

纺织服装

5月女装线上销售大幅增长，棉价跌幅收窄

评级：增持（维持）

分析师：王雨丝

执业证书编号：S0740517060001

电话：021-20315196

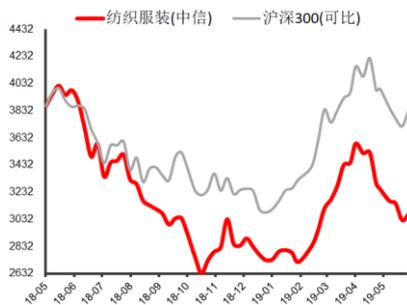
Email: wangys@r.qizq.com.cn

研究助理：曾令仪

Email: zengly@r.qizq.com.cn

基本状况

上市公司数	88
行业总市值(百万元)	487233
行业流通市值(百万元)	369782

行业-市场走势对比

相关报告

1. 增值税率下调对纺服行业影响几何？
2. 1-2月服装类社零总额同增1.8%，为2010年来新低
3. 关注低估值业绩稳健增长的细分龙头
4. 3月服装线上销售环比有所回暖
5. USDA预计2019年美棉植棉面积同降2%
6. 3月服装需求环比改善，关注行业复苏趋势
7. 18年全球奢品销售提速，国内头部珠宝品牌表现佳
8. 4月服装线上销售持续回暖，国储棉轮出正式启动
9. 五一错峰影响，4月社零数据环比放缓
10. 快时尚在华销售变“慢”，4月棉纺织景气度转淡

重点公司基本状况

简称	股价(元)	EPS(元)				PE				PEG
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
歌力思	15.17	1.10	1.31	1.61	1.94	14	12	9	8	0.66
海澜之家	8.70	0.77	0.84	0.89	0.95	11	10	10	9	1.77
百隆东方	4.64	0.29	0.39	0.44	0.50	16	12	11	9	1.48
森马服饰	10.68	0.63	0.71	0.81	0.92	17	15	13	12	0.70
水星家纺	18.08	1.18	1.44	1.74	2.74	17	15	13	12	1.35
九牧王	14.42	0.93	0.99	1.07	1.16	16	15	13	12	2.06

备注：股价为2019.5.31收盘价

投资要点

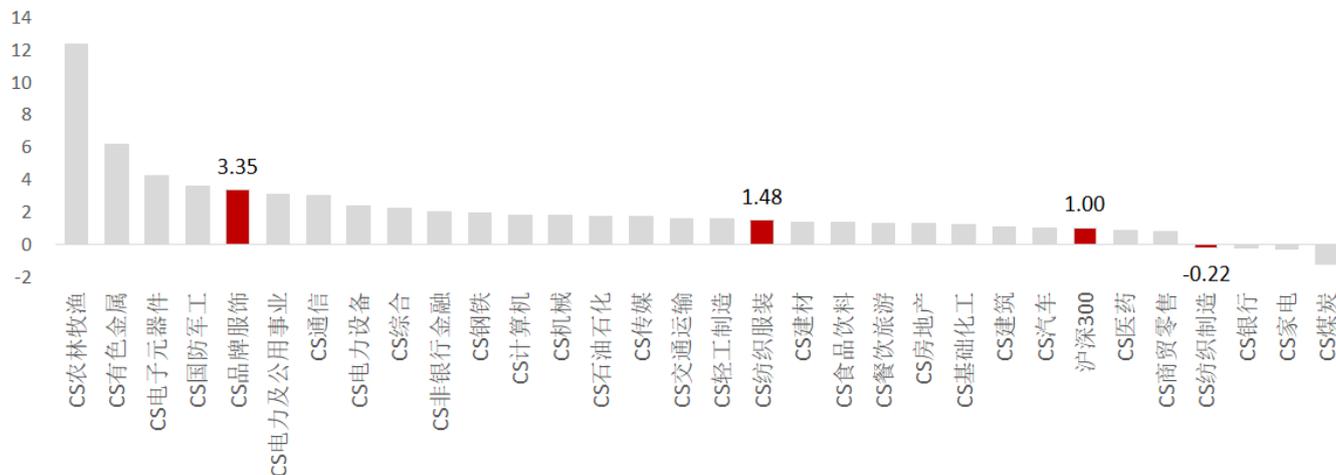
- **一周回顾：**本周中信纺织服装指数上涨1.48%，其中纺织制造和品牌服装分别+3.35%和-0.22%，沪深300指数+1.00%。从估值上看，纺织制造/品牌服装环比分别-0.04%/2.10%，达46.38/27.60。从个股表现上看，搜于特、比音勒芬、安奈儿涨幅居前，柏堡龙、ST赫美、ST刚泰跌幅居前。
- **行业数据&资讯：**
 - **品牌服饰：五一促销，带动5月女装线上销售环比大幅增长。**2019年5月天猫平台男/女/童装、家纺类产品销售额当月同比增速为+7.72%/+3.8%/+13.70%/+31.06%，环比增速分别为-15.66%/+336.62%/+0.83%/+7.77%。整体来看，5月品牌服装线上销售数据持续回暖。其中女装销售额环比均实现大幅增长，或因天气变暖换季带动服装销售增长，同时今年五一假期较去年增加一天且全包含在5月，促销活动刺激了消费需求。
 - **纺织制造：储备棉成交率持续下滑，而棉价跌幅收窄。**本周棉花328价格指数收于14581元/吨，单价环比/同比变动-40/-2030元；Cotlook A价格指数收于80.35美分/磅，环比/同比变动+1.85/-19.60美分，内棉价格持续下跌，主要受中美贸易的不确定性影响，下游订单减少所致，而美棉价格环比回升主要是受益于出口良好以及不利天气的影响。从国储棉的成交情况来看，前四周成交率分别为99.83%/91.68%/93.43%/86.70%，主要是由于短期市场供给充裕，且下游客户观望情绪强。价格方面，前四周分别下跌504/684/285/61元/吨，跌幅明显收窄。
- **行业观点及投资建议：**在五一错峰影响下，4月终端销售额增速环比放缓，剔除该因素，预计整体延续2019Q1水平，行业终端需求有望企稳。考虑到2019年至今各项减税降费政策频出、同时流动性放松有望助推消费回暖。并且2018Q1高基数因素逐渐消除，全年呈现前低后高趋势。从估值角度看，目前品牌服装细分龙头估值均不到20倍且处于历史较低水平。建议关注童装赛道好的**森马服饰**、低估值高分红的大众男装龙头**海澜之家**、以及业绩有保障、集团化运营能力突出的低估值中高端标的**歌力思**。
- **风险提示：**宏观经济增速放缓风险；终端消费需求放缓，或致品牌服饰销售低于预期；棉价异动风险。

