书:S0850519080003

投资要点:

申万商贸指数期间(10.08-10.11)涨1.82%，跑输上证综指0.53个百分点，板块表现居各板块第20位。期间上证综指涨2.36%，各板块多数上涨，其中建筑材料(+5.2%)、农林牧渔(+4.9%)、房地产(+4.7%)和银行(+4.5%)上涨，仅休闲服务(-0.1%)下跌。

本周批零板块个股新世界(+6.51%)、供销大集(+5.93%)、爱迪尔(+3.67%)等少数上涨。安德利(-15.12%)、值得买(-13.30%)和深圳华强(-11.34%)领跌。

【核心观点】

事件: 10月11日，麦德龙集团、物美集团和多点Dmall联合宣布，物美就收购麦德龙中国控股权已与麦德龙集团签订最终协议。交易完成后，物美集团将在双方设立的合资公司中持有80%股份，麦德龙继续持有20%股份。麦德龙集团将在合资公司的7个董事会席位中获得2席。预计最迟在2020年二季度完成交割。

1. 交易价格如何？

据麦德龙官网，本次交易对应隐含企业价值为19亿欧元，以麦德龙中国截至2018/9/30财年的26.52亿欧元销售额计，对应PS为0.72x；以其1.53亿欧元EBITDA计，对应EBITDA净利率为5.8%、交易EVEBITDA为12.4x。我们认为，考虑到麦德龙中国2B业务、自有品牌和物业的稀缺性，本次交易价格估值合理。截至2018/9/30财年，麦德龙中国总资产10.88亿欧元、总负债8.63亿欧元。

根据该协议，物美集团将在合资公司成立初期持股70%，麦德龙集团持股20%，剩余10%股权目前由麦德龙中国合资公司中的小股东持有，他们将通过另一个独立流程出售全部10%股权。麦德龙集团预计将在交易完后获得超10亿欧元的净收入。

双方约定，麦德龙中国未来将继续以“麦德龙”品牌保持独立经营，同时新合资公司总部将保留在目前的上海市普陀区。新合资公司将保持目前的门店规模和所有商业运营，同时将继续实施计划中的新店开发。双方预计主要将在本地化采购、生鲜商品、数字化等方面开展合作，多点将成为麦德龙中国的技术合作伙伴，我们认为，合作有望推进麦德龙中国拓展线上顾客群体，从而把握新零售发展趋势以加速发展。

2. 麦德龙中国业务何以备受青睐？

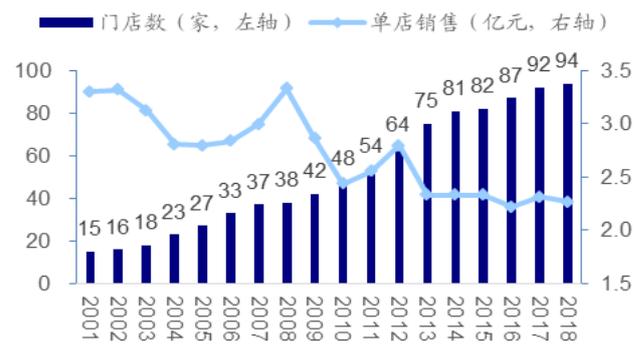
麦德龙1964年成立于德国，以现购自运(Cash & Carry)模式运营仓储式超市，在全球26个国家拥有770家批发商场及食品配送业务。麦德龙一开始与锦江集团合作，1996年在上海普陀区开设了第一家超市，至今在中国59个城市运营97家门店，其中55家位于华东，以优质的食品和非食品服务1700万顾客。

过去23年，麦德龙中国销售显著增长，但近年增速放缓。据中国连锁百强榜单，2001-2018年，麦德龙中国销售额、门店数CAGR各9%、11.4%；2018年销售额213亿元增长4.9%、门店数94家增长2.2%，对应单店销售2.27亿元。

