

展望 2019 年 更关注 ROE、现金流和分红预期



核心观点

- **行情回顾:** 节前一周大盘呈调整走势, 全周沪深 300 指数下跌 0.62%, 创业板指数下跌 1.56%, 纺织服装行业全周下跌 1.41%, 表现介于沪深 300 和创业板指数之间, 其中纺织制造和品牌服饰板块分别下跌 1.34% 和 1.49%。个股方面, 行业内中小市值标的涨幅靠前, 我们覆盖的老凤祥、富安娜等取得了正收益。
- **海外要闻:** (1) I.T 和 IDG 收购 Acne Studios 40.1% 股份。(2) 英国自行车配饰品牌 Rapha 上半财年销售大减, 亏损近 1960 万英镑。
- **A 股行业与公司重要信息:** (1) 御家汇: 公司决定终止原拟购买北京茂思商贸有限公司 60% 股权的重大资产重组事项。(2) 开润股份: 公司拟以 2,280 万美元收购 PT. Formosa Bag Indonesia 和 PT. Formosa Development 100% 股权, 拟通过变更募集资金用途的方式支付对价, 不足部分由公司以自有资金支付。(3) 天创时尚: 公司拟以人民币 1 亿元 (含) 至 2 亿元 (含) 的自有资金及自筹资金以集中竞价交易方式回购公司股票, 回购价格不超过人民币 14.00 元/股。(4) 报喜鸟: 公司控股股东一致行动人吴婷婷女士于 2018 年 9 月 20 日至 2018 年 12 月 28 日期间增持公司股份累计 1362.94 万股, 已达到公司总股本的 1.082%。(5) 朗姿股份: 12 月 28 日公司与韩亚银行、朗姿韩亚资管签署《关于北京朗姿韩亚资产管理有限公司股权出售与购买协议》, 韩亚银行将放弃其在《增资协议》中约定的对标的公司 8.9% 股权的增资, 并将该增资权益转让给朗姿股份。同时韩亚银行拟将其持有的标的公司 1.1% 股权转让给朗姿股份。本次交易完成后, 朗姿股份持有标的公司的股权将变更为 76%。(6) 12/15~12/21 消费行业投融资情况: a. 服装定制品牌 MatchU 码尚获得过亿元 B 轮投资。b. 家居零售平台满屋研选获得 1 亿元 B 轮投资。
- **本周建议板块组合:** 森马服饰、海澜之家、老凤祥和歌力思。上周组合表现: 森马服饰 3%、海澜之家-1%、老凤祥 11%、歌力思 2%。

投资建议与投资标的

- 2018 年尘埃落定, 全年纺织服装行业指数下跌 34.33%, 在 28 个行业中表现偏弱, 板块走势前高后低, 上半年行业达到本轮复苏的高点, 三季度开始随着中美贸易争端与国内宏观经济的走弱, 纺织制造与品牌服饰业绩增速逐季度回落。展望 2019 年, 短期由于 18Q1 财报基数偏高, 叠加疲弱的零售环境与冬季全国降温普遍较晚, 预计 19Q1 行业增速面临压力; 但从估值角度看, 经过最近 3 年的持续调整, 行业整体估值压力已经大幅释放, 而且整体机构持仓也处于较低水平, 龙头公司的估值水平基本反映了市场的谨慎预期, 继续下调的空间相对有限; 随着越来越多低估值、高股息率与近期大比例回购的白马股成为市场关注的方向, 未来具有稳定的 ROE、经营现金流和现金分红预期、同时受益于行业集中度提升的纺服龙头, 预计也将进一步吸引中长线资金的配置。现阶段我们建议继续关注回购或增持比较积极、或者预期现金分红较高的龙头, 如海澜之家、森马服饰、太平鸟、比音勒芬与歌力思等, 另外在经济减速的背景下, 建议关注更偏大众、渠道更下沉的部分日用消费品公司, 比如珀莱雅、水星家纺等。