内容目录

板块表现.....	- 3 -
行业数据.....	- 4 -
品牌服饰：五一促销，带动5月女装线上销售环比大幅增长.....	- 4 -
棉纺制造：储备棉成交率持续下滑，而棉价跌幅收窄.....	- 8 -
行业公告&资讯.....	- 11 -
风险提示.....	- 13 -
附录：图表.....	- 13 -
投资评级说明.....	- 14 -

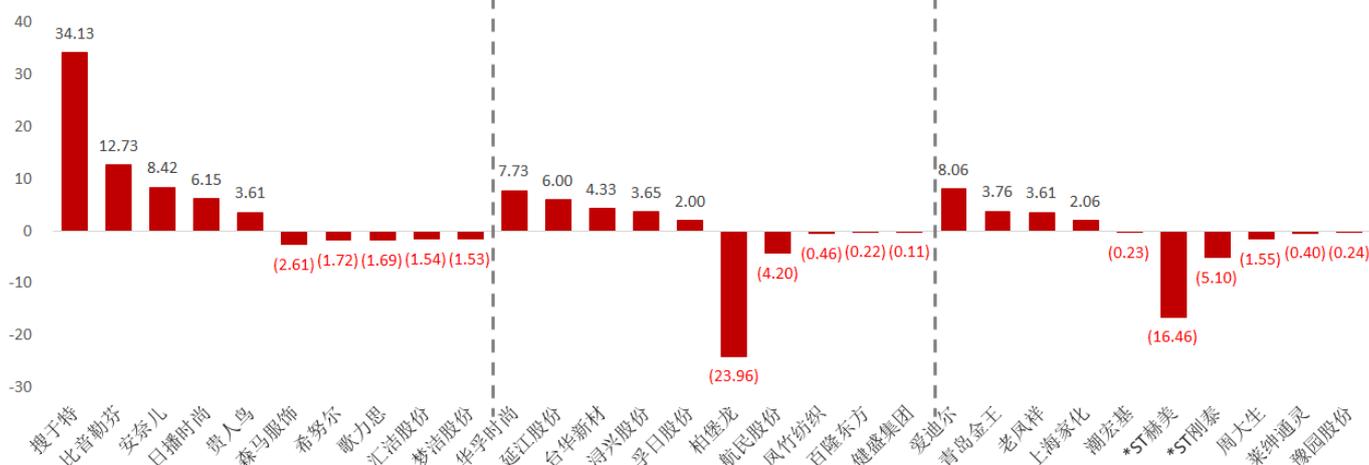
板块表现

图表1: 本周板块表现: 纺织制造 (-0.22%)、品牌服饰 (+3.35%), 沪深300指数 (+1.00%)



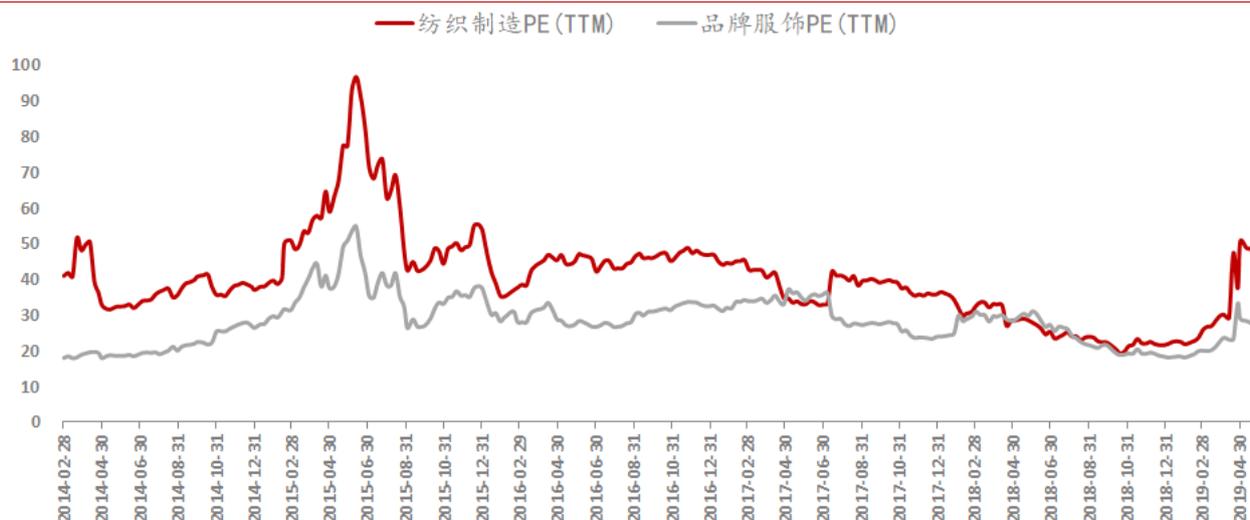
来源: wind, 中泰证券研究所

图表2: 本周个股表现: 纺服行业搜于特、比音勒芬、安奈儿幅涨居前, 柏堡龙、航民股份、贵人鸟跌幅居前; 化妆品珠宝板块爱迪尔、青岛金王、老凤祥涨幅居前, ST赫美、ST刚泰、周大生跌幅居前



