

纺织服装

关注低估值业绩稳健增长的细分龙头

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

CS 钢铁
CS 建材
CS 银行
CS 国防军工
CS 石油石化
CS 非银行金融
CS 农林牧渔
电力及公用事业

基本状况

上市公司数 88
行业总市值(百万元) 506750
行业流通市值(百万元) 383680

行业-市场走势对比



相关报告

- 1 从春节返乡问卷看服装消费趋势
- 2 月瑞士手表对大陆出口再减, 棉纺景气度环比下降
- 3 业绩快报小结: Q4 板块整体收入业绩放缓, 龙头优势凸显
- 4 增值税率下调对纺服行业影响几何?
- 5 1-2 月服装类社零总额同增 1.8%, 为 2010 年来新低

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PEG
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
歌力思	18.03	0.90	1.06	1.36	1.60	20	17	13	11	0.80
海澜之家	9.82	0.74	0.81	0.90	0.98	13	12	11	10	1.21
百隆东方	5.87	0.33	0.29	0.39	0.44	18	20	15	13	1.87
森马服饰	11.71	0.42	0.58	0.70	0.80	28	20	17	15	0.86
水星家纺	17.99	0.96	1.18	1.44	1.74	19	15	13	10	0.70
九牧王	13.85	0.86	0.97	1.09	1.23	16	14	13	11	1.12

备注: 股价为 2019.3.22 收盘价

投资要点

■ **一周回顾:** 本周中信纺织服装指数上涨 4.72%, 其中纺织制造和品牌服装分别上涨 5.28%和 4.10%, 均跑赢沪深 300 (2.37%)。纺织制造/品牌服装估值分别为 28/21 倍。从个股表现上看, 龙头股份、凤竹纺织、华斯股份涨幅居前, 浔兴股份、延江股份、美邦服饰跌幅居前。

■ 行业数据&资讯:

➢ **品牌服饰: Nike 发布 2018/19 财年三季报, 中国地区销售额+24%, 数字渠道销售额+36%。**报告期内集团销售额为 96 亿美元, 同比增长 7%, 实现净利润 30 亿美元 (上年同期因美国税法变化亏损 9.21 亿美元), 其中中国销售额仍保持高速增长, 同增 24%。此外, 公司数字化转型 (专注线上销售、优化供应链、加快新品上架速度等) 效果显著, Q3 单季度 Nike 数字渠道销售额增幅达 36%。

➢ **纺织制造: 3 月 USDA 预计全年国内供需缺口略有收窄。**3 月 USDA 预计 2018/19 年中国内供需差为 123.0 万吨 (与 2 月预测持平), 较 2017/18 年减小 34.9 万吨, 主要因在扩大进口或提高进口配额预期下, 预计全年棉花进口量增加 47.9 万吨。本周棉花 328 价格指数收于 15618 元/吨, 单价环比/同比变动+33/-52 元; Cotlook A 价格指数收于 84.65 美分/磅, 环比/同变动+3.35/-5.55 美分; 本周国内纺织市场回暖带动棉花现货价格上涨, 而国际棉价受中美贸易磋商取得进一步实质性进展影响, 小幅上涨。

■ **行业观点及投资建议:** 1-2 月社零总额中服装类消费增幅放缓, 终端需求仍然偏弱。但考虑到 2018Q1 过后高基数影响减弱、同时个税/增值税减税等因素利于刺激需求增长及提高企业利润弹性, 预计全年行业需求有望呈现前低后高趋势。在此背景下, 我们认为纺织龙头在行业集中度提升趋势下受服装终端消费疲软的影响有望减小, 建议关注主业 (棉袜/无缝内衣) 弱周期, 年初至今滞涨的越南产能快速释放且订单有保障的**健盛集团**; 品牌服饰方面, 从历史看, 当终端需求企稳回升时, 可选属性强的中高端品牌最先受益, 建议关注客群稳定、自身品牌力和产品力提升比较快的中高端龙头**歌力思**; 此外, 建议关注坐拥优质童装赛道且龙头地位稳固的**森马服饰**, 以及高分红的**九牧王**。

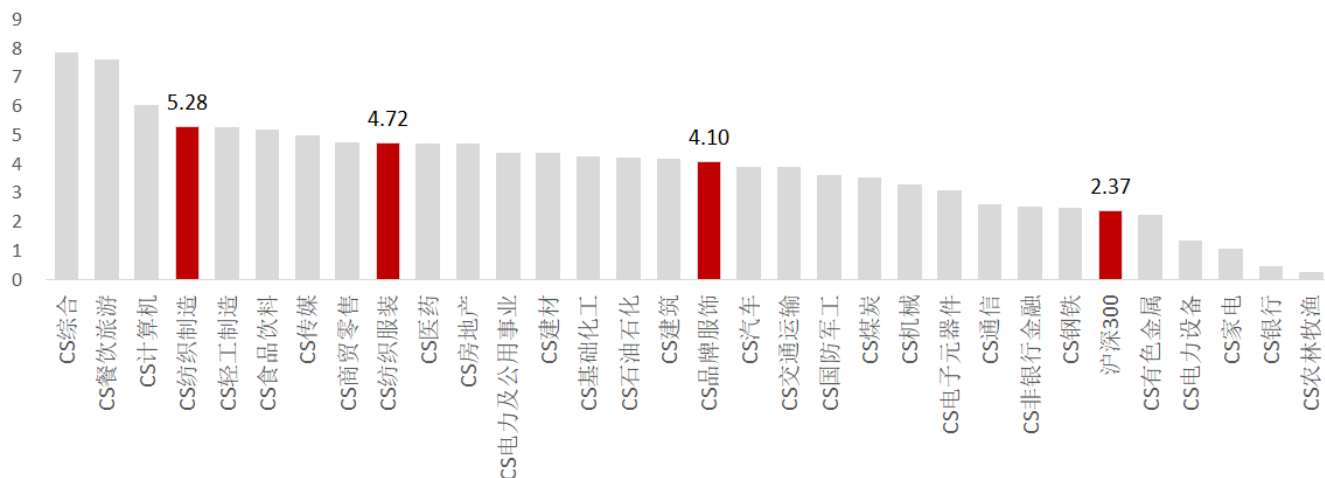
■ **风险提示:** 宏观经济增速放缓风险; 终端消费需求放缓, 或致品牌服饰销售低于预期; 棉价异动风险。