图1 麦德龙中国历年销售额及增速（2001-2018）


注：2017和2018年销售额均为213亿，而2018年仍有4.9%增长，或与统计口径有关；此图引用原数据，未做调整。

资料来源：CCFA，海通证券研究所

图2 麦德龙中国历年门店数及单店销售（2001-2018）


资料来源：CCFA，海通证券研究所

我们认为，其核心禀赋主要包括 2B 业务、自有物业、供应链管控标准：①我们估计，麦德龙中国 2B 业务占比高，服务包括壳牌、博世等大型企业客户；②不同于同业租赁物业，麦德龙中国早期以买地自建为主，自有物业比例较高，且门店多以独立商场（非购物中心店）运营，商圈选址较优，重估价值显著。③此外得益于全球化供应链，麦德龙中国在自有品牌以及商品质量管控上具有一定优势，合资公司也将继续遵循集团的全球标准。

3. 物美集团未来可以给麦德龙带来什么？

（1）物美集团并购经验丰富，有望跻身超市行业前 4

物美科技集团成立于 1994 年，实际控制人为张文中先生（57 岁），截至 2019/3/31 旗下拥有 40 家子公司，主要包括物美商业（95.71%，2016/1/7 从港交所退市）、新华百货（持股 40.03%，2006/04 控股）、百安居（持股 94.92%，2015 年 4 月收购）等。此外，物美控股集团 2018 年以约 15 亿收购乐天位于北京的 21 家门店。2017 年至今，物美科技集团多次发行公司债券，存量债券 13 只合计 64.67 亿元，违约债券只数 0，主体评级 AAA。

物美科技集团 2018 年收入 413 亿元增长 1.88%、归母净利润 19.90 亿元，净利率 4.82%，其中 2018 年超市收入 265 亿元占比 64.25%、百货 31 亿元占比 7.61%、家电 16 亿元占比 3.85%、家居建材 39 亿元占比 9.35%、其他业务收入 62 亿元占比 14.93%。

此外，物美集团、步步高集团拟共同参与重庆百货混改，考虑到步步高 2018 年超市主营收入 108 亿、重庆百货 93 亿超市主营收入，加上物美集团三者合计 466 亿元；**若再加上麦德龙中国 213 亿元（含税销售），合计超市主营收入 650 亿元，考虑到其他业务的总收入，我们预计其规模超 700 亿元，有望跻身继高鑫零售、华润万家、永辉超市后的超市行业第 4 大企业。**

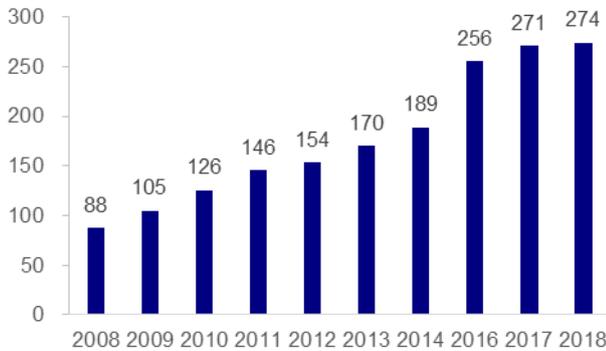
（2）物美将为麦德龙输出本地化采购、生鲜供应链能力

物美集团超市业务除物美商业外还包括新华百货旗下 146 家超市（2018 年）和乐天超市 21 家门店。从子公司数据来看，**物美商业 2018 年收入 274 亿元增长 1.26%，2008-2018 年 CAGR 为 12%。**

为便于计算，我们以物美商业历史门店数与剔除银川等地的物美集团超市门店作为时间序列。2011-2017 年，物美剔除银川等地的超市门店数一直在 500-600 家之间，2018 年因并购乐天及新开店带来门店数净增 115 家至 711 家。**截至 2019/3/31，物美剔除银川等地的超市门店数 768 家，其中大型超市 287 家、便利超市 481 家，北京（含河北）509 家、浙江 181 家、天津 78 家。**若考虑银川等地 94 家超市、56 家便利超市，物美集团截至 2019/3/31 总门店数达 918 家。**从区域分布看，麦德龙中国 57% 门店位于华东、而物美华东仅浙江地区占比 24%，我们认为，收购麦德龙有利于增加物美在华东地区的规模优势。**