来源: wind, 中泰证券研究所

图表3: 品牌服装 (28x)、纺织制造 (46x) 板块估值 (截至 2019.5.31)



来源: Wind, 中泰证券研究所

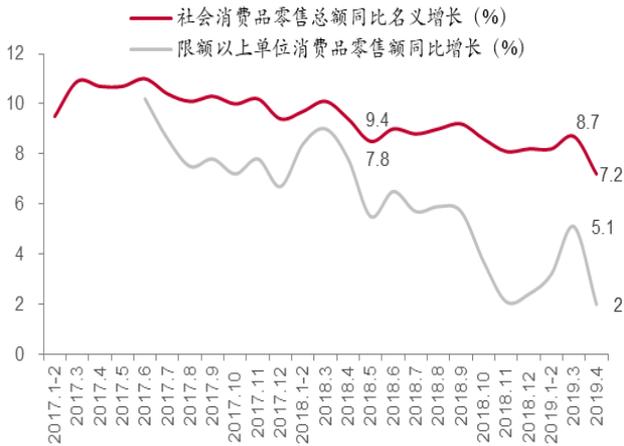
行业数据

品牌服饰: 五一促销, 带动5月女装线上销售环比大幅增长

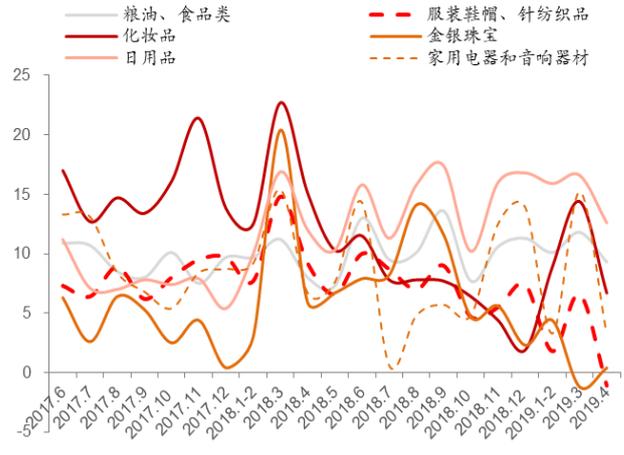
- 最国家统计局新数据显示,2019年4月社会消费品零售总额30586亿元,同比增长7.2%,增速同比/环比分别-2.2/-1.5PCTs。其中限额以上企业销售额增速为2.0%,增速同比/环比分别-5.8/-3.1PCTs。**社会消费品零售总额增速回落主要受“五一”假期错月后移影响,如果剔除假日移动因素,消费品市场总体上仍保持平稳增长。预计5月受益于假期的后移及天数的延长,销售数据有望回暖。**
- 分品类看,4月社会零售总额中,除服装鞋帽、针纺织品外,各品类均实现同比正增长。其中必须消费品表现较好,粮油食品/日用品增速分别提升1.3/0.6PCTs至9.3%/12.6%。而服装鞋帽、针纺织品/化妆品/金银珠宝/家用电器和音响器材增速分别-10.3/-8.4/-5.5/-3.5PCTs至-1.1%/6.7%/0.4%/3.2%。

图表4: 2019.4社零/限额以上企业零售额当月同比增速(%) (数据更新至19.5.24)

图表5: 2019.4月社零总额中分品类销售额当月同比%。(数据更新至19.5.24)

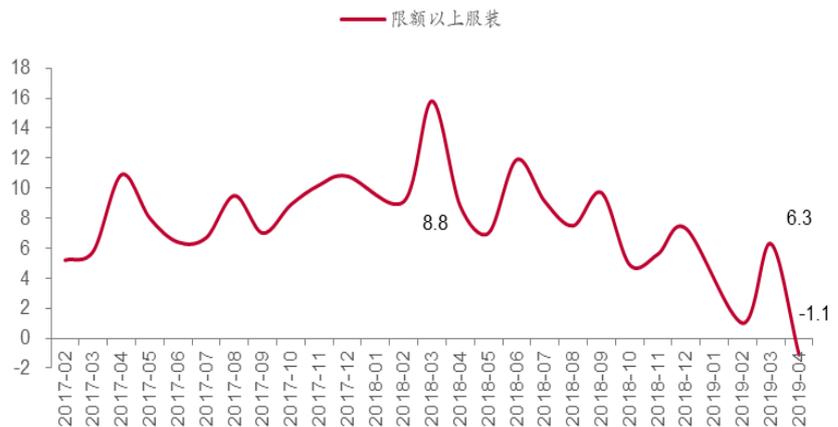


来源：中华全国商业信息中心，中泰证券研究所



来源：中华全国商业信息中心，中泰证券研究所

图表 6: 2019.4 月限额以上企业服装类零售额增速 (%)