内容目录

板块表现.....	- 3 -
行业数据.....	- 4 -
品牌服饰：1-2月服装类社零总额同增1.8%，创2010年来新低.....	- 4 -
棉纺制造：3月USDA预计全年国内供需缺口略有收窄.....	- 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 -

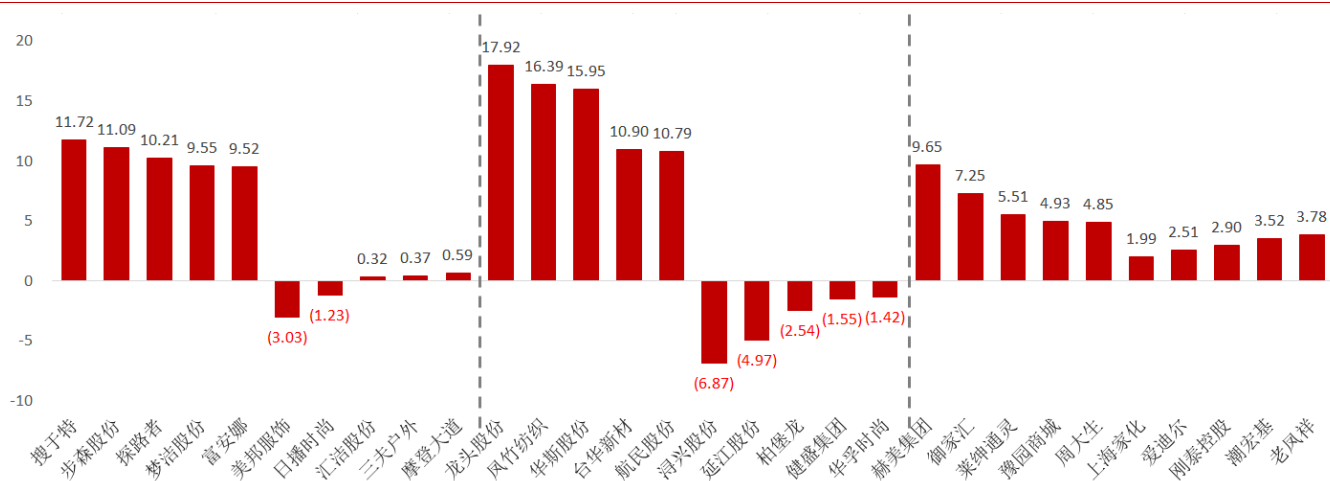
板块表现

图表1: 本周板块表现: 纺织制造 (+5.28%) 和品牌服饰 (+4.10%) 均跑赢沪深300指数 (2.37%)



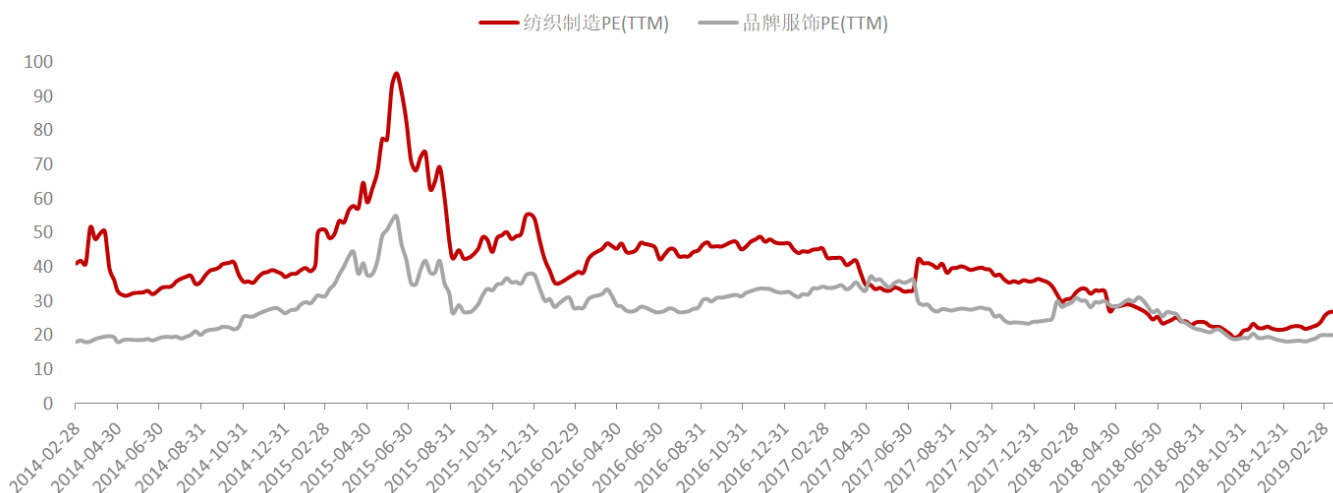
来源: wind, 中泰证券研究所

图表2: 本周个股表现: 纺服行业龙头股份、凤竹纺织、华斯股份涨幅居前, 浔兴股份、延江股份、美邦服饰跌幅居前; 珠宝与化妆品赫美集团、御家汇、莱绅通灵涨幅居前



来源: wind, 中泰证券研究所

图表3: 品牌服装 (21x)、纺织制造 (28x) 板块估值 (截至 2019.3.22)



