

# 证券研究报告

2019年02月

## 复盘“四万亿计划”，看消费股表现

行业评级：增持

姓名：訾猛（分析师）

邮箱：zimeng@gtjas.com

电话：021-38676442

证书编号：S0880513120002

姓名：陈彦辛（分析师）

邮箱：chenyanxin@gtjas.com

电话：021-38676430

证书编号：S0880517070001

姓名：张睿（研究助理）

邮箱：zhangrui020842@gtjas.com

电话：021-38032693

证书编号：S0880118080091



国泰君安证券  
GUOTAI JUNAN SECURITIES

# 目录 / CONTENTS

01

“四万亿计划” 主要投向基建、棚户区改造等

02

经济及消费基本面显著改善，消费板块表现更加持久

03

消费各版块个股涨幅前十



## 1.1 投资建议

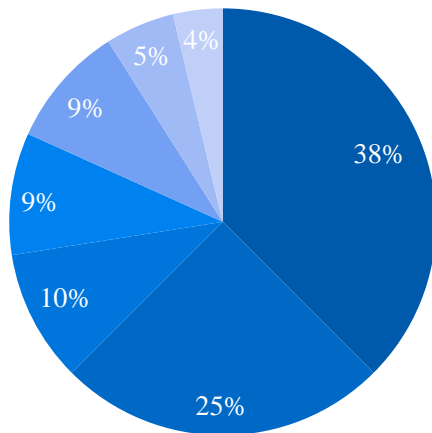
- **社融规模显著超预期。**2019年2月15日央行公布2019年1月份中国社会融资规模增量为4.64万亿元（预期值3.3万亿元），比上月多3.05万亿元，比上年同期多1.56万亿元。新增人民币贷款3.23万亿（预期值3万亿）。社融及信贷均显著超预期。为此，我们复盘2009年“四万亿投资”推出时消费行业表现。
- **2009年“四万亿计划”实施对经济和消费行业拉动显著。**经济增速（2009年GDP Q1-Q4为6.4%/8.2%/10.6%/11.9%）显著改善，社零实际增速大幅提升（2008年15.7%，2009年16.6%），微观层面各行业滞后一个季度左右：**汽车最先复苏，家电、社服持续性最强**，汽车、家电、食品饮料、商业等改善最显著。
- **农业最先表现，汽车涨幅最大。**上证综指于2009年8月达到高点，但消费板块表现更为持久，一路上涨到2009年底。**从区间涨幅来看：**汽车板块遥遥领先，超过300%，之后是家电和社服；**从顺序来看：**农林牧渔最先表现，汽车后来居上之后一路领先，社服持续稳定上涨，家电板块后程发力，从2009年4月开始涨幅进入前三。
- 不同板块细分子行业表现各异：**汽车整车、白电、纺织制造、家用轻工、商业物业经营、农产品加工、食品加工、旅游综合**是各行业中涨幅第一的子版块。
- **投资建议：**从社融和信贷规模放量到基本面改善有个过程，首先需要观察社融及信贷持续性，然后再观察基本面改善程度；从消费行业影响顺序来看，首选周期性消费品。