风险提示

- 行业投资风险主要来自于国内零售终端短期的压力、棉价和人民币汇率波动等。

行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国/A 股
行业	纺织服装
报告发布日期	2018 年 12 月 31 日

行业表现



资料来源: WIND

证券分析师	施红梅
	021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860511010001
赵越峰	021-63325888*7507 zhaoyuefeng@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860513060001

联系人	张维益
	021-63325888-7535 zhangweiyi@orientsec.com.cn

相关报告

关注低线消费、关注分红、回购和增持	2018-12-23
11 月社零数据疲弱, 短期股份回购与增持仍是行业配置重点	2018-12-17
降温有利冬装销售, 龙头公司回购与增持不断提升行业信心	2018-12-10

行情回顾

节前一周大盘呈调整走势，全周沪深 300 指数下跌 0.62%，创业板指数下跌 1.56%，纺织服装行业全周下跌 1.41%，表现介于沪深 300 和创业板指数之间，其中纺织制造和品牌服饰板块分别下跌 1.34%和 1.49%。个股方面，行业内中小市值标的涨幅靠前，我们覆盖的老凤祥、富安娜等取得了正收益。

表 1：个股涨跌幅前 10 名

涨幅前 10 名	老凤祥	华纺股份	多喜爱	华斯股份	富安娜	比音勒芬	棒杰股份	诺邦股份	常山股份	开润股份
幅度(%)	11.11	10.07	6.63	5.19	4.89	4.87	4.22	3.96	3.37	3.18
涨幅后 10 名	摩登大道	美盛文化	凯瑞德	美尔雅	希努尔	贵人鸟	金发拉比	嘉欣丝绸	乔治白	山东如意
幅度(%)	-26.10	-14.38	-11.87	-10.00	-9.21	-8.12	-7.50	-6.79	-6.21	-6.11

数据来源：Wind、东方证券研究所

海外要闻

香港潮流服饰零售商 I.T Limited 宣布，以 4.863 亿瑞典克朗（约合 4.231 亿港元）收入瑞典设计师品牌公司 Acne Studios Holding AB 10.9%股份。与此同时，私募基金 IDG Capital 购入 Acne Studios 另外 30.1%股份。公告显示，截至 8 月 31 日的 2018 财年，Acne Studios 录得 1.653 亿瑞典克朗（约合 1.438 亿港元税后纯利），较 2017 财年下滑 2.7%。交易价格相当于 2018 财年 27 倍税后利润和 18 倍 EBIT，而 Acne Studios 估值 44.618 亿瑞典克朗（约合 38.818 亿港元），而此次交易价格逾 15.5 亿港元，超过 2 亿美元。

在截止 2018 年 1 月的 6 个月里，英国自行车配饰品牌 Rapha 的销售额为 4220 万英镑，而去年同期的销售额为 6710 万英镑。2017 年 8 月，由沃尔玛 (Walmart) 创始人的继承人 Steuart Walton 和 Tom Walton 创办的美国私募基金 RZC Investments 以 1.56 亿英镑的价格收购了 Rapha。被收购时 Rapha 的税前利润为 140 万英镑。而在截止 2018 年 1 月的 6 个月里，Rapha 的亏损幅度已经达到 1960 万英镑。Rapha 由 Simon Mottram 创立于 2004 年，主要经营和销售各类自行车运动相关的装备和配饰，以及组织和赞助各类自行车赛事，并在全球 13 个国家经营着 22 家自行车俱乐部。

A 股行业与公司重要信息

御家汇：公司原拟购买北京茂思商贸有限公司 60%股权，由于在重大资产重组期间，外部环境特别是资本市场环境发生了较大变化，公司决定终止本次重大资产重组事项。

开润股份：公司拟以 2,280 万美元收购 PT. Formosa Bag Indonesia 和 PT. Formosa Development 100%股权，拟通过变更募集资金用途的方式支付对价，不足部分由公司以自有资金支付。标的公司同为王贻卫实际控制的企业，其中，PT. Formosa Bag Indonesia 主要生产经营背包、运动袋、旅行箱等，主要客户为 NIKE；PT. Formosa Development 的主要业务是将厂房及配套设施和土地

