

纺织服装

行业周报

3月限额以上纺服零售增速回暖，期待Q2零售持续回暖

投资要点

◆ **板块公司行情**：上周，SW纺织服装板块上涨0.48%，沪深300上涨3.31%。目前SW纺织服装PE为22.49倍，略高于近1年均值。本周涨幅前3的纺织服装公司分别为：三夫户外(+20.18%)、多喜爱(+18.56%)、*ST中绒(+16.32%)，跌幅前3分别为：太平鸟(-6.67%)、地素时尚(-6.24%)、商赢环球(-6.18%)。

◆ **行业重要新闻**：1. 一季度社零总额同比增8.3%，3月限额以上纺服增速回升；2. 3月份规模以上工业增加值增长8.5%，纺织业增加9.0%；3. 第三次植棉意向调查：植棉意向下降，降幅持平略减；4. 中国势将采购大量棉花，此前大幅降低国家储备棉库存；5. 美国服饰业陷入困境：2019年已关近6000家店。

◆ **海外公司跟踪**：1. 李宁首季电商销售大涨40%；2. 周大福财年四季度中国内地同店销售上涨9%；3. J.Crew考虑分拆牛仔品牌Madewell上市。

◆ **公司重要公告**：【森马服饰】披露投资者关系活动记录表；【三房巷】筹划资产重组停牌；【百隆东方】2019年继续开展棉花期货业务；【伟星股份】披露投资者关系活动记录表；【本周SW纺织服装年度报告】；【本周SW纺织服装一季度报告】。

◆ **重点新闻简评**：一季度社零总额同比增8.3%，3月限额以上纺服增速回升：Q1社零增长8.3%，增速较去年Q4的8.24%略有回升，Q1限额以上扣除石油及汽车增长7.6%，较去年Q4的7.3%回暖，我国消费呈现企稳回升态势。限额以上纺织服装增速回升。4月逐步推进落实消费升级行动计划，期待Q2零售持续回暖。

周大福财年四季度中国内地同店销售上涨9%：2019年一季度，周大福中国内地零售额增长24%，同店销售增长9%。其中中国内地珠宝首饰品类同店销售增长12%，中国内地黄金产品平均售价同比提升近20%推动黄金产品同店销售增长。黄金首饰是高端可选消费品类之一，周大福在中国内地的高增速，或表明一季度我国高端消费已然复苏，建议关注我国中高端女装消费趋势。

◆ **投资建议**：一季度，社会零售增速较去年四季度回升，限额以上剔除石油汽车零售增速回升，我国消费呈现企稳回升趋势。3月限额以上纺服零售增速回暖。二季度起，较低的基数以及促进消费政策逐步落实，有望推动零售增速持续改善。我们建议关注以下几条投资主线：（1）业绩有保障的休闲服装企业森马服饰，印染龙头航民股份；（2）目前估值处于低位，业绩有望稳健增长的家纺企业，罗莱生活；（3）受益于电商销售快速增长的供应链平台企业，南极电商。

◆ **风险提示**：1. 部分行业终端持续低迷，服装销售不达预期；2. 上市公司业绩下滑风险；3. 企业兼并收购的标的资产业绩不达预期的风险，新业务的经营风险。

 投资评级 **领先大市-A 维持**

首选股票	评级
002563	森马服饰 买入-A
600987	航民股份 买入-A
002293	罗莱生活 买入-A
002127	南极电商 买入-B

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.92	-4.16	-17.09
绝对收益	4.48	25.19	-7.53