来源: Wind, 中泰证券研究所

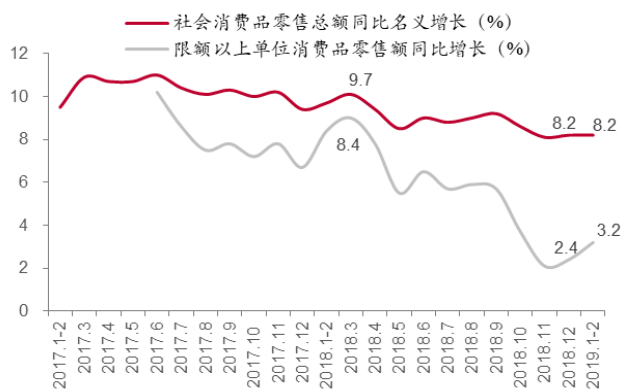
行业数据

品牌服饰: 1-2月服装类社零总额同增1.8%, 创2010年来新低

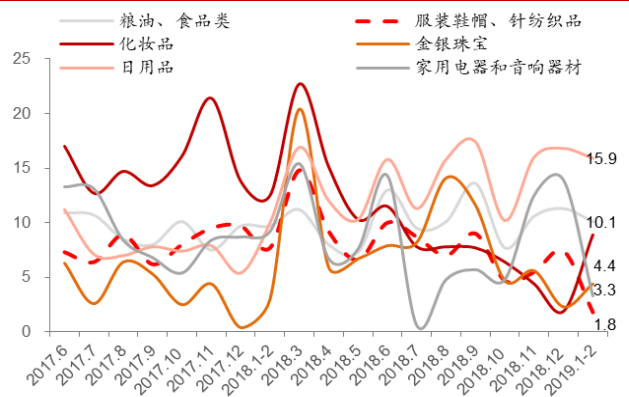
- 最新数据显示, 2019年1-2月社会消费品零售总额66064亿元, 同比增长8.2%, 增速与去年12月持平。从实际增长看, 扣除价格因素, 社会消费品零售总额同比增长7.1%, 比去年12月份加快0.5PCTs, 比去年全年加快0.2PCTs。其中限额以上企业销售额增速为3.2%, 增速同比放缓5.2PCTs, 环比提升0.8PCTs。分业态来看, 餐饮业贡献较为明显, 收入增速较上年增长9.7%, 较上年12月份加快0.7PCTs。
 - 分品类看, 1-2月社会零售总额中, 各品类均实现同比正增长, 其中化妆品和金银珠宝消费分别同增8.9%/4.4%, 环比明显改善, 增速分别提升7.0/2.1PCTs。服装鞋帽、针纺织品同比增长1.8%, 增速同比/环比分别放缓5.9/5.6PCTs。2018Q1高基数, 叠加春节较上年提前10天, 服装类销售额增速环比/同比放缓明显, 增速创2017年以来新低
 - 今年1-2月限额以上企业服装零售额同增1.0%, 增速同比/环比分别下滑8.1/6.3PCTs。其中全国百家重点大型零售企业服装商品零售额同比下降8.8%, 说明大型百货渠道销售压力较大。

图表4: 2019.1-2社零/限额以上企业零售额当月同比增速(%) (数据更新至19.3.15)

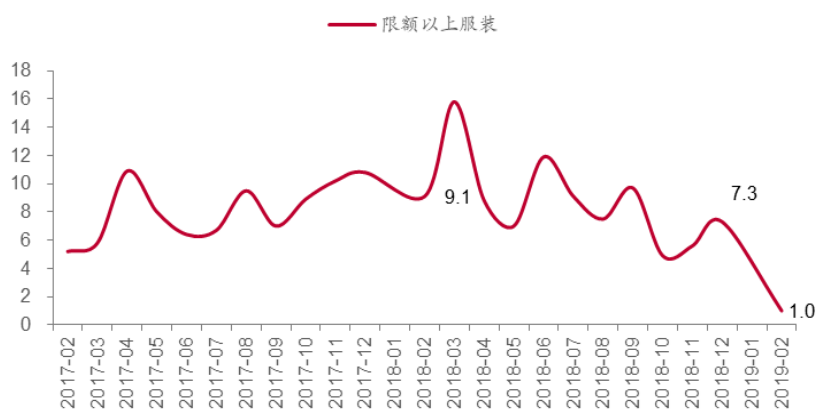
图表5: 2019.1-2月社零总额中分品类销售额当月同比。(数据更新至19.3.15)