来源：中华全国商业信息中心，Wind，中泰证券研究所

- 分渠道看，线上服装销售持续回暖。1-4 月实物商品网上零售额同增 17.8%，占社零总额的 18.6% (+0.4PCTs)。其中 4 月线上实物商品销售额同增 25.8%，增速同比/环比分别变动+2.3/+3.2PCTs。其中穿着类实物商品网上零售额增长率为 23.7%，同比/环比变动 -4.3/+4.6PCTs，相较于一季度，增速分别+10.5/+1.1PCTs。线下方面，4 月份实体店消费品零售额增长 3.3%，增速环比放缓 1.9PCTs。单就服装类产品，限额以上企业零售额同增-1.1%，增速同比/环比分别-9.9/-7.4PCTs。
- 从服装类线上销售额看，2019 年 5 月天猫平台男/女/童装、家纺类产品销售额当月同比增速为+7.72%/+3.8%/+13.70%/+31.06%，环比增速分别为-15.66%/+336.62%/+0.83%/+7.77%。整体来看，5 月品牌服装线上销售数据持续回暖。其中女装销售额同比环比均实现大幅增长，或因天气变暖换季带动服装销售增长，同时今年五一假期较去年增加一天且全部包含在 5 月，促销活动刺激了消费需求。
- 从品牌排行看，行业龙头品牌排名靠前。天猫平台男装 TOP10 品牌

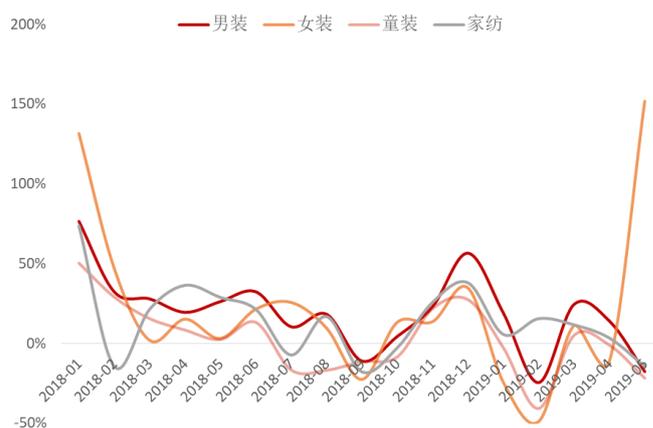
分别为杰维麦、路杰顿、花花公子等；女装 TOP10 品牌有优衣库、派睿斯、UR 等；童装 TOP10 品牌有巴拉巴拉、南极人、北极绒等；家纺类产品 TOP10 品牌有南极人、北极绒、水星家纺等；护肤品 TOP10 品牌为莱贝、一枝春、欧丽源等；彩妆类产品 TOP10 品牌为完美日记、花西子、圣罗兰等。

图表 7: 2017.1 至 2019.4 月社零总额中线上销售增速%



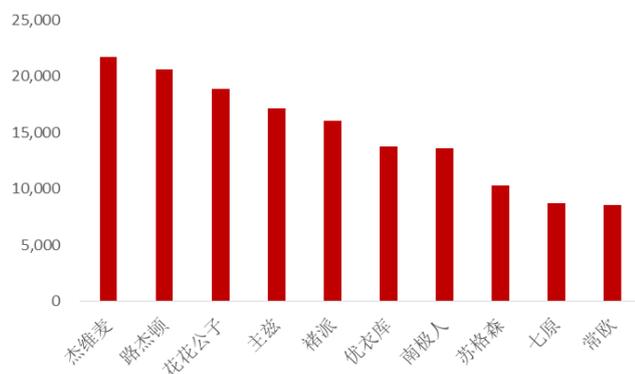
来源：国家统计局，中泰证券研究所

图表 8: 2018.1-19.5 天猫、淘宝平台男/女/童装、家纺销售额当月同比%



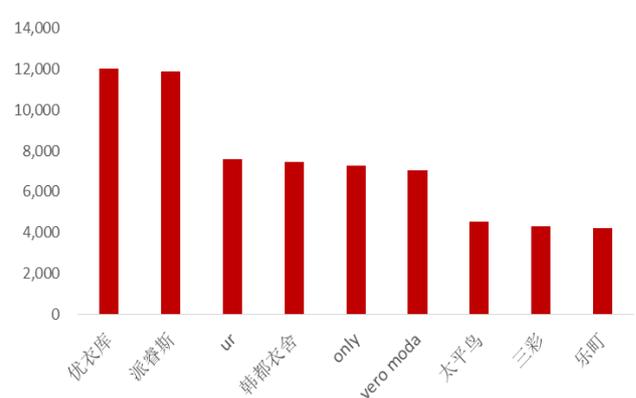
来源：淘数据，中泰证券研究所

图表 9: 2019.5 月天猫平台男装销售额 TOP10 品牌 (万元)



来源：淘数据，中泰证券研究所

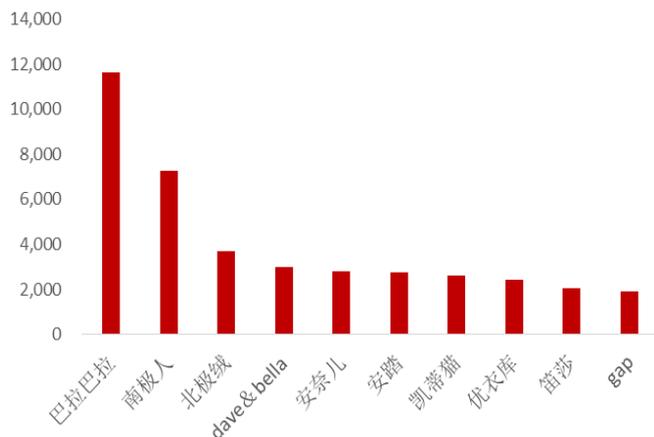
图表 10: 2019.5 月天猫平台女装销售额 TOP10 品牌 (万元)