出租给 PT. Formosa Bag Indonesia 用于生产经营等。本次交易不构成关联交易，也不构成重大资产重组行为。

天创时尚：公司拟以人民币 10,000 万元（含）至 20,000 万元（含）的自有资金及自筹资金以集中竞价交易方式回购人民币普通股股票，回购价格不超过人民币 14.00 元/股。用途为实施员工持股计划或股权激励计划、用于转换公司发行的可转换为股票的公司债券。

报喜鸟：公司控股股东一致行动人吴婷婷女士于 2018 年 9 月 20 日至 2018 年 12 月 28 日期间增持公司股份累计 13,629,442 股，已达到公司总股本的 1.0820%。

朗姿股份：2018 年 12 月 28 日，公司与韩亚银行、朗姿韩亚资管签署了《关于北京朗姿韩亚资产管理有限责任公司股权出售与购买协议》，韩亚银行因临时性战略调整将放弃其在《增资协议》中约定的对标的公司 8.9% 股权的增资，并将该增资权益转让给朗姿股份。同时，韩亚银行拟将其持有的标的公司 1.1% 股权转让给朗姿股份，转让价款为 1,907.50 万元。本次交易完成后，朗姿股份持有标的公司的股权将变更为 76%，韩亚银行持有标的公司的股权为 15%，乐家园投资和共青城思念持有的标的公司股权不变，仍各为 4.5%。

12/15~12/21 消费行业投融资情况：

1) 服装定制品牌 MatchU 码尚获得过亿元 B 轮投资

12 月 21 日，服装定制品牌 MatchU 码尚宣布获得过亿元人民币 B 轮投资，由高瓴资本领投，高榕资本、顺为资本跟投，其曾于 2017 年 12 月获得青松基金 A 轮投资。MatchU 码尚与 2016 年成立，致力于提供人体智能测量方案，以男士衬衫切入定制市场，后逐步扩展至男士西服、休闲西裤、羊毛衫、夹克、大衣等品类。定制流程为：用户在手机端输入身高、体重及勾选四个（胸型、肩型、腹型、背型）身体特征项，平台通过 AI 量体技术与数据库计算出人体净尺寸，并推荐相关产品。目前 MatchU 码尚积累了亚欧美 4000 万人体净尺寸数据。

2) 家居零售平台满屋研选获得 1 亿元 B 轮投资

12 月 19 日，家居零售平台满屋研选宣布获得 1 亿元人民币 B 轮投资，由华创资本领投，五岳资本、金地集团、治平资本跟投。融资将主要用于发展“线上+社区+体验馆”战略。满屋研选于 2016 年 4 月成立，目标用户为 1.5 线和 2 线城市中 25~35 岁的新中产阶层，平台通过严选模式挑选产品，为用户提供成品家具、窗帘壁纸、灯具挂画、家居饰品等产品，此外平台还全屋定制服务。

本周建议板块组合

本周建议组合：森马服饰、海澜之家、老凤祥和歌力思。

上周组合表现：森马服饰 3%、海澜之家-1%、老凤祥 11%、歌力思 2%。

投资建议和投资标的

2018 年尘埃落定，全年纺织服装行业指数下跌 34.33%，在 28 个行业中表现偏弱，板块走势前高后低，上半年行业达到本轮复苏的高点，三季度开始随着中美贸易争端与国内宏观经济的走弱，纺织制造与品牌服饰业绩增速逐季度回落。展望 2019 年，短期由于 18Q1 财报基数偏高，叠加疲弱的零售环境与冬季全国降温普遍较晚，预计 19Q1 行业增速面临压力；但从估值角度看，经过最近