来源：中华全国商业信息中心，中泰证券研究所



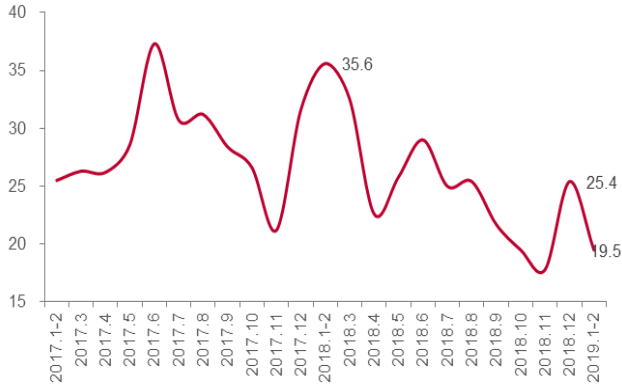
来源：中华全国商业信息中心，中泰证券研究所

图表 6：2019.1-2 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

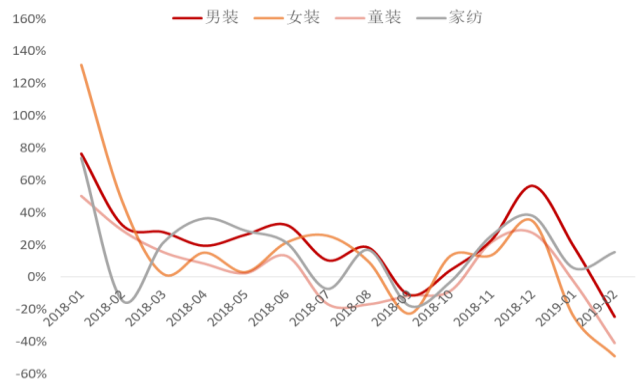
- 分渠道看，线下线上变现分化。1-2 月线下消费品零售额同比增长 6.2%，增速与去年同期持平，较去年 12 月加快 1.8PCTs。线上消费对社零总额增长的贡献率环比下滑 9.7PCTs，为 35.5%。社零总额中 1-2 月线上实物商品销售额同增 19.5%，增速同比/环比分别下降 16.1/5.9PCTs。其中穿着类实物商品网上零售额增长率为 15.6%，同比/环比下滑 21.2/6.4PCTs。从累计数据来看，穿着类实物商品网上零售额增长率从 2018 年初（36.8%）至今逐月下滑，电商红利逐步消退。
- 从服装类线上销售额看，2019 年 1-2 月天猫平台男/女/童装、家纺类产品销售额当月同比增速为 3.60%/7.89%/8.66%/-5.17%，相比去年同期增速大幅下滑，主要是受 18Q1 高基数和终端消费疲软的影响。
- 从品牌排行看，行业龙头品牌排名靠前。天猫平台男装 TOP10 品牌分别为南极人、花花公子、花花公子贵宾等；女装 TOP10 品牌有 Only、Vero Moda、优衣库等；童装 TOP10 品牌有巴拉巴拉、南极人、mini balabala 等；家纺类产品 TOP10 品牌有南极人、水星家纺、Royallatex 等；护肤品 TOP10 品牌为 Bauo、SK-II、欧丽源等；彩妆类产品 TOP10 品牌为 MAC、完美日记、圣罗兰等。

图表 7: 2017.1 至 2019.1-2 月社零总额中线上销售增速%



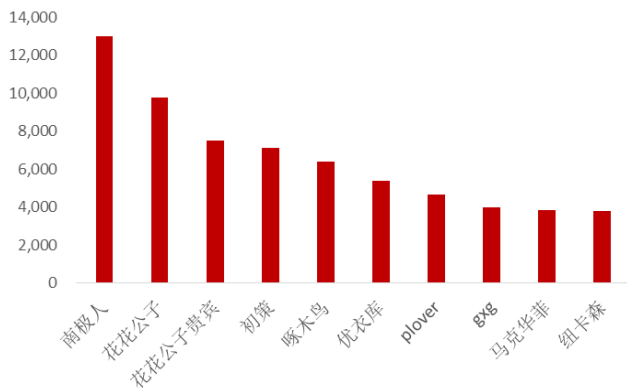
来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

图表 8: 2018.1-19.2 天猫、淘宝平台男/女/童装、家纺销售额当月同比%



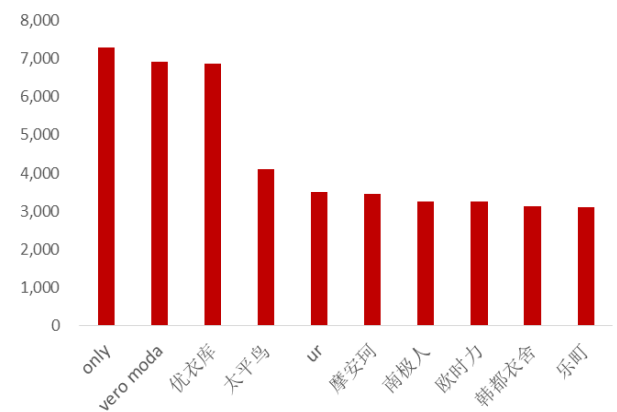
来源: 淘数据, 中泰证券研究所

图表 9: 2019.2 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: 2019.2 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: 2019.2 月天猫平台童装销售额 TOP10 品牌 (万元)