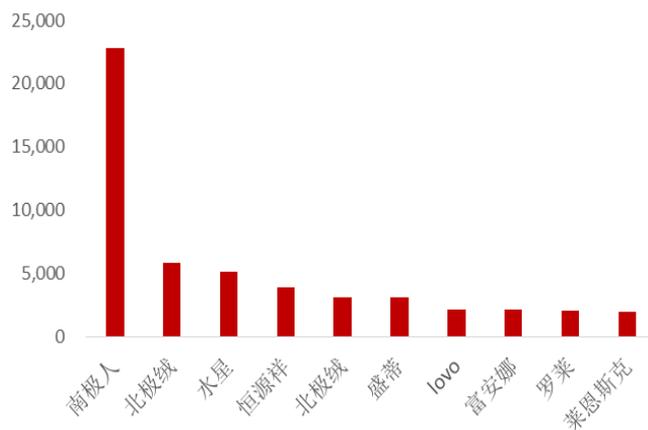
来源：淘数据，中泰证券研究所

图表 11: 2019.5 月天猫平台童装销售额 TOP10 品牌 (万元)

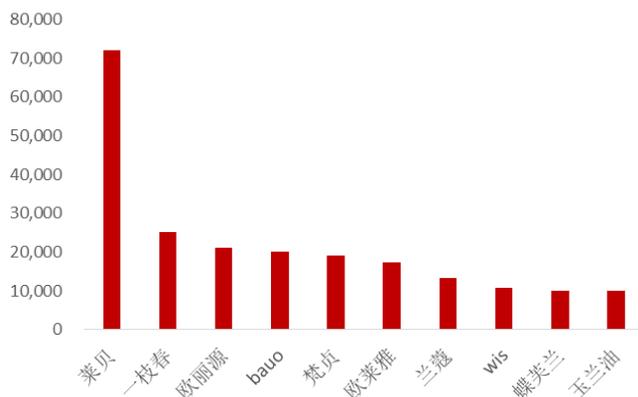
图表 12: 2019.5 月天猫平台床上用品销售额 TOP10 品牌 (万元)



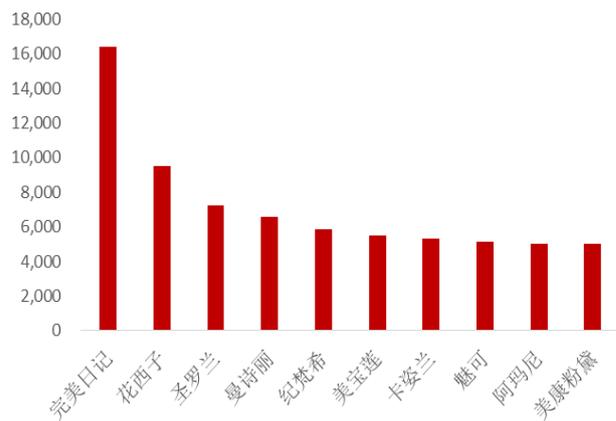
来源：淘数据，中泰证券研究所

图表 13: 2019.5 月天猫平台护肤类销售额 TOP10 品牌 (万元)


来源：淘数据，中泰证券研究所

图表 14: 2019.5 月天猫平台彩妆类销售额 TOP10 品牌 (万元)


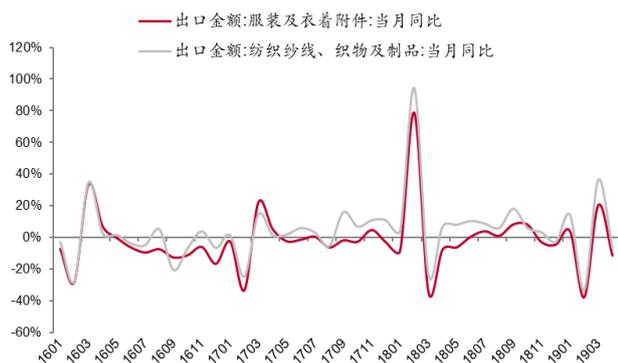
来源：淘数据，中泰证券研究所



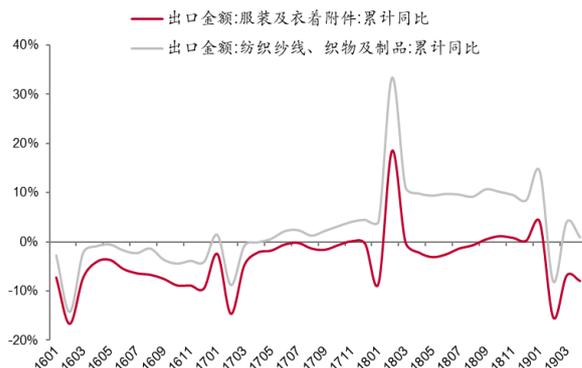
来源：淘数据，中泰证券研究所

- 4 月纺织服装出口增速放缓。**从出口看，2019 年 4 月当月纺织类/服装类产品出口金额分别同比-6.74%/-11.33%，增速环比-43.19/-31.84PCTs。增速环比放缓明显，主要因 3 月存在春节效应（去年春节较晚，3 月数据存在季节错位），同时全球经济增速放缓，以及中美贸易形势不确定，下客户呈观望态度，导致出口承压。

图表 15: 2019.4 月当月服装类出口金额同比 -11.33% (增速环比-31.84PCTs)，纺织类出口金额同比-6.74% (增速环比-43.19PCTs)。
图表 16: 2019.4 月服装类出口金额累计同比-7.94% (增速环比-1.10PCTs)，纺织类出口金额累计同增 0.92% (增速环比-3.11PCTs)。