3年的持续调整，行业整体估值压力已经大幅释放，而且整体机构持仓较低，龙头公司的估值水平也已反映了市场的谨慎预期，继续下调的空间相对有限。随着越来越多低估值、高股息率与近期大比例回购的白马股成为市场关注的方向，未来具有稳定的 ROE、经营现金流和现金分红预期、同时受益于行业集中度提升的龙头，预计也将进一步吸引中长线资金的配置。近阶段我们建议继续关注回购或增持比较积极、或者预期现金分红较高的龙头，如海澜之家(600398，买入)、森马服饰(002563，买入)、太平鸟(603877，增持)、比音勒芬(002832，未评级)、歌力思(603808，买入)等，另外在经济减速的背景下，建议关注更偏大众、渠道更下沉的部分日用消费品公司，比如珀莱雅(603605，未评级)、水星家纺(603365，增持)等。

风险提示

行业投资风险主要来自于国内零售终端短期的压力、棉价和人民币汇率波动等。

附 1：2018 年纺织服装行业部分公司回购预案

预案披露时间	公司	回购价格	回购金额	回购用途
3.6	鲁泰A (回购B股)	不高于9.90港元/股, 折合8.01元人民币/股	不超过6亿元人民币	注销
5.12	探路者	不超过人民币6.00元/股	不超过人民币5000万元(含5000万元)且不低于3000万元(含3000万元)	员工持股计划或股权激励计划
7.10	潮宏基	不超过10元/股	不超过人民币2亿元	股权激励计划或员工持股计划
7.10	搜于特	不高于人民币5元/股(含5元/股)	不低于人民币1亿元、最高不超过人民币3亿元	员工持股计划或股权激励计划
8.28	孚日股份	不超过人民币7元/股	不超过人民币3亿元(含)	于公司员工持股计划、股权激励计划或依法注销减少注册资本
8.30	摩登大道	不超过15.5元/股	不低于人民币0.75亿元且不超过人民币1.5亿元	实施员工持股计划或股权激励计划或减少注册资本
8.4	奥康国际	不超过人民币15.00元/股	不低于人民币1亿元, 不超过人民币3亿元	不限于股权激励、员工持股计划或注销
9.11	歌力思	不超过人民币21.00元/股	不低于人民币5000万元, 不超过人民币2亿元	注销
9.13	浙江富润	不超过8.00元/股(含8.00元/股)	不低于人民币1.00亿元, 不超过人民币2.00亿元	拟回购的股份将用于公司股权激励计划。若公司未能实施股权激励计划, 则公司回购的股份将依法予以注销
9.19	南极电商	不超过人民币11元/股(含11元/股)	不低于1.5亿元、不超过3亿元人民币	实施股权激励或员工持股计划
9.29	梦洁股份	不超过8.00元/股	不低于人民币5,000万元, 不超过人民币20,000万元	注销
\$10.22	华孚时尚	不超过10.00元/股	不少于人民币3亿元, 不超过人民币6亿元	注销、员工持股计划或股权激励计划及法律法规许可的其他
10.23	太平鸟	不超过人民币25元/股	最低不低于人民币5,000万元, 最高不超过人民币	股权激励计划或员工持股计划
10.24	棒杰股份	不超过5元/股(含)	不低于人民币5,000万元(含), 不超过人民币10,000万元(含)	依法注销、股权激励或员工持股计划及法律法规许可的其他用途
10.31	比音勒芬		不低于人民币5,000万元, 不超过人民币10,000万元	员工持股计划、股权激励计划或减少注册资本及国家政策法规允许范围内的其他用途
12.20	富安娜	不超过人民币11元/股	不低于人民币1亿元(含), 不超过人民币2亿元(含)	不限于减少公司注册资本, 为维护公司价值及股东权益所必需等法律法规允许的其他情形
12.27	天创时尚	不超过人民币14元/股	不低于人民币10,000万元(含), 不超过人民币20,000万元(含)	实施员工持股计划或股权激励计划、用于转换公司发行的可转换为股票的公司债券