## 1.2 “四万亿计划” 应对国际金融危机，主要投向基建、房地产等

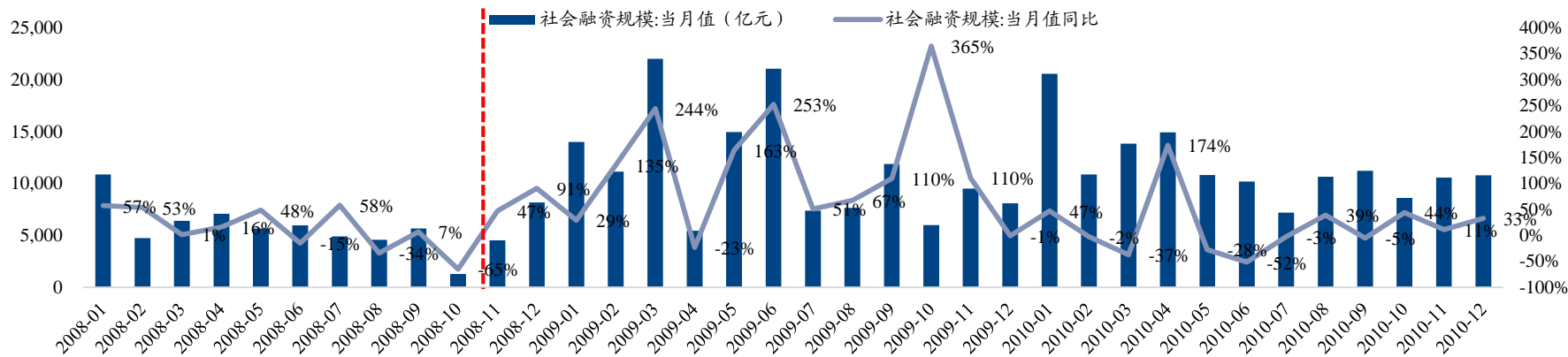
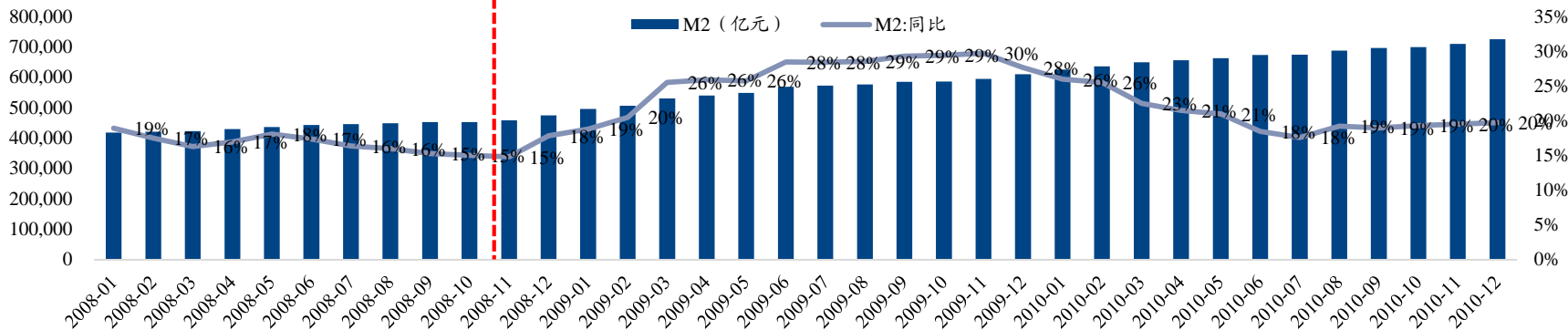
- 为了应对2008年金融危机，中国政府于2008年11月推出了进一步扩大内需、促进经济平稳较快增长的十项措施，实施这十大措施，到2010年底约需投资4万亿元，被称为“四万亿计划”。在4万亿元投资中，新增中央投资共11800亿元（2009年完成9000亿+），占总投资规模的29.5%；其他投资28200亿元，占总投资规模的70.5%。

图：四万亿计划资金投向主要为基础设施建设



- 铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设和城市电网改造
- 灾后恢复重建
- 廉租住房、棚户区改造等保障性住房
- 农村水电路气房等民生工程和基础设施
- 自主创新和结构调整
- 节能减排和生态工程
- 医疗卫生、教育、文化等社会事业发展

