

2019年05月27日

纺织服装行业周报 20190526

看好

——消费分化明显，电商流量向性价比产品倾斜，推荐 高端复苏及大众白马

相关研究

"纺织服装行业周报 20190520-4 月社零受节假日影响增速回落，5 月有望反弹，继续推荐高端复苏及大众白马"
2019 年 5 月 20 日

"由筑底转向复苏，看好行业迎来双击-纺织服装行业 2018 年报及 2019 年一季报回顾"
2019 年 5 月 6 日

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

陈泽人 A0230117090003
chenzr@swsresearch.com
戎姜斌 A0230118070010
rongjb@swsresearch.com

联系人

戎姜斌
(8621)23297818×转
rongjb@swsresearch.com

本期投资提示：

- **上周纺织服装板块表现弱于市场。**上周申万纺织服装指数下跌 3.61%，弱于申万 A 指数 1.67 个百分点。其中，服装家纺指数下跌 3.86%，弱于申万 A 指数 1.92 个百分点；纺织制造指数下跌 3.23%，弱于申万 A 指数 1.29 个百分点。
- **近期重点数据回顾：4 月社零数据回落，主要受节假日影响，5 月有望反弹。**1) 根据国家统计局统计，19 年 4 月份全国社会消费品零售当月额同比增长 7.2%，19 年 1-4 月社会消费品零售总额累计值同比增长 8.0%。4 月份我国社零总额 3.1 万亿元，同比增长 7.2%，增速环比放缓 1.5 个百分点。4 月份消费市场增速放缓主要是受“五一”假期移动影响。据测算，如果剔除假日移动因素，4 月份增速与 3 月份基本持平。2) 服装零售略有下跌，4 月份限额以上纺织服装品类零售额同比下降 1.1%。3) 线上零售方面，1-4 月份网上实物商品零售额实现 2.4 万亿元，同比增长 22.2%，增速较一季度加快 1.2 个百分点，对社会消费品零售总额增长的贡献率为 45.7%，拉动社会消费品零售总额增长 3.7 个百分点，占社会消费品零售总额的比重达到 18.6%。其中，4 月份网上实物商品零售额实现 6161 亿元，同比增长 25.8%，增速环比提升 2.3 个百分点。
- **近期重点推荐：中高端服饰回暖有类 16 年底，运动板块持续高景气，大众消费筑底，电商龙头保持高成长。**我们首推：1) **增长确定性强、卡位优质细分赛道具备长期发展潜力的高端品牌。**比音勒芬是服装行业内成长性最快的优质标的，18 年同店提升、渠道扩张，业绩发力弹性大。我们认为公司所处的高端休闲服饰领域赛道优质，公司多年经营下具备极强壁垒。2) **估值具备安全边际、公司经营质地优良的女装企业。**歌力思：公司是优质的高端女装时尚集团，一季度主品牌零售端复苏，多品牌协同发力。**地素时尚**：公司具备穿越周期的稳定高盈利水平，扩宽产品价格带提升性价比释放消费弹性，历史高分红稳定。
- **电商领域龙头优势不断强化，19 年有望持续保持增长。**其中南极电商 GMV 高速增长、优势不断强化。电商行业整体面临消费下行、线上流量增长放缓，公司表现出强劲的逆势增长。核心竞争力强劲、生态链构建完善、立足高性价比的定位符合当前发展趋势。公司资产负债表进一步优化，我们看好公司核心品类市占率进一步提升，19 年新兴品类落地有望进一步拓展公司的经营边界，品质提升与质量管控强化执行。
- **外资配置加码，龙头白马估值溢价有望再发掘。**我们认为，未来龙头公司市场地位带来的稳健增长、市占率提升溢价有望被进一步发掘，白马龙头大市值、流动性好、高分红的特性也有望获得更高溢价。推荐海澜之家与森马服饰。海澜之家自 2017 年下半年以来变化积极，新兴品牌、海外市场拓展等多项战略纷纷落地。我们认为公司未来五年持续回购规划彰显龙头风范，分红+回购总金额占全年归母净利润比例 69.4%-78.0%，看好长期业绩增长带来稳定回报。森马服饰在童装领域的龙头优势强化明显，2018 年市占率提升逻辑进一步验证，看好龙头地位带来的估值溢价。
- **行业观点与投资建议：**一二季度服饰消费分级趋势明显，高端消费穿越周期，大众消费有望从企稳复苏，当前估值低安全边际强。**推荐：**1) 高端复苏：比音勒芬、歌力思、地素时尚、爱婴室、安奈儿；2) 大众白马：海澜之家、森马服饰；4) 电商成长：南极电商。
- **风险提示：**消费复苏不达预期。