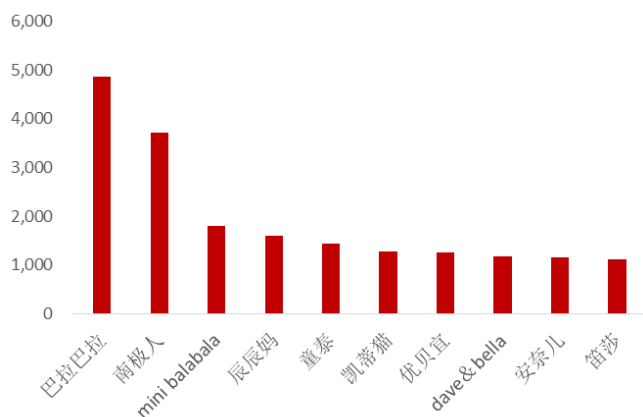


来源: 淘数据, 中泰证券研究所

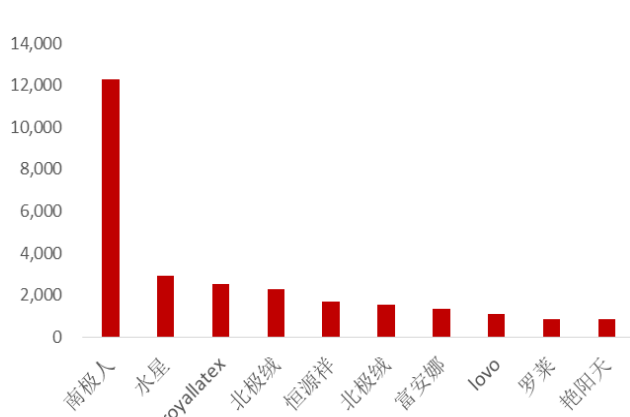
图表 12: 2019.2 月天猫平台床上用品销售额 TOP10 品牌 (万元)



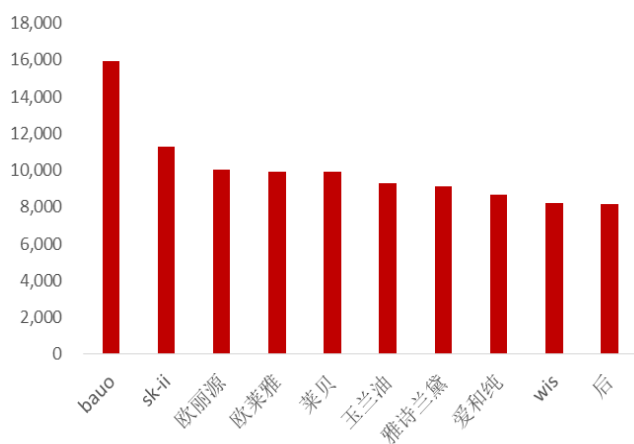
来源: 淘数据, 中泰证券研究所



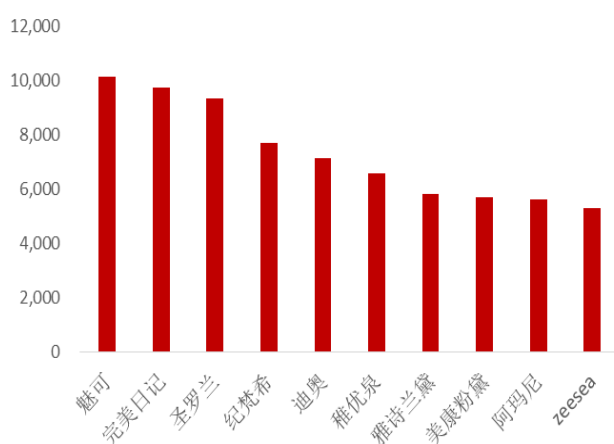
来源：淘数据，中泰证券研究所

图表 13: 2019.2 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: 2019.2 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



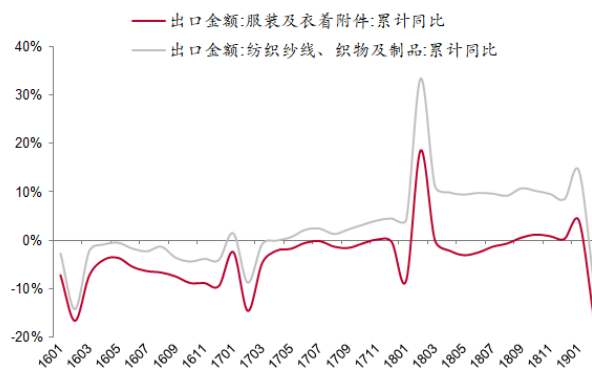
来源：淘数据，中泰证券研究所

- 从出口看，2019 年 1-2 月纺织制品及服装外贸出口下滑。服装类出口金额累计同增-15.35% (增速环比-19.38PCTs)，纺织类出口金额累计同增-8.05% (增速环比-22.34PCTs)。我们认为，1 月出口大增，而 2 月大幅下降，主要因前期春节前集中出货、及在中美谈判出结果前抢出口有关，导致部分需求提前透支。

图表 15: 2019.2 月当月服装类出口金额同增-37.71% (增速环比-47.46PCTs)，纺织类出口金额同增-33.17% (增速环比-41.75PCTs)。
图表 16: 2019.2 月服装类出口金额累计同增-15.35% (增速环比-19.38PCTs)，纺织类出口金额累计同增-8.05% (增速环比-22.34PCTs)。



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

棉纺制造: 3月 USDA 预计全年国内供需缺口略有收窄

- 本周棉花 328 价格指数收于 15618 元/吨, 单价环比/同比变动+33/-52 元; Cotlook A 价格指数收于 84.65 美分/磅, 环比/同变动+3.35/-5.55 美分; 本周国内纺织市场回暖带动棉花现货价格上涨, 而国际棉价受中美贸易磋商取得进一步实质性进展影响, 震荡上行。