# 1.3 2008年11月后M2、社融增长明显



# 目录 / CONTENTS

01

“四万亿计划” 主要投向基建、棚户区改造等

02

经济和消费基本面显著改善，消费板块表现更加持久

03

消费各版块个股涨幅前十

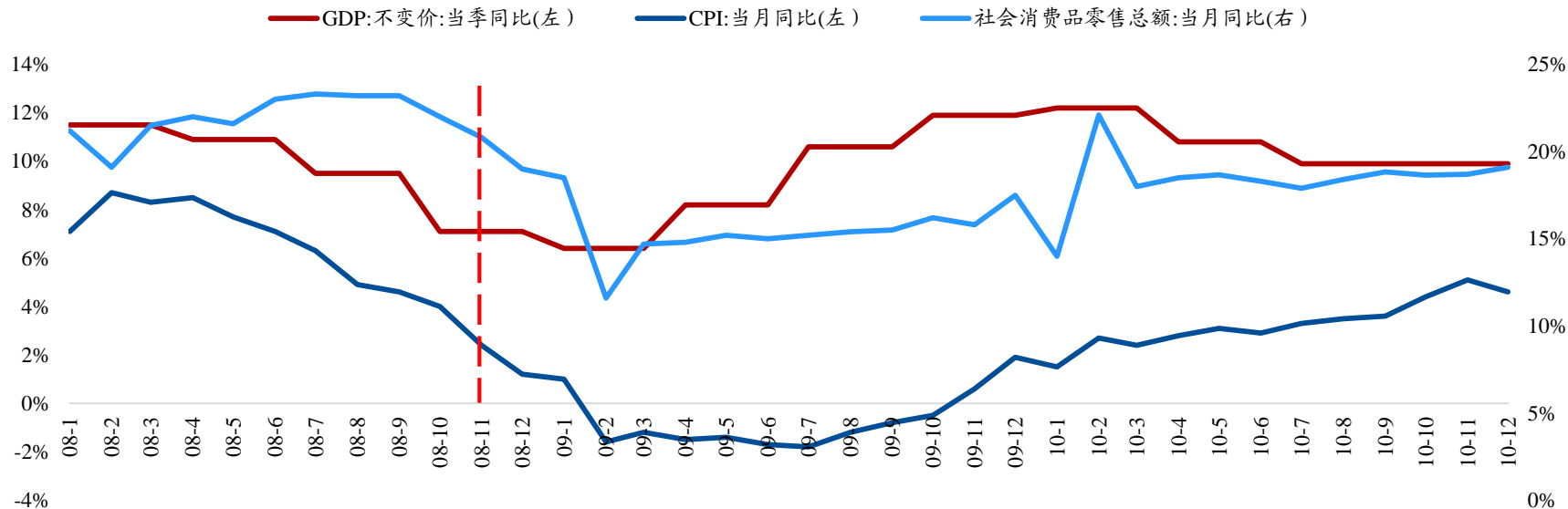




## 2.1 “四万亿计划”带来经济稳步提升

- 随着包括“四万亿计划”在内的一揽子计划有效实施，中国经济稳步提升。2009年GDP四个季度增速分别为6.4%/8.2%/10.6%/11.9%，2009年社零总额实际增速16.6%（名义增速15.9%，CPI -0.7%），为1986-2009年最高增速。

图：“四万亿计划”带来经济稳步提升



## 2.1 “四万亿计划”刺激上证综指一路上扬

- 2007年10月开始，上证综指一路下跌。四万亿计划公布后，上证从2008年10月底的最低1664.93点一路上扬，到2009年8月达到3478.01阶段性最高点，涨幅达到109%，之后在3000点波动，持续到2010年4月。

图：“四万亿计划”刺激上证综指一路上扬





## 2.2 消费上涨持续时间更长，汽车、家电、社服增幅居前

- 上证综指于2009年8月达到高点，但消费板块表现更为持久，一路上涨到2009年底。从区间涨幅来看：汽车板块遥遥领先，超过300%，之后是家电和社服；从顺序来看：农林牧渔最先表现，200811-201901涨幅领先，汽车后来居上之后一路领先，社服持续稳定上涨，家电板块后程发力，从2009年4月开始涨幅进入前三。

	2008年11月	2008年12月	2009年1月	2009年2月	2009年3月	2009年4月	2009年5月	2009年6月	2009年7月	2009年8月	2009年9月	2009年10月	2009年11月	2009年12月
上证综指	8.24%	5.32%	15.15%	20.48%	37.28%	43.31%	52.30%	71.18%	97.37%	54.31%	60.77%	73.29%	84.83%	89.56%
汽车(申万)	16.93%	18.91%	42.39%	63.93%	103.52%	132.64%	154.52%	158.25%	210.70%	162.05%	188.87%	248.11%	280.71%	305.47%
家用电器(申万)	15.41%	21.93%	24.49%	44.29%	66.91%	93.93%	97.27%	104.70%	125.24%	99.00%	118.99%	160.43%	193.31%	209.51%
纺织服装(申万)	12.94%	16.69%	35.79%	42.82%	76.49%	85.47%	94.06%	109.07%	130.34%	89.16%	97.85%	120.03%	149.84%	155.68%
轻工制造(申万)	15.98%	22.93%	39.02%	45.51%	78.76%	87.56%	93.24%	100.01%	131.79%	99.64%	107.80%	132.93%	156.64%	169.45%
商业贸易(申万)	14.13%	24.34%	28.71%	39.78%	62.12%	82.09%	86.34%	101.49%	113.85%	88.33%	99.28%	116.19%	151.05%	160.79%
农林牧渔(申万)	20.37%	26.41%	42.52%	55.60%	73.46%	67.60%	71.80%	81.56%	102.94%	85.04%	83.36%	99.27%	135.95%	141.64%
食品饮料(申万)	12.10%	14.25%	16.11%	28.15%	37.49%	45.85%	49.29%	76.32%	95.47%	80.61%	91.00%	98.16%	133.20%	139.77%
休闲服务(申万)	13.24%	25.29%	41.60%	52.47%	88.91%	97.67%	120.06%	139.76%	165.17%	130.73%	121.54%	140.80%	187.05%	192.58%