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

棉纺制造: 储备棉成交率持续下滑, 而棉价跌幅收窄

- 本周棉花 328 价格指数收于 14581 元/吨, 单价环比/同比变动-40/-2030 元; Cotlook A 价格指数收于 80.35 美分/磅, 环比/同变动+1.85/-19.60 美分, 内棉价格持续下跌, 主要受中美贸易的不确定性影响, 下游订单减少所致, 而美棉价格环比回升主要是受益于出口良好以及不利天气的影响。从国储棉的成交情况来看, 前四周成交率分别为 99.83%/91.68%/93.43%/86.70%, 主要是由于短期市场供给充裕, 且下游客户观望情绪强。价格方面, 前四周分别下跌 504/684/285/61 元/吨, 跌幅明显收窄。此外, 涤纶短纤/粘较短纤分别为 7600/11550 元/吨, 环比分别变动-500/-350 元。
- 4 月棉纺织景气度转淡, 量价均有下滑。2019 年 4 月中国棉纺织景气指数 47.63, 与 3 月相比下降 1.1。受终端销售疲软的影响, 产品销售指数降幅最大(-2.5), 4 月纱销量环比下降 12.47%, 布销量环比下降 13.96%。生产指数环比下降 1.53, 纱产量环比下降 3.44%, 布产量环比下降 0.58%, 主要是由于中美贸易形势不确定, 国内订单转移所致。库存方面, 产品库存指数环比下降 1.59, 除了需求减少外, 棉花价格下行, 传导至棉纱制品, 导致产品价格下压, 增加了清库存的压力。总体来看, 滑准税配额以及国储棉轮出使得棉花短期内供大于求, 纺织品价格恐难上涨。同时, 在内销、出口双双承压的背景下, 纺织企业补库谨慎, 观望情绪上升。
- 从供需看, 5 月 USDA 上调进口量及消费量, 预计国内供需缺口缩小。2019 年 5 月 USDA 预计 2018/19 年国内供需差为 95.8 万吨, 较 4 月预期值增长了 10.9 万吨, 主要来自进口量的上调(2019 年一季度我国棉花进口量同增 94.7%至 68.8 万吨)。从 2019/20 年预期来看, 供需缺口缩小 33.1 万吨至 62.7 万吨, 主要是由于国内消费量的涨幅(+21.8 万吨)小于进口量的增长(+54.4 万吨)。从全球市场看, 2018/19 年供需差为 93.1 万吨, 较 4 月预计基本持平(-0.5 万吨)。从 2019/20 年预期来看, 小幅下调全球棉花库存量(-17 万吨)的同时, 产量和消费量分别上调了 152.8/70.1 万吨, 使得供需缺口大幅减少至 10.4 万吨。产量方面, 由于全球棉花种植面积可能达到 7 年来的高点, 以及主要棉花生产国单产

的提升, 预计同增 152.8 万吨至 2731.4 万吨, 其中美国和印度的贡献最大。使得供需缺口大幅减小至 10.4 万吨。

- **从需求看, 4 月下游纺织服装国内消费及出口增速均有放缓。**从内需来看, 2019 年 4 月服装鞋帽、针纺织品/限额以上企业服装类/穿着类实物商品网上零售额分别同比 -1.1%/-1.1%/23.7%, 较一季度分别 -7.7%/-7.4%/+4.6PCTs。出口方面, 2019 年 4 月当月纺织类/服装类产品出口金额分别同比 -6.74%/-11.33%, 增速环比 -43.19%/-31.84PCTs, 环比放缓明显。
- **库存有所改善。**USDA 2019 年 4 月数据显示, 2018 年中国棉花库存比为 82.70%, 较 2017 年下降 9.75%, ICAC 的预测也反应相同趋势, 预计 2018 年为 97% (-4PCTs)。分使用目的看, 国内商业库存和工业库存分别为 379.49/78.68 万吨, 环比变动分别为 -36.91/-5.49 万吨。从中间环节看, 2019 年 4 月国内纱线/坯布库存天数分别为 24/30 天, 环比分别提升 2.80/1.07, 主要是由于纺织品产销与上月相比出现下降。4 月纱线产量环比下降 3.1%, 销售率为 76.9%, 较上月减少 5.5PCTs。

图表 17: USDA 对中国棉花供需预测 (万吨)

	期初库存	产量	进口量	国内消费量	出口量	期末库存
2012/13	676.7	762.0	442.6	783.8	1.1	1,096.5
2013/14	1,096.5	713.1	307.4	751.2	0.7	1,365.4
2014/15	1,365.4	653.2	180.3	740.3	1.5	1,457.0
2015/16	1,457.0	479.0	96.0	762.0	2.8	1,267.2
2016/17	1,267.2	495.3	109.6	816.5	1.3	1,054.2
2017/18	1,054.2	598.7	115.4	870.9	1.1	896.4
2018/19 (19 年 5 月)	827.8	604.2	185.1	881.8	3.3	732.0
2018/19 (19 年 4 月)	827.8	604.2	174.2	881.8	3.3	721.1
2019/20 (19 年 5 月)	732.0	604.2	239.5	903.6	2.8	669.3

来源: USDA, 中泰证券研究所

图表 18: USDA 对全球棉花供需预测 (万吨)

	期初库存	产量	进口量	国内消费量	出口量	期末库存
2012/13	1,604.7	2,690.2	1,008.1	2,344.9	1,016.4	1,959.6
2013/14	1,997.4	2,621.7	898.8	2,393.9	888.5	2,243.7
2014/15	2,249.3	2,595.1	785.3	2,425.9	768.8	2,431.4
2015/16	2,420.0	2,093.5	771.2	2,444.2	764.9	2,076.3
2016/17	2,076.3	2,321.6	819.9	2,499.8	814.3	1,893.0
2017/18	1,893.0	2,672.8	763.2	2,629.4	873.7	1,920.5
2018/19 (19 年 5 月)	1,765.3	2,578.6	915.1	2,671.7	915.1	1,665.0
2018/19 (19 年 4 月)	1,764.7	2,589.4	916.4	2,682.0	916.4	1,664.3
2019/20 (19 年 5 月)	1,665.0	2,731.4	987.4	2,741.8	987.4	1,648.0