分析师

王冯
 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.com
 021-20377089

报告联系人

吴雨舟
 wuyuzhou@huajinsec.com
 021-20377061

相关报告

纺织服装：3月我国纺织品出口同比上升、服装出口同比下降 2019-04-14

纺织服装：2月棉纺织行业景气指数周期性回落，3月景气指数回升概率较高 2019-04-07

纺织服装：中棉协第二次调查，全国植棉意向面积同比下降3.6% 2019-03-25

纺织服装：前2月限额以上纺服零售增速放缓至1.8%，温暖天气影响冬装销售 2019-03-18

纺织服装：前2月纺服出口同比下降约11.6%，主要为春节错月效应影响 2019-03-10

内容目录

一、上周行情.....	3
1. 板块行情.....	3
2. 公司行情与重点公司估值.....	4
3. 未来一年内上市公司解禁股情况.....	5
二、行业重要新闻.....	6
1. 一季度社零总额同比增 8.3%，3 月限额以上纺服增速回升.....	6
2. 3 月份规模以上工业增加值增长 8.5%，纺织业增加 9.0%.....	7
3. 第三次植棉意向调查：植棉意向下降，降幅持平略减.....	8
4. 中国势将采购大量棉花，此前大幅降低国家储备棉库存.....	9
5. 美国服饰业陷入困境：2019 年已关近 6000 家店.....	9
三、海外公司跟踪.....	11
1. 李宁首季电商销售大涨 40%.....	11
2. 周大福财年四季度中国内地同店销售上涨 9%.....	12
3. J. Crew 考虑分拆牛仔品牌 Madewell 上市.....	13
四、公司重要公告.....	15
五、风险提示.....	16

图表目录

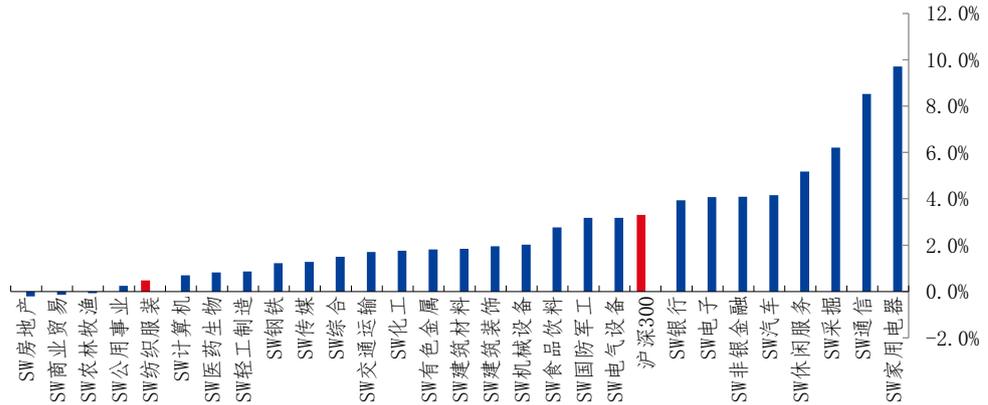
图 1：上周 SW 一级板块与沪深 300 涨跌幅比较.....	3
图 2：近 1 年纺织服装及子板块 PE 走势.....	3
表 1：纺织服装及子板块最新估值与近 1 年均值 PE 对比.....	4
表 2：本周纺织服装板块涨幅前 5 的公司.....	4
表 3：本周纺织服装板块跌幅前 5 的公司.....	4
表 4：纺织服装重点公司股价与估值.....	4
表 5：纺织服装未来一年内解禁情况.....	5
表 6：2019 年一季度社会消费品零售总额主要数据.....	6
表 7：本周 SW 纺织服装年度报告.....	16
表 8：本周 SW 纺织服装一季度报告.....	16

一、上周行情

1. 板块行情

上周，SW 纺织服装板块上涨 0.48%，沪深 300 上涨 3.31%，纺织服装板块落后大盘 2.83 个百分点。其中 SW 纺织制造板块上涨 1.39%，SW 服装家纺下跌 0.13%。

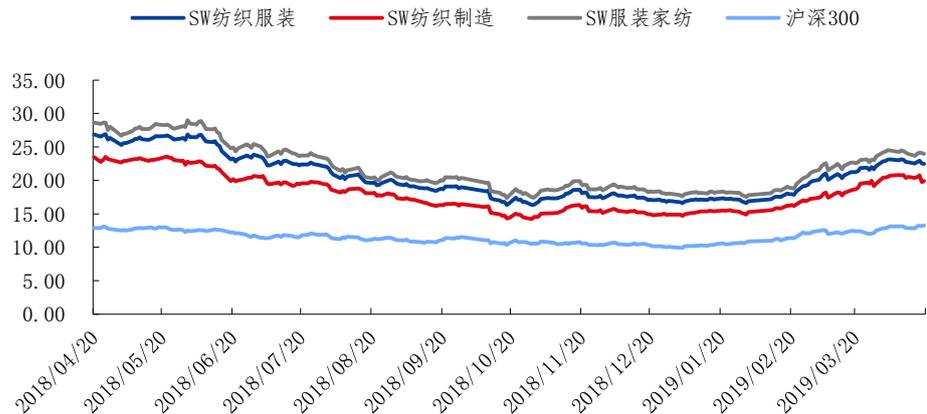
图 1：上周 SW 一级板块与沪深 300 涨跌幅比较



资料来源：Wind，华金证券研究所

从板块的估值水平看，目前 SW 纺织服装整体法 (TTM, 剔除负值) 计算的行业 PE 为 22.49 倍，SW 纺织制造的 PE 为 19.91 倍，SW 服装家纺的 PE 为 23.97 倍，沪深 300 的 PE 为 13.24 倍。SW 纺织服装的 PE 略高于近 1 年均值。