## 2.2

## “四万亿计划”后汽车、家电、家具限额以上零售额增速提升显著

图：2009年汽车、家电、家具限额以上零售额增速上升明显

品类	2008-11	2008-12	2009-01	2009-02	2009-03	2009-04	2009-05	2009-06	2009-07	2009-08	2009-09	2009-10	2009-11	2009-12	2010-01	2010-02	2010-03	2010-04	2010-05	2010-06
粮油食品饮料烟酒类	13.8	16.0	39.0	-7.7	6.8	9.2	16.0	15.2	13.3	12.9	10.0	19.0	16.3	17.3	-11.7	54.5	22.9	20.3	17.6	25.4
服装鞋帽针纺织品类	24.1	24.1	34.1	-3.9	9.0	13.9	21.2	21.1	19.1	21.6	19.1	22.4	24.7	21.8	0.9	58.4	25.4	21.0	22.5	26.6
化妆品类	16.3	24.7	29.7	0.8	15.7	18.2	21.7	18.4	20.3	22.0	13.7	18.2	14.0	13.4	3.9	29.5	15.4	17.2	14.1	16.8
金银珠宝类	31.1	20.0	32.0	1.3	1.4	10.4	28.7	16.2	18.4	15.0	12.1	15.6	11.6	25.4	15.6	58.8	44.0	35.9	54.0	56.2
日用品类	11.1	10.8	24.6	0.3	8.5	13.7	15.4	18.5	16.3	15.6	11.4	23.5	16.5	18.7	4.2	35.7	30.2	24.6	32.7	23.3
家用电器和音像器材类	7.5	-5.4	12.5	-9.0	-1.0	0.6	12.0	9.6	8.0	10.9	12.4	35.4	24.9	25.2	18.4	52.8	24.8	34.3	27.1	23.4
家具类	15.7	6.2	25.8	28.4	19.8	22.8	33.3	33.9	42.5	41.6	34.0	45.8	41.0	37.6	39.2	33.1	40.0	35.1	36.7	40.9
汽车类	7.7	18.1	4.2	15.5	17.5	18.5	23.8	30.1	32.0	34.8	44.5	43.6	61.5	57.7	49.1	33.4	36.2	36.9	39.6	28.3



## 2.2 经济刺激后汽车、家电、社服营收增速、盈利能力双双提升

图：消费各版块上市公司营收单季度增速（%）：汽车最先复苏，家电、社服高增速持续时间长

	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4
SW汽车	6.76	11.50	10.60	-6.04	3.61	12.82	29.44	38.01	35.55	9.58	-12.28	17.24
SW家用电器	26.18	8.67	8.02	-13.93	-18.73	-4.25	18.90	42.17	47.60	36.49	33.63	27.20
SW纺织服装	16.06	7.78	10.73	-3.90	-7.54	-2.52	1.23	3.26	15.52	28.34	25.32	29.50
SW轻工制造	29.58	22.78	5.17	-13.80	-17.58	-7.91	8.15	32.20	35.10	27.73	17.77	25.18
SW商业贸易	27.72	30.05	26.18	-8.54	-11.33	-12.55	-0.58	40.73	43.39	40.26	29.10	17.24
SW农林牧渔	40.59	35.93	24.08	1.97	-14.57	-3.91	3.88	38.32	34.14	13.85	19.64	23.61
SW食品饮料	21.98	19.04	11.24	-16.22	-1.12	7.42	8.19	35.80	25.30	16.28	23.99	26.65
SW休闲服务	24.42	0.76	-8.90	-8.64	-5.91	8.88	15.89	18.29	29.10	22.60	39.47	11.80