物美近年持续推进“农超对接”、“基地直采”，以山东为主要采购基地，以河北、四川、

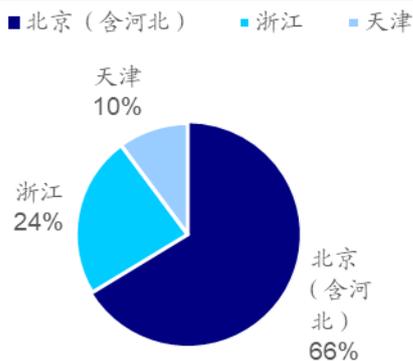
福建、新疆、海南等特色蔬果产地为补充，实施订单农业和科技化管理，建立了“农业→配送中心→超市→顾客”的采购模式。公司目前拥有 7 个物流配送中心，2010 年启用最大的华北物流配送中心占地 7 万平米，可实现京津地区大部分干货、生鲜商品的集中配送，也可实现家电商品等的宅配业务。我们认为，这为物美未来帮助麦德龙中国推进联合采购、本地化供应链（特别是生鲜）提供了有效保障。

图3 物美商业历年收入（亿元，2008-2018）


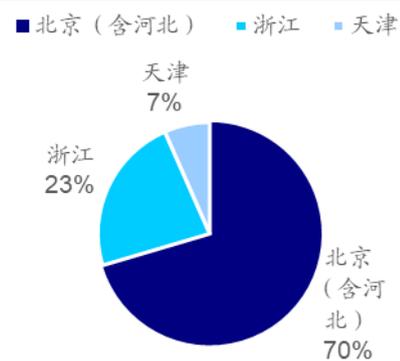
注：2014 年及以前参考物美商业年报，2015 年以后参考物美科技集团债券募集说明书，2015 年未披露子公司财务数据，下同。
资料来源：物美商业年报，物美集团公司债券募集说明书，海通证券研究所

图4 物美集团超市门店及业态（剔除银川等地，2011-1Q19）


注：2015 年以后参考物美科技集团债券募集说明书，我们以北京（含河北）、浙江、天津门店数计算，不含银川等地，下同。
资料来源：物美商业年报，物美集团公司债券募集说明书，海通证券研究所

图5 物美集团超市门店区域结构（剔除银川等地，2019/3/31）


资料来源：物美商业年报，物美集团公司债券募集说明书，海通证券研究所

图6 物美集团超市门店收入结构（剔除银川等地，2019/3/31）


资料来源：物美商业年报，物美集团公司债券募集说明书，海通证券研究所

（3）多点打造线上线下一体化操作系统，有望提升麦德龙中国数字化水平

我们认为，若仅考量本地化采购与生鲜供应链，物美无论是从体量还是农超对接上都与永辉超市有一定差距，但其独有优势在于数字化技术，而这也是麦德龙（以及其他国外超市企业）在中国近年新零售转型下所必需补齐的短板。

多点 Dmall 成立于 2015 年 4 月，是一家数字零售解决方案服务商，帮助传统零售企业进入数字化转型升级，优化到店到家一体化的全渠道服务。多点 Dmall 的董事长为张文中先生。截至 2019 年 9 月，多点已合作近 80 家区域龙头零售企业，覆盖全国过万家门店，APP 注册用户超 7500 万、MAU 近 1400 万，近三年蝉联易观、Quest Mobile、极光大数据等排行榜的生鲜零售 O2O 行业首位。

多点致力于打造零售行业线上线下一体化操作系统，业务模式包括为 B 端客户提供零售数字化操作系统，以及为 C 端用户提供到家业务。

4. 物美收购麦德龙中国，对行业的影响及启示

实际上，自 2015 年以来，零售行业尤其是超市领域越来越快的发生着深刻变化：（1）传统超市在加速退出市场竞争，这其中既有外资、也有内资，既有国企、也有民营。包括：国资背景的联华超市在 2015-2018 年期间累计关闭 1945 家门店；过去 4 年，外资超市沃尔玛在华关闭 59 家门店，家乐福在华关闭 29 家门店；2017 年 11 月，高鑫零售 26.02% 的股权及其母公司吉鑫控股 19.9% 的股权以 224 亿港元出售给阿里；2018 年，