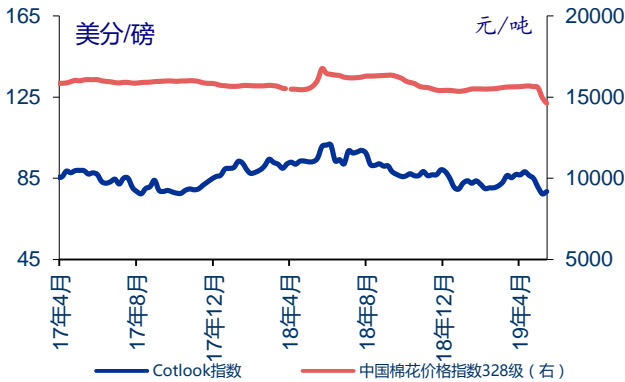
申万宏源研究微信服务号

1. 近期行业重点数据

1.1 棉花现货、期货价格跌幅明显

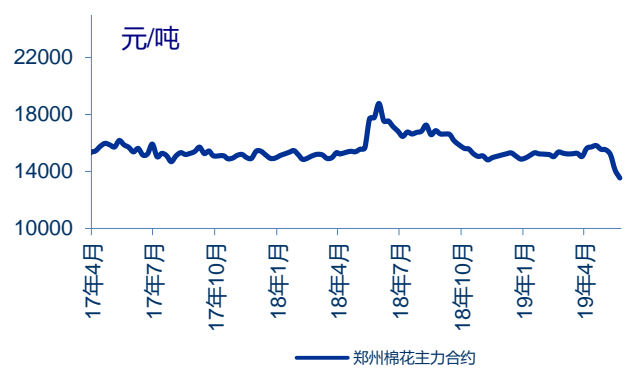
上周棉花现货、期货下跌明显：2019年5月24日，国内328级现货报于14621元/吨，较前一周下跌2.27%；郑棉主力合约报于13555元/吨，较前一周下跌3.9%。

图 1：国内 328 级棉花现货 14621 元/吨



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 2：郑棉期货主力合约 13555 元/吨



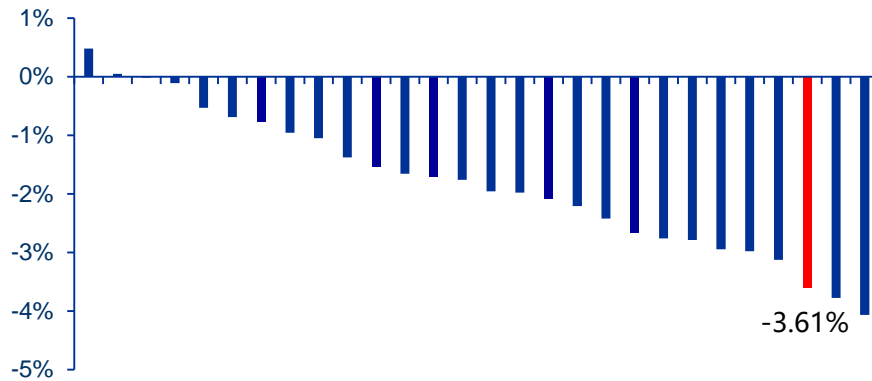
资料来源：郑州商品交易所、申万宏源研究

2. 上周板块表现

上周纺织服装板块表现弱于市场。上周申万纺织服装指数下跌 3.61%，弱于申万 A 指数 1.67 个百分点。其中，服装家纺指数下跌 3.86%，弱于申万 A 指数 1.92 个百分点；纺织制造指数下跌 3.23%，弱于申万 A 指数 1.29 个百分点。