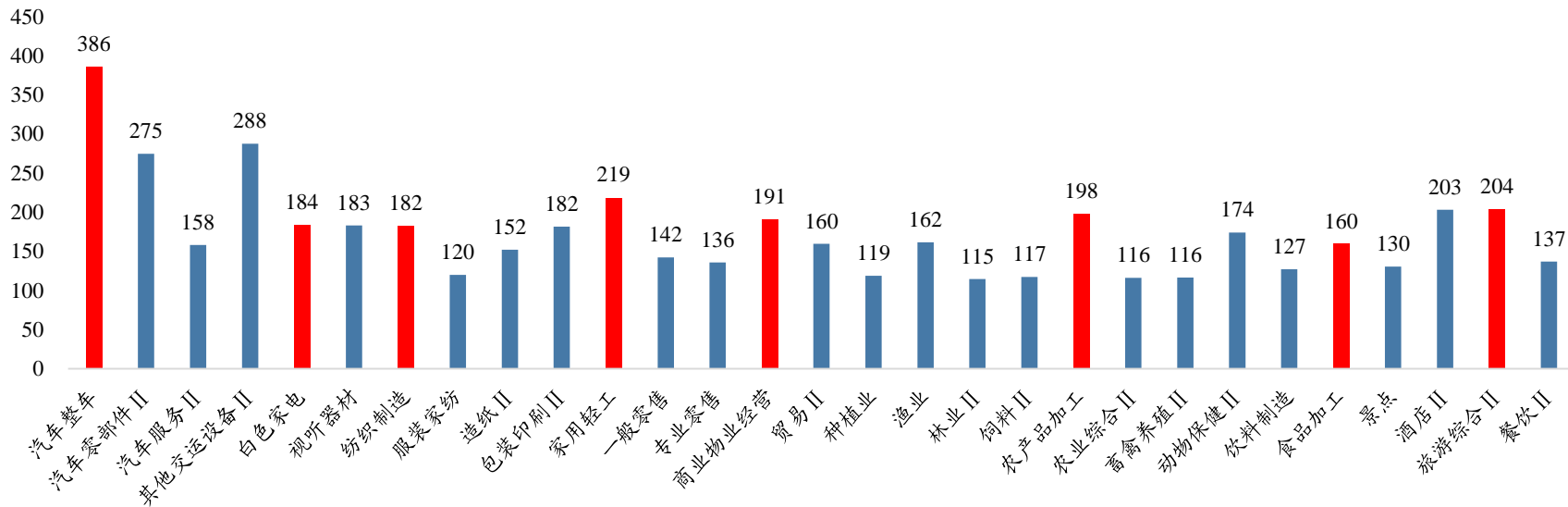
图：消费各版块上市公司单季度净利率（%）：汽车、家电盈利能力提升显著

	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4
SW汽车	0.41	0.98	-0.31	13.49	2.04	3.14	0.97	1.51	2.88	3.56	3.00	2.52
SW家用电器	2.87	3.01	2.55	-0.47	2.40	4.85	3.96	4.33	3.47	4.24	4.23	4.34
SW纺织服装	6.39	11.89	5.97	-2.31	8.21	7.83	6.21	8.85	5.12	5.40	6.05	15.53
SW轻工制造	6.11	6.95	5.18	-4.15	1.54	5.31	7.00	6.86	5.18	6.00	5.42	2.79
SW商业贸易	3.13	3.33	2.16	0.98	3.08	2.87	2.43	2.46	3.14	2.85	2.19	2.59
SW农林牧渔	4.68	3.79	-2.13	2.77	3.81	4.58	4.60	5.05	4.26	3.67	4.22	4.23
SW食品饮料	10.17	8.91	6.38	-2.98	13.14	10.40	11.64	10.11	13.94	12.75	11.18	11.43
SW休闲服务	5.97	13.40	11.62	4.72	7.03	12.58	10.82	7.95	7.02	11.44	9.49	6.67