乐天玛特分别将北方区 21 家门店和华东区 72 家门店出售给物美和利群；2019 年以来，华润万家将北京 5 家门店、山东 7 家门店分别托管给物美和家家悦；2019 年 6 月，苏宁以 48 亿元收购家乐福中国 80% 股权；以及最新物美收购麦德龙中国业务等。这其中，阿里收购高鑫零售、苏宁收购家乐福中国、以及物美收购麦德龙中国，都引发了产业和资本市场的广泛关注。

(2) 但与此同时，我们也看到另外一番景象：有实力和核心能力的企业在加速扩张。包括：(A) 永辉、物美、家家悦等优秀的民营超市龙头通过并购整合和外延开店等方式加速扩张；(B) 来自德国的奥乐齐 (ALDI)、美国的开市客 (Costco) 分别在 2019 年 6 月、8 月在上海开店；(3) 以盒马 (阿里系)、谊品生鲜、生鲜传奇、叮咚买菜、每日优鲜等为代表的创新企业，正在以社区生鲜为主攻方向，打通线上线下，加速迭代商业模式，成为新业态的代表。

以上种种，也蕴涵一些启示和对未来的思考：

(1) 存量经济时代，零售竞争进入下半场，开始从机会型成长走向能力型成长，效率为先。经济及消费进入中低速增长，消费群体和用户需求的变化，技术变革和物流等基础设施的完善，以及互联网电商平台寻求新模式和新成长机会，零售行业自 2016 年新零售以来，出现明显的格局变化，也正呈现出商业模式的红利期越来越短，回归商业本质的速度越来越快的特点，真正以可持续的效率为消费者创造价值，才能实现自身商业模式的盈利性成长。

(2) 行业集中度加速提升，龙头更有整合力和进取心。我们坚定认为，以永辉、物美、家家悦为代表的中国超市龙头已形成强大护城河，当前已有全国/区域密度，在组织建设、机制安排、供应链和物流、精细化运营等方面有核心能力，有效率保障和资本资源实力，也对互联网技术和数据价值有充分认知和探索成效，拉长短板，补足短板，迎来扩张机遇，已开始加速下沉和横向纵向整合，成长逻辑更为清晰。

行业风险提示：消费疲软压制行业业绩和估值；国企改革慢于预期；转型进程的不确定。

【行业观点】

结合对四季度整体消费环境的判断，和我们对零售板块主要子行业及公司的基本面跟踪，以及行业、个股当前估值水平，我们给出三条投资主线：

(1) 我们一直强调，存量经济时代，零售竞争进入下半场，开始从机会型成长走向能力型成长，效率为先，坚定看好市场集中度提升趋势下的龙头企业机会，展望 2019 年下半年，预计龙头成长和业绩表现均有望提速，核心推荐优质龙头永辉超市、苏宁易购、天虹股份。

(2) 必选超市、化妆品、母婴等属于成长性好的细分赛道。其中超市中的家家悦和红旗连锁自身有核心竞争力和鲜明的中长期成长逻辑，且受益通胀，持续重点推荐；以化妆品、母婴、黄金珠宝为代表的细分行业处于红利期，主要公司竞争力提升，从而保障持续增长，组合推荐周大生、老凤祥、丸美股份、爱婴室等。

(3) 盈利趋稳的低估资产。部分百货已处于价值低估、盈利趋稳状态，若再考虑中短期的低基数效应和国改背景下的改善潜力，对冲周期下行，关注王府井、步步高。

【核心推荐】永辉超市、家家悦、天虹股份、苏宁易购、红旗连锁、周大生等

(A) 永辉超市：治理、组织、机制优化，2019 年回归核心能力，再迎高效成长。① 公司 1H19 收入 412 亿元增 20%、同店增长 3.1%、二季度收入、同店均环比提速；② 展望下半年，我们判断开店加速、并表百佳、mini 持续迭代，叠加 2018 年同期较低基数等，三、四季度业绩仍有望保持较快增长。③ 行业变革期，公司具备更高效的与科技企业纵向合作能力，以及更好的同业横向整合机会。给以合理市值 900-1148 亿元，合理价值区间 9.4-12.0 元。