上周涨幅前五的个股：华孚时尚(9.58%)，森马服饰(5.99%)，欣龙控股(5.06%)，地素时尚(3.13%)，九牧王(2.99%)。跌幅前五的个股：浔兴股份(-30.30%)，嘉欣丝绸(-19.59%)，柏堡龙(-16.88%)，申达股份(-15.32%)，华茂股份(-14.00%)。

图 3：上周纺织服装板块表现弱于市场



银农有计建非钢公机采休家国防通交建轻综电化汽医纺食商
行林色算筑银铁用械掘闲用防地信气通筑工合子媒工车药织品业
牧金机材金事设服电军产设运装制生服饮贸
渔属料融业备务器工备输饰造物装料易

资料来源：Wind、申万宏源研究

3. 公司重要公告

3.1 太平鸟

2019-05-23 每股派息 1 元，除权日 2019 年 5 月 31 日。

3.2 安奈儿

2019-05-22 每股派息 0.16 元，除权日 2019 年 5 月 30 日。

3.3 地素时尚

2019-05-20 每股派息 1 元，除权日 2019 年 5 月 29 日。

3.4 富安娜

2019-05-24 实控人、控股股东林国芳解除质押 925 万股（占总股本的 1.1%）。

3.5 百隆东方

2019-05-22 收回投资设立上海信聿企业管理中心资金 2 亿元，剩余出资额 8 亿元。

3.6 健盛集团

2019-05-24 以 9.65-11.09 元/股的价格回购公司 1486 万股（占总股本的 3.6%），交易总额 1.6 亿元。

3.7 跨境通

2019-05-23 股东杨建新补充质押 200 万股（占总股本 0.1%），累计质押 2.6 亿股（占总股本 16.4%）股东徐佳东补充质押 190 万股（占总股本 0.9%），延期回购 2646 万股（占总股本 1.7%），累计质押 2.2 亿股（占总股本 14.0%）。

3.8 南极电商

2019-05-21 董事刘睿因个人资金需求，计划减持公司股份不超过 1283 万股（占总股本不超过 0.52%）。

3.9 拉芳家化

2019-05-23 公司购买 1.5 亿元理财产品。

3.10 御家汇

2019-05-23 拟以不超过 20.3 元/股回购 616-1232 万股 (占总股本 2.3%-4.5%) 。

4. 行业新闻

4.1 对比 9 大知名女装上市企业：差距缩小，集团化趋势明显

随着女性职业水平提高，经济日益独立，服装消费能力不断提升，女装已成为服装消费中第一大品类。

在国内市场强大的消费需求刺激下，女装规模亦不断扩大，据商业咨询公司 Frost &Sullivan 的数据，中国女装市场总体规模已超 8000 亿元，预计中国女装市场规模在未来将保持稳定增长，在 2021 年市场规模可超 1.7 万亿元。

作为国内起步最早、最活跃的服装行业，目前女装产业已经形成了一个较为完整的产业链，从产品设计、制造到销售模式都达到了成熟水平，市场趋于高度饱和。然而国外快时尚品牌和设计师品牌的涌入使这个赛道更加拥挤。

近期，各个服装品牌的 2018 年年报陆续揭晓，纵观 2018 年女装上市企业的整体业绩表现，企业之间的差距正在逐步缩小，女装行业的竞争未来将更趋激烈。

《联商网》聚焦和甄选了九家国内重点女装上市企业，涵盖规模领头羊到阶梯追随者，从营收、净利、渠道、未来计划等方面切入，见微知著，以一斑窥全豹。

一、营收、净利对比

数据显示，2018 女装各上市企业表现有喜有忧，但整体依然呈上升趋势。

从营收来看，在被统计的 9 家品牌中，除了拉夏贝尔，其余 8 家上市女装企业全部实现营收正增长，营收最高的是拉夏贝尔，高达 101.76 亿元，其次是维格娜丝 30.9 亿元、江南布衣 28.64 亿元。从营收增幅来看最高的是江南布衣 22.80%，其次是中高端女装维格娜丝 20.30%和歌力思 18.66%。