## 2.3 二级子行业中整车、旅游综合、白电、家用轻工等表现亮眼

- 消费不同板块二级子行业表现各异，汽车整车、白电、纺织制造、家用轻工、商业物业经营、农产品加工、食品加工、旅游综合是各行业中涨幅第一的子版块。

图：200811-200912消费二级子行业涨幅（流通市值加权）



## 2.3 二级分类中涨幅最大的一般都是业绩复苏快或持续时间长的子行业

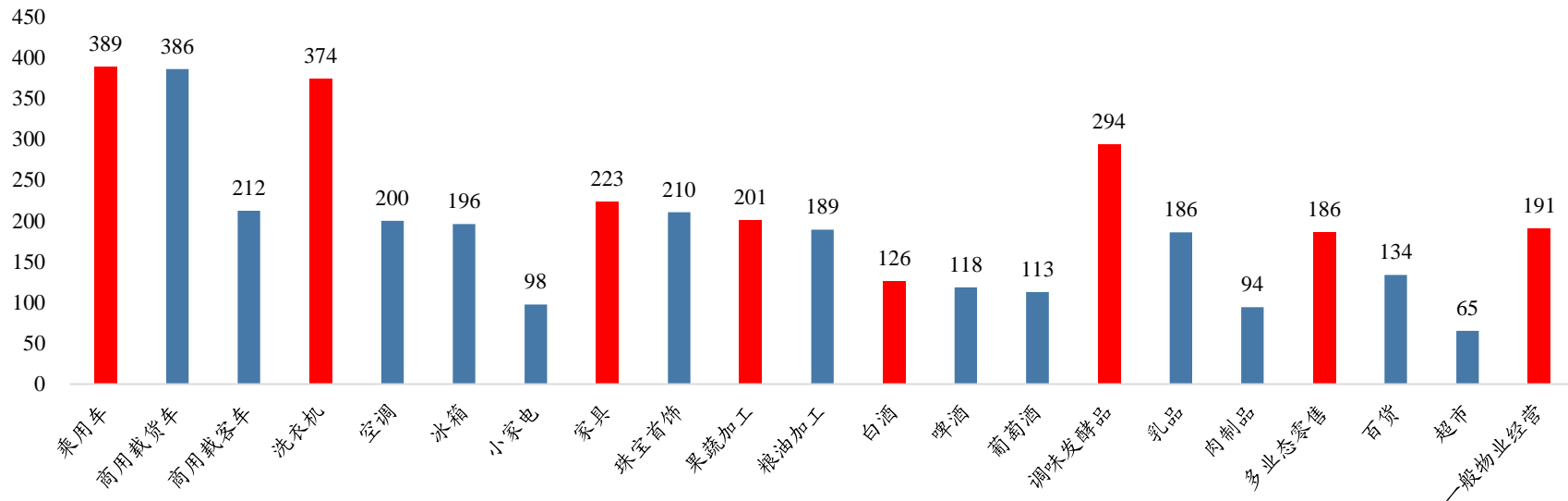
图：消费二级子行业上市公司营收单季度增速（%）

一级分类	二级分类	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4
汽车	汽车整车	9.26	19.82	15.03	-1.73	20.38	35.65	49.64	77.00	45.18	7.37	-12.27	11.32
	汽车零部件II	25.89	27.95	7.30	-26.38	-27.43	5.60	47.99	115.00	138.81	59.93	34.01	39.15
	汽车服务II	20.01	3.03	-12.68	-45.73	-23.92	-26.72	-4.47	-18.23	29.00	114.28	131.07	197.05
	其他交运设备II	3.24	1.25	4.54	-11.49	-21.39	-20.47	-0.98	-16.77	13.56	15.07	-12.29	34.92
家电	白色家电	41.03	10.69	7.43	-9.71	-21.39	-8.61	17.34	42.28	47.29	40.18	48.84	38.44
	视听器材	7.13	4.43	8.84	-18.61	-14.01	6.01	21.14	42.00	48.15	28.31	10.67	11.50
纺服	纺织制造	-2.22	-1.61	-8.24	-15.71	-10.88	-1.64	2.87	-3.89	27.29	23.85	20.89	20.55
	服装家纺	50.18	22.80	41.51	12.79	-3.16	-4.04	-1.23	13.71	1.49	35.79	30.38	38.62
轻工	造纸II	29.50	29.78	4.17	-21.53	-25.74	-14.81	3.78	39.34	44.21	30.03	22.01	30.18
	包装印刷II	14.04	14.83	13.02	-3.30	-0.34	-4.89	6.02	16.59	21.20	14.64	10.08	17.78
	家用轻工	37.45	14.70	2.97	-5.10	-11.23	4.00	17.07	30.12	30.21	30.94	15.54	21.25
零售	一般零售	20.18	19.34	17.42	14.59	4.83	10.29	7.82	15.55	15.67	12.16	15.31	13.50
	专业零售	97.92	64.40	80.14	-51.89	2.36	-36.02	-1.23	-0.75	19.96	22.79	16.96	-1.61
	商业物业经营	-28.05	-31.85	-36.34	-25.89	-20.69	-16.77	-3.22	9.46	31.56	62.34	33.38	25.30
	贸易II	30.56	36.22	27.80	-17.58	-27.17	-26.39	-9.04	59.64	79.17	59.83	39.05	15.79
农业	种植业	25.85	22.60	22.27	3.88	2.33	52.09	40.35	115.69	37.35	19.72	21.75	34.81
	渔业	18.22	20.28	21.99	8.10	18.46	7.78	8.62	34.34	34.76	4.65	28.45	35.44
	林业II	6.35	17.84	-0.09	-0.48	-31.89	-13.06	2.55	0.68	29.39	-15.69	-23.55	23.98
	饲料II	55.42	50.28	26.12	10.55	0.16	6.93	8.08	23.75	26.90	9.88	24.51	27.45
	农产品加工	40.04	41.76	28.57	-4.70	-31.67	-27.58	-25.60	7.25	43.27	22.38	25.40	22.60
	农业综合II	56.17	29.90	19.45	3.89	-10.82	-7.89	29.56	22.40	25.28	6.82	5.57	8.26
	畜禽养殖II	32.96	13.13	5.52	0.25	-9.07	-11.38	7.43	16.66	27.49	17.77	11.02	14.64
	动物保健II	48.89	51.64	-5.67	-18.25	-11.33	-29.32	11.08	32.97	20.43	33.02	13.37	9.78
食品饮料	饮料制造	15.51	19.65	8.22	-11.92	-2.51	6.81	8.12	31.70	23.98	19.88	25.72	24.68
	食品加工	29.29	15.87	17.04	-16.89	3.56	9.82	8.30	35.47	26.03	14.84	20.57	29.40
社服	景点	28.75	-3.79	-2.74	-9.29	11.69	0.09	17.79	-0.33	19.81	24.97	9.46	56.41
	酒店II	14.85	21.60	-1.19	-3.76	-5.67	-4.63	27.39	5.43	20.75	21.21	14.35	-5.22
	旅游综合II	30.08	-4.90	-16.94	-13.99	-12.04	16.32	12.90	26.37	35.28	23.49	56.98	10.29
	餐饮II	7.95	9.99	19.52	26.44	11.59	9.97	10.58	2.14	13.40	16.81	9.98	11.10