来源: USDA, 中泰证券研究所

图表 19: USDA 2019 年中国棉花库存消费比为 73.86% (-8.84PCTs)



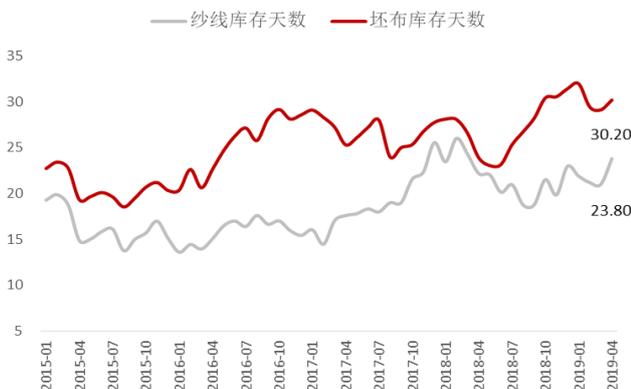
来源: USDA, 中泰证券研究所

图表 20: ICAC 预测 2019 年中国棉花库存消费比为 97% (-4PCTs)



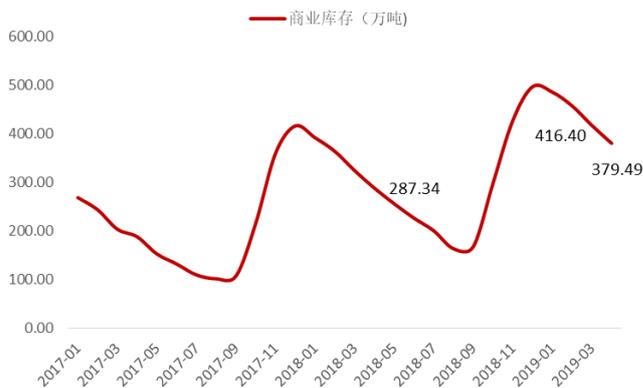
来源: ICAC, 中泰证券研究所

图表 21: 2019.4 月国内纱线/坯布库存天数分别为 24/30 天, 分别环比+2.80/1.07



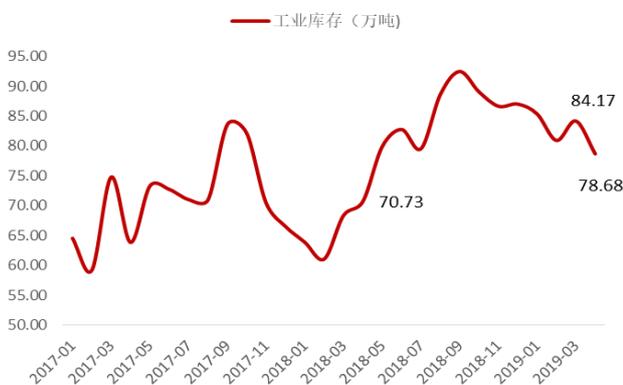
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 22: 2019.4 月国内棉花商业库存为 379.49 万吨, 环比-36.91 万吨。



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 23: 2019.4 月国内棉花工业库存为 78.68 万吨, 环比-5.49 万吨



来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

图表 24: CotlookA 指数 (较上周上涨 1.85 美分至 77.75 美分/磅) (更新至 19.5.31)



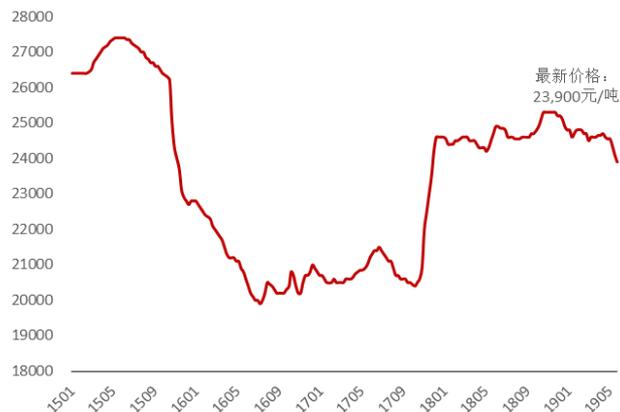
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 25: 国棉现货 328 (较上周下跌 40 元至 14581 元/吨) (更新至 19.5.31)

图表 26: 长绒棉 237 (较上周下跌 200 元至 23900 元/吨) (更新至 19.5.31)



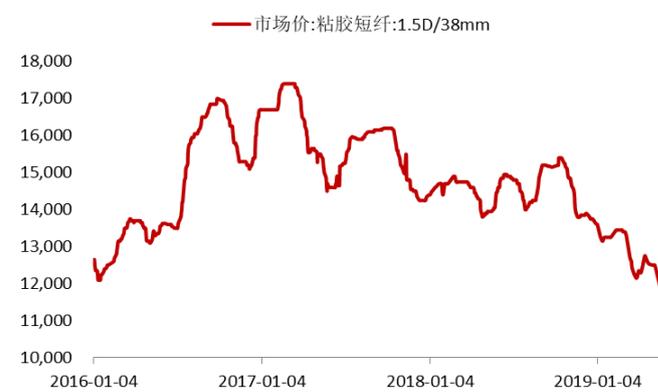
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表27: 涤纶短纤(较上周下跌500至7600元/吨, 与上周持平)(更新至19.5.31)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表28: 粘胶短纤(较上周下跌350至11550元/吨)(更新至19.5.31)