风险提示：跨区域扩张、新业态发展、激励机制改善以及投资收益的不确定性。

(B) 家家悦: 夯实核心竞争力, 2019 年内生外延快速成长。公司为零售行业稀缺的确定性价值成长标的, 优秀的供应链与密集的网点强化竞争壁垒, 同店增速持续优于同业 (1H19 增 4.4%); 2018 年开店 85 家, 2019 年计划开店 100 家, 加快鲁西扩张、积极拓展张家口, 建议密切关注公司外延进展。给以合理市值 149 亿元-179 亿元, 合理价值区间 24.5-29.4 元。

风险提示: 开店速度低于预期; 新店培育期拉长; 区域竞争加剧。

(C) 天虹股份: 引领百货转型创新, 携手腾讯加速科技转型, 进入加速成长期。公司 2013 年开始全面转型, 各层级激励全覆盖激励充分; 围绕数字化、体验式、供应链打造核心竞争力, 引领行业业态创新, 具备整合输出能力; 储备门店丰富, 开店提速且创新管理输出模式, 次新区坪效和毛利率向成熟区域靠拢。通过持续精耕细作、修炼内功, 从而保障公司整体业绩稳健增长, 显著优于同业。给以合理价值区间 14.46-16.06 元。

风险提示: 外延扩张低于预期; 新店培育期拉长; 竞争加剧风险。

(D) 苏宁易购: 智慧零售, 逆势上扬。①全渠道优势: 新零售产业趋势下, 公司是唯一拥有深度融合的双线渠道, 以及优秀运营能力的平台型企业。②竞争格局改善, 市场份额提升: 线上与阿里战略合作, 且增速持续快于京东, 线下同店与开店速度快于国美。③资源充沛, 核心能力强化: 公司零售、金融、物流三大业务协同发展, 科技赋能增效, 集团置业、文创、科技、体育等产业资源丰富。④渠道加速下沉, 有望提升议价能力, 驱动产业链价值再分配。给以合理市值 1529-1826 亿元, 合理价值区间 16.4-19.6 元。

风险提示: 线下改善与线上减亏低于预期; 与阿里合作效果欠佳; 竞争加剧等。

(E) 红旗连锁: 整合成长力强, 打造“生鲜+便利”典范。公司为四川便利店龙头, 我们估计 2Q19 无论是同店还是开店均环比 1Q 显著提速, 期末门店数 2958 家, 我们预计 3Q19 末有望达 3000 家; 公司具有成功并购整合经验, 2015 年收购红艳、互惠、乐山四海, 1H19 推进收购 9010 超市; 预计 2019 年改造 300 家生鲜门店, 打造“生鲜+便利”样本; 新网银行 2018 年盈利, 我们认为有望为公司贡献可持续的投资收益。给以合理价值区间 6.35-7.52 元。