图 2：近 1 年纺织服装及子板块 PE 走势



资料来源：Wind，华金证券研究所

表 1: 纺织服装及子板块最新估值与近 1 年均值 PE 对比

时间	市盈率(历史 TTM_整体法)剔除负值			
	SW 纺织服装	SW 纺织制造	SW 服装家纺	沪深 300
2019/4/19	22.49	19.91	23.97	13.24
均值	20.52	18.07	21.82	11.49
溢价	1.97	1.84	2.15	1.75

资料来源: Wind, 华金证券研究所

2. 公司行情与重点公司估值

表 2: 本周纺织服装板块涨幅前 5 的公司

证券代码	公司简称	本周涨跌幅 (%)	本周收盘价 (元)
002780.SZ	三夫户外	20.18	27.28
002761.SZ	多喜爱	18.56	23.51
000982.SZ	*ST 中绒	16.32	2.21
002656.SZ	摩登大道	10.43	8.05
000850.SZ	华茂股份	9.73	5.19

资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 3: 本周纺织服装板块跌幅前 5 的公司

证券代码	公司简称	本周涨跌幅 (%)	本周收盘价 (元)
603877.SH	太平鸟	-6.67	20.30
603587.SH	地素时尚	-6.24	26.46
600146.SH	商赢环球	-6.18	14.26
002098.SZ	浔兴股份	-6.02	10.15
600137.SH	浪莎股份	-4.99	16.76

资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 4: 纺织服装重点公司股价与估值

	价格(元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE			
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
000726.SZ	鲁泰 A	10.95	103	0.98	/	1.06	11	/	10
002042.SZ	华孚时尚	7.56	115	0.45	/	0.62	17	/	12
601339.SH	百隆东方	5.54	83	0.33	/	0.38	17	/	15
600803.SH	新奥股份	12.21	150	0.51	/	1.33	24	/	9
002087.SZ	新野纺织	4.79	39	0.36	/	0.57	13	/	8
603558.SH	健盛集团	11.06	46	0.32	0.52	0.64	35	21	17
300658.SZ	延江股份	15.86	24	0.60	/	/	26	/	/
002293.SZ	罗莱生活	11.54	87	0.57	/	0.82	20	/	14
002327.SZ	富安娜	9.00	79	0.56	/	0.71	16	/	13
002397.SZ	梦洁股份	6.02	47	0.07	/	0.24	92	/	25
603365.SH	水星家纺	18.09	48	0.97	/	1.22	19	/	15
002761.SZ	多喜爱	23.51	48	0.11	/	/	207	/	/
002503.SZ	搜于特	3.23	100	0.20	/	0.15	16	/	21
002563.SZ	森马服饰	11.33	306	0.42	/	0.70	27	/	16

603877.SH	太平鸟	20.30	98	0.95	/	1.46	21	/	14
002832.SZ	比音勒芬	48.10	87	0.99	/	2.10	48	/	23
002612.SZ	朗姿股份	10.68	43	0.47	/	0.59	23	/	18
603808.SH	歌力思	17.58	58	0.91	1.13	1.38	19	16	13
603196.SH	日播时尚	10.16	24	0.35	/	/	29	/	/
603518.SH	维格娜丝	17.78	32	1.05	/	1.76	17	/	10
603839.SH	安正时尚	13.10	53	0.68	0.89	1.14	19	15	12
600398.SH	海澜之家	9.41	423	0.74	/	0.82	13	/	11
002029.SZ	七匹狼	7.69	58	0.42	/	0.51	18	/	15
601566.SH	九牧王	14.49	83	0.86	0.91	0.97	17	16	15
002762.SZ	金发拉比	7.13	25	0.26	/	0.33	28	/	22
002875.SZ	安奈儿	20.92	28	0.52	/	0.77	40	/	27
002763.SZ	汇洁股份	9.44	37	0.57	/	0.64	17	/	15
300005.SZ	探路者	4.50	40	-0.10	/	0.14	-47	/	32
603555.SH	贵人鸟	7.84	49	0.25	/	/	31	/	/
600987.SH	航民股份	11.53	86	0.77	/	0.93	15	/	12
603001.SH	奥康国际	12.07	48	0.56	/	/	21	/	/
002291.SZ	星期六	6.10	24	-0.88	/	/	-7	/	/
002127.SZ	南极电商	10.87	267	0.22	/	0.50	50	/	22
002640.SZ	跨境通	13.17	205	0.48	/	1.08	27	/	12
002687.SZ	乔治白	7.49	27	0.21	/	/	35	/	/