从净利润看，除拉夏贝尔和日播时尚，其余 7 个品牌均实现正增长，排在前三的分别是地素时尚、江南布衣和歌力思。净利同期增幅最快的前三则是维格娜丝、江南布衣和歌力思，分别达到了 43.6%、23.80%和 20.74%。

值得注意的是，拉夏贝尔虽然拿下营收第一荣誉，但它也是 9 家企业中唯一一家营收负增长的企业，同时拉夏贝尔首次出现净利润下滑，大跌 132%，已经落后于其他女装上市企业。

资料显示，拉夏贝尔于 2017 年 9 月登陆 A 股，在上市次年的 2018 年公司业绩便出现了亏损。上市之初，它受到资本热烈追捧，连续涨停。到如今，它总市值仅剩 43.5 亿元，

较之前 75.2 亿元的高点几近腰斩。然而，在面对业绩股价双双低迷的情况下，拉夏贝尔却表示还将继续进行门店扩张和智慧门店的建设，2019 年的资本寒冬下，拉夏贝尔或将面临更加残酷的挑战和考验。

二、门店数量对比

随着百货的日渐式微，购物中心的趁势崛起，各大服装品牌也加快了渠道变革和调整力度，在开店拓展速度上呈现出了不一样的景观。

据年报显示，截至 2018 年末，拉夏贝尔共有直营品柜数量 9269 个。然而仅在 2019 年开年后短短 3 个月内，拉夏贝尔净关店 1616 间至 7653 间，较 2018 年 3 月末净减少 1887 个，宣称以减少“资源的无效投入”。

有意思的是，拉夏贝尔在关店的同时，也在 2018 年新开了 1132 家门店，而且这些店大多还都是直营模式。可见，拉夏贝尔在一边关店的同时，仍在“疯狂”地扩张门店。这种“左手扩张右手关店”的谜之模式有些令人看不懂，能否拯救拉夏贝尔于困顿之中亦是未知数。

除拉夏贝尔以外，维格娜丝的门店数量在报告期内也出现了减少，其中，VGRASS 品牌门店净减少 5.5%至 153 家，TEENIEWEENIE 品牌门店净减少 4.2%至 1232 家，云锦门店数量未发生变化。其余品牌的门店数量均在报告期内出现正增长，增长数量最多的是江南布衣，报告期内净增 240 家。

三、线上营收对比

随着电商的发展渗透以及消费者消费习惯的转变，各大品牌的赛场也从线下蔓延到了线上，线上渠道成为品牌们日益重视的赛场。从整体来看，各个女装品牌 2018 年的线上渠道收入增长明显，且在总销售额中的占比也逐步增加。

以上述 9 大女装品牌为例，从增幅来看，除了拉夏贝尔和日播时尚，其他品牌的增幅均达到了两位数，安正时尚更是达到了 107.18%。另外，虽然朗姿并没有公布线上渠道的具体数据，但也在年报中提及全年电商女装流水提高了 117%。

事实上，线上消费在人们日常消费中扮演重要角色的今天，线上渠道已经成为各大品牌不可忽视的领域。下一步，如何在各大平台上进一步抢占顾客的注意力，是这些品牌需要思考的问题。

四、打造多品牌矩阵 集团化趋势明显

面对越来越细分化的市场需求，各女装企业似乎都有了一致的发展目标和经营动作，那就是成为综合性的“时尚集团”，且未来计划继续加大多品牌多业务布局，集团化趋势明显。

比如江南布衣为了配合其集团多品牌扩展的策略，在 2018 年推出了一个全新的时尚环保品牌——REVERB 和旗下第二个男装品牌——SAMO，今年 2 月又推出一个新的男装设计师服饰品牌“A PERSONAL NOTE 73”，推新品牌的速度另业内难以望其项背。