数据来源: Wind、东方证券研究所

附 2：纺织服装行业部分公司员工持股计划和定增情况参考

													增长率
A股市场													
002029.SZ	七匹狼	增持	6.20	46.85	0.42	0.46	0.51	0.56	15	13	12	11	10.06%
002327.SZ	富安娜	买入	7.51	65.42	0.57	0.65	0.75	0.87	13	12	10	9	15.14%
002293.SZ	罗莱生活	买入	8.65	65.26	0.58	0.72	0.82	0.95	15	12	11	9	17.88%
000726.SZ	鲁泰A	增持	9.71	83.83	0.91	0.94	1.07	1.18	11	10	9	8	9.05%
002003.SZ	伟星股份	增持	7.02	53.21	0.63	0.51	0.58	0.65	11	14	12	11	1.05%
601566.SH	九牧王	增持	13.25	76.14	0.86	0.91	1.01	1.11	15	15	13	12	8.88%
002612.SZ	朗姿股份	增持	8.78	35.12	0.47	0.59	0.66	0.76	19	15	13	12	17.37%
002563.SZ	森马服饰	买入	8.92	240.83	0.42	0.59	0.71	0.87	21	15	13	10	27.47%
600398.SH	海澜之家	买入	8.48	380.99	0.74	0.78	0.85	0.92	11	11	10	9	7.53%
002640.SZ	跨境通	买入	10.80	168.27	0.53	0.79	1.05	1.38	20	14	10	8	37.57%
002127.SZ	南极电商	增持	7.52	184.61	0.33	0.35	0.47	0.60	23	21	16	13	22.05%
603808.SH	歌力思	买入	16.24	54.73	0.90	1.11	1.34	1.62	18	15	12	10	21.64%
002083.SZ	孚日股份	增持	4.93	44.76	0.45	0.51	0.56	0.62	11	10	9	8	11.27%
002763.SZ	汇洁股份	增持	8.01	31.14	0.57	0.66	0.73	0.82	14	12	11	10	12.89%
603877.SH	太平鸟	增持	18.79	90.33	0.95	1.29	1.58	1.91	20	15	12	10	26.21%
603839.SH	安正时尚	增持	10.70	43.26	0.96	0.83	1.03	1.24	11	13	10	9	8.91%
002042.SZ	华孚时尚	买入	5.43	82.50	0.67	0.53	0.62	0.72	8	10	9	8	2.43%
603365.SH	水星家纺	增持	14.93	39.81	0.97	1.12	1.30	1.50	15	13	11	10	15.64%
600315.SH	上海家化	增持	27.30	183.25	0.58	0.78	0.92	1.11	47	35	30	25	24.16%
600439.SH	瑞贝卡	增持	2.65	30.00	0.19	0.23	0.37	0.31	14	12	7	9	17.73%
600612.SH	老凤祥	买入	45.00	188.57	2.17	2.46	2.83	3.25	21	18	16	14	14.41%
002345.SZ	潮宏基	增持	4.47	40.47	0.31	0.39	0.47	0.56	14	11	10	8	21.79%
香港市场													
0210.HK	达芙妮国际	-	0.28	59.04	-0.45	-	-	-	-	-	-	-	-
0321.HK	德永佳集团	-	3.15	556.47	0.22	0.26	0.31	0.38	14	12	10	8	19.40%
0330.HK	思捷环球	-	1.84	443.98	-1.35	-0.68	-0.34	-0.22	-	-	-	-	-
0551.HK	裕元集团	-	23.00	4754.11	2.46	1.66	1.97	2.20	12	14	12	10	-2.80%
0891.HK	利邦	-	0.37	170.22	-0.35	-	-	-	-	-	-	-	-
1234.HK	中国利郎	-	6.68	1022.75	0.59	0.72	0.85	1.00	10	9	8	7	19.41%
1361.HK	361度	-	1.93	510.21	0.26	0.28	0.30	0.33	7	7	6	6	9.44%
1368.HK	特步国际	-	4.16	1192.79	0.22	0.32	0.37	0.42	17	13	11	10	26.29%
1836.HK	九兴控股	-	7.80	792.22	0.61	0.68	0.85	0.97	14	11	9	8	14.42%
2020.HK	安踏体育	-	35.65	12237.97	1.35	1.67	2.07	2.48	24	21	17	14	24.09%
2313.HK	申洲国际	-	94.95	18249.01	2.98	3.52	4.23	5.04	31	27	22	19	21.28%
2331.HK	李宁	-	8.41	2352.26	0.25	0.33	0.43	0.52	30	26	20	16	29.58%
3818.HK	中国动向	-	1.25	940.72	0.17	0.15	0.15	0.15	7	9	9	9	-3.06%