## 2.4 三级分类中乘用车、洗衣机、调味品涨幅最大

- 消费三级子行业中，乘用车、洗衣机、家具、果蔬加工、白酒、调味品、一般物业经营、多业态零售是该分类中涨幅最大的子行业。

图：200811-200912消费三级子行业涨幅（流通市值加权）



## 2.4 三级分类中涨幅最大的一般都是业绩增速高的子行业

图：消费三级子行业上市公司营收单季度增速（%）

二级分类	三级分类	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2011Q3	2010Q4
汽车整车	乘用车	15.45	14.29	-2.31	-14.17	-4.14	23.14	23.12	579.48	107.78	100.84	78.16	80.86
	商用载货车	9.26	19.82	15.03	-1.73	20.38	35.65	49.64	77.00	45.18	7.37	-12.27	11.32
	商用载客车	19.55	34.22	-4.74	-21.89	-32.72	-24.39	13.60	35.76	76.73	52.58	27.35	38.41
白色家电	洗衣机	-15.35	0.22	-7.31	7.53	0.35	-13.54	21.36	77.08	76.32	101.67	71.54	43.78
	空调	51.26	10.04	7.37	-8.57	-23.28	-9.79	18.75	53.40	44.61	40.71	55.19	43.84
	冰箱	26.32	10.60	-1.56	-26.59	-22.73	-5.38	28.33	29.96	61.43	34.53	29.35	27.47
	小家电	17.14	27.97	29.76	4.40	-12.47	-10.67	-12.06	3.81	27.42	38.60	32.71	7.56
家用轻工	家具	12.06	5.97	-3.93	-17.15	-6.62	-3.60	6.65	37.45	21.04	25.94	12.04	11.91
	珠宝首饰	-62.49	-71.52	-11.85	-9.98	-7.80	-36.79	-39.97	-10.98	-11.32	37.61	17.84	-29.50
农产品加工	果蔬加工	48.21	43.95	30.35	-6.39	-40.80	-33.07	-32.38	8.89	64.33	43.23	55.89	30.07
	粮油加工	14.55	43.33	35.25	3.77	3.90	-2.86	-0.40	12.52	18.37	-6.72	-9.42	8.22
饮料制造	白酒	18.21	47.08	12.14	-18.75	11.75	21.69	20.68	52.85	34.60	33.29	37.52	37.15
	啤酒	18.69	7.67	15.46	16.09	9.09	19.18	10.94	4.09	7.15	2.74	12.11	10.44
	葡萄酒	19.41	3.69	8.77	30.97	0.91	8.13	19.57	17.64	19.19	16.89	20.70	21.41
食品加工	调味发酵品	-9.09	5.88	-4.04	7.38	15.52	13.59	32.01	36.64	15.91	17.86	-2.60	18.66
	乳品	15.23	16.48	24.87	-35.41	7.67	7.74	-0.11	67.24	30.74	8.54	19.99	27.99
	肉制品	63.52	24.52	12.63	-5.80	-6.74	8.61	13.11	20.51	29.02	26.23	29.67	27.34
一般零售	多业态零售	21.28	24.74	19.96	12.14	5.16	9.29	8.80	17.67	17.08	10.56	14.24	13.30
	百货	9.30	-6.24	5.74	31.49	-0.07	17.75	3.72	11.04	15.98	19.51	19.33	10.37
	超市	26.61	21.95	17.03	11.78	7.83	8.89	6.80	10.21	9.12	13.29	17.00	18.02
商业物业	一般物业经营	-28.05	-31.85	-36.34	-25.89	-20.69	-16.77	-3.54	18.82	29.01	37.43	29.14	17.19