风险提示: 门店租金上涨; 门店整合的不确定性及大量开店后管理的复杂性; 竞争加剧。

行业风险提示:消费疲软压制行业业绩和估值; 国企改革慢于预期; 转型进程的不确定。

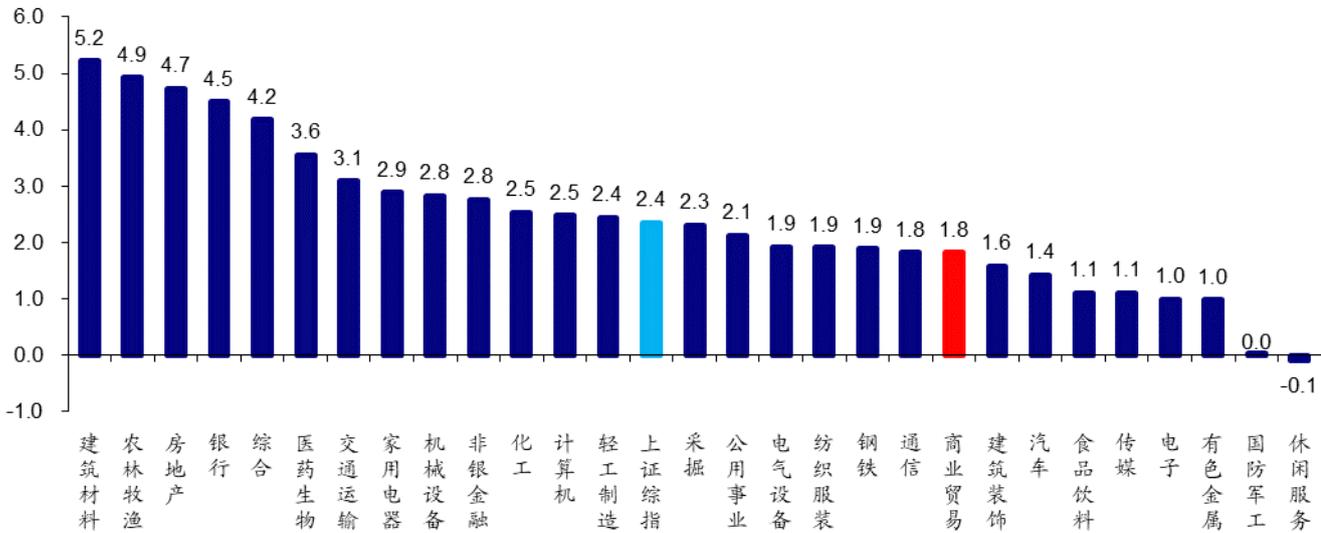
1. 行情回顾 (20191008-20191011)

1.1 申万商贸指数期间涨 1.82%, 跑输大盘 0.53 个百分点

申万商贸指数期间 (10.08-10.11) 涨 1.82%, 跑输上证综指 0.53 个百分点, 板块表现居各板块第 20 位。期间上证综指涨 2.36%, 各板块多数上涨, 其中建筑材料 (+5.2%)、农林牧渔 (+4.9%)、房地产 (+4.7%) 和银行 (+4.5%) 上涨, 仅休闲服务 (-0.1%) 下跌。

海通批零指数期间上涨 1.54%, 子板块中百货上涨 1.93%, 超市上涨 1.07%, 专业市场上涨 1.91%, 专业连锁上涨 1.41%。10 月 11 日, 海通批零板块动态 PE 为 16.61 倍 (剔除苏宁易购), 同期沪深 300 指数为 11.22 倍, 其中, 百货 11.50 倍、超市 35.49 倍、专业市场 12.31 倍、专业连锁 11.83 倍。

图7 各行业指数期间涨幅情况(%, 20191008-20191011)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

1.2 涨跌幅前 10 个股

本周批零板块个股新世界(+6.51%)、供销大集(+5.93%)、爱迪尔(+3.67%)等少数上涨。安德利(-15.12%)、值得买(-13.30%)和深圳华强(-11.34%)领跌。

表 1 批零个股涨跌幅前 10 及主要指数表现(剔除停牌个股, 20191008-20191011)

涨幅前 10	涨跌幅 (%)	最新市值 (亿元)	跌幅前 10	涨跌幅 (%)	最新市值 (亿元)
新世界	6.51	58	安德利	-15.12	16
供销大集	5.93	141	值得买	-13.30	63
爱迪尔	3.67	27	深圳华强	-11.34	162
上海家化	2.81	245	三江购物	-11.00	77
家家悦	0.64	161	御家汇	-9.51	38
红旗连锁	0.40	104	商业城	-9.37	10
天虹股份	-0.25	137	珀莱雅	-8.46	170
华联股份	-0.44	63	南京新百	-8.26	146
莱绅通灵	-0.70	36	中央商场	-7.40	36
三只松鼠	-0.94	275	津劝业	-7.13	21
主要指数	涨跌幅 (%)		主要指数	涨跌幅 (%)	
申万商贸	1.82		创业板指	2.41	
上证综指	2.36		沪深 300	2.55	

资料来源: WIND, 海通证券研究所

表 2 年初至今批零个股涨跌幅前 10 及主要指数表现 (剔除停牌个股, 20190101-20191011)