资料来源: Wind 一致预期, 最新日期 2019/04/19, 华金证券研究所

3. 未来一年内上市公司解禁股情况

表 5: 纺织服装未来一年内解禁情况

股票代码	证券简称	本次解禁日期	本次解禁股份数量(万股)	占总股本比例(%)	占解禁后流通股份比例(%)
002154.SZ	报喜鸟	2019/5/6	3,842.81	3.16%	3.35%
002034.SZ	旺能环境	2019/5/9	4,100.40	9.84%	15.83%
002293.SZ	罗莱生活	2019/6/6	92.70	0.12%	0.13%
002656.SZ	摩登大道	2019/6/10	2,325.42	3.26%	4.70%
002003.SZ	伟星股份	2019/6/13	3,233.23	4.27%	4.88%
002397.SZ	梦洁股份	2019/6/20	1,650.00	2.12%	3.18%
603587.SH	地素时尚	2019/6/24	3,400.00	8.48%	35.79%
603958.SH	哈森股份	2019/7/1	15,136.10	68.83%	69.64%
300526.SZ	中潜股份	2019/8/2	11,000.00	64.15%	64.66%
002656.SZ	摩登大道	2019/8/2	14,387.49	20.19%	23.37%
002193.SZ	如意集团	2019/8/16	3,051.47	11.66%	11.69%
002674.SZ	兴业科技	2019/8/19	6,151.02	20.36%	20.37%
600400.SH	红豆股份	2019/8/30	3,689.98	1.46%	1.46%
603877.SH	太平鸟	2019/9/16	172.78	0.36%	0.85%
600146.SH	商赢环球	2019/9/30	26,997.00	57.44%	57.44%
002494.SZ	华斯股份	2019/11/11	370.83	0.96%	1.24%
002516.SZ	旷达科技	2019/11/11	2,691.72	1.79%	2.78%
002832.SZ	比音勒芬	2019/12/23	9,520.00	52.50%	54.65%

股票代码	证券简称	本次解禁日期	本次解禁股份数量(万股)	占总股本比例(%)	占解禁后流通股份比例(%)
300577.SZ	开润股份	2019/12/23	15,225.56	69.97%	70.36%
603608.SH	天创时尚	2019/12/26	701.34	1.63%	2.25%
603877.SH	太平鸟	2020/1/9	27,623.40	57.46%	57.94%
300591.SZ	万里马	2020/1/9	19,760.00	63.33%	63.33%
603839.SH	安正时尚	2020/2/14	29,458.80	72.88%	73.63%
603238.SH	诺邦股份	2020/2/24	9,000.00	75.00%	75.00%
603908.SH	牧高笛	2020/3/6	4,364.07	65.44%	65.44%
603665.SH	康隆达	2020/3/13	6,272.92	62.73%	62.73%

资料来源: Wind, 最新日期 2019/04/19, 华金证券研究所

二、行业重要新闻

1. 一季度社零总额同比增 8.3%，3 月限额以上纺服增速回升

[华尔街见闻 2019-04-17]

4 月 17 日, 国家统计局公布的数据显示, 中国 1 至 3 月社会消费品零售总额为 97790 亿元, 同比增长 8.3%, 与预期持平, 比 1-2 月份加快 0.1 个百分点, 比上年同期回落 1.5 个百分点。其中, 3 月份社会消费品零售总额为 31726 亿元, 同比增长 8.7%, 比 1-2 月份加快 0.5 个百分点, 环比增长 0.91%。

按经营单位所在地分, 一季度城镇消费品零售额 83402 亿元, 同比增长 8.2%; 乡村消费品零售额 14388 亿元, 增长 9.2%。其中, 3 月份城镇消费品零售额 27192 亿元, 同比增长 8.5%; 乡村消费品零售额 4534 亿元, 增长 9.4%。

按消费类型分, 一季度餐饮收入 10644 亿元, 同比增长 9.6%; 商品零售 87146 亿元, 增长 8.2%。其中, 3 月份餐饮收入 3393 亿元, 同比增长 9.5%; 商品零售 28333 亿元, 增长 8.6%。