本周涤纶短纤收于 8800 元/吨, 较上周下降 100 元/吨, 同期粘较短纤也较上周下降 300 元/吨至 12400 元/吨。

- 从供需看, 预计 2018/19 年国内供需缺口缩小, 全球缺口扩大。3 月 USDA 预计 2018/19 年中国内供需差为 123.0 万吨 (与 2 月预测持平), 较 2017/18 年减小 34.9 万吨, 主要因在扩大进口或提高进口配额预期下, 预计全年棉花进口量增加 47.9 万吨。从全球看, 2018/19 年供需差为 102.3 万吨 (较 2 月预测缩小 10.9 万吨), 较上年扩大 35.2 万吨。供需缺口扩大, 主要因产量减少 84.2 万吨 (同时进口增加 155.2 万吨), 而需求增加 102.6 万吨所致。
- 下游纺织服装内需保持增长, 出口明显下滑。从内需来看, 2019 年 1-2 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增长 1.8%/1.0%/15.6%。出口方面, 我国纺织品服装累计出口额同比下降 11.6%, 其中纺织品/服装累计出口额分别同比下降 7.8%/14.6%。
- 库存有所改善。USDA 2019 年 2 月数据显示, 2018 年中国棉花库消比为 79.63%, 较 2017 年下降 12.82%, ICAC 的预测也反应相同趋势, 预计 2018 年为 96% (-3.0PCTs)。分使用目的看, 国内商业库存和工业库存分别为 456.52/80.93 万吨, 环比分别减少 21.4/4.43 万吨。从中间环节看, 2019 年 2 月国内纱线/坯布库存天数分别为 21/29 天, 分别环比下降 1/3 天。受春节放假影响, 纺织企业实际采购和用棉量环比下降, 但由于新棉已基本入市, 所以库存天数有所下降。

图表 17: USDA 对中国棉花供需预测 (万吨)

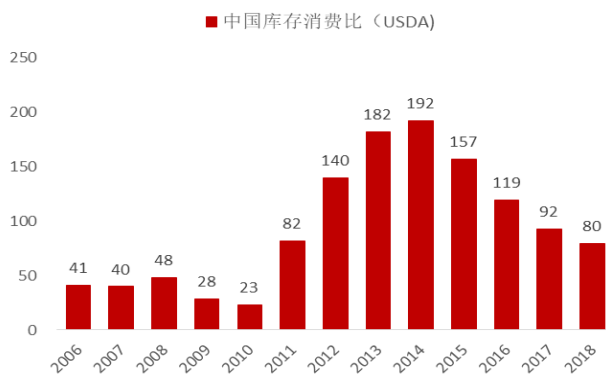
	期初库存	产量	进口量	国内消费量	出口量	期末库存
2012/13	676.7	762.0	442.6	783.8	1.1	1,096.5
2013/14	1,096.5	713.1	307.4	751.2	0.7	1,365.4
2014/15	1,365.4	653.2	180.3	740.3	1.5	1,457.0
2015/16	1,457.0	479.0	96.0	762.0	2.8	1,267.2
2016/17	1,267.2	495.3	109.6	816.5	1.3	1,054.2
2017/18	1,054.2	598.7	115.4	870.9	1.1	896.4
2018/19 (19年3月)	827.8	598.8	163.3	881.8	3.3	704.8
2018/19 (19年2月)	827.8	598.8	163.3	881.8	3.3	704.8

来源: USDA, 中泰证券研究所

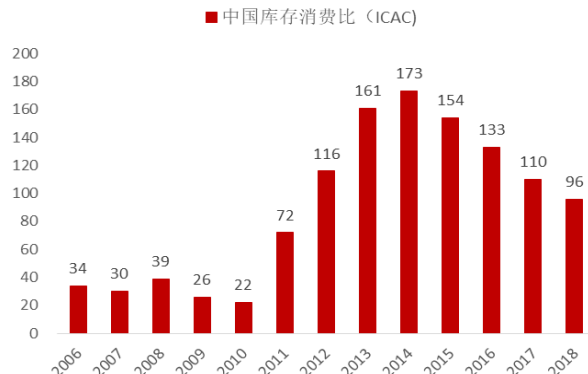
图表 18: USDA 对全球棉花供需预测 (万吨)

	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3月)	1,766.6	2,588.6	918.4	2,690.9	918.4	1,656.7
2018/19 (19年2月)	1,764.7	2,579.0	921.2	2,692.0	921.4	1,643.8

来源: USDA, 中泰证券研究所

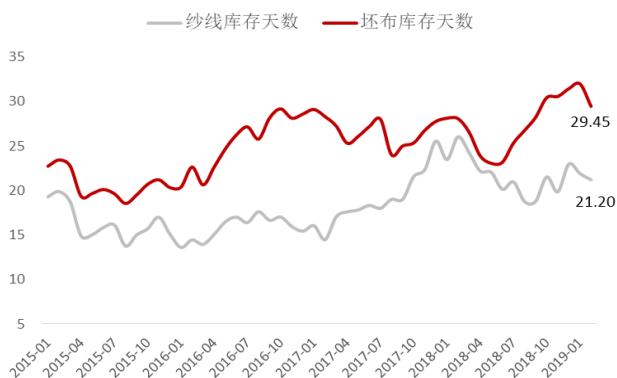
图表 19: USDA 2018 年中国棉花库存消费比为 79.63% (-12.82PCTs)