涨幅前 10	涨跌幅 (%)	最新市值 (亿元)	跌幅前 10	涨跌幅 (%)	最新市值 (亿元)
三只松鼠	224.50	275	御家汇	-22.60	38
值得买	188.66	63	汉商集团	-15.95	27
九美股份	107.61	246	新华都	-15.71	33
中兴商业	94.04	31	商业城	-8.49	10
珀莱雅	92.62	170	新华百货	-7.95	34
家家悦	74.66	161	供销大集	-7.51	141
武汉中商	73.20	28	潮宏基	-6.94	38
红旗连锁	50.77	104	莱绅通灵	-6.46	36
北京城乡	44.30	32	海宁皮城	-5.10	55
中百集团	43.51	51	银座股份	-3.63	25
主要指数	涨跌幅 (%)		主要指数	涨跌幅 (%)	
申万商贸	11.15		创业板指	33.29	
上证综指	19.24		沪深 300	29.93	

资料来源: WIND, 海通证券研究所

2. 行业动态跟踪

► 全国 9 月新开 66 个购物中心, 多以中大体量为主

据联商网&搜铺网商业研究中心统计, 9 月全国新开业各类商业项目 66 个 (不含专业市场、游乐园、酒店及写字楼裙房, 且商业面积 ≥ 2 万 m^2), 新增商业体量 598.44 万方, 平均商业体量 9.07 万方。

此次统计不含 9 月 28 日开业的杭州世茂茂宸金座-缤谷无界商业街区、4 万方的天津欧贸万享集全球进口商品集散交易中心、重庆华南城·城外诚国际灯饰批发城、西安华南城五金建材精品 D 区、写字楼物业上海博华广场等项目。

从开业购物中心区域分布上看, 华东仍然霸居首位, 华南紧跟其后排第二。从商业体量上看, 9 月新开的商业项目中, 多以中大体量为主, 规模在 10 至 15 万方 (含 10 万方, 不含 15 万方) 占比约 30%。

整体上看, 9 月新开的这些商业项目开发或运营企业背景相对平衡, 国内知名连锁企业和当地中小型开发商并重。

资料来源: 联商网

► 银泰携手兰蔻、雅诗兰黛探索新零售, 在宁波开出快闪店

从 10 月 3 号开始, 兰蔻、雅诗兰黛两大品牌纷纷在宁波银泰天一店开出了“快闪店”, 携手银泰在无人售卖新零售领域探索, 同时, 在这个黄金周, 给予消费者更多元化的消费体验。

宁波银泰天一店现有的 38 个美妆柜台中, 有 21 个品牌均为宁波独家, 包括迪奥、海蓝之谜、YSL、CPB、阿玛尼、资生堂、馥蕾诗等等。

宁波银泰天一店化妆品区负责人告诉记者, 2020 年 5 月前, 这里还将引入黛珂等 10 个品牌, 大多数均为宁波独家, 进一步扩大美妆品类规模。除了本身的规模效应之外, 兰蔻、雅诗兰黛等品牌们, 同样看重银泰的数据运营能力, 帮助品牌实现精准营销, 持续吸引新客流。上述负责人介绍, 在刚刚过去的 9 月份, 喵街的一档粉水活动, 就帮助兰蔻单月招新 2000+, 这无疑是数据驱动能力——把人找货变成货找人的绝佳表现。

资料来源: 联商网

行业风险提示: 消费疲软压制行业业绩和估值; 国企改革慢于预期; 转型进程的不确定。

信息披露

分析师声明

汪立亭 批发和零售贸易行业，社会服务行业
 李宏科 批发和零售贸易行业
 高瑜 批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 鄂武商 A, 欧亚集团, 莱绅通灵, 凯撒旅游, 首旅酒店, 大商股份, 永辉超市, 海底捞, 步步高, 周大生, 美吉姆, 中国国旅, 老凤祥, 王府井, 锦江酒店, 合肥百货, 九美股份, 美团点评-W, 小米集团-W, 红旗连锁, 家家悦, 爱婴室, 苏宁易购, 黄山旅游, 中公教育, 天虹股份, 宋城演艺

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。