# 目录 / CONTENTS

01

“四万亿计划” 主要投向基建、棚户区改造等

02

经济及消费基本面显著改善，消费板块表现更加持久

03

消费各版块个股涨幅前十



## 3

## 200811-200912消费各版块涨幅top 10

行业	涨幅排名	证券代码	证券简称	涨幅	行业	涨幅排名	证券代码	证券简称	涨幅
家电	1	000521.SZ	长虹美菱	461%	汽车	1	000868.SZ	安凯客车	532%
	2	000533.SZ	万家乐	427%		2	600166.SH	福田汽车	507%
	3	600060.SH	海信电器	383%		3	600742.SH	一汽富维	456%
	4	600983.SH	惠而浦	376%		4	600104.SH	上汽集团	430%
	5	000418.SZ	小天鹅A	373%		5	000800.SZ	一汽轿车	428%
	6	000921.SZ	海信家电	284%		6	000760.SZ	斯太尔	427%
	7	002035.SZ	华帝股份	239%		7	001696.SZ	宗申动力	409%
	8	000801.SZ	四川九洲	234%		8	600178.SH	东安动力	396%
	9	600690.SH	青岛海尔	221%		9	002048.SZ	宁波华翔	394%
	10	002260.SZ	*ST德奥	216%		10	000581.SZ	威孚高科	379%
零售	1	002091.SZ	江苏国泰	378%	食品饮料	1	600300.SH	维维股份	466%
	2	600735.SH	新华锦	375%		2	600084.SH	中葡股份	431%
	3	600280.SH	中央商场	344%		3	600866.SH	星湖科技	431%
	4	000906.SZ	浙商中拓	312%		4	000596.SZ	古井贡酒	423%
	5	000516.SZ	国际医学	310%		5	600199.SH	金种子酒	419%
	6	000829.SZ	天音控股	307%		6	000716.SZ	黑芝麻	348%
	7	000058.SZ	深赛格	306%		7	600559.SH	老白干酒	342%
	8	000151.SZ	中成股份	294%		8	000799.SZ	酒鬼酒	323%
	9	600723.SH	首商股份	288%		9	600419.SH	天润乳业	320%
	10	600655.SH	豫园股份	288%		10	600809.SH	山西汾酒	310%

## 3

## 200811-200912消费各版块涨幅top 10

行业	涨幅排名	证券代码	证券简称	涨幅	行业	涨幅排名	证券代码	证券简称	涨幅
农业	1	600873.SH	梅花生物	527%	社服	1	002159.SZ	三特索道	329%
	2	600275.SH	ST昌鱼	472%		2	600593.SH	大连圣亚	305%
	3	002100.SZ	天康生物	299%		3	000613.SZ	大东海A	301%
	4	000893.SZ	*ST东凌	297%		4	000524.SZ	岭南控股	272%
	5	600298.SH	安琪酵母	279%		5	600749.SH	*ST藏旅	265%
	6	600191.SH	华资实业	234%		6	000430.SZ	张家界	255%
	7	600359.SH	新农开发	229%		7	002059.SZ	云南旅游	245%
	8	000930.SZ	中粮生化	229%		8	600258.SH	首旅酒店	242%
	9	002157.SZ	正邦科技	223%		9	600754.SH	锦江股份	237%
	10	000576.SZ	广东甘化	220%		10	600555.SH	海航创新	211%
轻工	1	600076.SH	康欣新材	514%	纺织	1	600146.SH	商赢环球	878%
	2	000587.SZ	金洲慈航	417%		2	002042.SZ	华孚时尚	541%
	3	002229.SZ	鸿博股份	402%		3	600510.SH	黑牡丹	354%
	4	002243.SZ	通产丽星	373%		4	000982.SZ	*ST中绒	282%
	5	002228.SZ	合兴包装	337%		5	002034.SZ	旺能环境	272%
	6	002012.SZ	凯恩股份	336%		6	002193.SZ	如意集团	265%
	7	600612.SH	老凤祥	331%		7	600448.SH	华纺股份	229%
	8	600135.SH	乐凯胶片	326%		8	600987.SH	航民股份	228%
	9	600793.SH	宜宾纸业	298%		9	600493.SH	凤竹纺织	219%
	10	600891.SH	秋林集团	275%		10	002144.SZ	宏达高科	216%



国泰君安证券  
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

资料来源：Wind，国泰君安证券研究

# 免责声明

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

# 国泰君安商贸零售团队

Thank you for listening