此前,江南布衣旗下已有 8 个品牌,分别是女装 JNBY、女装 less、男装(速写)、Pomme de terre(蓬马)、家居 JNBYHOME、男装 SAMO、设计师品牌集合店 LASU MIN SOLA 及运动休闲 REVERB。

地素时尚目前拥有“DAZZLE”、“DIAMOND DAZZLE”、“d'zzit”和“RAZZLE”四个服装品牌,同时在年报中表示未来会不断引入新的品牌和业务,多品牌发展,业务范围也可能不仅局限于服装,会涵盖大时尚概念,也会在原有品牌的基础上考虑延伸品类设计。

安正时尚在拥有“玖姿”、“尹默”、“安正”、“斐娜晨”、“摩萨克”五个线下自有时装品牌之外,还收购了以母婴产品代运营为主的上海礼尚信息科技有限公司,开始进入母婴及儿童用品领域。同时,安正时尚还计划布局时尚标品领域,包括化妆品(彩妆、护肤品)、珠宝首饰等业务。

朗姿股份目前共有时尚女装、绿色婴童、时尚医美、资产管理等四个业务板块。在女装市场,目前拥有自主品牌共 4 个,分别是 LANCY FROM 25、LIME FLARE、marien° mary、liaalancy,代理品牌共 4 个,分别是 MOJO S.PHINE、JIGOTT、FABIANA FILIPPI、DEWL。另外,朗姿女装还涉及了母婴及儿童用品、医疗美容等领域。

依然不得不提拉夏贝尔,其多品牌策略似乎尚未奏效,并没能遏制业绩衰落势头。拉夏贝尔目前拥有 LaChapelle、Puella、Candie's、7m 及 LaBabité等 20 多个品牌,涵盖大众休闲男女装、设计师品牌、童装等。虽然公司旗下品牌众多,但从财报披露的数据看,近两年来公司业绩一直在倒退,原因是营收占比较高的女装品牌 La chapelle 和 Puella 的 2018 年销售同比下降 10%以上,而女装品牌 Candies 及童装、男装品牌等销售的增长尚无法弥补 La chapelle 和 Puella 的下降幅度。

由此可见,在培育新品牌初期,企业会经历一段转型阵痛期。但如果运作得当,多品牌矩阵的布局,有望成为企业新的增长点。

五、争做头部企业 女装行业竞争更趋激烈

纵观这 9 家女装上市企业的经营业绩,维格娜丝、江南布衣、朗姿、珂莱蒂尔、歌力思、地素时尚 6 家女装企业在 2018 年的净利润均呈双位数高增长,特别是上市不久的地素时尚,尽管整体营收仅 21 亿元,但净利润高达 5.74 亿元,成为这九家企业中最会赚钱的一家。

但是从营收规模来看,除了拉夏贝尔超过 100 亿元,其余女装企业大多徘徊在 20-30 亿这个阶梯上,差距相差不大。这一方面反映了当下女装行业的竞争激烈程度,另一方面也反映了目前国内女装仍处于一种市场较为粗放、市场集中度相对较低,缺乏头部企业和品牌的成长阶段。

如今,中国服饰产业已然从生产导向转向消费导向,行业竞争的焦点已经变为品牌力的角逐。以年龄层对女装品牌进行划分的时代也已经彻底过去,未来的女装市场将以兴趣标签和价值观划分。未来有哪些女装企业能够“脱颖而出”,真正成为有竞争力的女装集

团,可能还是要取决于企业的转型、调整、重塑和升级之路如何进行,在经历激烈厮杀后,女装企业的竞争力才会由此发生质变并真正拉开差距。

来源：<http://m.efu.com.cn/news/newsview-1276922-1.html>

5. 近期关注

表 1：纺织服装上市公司非流通股解禁明细（至 2019 年 6 月 30 日）

代码	简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	变动前流动 A 股占比 (%)	变动后流动 A 股占比 (%)	解禁股份类型
002293.SZ	罗莱生活	2019-06-06	101.97	92.89	93.02	股权激励限售股份
002656.SZ	摩登大道	2019-06-10	2325.42	66.20	69.47	定向增发机构配售股份
002003.SZ	伟星股份	2019-06-13	3233.23	82.71	86.98	定向增发机构配售股份
002094.SZ	青岛金王	2019-06-14	3245.28	90.69	95.38	定向增发机构配售股份
002397.SZ	梦洁股份	2019-06-20	1650	64.42	72.95	股权激励限售股份
603587.SH	地素时尚	2019-06-24	3400	15.21	23.69	首发原股东限售股份