来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

行业公告&资讯

■ 行业公告

【探路者】公司累计通过股票回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购公司股份 7,591,718 股, 总金额为人民币 31,119,590.58 元(不含手续费), 回购数量占公司总股本的比例为 0.8518%, 最高成交价为 4.68 元/股, 最低成交价为 3.27 元/股。

【歌力思】因公司第二期限限制性股票激励计划部分激励对象已离职, 已不具备激励对象资格, 公司拟回购注销其已获授但尚未解锁的第二期限限制性股票 172,250 股, 回购价格为 11.38 元/股。

【多喜爱】公司董事长兼总经理张文先生提出辞职, 鉴于公司控股权发生变更, 张文先生因工作需要辞去公司第三届董事会董事长职务。张文先生持有公司股份 1,188,298 股, 占公司总股本的 0.34%。

【梦洁股份】公司 2018 年限制性股票激励计划中 2 名激励对象离职以及首次授予的限制性股票第一个解除限售期公司业绩考核未达标，公司将已授予但尚未解除限售的 5,370,000 股限制性股票进行回购注销。本次回购注销完成后，公司注册资本将相应减少 5,370,000 元。同时以 2.21 元/股的价格授予 7 名激励对象 160 万股限制性股票，占总股本的 0.2%。

【搜于特】公司股东马鸿之一致行动人兴原投资解除公司股票质押 3.1 亿股，占总股本的 10%，其剩余累计质押 1.0 亿股，占总股本的 3.2%。

【汇洁股份】公司股东林升智解除公司股份质押 2448 万股，占总股本的 6.3%，其剩余累计质押 6600 万股，占总股本的 17%。

【日播时尚】公司聘任张加代先生担任公司证券事务代表，协助董事会秘书工作，任期自本次董事会审议通过之日起至本届董事会届满。

■ 行业新闻

【Calvin Klein 母公司 PVH 集团下调 2019 财年收益预期，股价大跌 15%】由于宏观经济形势严峻，加之美元走强，外汇汇率波动，美国设计师品牌 Calvin Klein 的母公司 PVH 集团将 2019 财年每股收益预期从 10.30-10.40 美元下调至 10.20-10.30 美元，低于华尔街此前预期的平均每股收益 10.42 美元。原文：

<https://mp.weixin.qq.com/s/jkpv7yky0pnRaf0K-Ithig> (资料来源：华丽志)

【快讯 | 增长突然放缓，加拿大鹅股价暴跌逾 30%，市值蒸发 110 亿】加拿大鹅变得不“酷”了。近年来一直加速扩张的奢侈羽绒品牌 Canada Goose 加拿大鹅于昨日美股盘前发布第四季度及全年业绩报告，截至 3 月 31 日的第四季度销售额增长 25% 至 1.562 亿加元，低于分析师 1.568 亿加元的预期，这也是该公司 8 个季度以来最慢的销售增长，并暗示将无法维持近年来爆炸性的增长速度。原文：

<https://mp.weixin.qq.com/s/LG7JoRADru2Rg1f64kOGSA> (资料来源：LADYMAX)

【增长引擎 Hollister 在中国市场严重失误 A&F 被打回原型】一季度 Abercrombie & Fitch Co. 实现净销售 7.34 亿美元，较去年同期 7.309 亿美元增加 0.4%，净亏损从去年同期的 4,246 万美元缩窄至 1,916 万美元。Hollister 在亚洲、尤其是中国市场出现失误，不仅没有在 2 月充分利用天猫活动助长销售，部分夏季产品接受程度也不高。一季度集团整体国际可比销售按年减少 4%，美国市场则有 4% 的增长。原文：

<https://mp.weixin.qq.com/s/D-eNQDTVDuW8-vCSTuDeng> (资料来源：无时尚中文网)

风险提示

- **宏观经济增速放缓风险。**经济增速下行影响居民可支配收入，削弱消费升级驱动力。
- **终端消费低迷风险。**消费疲软恐致品牌服饰公司销售情况低于预期。
- **棉价异动致风险。**棉花产业政策存在不确定性，价格剧烈波动下纺织企业盈利恐承压。

附录：图表

图表 29：纺织服饰/珠宝行业重点公司盈利预测及估值

简称	股价	EPS (元)				PE				PEG
	(元)	2018E	2019E	2020E	2021E	2018E	2019E	2020E	2021E	
歌力思	15.17	1.10	1.31	1.61	1.94	14	12	9	8	0.66
水星家纺	18.08	1.18	1.44	1.74	2.74	17	15	13	12	1.35
海澜之家	8.70	0.77	0.84	0.89	0.95	11	10	10	9	1.77
百隆东方	4.64	0.29	0.39	0.44	0.50	16	12	11	9	1.48
九牧王	14.42	0.93	0.99	1.07	1.16	16	15	13	12	2.06
太平鸟	16.27	1.19	1.47	1.69	1.95	14	11	10	8	0.64
森马服饰	10.68	0.63	0.71	0.81	0.92	17	15	13	12	0.70
新野纺织	4.02	0.47	0.57	0.65	0.76	8	7	6	5	0.38
潮宏基	4.28	0.36	0.56	0.64	0.64	12	8	7	7	0.45
鲁泰 A	10.19	1.08	1.19	1.30	1.30	9	9	8	8	0.95
维格娜丝	9.47	1.12	1.37	1.61	1.62	8	7	6	6	0.29
安奈儿	18.83	0.62	0.78	0.96	0.97	30	24	20	19	1.34
延江股份	12.55	0.42	0.47	0.72	0.73	30	26	17	17	4.68
莱绅通灵	11.83	1.21	1.53	1.87	1.87	10	8	6	6	0.36

来源：Wind，中泰证券研究所预测整理 注：收盘价截至 2019 年 5 月 31 日

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。