1910. HK	新秀丽	-	23.70	4344.54	1.84	1.46	1.71	1.97	13	16	14	12	2.44%
1913. HK	普拉达	-	27.35	8947.85	0.85	1.06	1.26	1.41	37	26	22	19	17.93%
海外市场													
MC. PA	LVMH Moet Hennessy Louis		256.50	147434.61	10.21	12.75	13.89	15.00	23	20	18	17	14.09%
RMS. PA	Hermes Internati onal		485.10	58278.94	11.70	12.95	14.08	15.37	37	37	34	32	9.85%
CDI. PA	Christian Dior		331.70	68137.00	12.47	15.21	16.76	18.35	20	22	20	18	13.84%
TIF	Tiffany & Co.		89.77	10942.71	2.97	4.81	5.31	5.93	16	19	17	15	23.09%
IDX. DE	Inditex, S. A.		27.31	96861.75	1.08	1.14	1.23	1.35	33	24	22	20	7.66%
HSMB. SG	Hennes & Mauritz		169.56	30884.72	9.78	8.15	8.55	9.11	24	21	20	19	-2.37%
NXT. L	Next PLC		50.60	9032.30	4.17	4.38	4.50	4.67	15	12	11	11	0.65%
GPS	Gap Inc. LTD		26.65	10252.48	2.16	2.57	2.66	2.66	10	10	10	10	4.80%
LTD	Limited Brands, Inc.		33.59	9239.38	3.46	2.68	2.70	2.81	23	13	12	12	-8.14%
BRBY. L	Burberry Group PLC		18.29	9612.18	0.69	0.82	0.88	1.01	20	22	21	18	12.14%
RL	Polo Ralph Lauren Corp.		111.29	8951.96	1.99	6.78	7.34	8.06	16	16	15	14	57.24%
VFC	V. F. Corporati on		79.46	31530.24	1.54	3.68	4.17	4.69	18	22	19	17	43.87%
BOS. DE	Hugo Boss AG		62.40	4999.19	3.35	3.49	3.93	4.37	21	18	16	14	9.41%
COLM	Columbia Sportswea r Company		90.11	6218.07	1.51	3.61	4.07	4.50	21	25	22	20	44.02%
NKE	Nike Inc.		74.34	118059.97	1.17	2.65	3.14	3.65	26	28	24	20	42.79%
ADS. DE	Adidas AG		198.10	45181.39	5.42	8.36	9.58	10.98	30	24	21	18	25.30%
-	Fast Retailing Co. Ltd.		59040.00	55191.58	1517.	1683.18	1865.19	2050.70	77	35	32	29	11.36%

PUM.DE	Puma AG		449.00	7706.57	9.09	12.93	17.22	21.05	60	35	26	21	32.68%
--------	---------	--	--------	---------	------	-------	-------	-------	----	----	----	----	--------

数据来源：A 股市场上市公司市场数据来自 WIND，盈利预测来自东方证券研究所，香港与海外市场上市公司市场数据与盈利预测来自 BLOOMBERG

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