资料来源：wind，申万宏源研究

表 2：纺织服装行业 2019 年估值比较表

纺织服装	证券代码	证券简称	股价 2019/5/24	总股本 (亿股)	市值 (亿元)	EPS			PE			评级
						17A	18A	E19	17A	18A	E19	
大众服饰	600398.SH	海澜之家	8.44	44.9	379	0.74	0.78	0.83	11	11	10	买入
	002563.SZ	森马服饰	11.32	27.0	306	0.42	0.58	0.70	27	19	16	买入
	603877.SH	太平鸟	16.85	4.8	81	0.95	1.31	1.44	18	13	12	增持
	2020.HK	安踏体育	49.45	26.9	1,328	1.15	1.53	1.81	43	32	27	买入
	3998.HK	波司登	1.99	107.0	213	0.06	0.08	0.10	35	26	20	
中高端消费	002832.SZ	比音勒芬	42.34	1.8	77	0.99	1.43	2.26	43	30	19	买入
	002029.SZ	七匹狼	6.37	7.6	48	0.42	0.47	0.52	15	14	12	增持
	601566.SH	九牧王	14.11	5.7	81	0.86	0.86	1.00	16	16	14	增持
	603808.SH	歌力思	15.43	3.3	51	0.91	1.13	1.30	17	14	12	增持
	603839.SH	安正时尚	11.39	4.0	46	0.68	0.89	1.08	17	13	11	增持
	603587.SH	地素时尚	24.35	4.0	98	1.20	1.39	1.60	20	18	15	增持
	002875.SZ	安奈儿	17.52	1.3	23	0.52	0.78	0.79	34	22	22	增持
	300005.SZ	探路者	3.91	8.9	35	-0.1	0.11	0.12	0	37	33	增持
603214.SH	爱婴室	35.60	1.0	36	0.94	0.95	1.05	38	37	34	增持	
家纺	002293.SZ	罗莱生活	10.90	7.5	82	0.57	0.69	0.79	19	16	14	增持
	002327.SZ	富安娜	7.37	8.7	64	0.56	0.68	0.71	13	11	10	增持
	603365.SH	水星家纺	17.50	2.7	47	0.97	1.12	1.25	18	16	14	增持
面辅料	2313.HK	申洲国际	95.10	15.0	1,430	2.50	3.02	3.53	38	31	27	
	000726.SZ	鲁泰 A	10.07	8.6	97	0.98	1.01	1.05	10	10	10	增持
	002042.SZ	华孚时尚	6.86	15.2	104	0.45	0.55	0.67	15	13	10	
	601339.SH	百隆东方	4.65	15.0	70	0.33	0.39	0.40	14	12	12	增持
603558.SH	健盛集团	9.02	4.2	38	0.32	0.53	0.66	29	17	14		
电商	002640.SZ	跨境通	8.51	15.6	133	0.48	0.77	0.77	18	11	11	增持

	002127. SZ	南极电商	11.03	24.5	271	0.22	0.36	0.51	51	31	22	买入
	300577. SZ	开润股份	30.50	2.2	66	0.61	0.81	1.06	50	38	29	增持
日化	600315. SH	上海家化	27.65	6.7	186	0.58	0.70	0.84	48	39	33	增持
	603630. SH	拉芳家化	14.18	2.3	32	0.61	0.82	0.93	23	17	15	增持
	300740. SZ	御家汇	12.88	2.7	35	0.58	0.86	1.31	22	15	10	
	603605. SH	珀莱雅	63.00	2.0	127	1.00	1.31	1.94	63	48	33	买入

资料来源：wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。