来源: USDA, 中泰证券研究所

图表 21: 2019.2 月国内纱线/坯布库存天数分别为 21/29 天, 分别环比减少 1/3 天
图表 20: ICAC 预测 2018 年中国棉花库存消费比为 96% (-14PCTs)


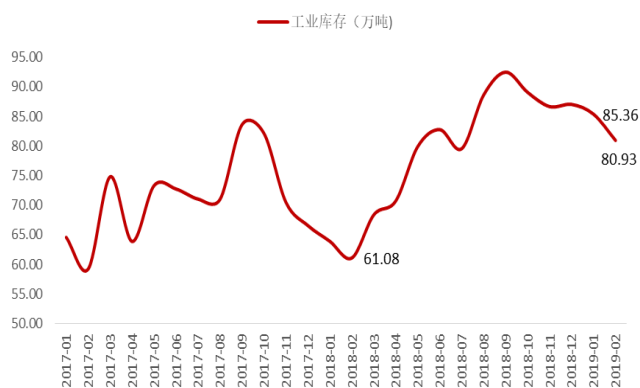
来源: ICAC, 中泰证券研究所

图表 22: 2019.2 月国内棉花商业库存为 456.52 万吨, 环比减少 21.34 万吨。



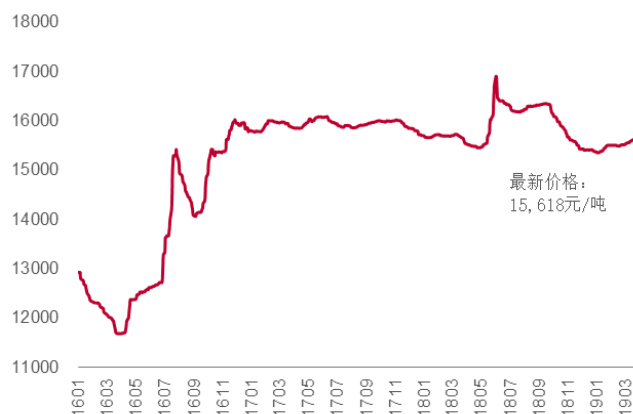
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 23: 2019.2 月国内棉花工业库存为 80.93 万吨, 环比减少 4.43 万吨



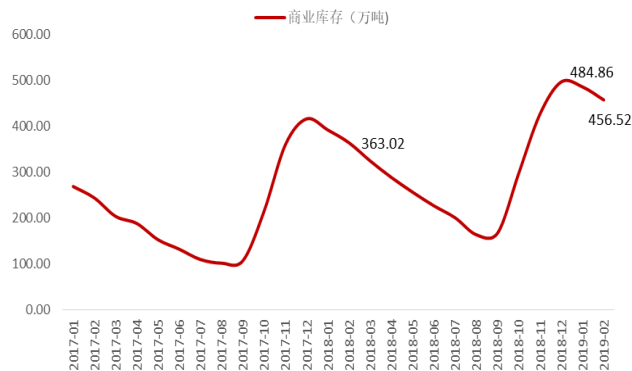
来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

图表 25: 国棉现货 328 (较上周提升 33 元至 15618 元/吨) (更新至 19.3.22)



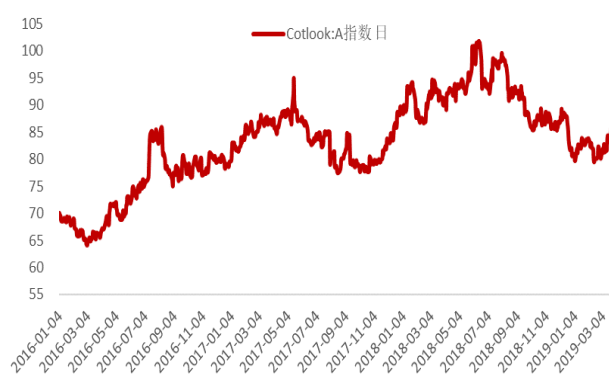
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 27: 涤纶短纤 (较上周下降 100 元至 8800 元/吨) (更新至 19.3.22)



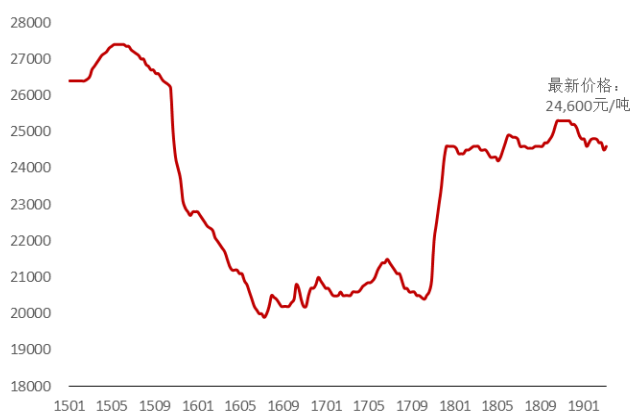
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 24: Cotlook A 指数 (较上周提升 3.35 美分至 84.65 美分/磅) (更新至 19.3.22)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 26: 长绒棉 237 (24600 元/吨, 与上周持平) (更新至 19.3.22)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 28: 粘胶短纤 (较上周下降 300 元至 12400 元/吨) (更新至 19.3.22)



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

【百隆东方】公司发布 2018 年年报, 期内实现营业收入 59.98 亿元, 同比增长 0.77%, 实现归母/扣非净利润 4.38/4.20 亿元, 分别同比下降 10.30%/2.04%。

【拉夏贝尔】1) 公司更正业绩预告, 2018 年实现营收 104.46 亿元, 同比增长 13.08%, 实现归母净利润-1.56 亿元, 同比减少 131.24%。2) 公司回购公司股份, 拟用金额为 5000~8,000 万元, 拟回购价格为 7.31~13.50 元/股。

【维格娜丝】公司拟以未分配利润向全体股东每 10 股派发现金股利 2 元, 并以资本公积金转增股本方式向全体股东每 10 股转增 4 股。

【健盛集团】公司子公司浙江俏尔婷婷获得高新技术企业认证, 2018 年至 2020 年按 15% 的税率缴纳企业所得税。

【台华新材】公司及子公司高新染整、福华织获得高新技术企业认定, 三年内按 15% 的税率缴纳企业所得税。

【富安娜】公司累计回购股份 922.74 万股, 占公司总股本的 14.71%, 成交价格为 8.12~9.13 元/股, 总金额为 7999.69 万元。

【华孚时尚】公司累计回购股份 6077.51 万股, 占公司总股本的 4.00%, 成交价格为 5.19~7.67 元/股, 总金额为 3.58 亿元。

【鲁泰 A】公司累计回购 B 股 6448.08 万股, 占公司总股本比例 6.99%, 成交价格为 8.63~9.63 港币/股, 总金额为港币 5.95 亿元。

【比音勒芬】公司控股股东及实际控制人谢秉政先生提前解除质押公司股份 1057.40 万股，占其所持股份比例 14.14%，解除质押后，持有公司股份 7480 万股，占公司总股本的 41.25%。

■ 行业新闻

【爱马仕宣布涨价 但中国人根本不在乎】中国消费者的强劲需求，继续支撑爱马仕国际集团全年收入和利润录得双位数增长。在以中国人消费为主的亚太市场（除日本外）收入 13.1% 的固定汇率增长下，法国奢侈品巨头去年多赚 15.1% 至 14.05 亿欧元，2017 年同期纯利 12.21 亿欧元。原文：<https://mp.weixin.qq.com/s/c7amNqI-c7kiLVG5qtRJTQ>（资料来源：无时尚中文网）

【Topshop 也难逃自愿破产的命运 最快下月底重组】Arcadia Group Ltd. 主席 Philip Green 菲利普·格林及其顾问正筹备最快在 4 月底申请 CVA，寻求包括门店业主和 Pension Protection Fund（养老金保护基金会）在内、持有 75% 债务的债权人支持该零售集团减少支付租金、甚至提前结束租约的方案，而这可能意味着大规模关店裁员。原文：<https://mp.weixin.qq.com/s/08o1Ggyz1cIjyscLUvc7sQ>（资料来源：无时尚中文网）

【Nike 集团发布最新季报：数字渠道销售同比大增 36%】美国运动巨头 Nike Inc. 日前公布了 2018/2019 财年第三季度的关键财务数据，Nike 集团销售额为 96 亿美元，同比增长 7%，以不变汇率计算增长 11%。净利润 11 亿美元，去年同期为亏损 9.21 亿美元。原文：<https://mp.weixin.qq.com/s/KsgZwFkKe1D1gIcp8hX4bw>（资料来源：华丽志）

【Levi's 牛仔 IPO 首日股价大涨 31.8%，市值达 87 亿美元】本周三，美国休闲牛仔服饰品牌 Levi Strauss & Co.（李维斯，下文简称“Levi's”）宣布，通过首次公开募股（IPO）筹集了 6.23 亿美元的资金，高出此前预期的 5.87 亿美元。周四，Levi's 股票正式上市交易后，迅速攀升 31.82%，收于每股 22.41 美元，市值达 87 亿美元。原文：<https://mp.weixin.qq.com/s/D0aaqOU6--HNno2UbV0tcw>（资料来源：华丽志）

【为跟 Gucci 展开竞争，Prada 产品将不再打折】终止四年收入下滑的 Prada 正持续受到业界高度关注，Prada 首席执行官 Patrizio Bertelli 在财报后的分析师电话会议中表示，旗下品牌将停止门店季末打折促销活动，以进一步加强品牌形象，并提高盈利能力。有分析认为这同时能更好地与 Gucci 等竞争对手争夺市场份额。原文：<https://mp.weixin.qq.com/s/2JVXaRokqlzcfJpE90jqbQ>（资料来源：LADYMAX）

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 (元)	EPS (元)			PE			PEG
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
歌力思	17.18	1.06	1.36	1.60	16	13	11	0.76
水星家纺	15.88	1.18	1.44	1.74	13	11	9	0.62
海澜之家	9.63	0.81	0.90	0.98	12	11	10	1.19
百隆东方	5.20	0.39	0.45	0.52	13	12	10	0.80
九牧王	13.51	0.97	1.09	1.23	14	12	11	1.09
太平鸟	18.91	1.36	1.74	1.95	14	11	10	0.51
森马服饰	10.19	0.58	0.70	0.80	18	15	13	0.75
新野纺织	4.28	0.48	0.54	0.64	9	8	7	0.42
潮宏基	5.08	0.36	0.56	0.64	14	9	8	0.53
鲁泰 A	10.09	1.00	1.10	1.21	10	9	8	1.01
维格娜丝	15.61	1.57	1.92	2.26	10	8	7	0.34
安奈儿	21.96	0.62	0.78	0.96	35	28	23	1.56

来源：Wind，中泰证券研究所预测整理 注：收盘价截至 2019 年 3 月 22 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。