按零售业态分, 一季度限额以上零售业单位中的超市、百货店、专业店零售额同比分别增长 7.5%、0.9%、3.9%, 专卖店同比下降 0.9%。

一季度, 市场销售增速上升, 网上零售占比提高。全国网上零售额 22379 亿元, 同比增长 15.3%, 比 1-2 月份加快 1.7 个百分点。其中, 实物商品网上零售额 17772 亿元, 增长 21.0%, 占社会消费品零售总额的比重为 18.2%, 比 1-2 月份提高 1.7 个百分点。而在实物商品网上零售额中, 吃、穿和用类商品分别增长 24.6%、19.1% 和 21.3%。

表 6: 2019 年一季度社会消费品零售总额主要数据

指标	3 月		1-3 月	
	绝对量 (亿元)	同比增长 (%)	绝对量 (亿元)	同比增长 (%)
社会消费品零售总额	31726	8.7	97790	8.3
其中: 限额以上单位消费品零售额	11953	5.1	35078	4.1
其中: 实物商品网上零售额	-	-	17772	21.0
按经营地分				

城镇	27192	8.5	83402	8.2
乡村	4534	9.4	14388	9.2
按消费类型分				
餐饮收入	3393	9.5	10644	9.6
其中：限额以上单位餐饮收入	726	7.5	2226	7.9
商品零售	28333	8.6	87146	8.2
其中：限额以上单位商品零售	11227	5.0	32852	3.8
粮油、食品类	1081	11.8	3628	10.6
饮料类	157	12.1	482	9.3
烟酒类	287	9.5	1061	5.9
服装鞋帽、针纺织品类	1081	6.6	3423	3.3
化妆品类	281	14.4	753	10.9
金银珠宝类	218	-1.2	725	2.6
日用品类	471	16.6	1410	16.1
家用电器和音像器材类	821	15.2	2028	7.8
中西药品类	502	11.8	1440	10.8
文化办公用品类	249	-4.0	692	3.8
家具类	158	12.8	414	5.0
通讯器材类	365	13.8	1093	10.0
石油及制品类	1690	7.1	4731	4.1
汽车类	3179	-4.4	9160	-3.4
建筑及装潢材料类	158	10.8	420	8.1

资料来源：国家统计局，华金证券研究所

注：1. 此表速度均为未扣除价格因素的名义增速；2. 此表中部分数据因四舍五入的原因，存在总计与分项合计不等的情况。

【简评：Q1 社零增长 8.3%，增速较去年 Q4 的 8.24%略有回升，Q1 限额以上扣除石油及汽车增长 7.6%，较去年 Q4 的 7.3%回暖，我国消费呈现企稳回升态势。分渠道看，线上实物零售增速平稳，线下渠道增速回暖；分品类看，限额以上粮油食品、化妆品、日用品双位数增长，纺织服装增速回升。4 月逐步推进落实消费升级行动计划，期待 Q2 零售持续回暖。建议持续关注零售数据，以及消费类、超市相关标的。】

2.3 月份规模以上工业增加值增长 8.5%，纺织业增加 9.0%

[中国棉花协会 2019-04-17]

2019 年 3 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 8.5%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），比 1-2 月份加快 3.2 个百分点。从环比看，3 月份，规模以上工业增加值比上月增长 1%。一季度，规模以上工业增加值同比增长 6.5%。

分三大门类看，3 月份，采矿业增加值同比增长 4.6%，增速较 1-2 月份加快 4.3 个百分点；制造业增长 9.0%，加快 3.4 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 7.7%，加快 0.9 个百分点。

分经济类型看，3 月份，国有控股企业增加值同比增长 4.7%；股份制企业增长 10.0%，外商及港澳台商投资企业增长 4.2%；私营企业增长 14.2%。

分行业看,3月份,41个大类行业中有40个行业增加值保持同比增长。其中,农副食品加工业增长5.7%,纺织业增长9.0%,化学原料和化学制品制造业增长7.1%,非金属矿物制品业增长15.4%,黑色金属冶炼和压延加工业增长8.5%,有色金属冶炼和压延加工业增长11.1%,通用设备制造业增长14.1%,专用设备制造业增长16.4%,汽车制造业增长2.6%,铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长13.6%,电气机械和器材制造业增长15.2%,计算机、通信和其他电子设备制造业增长10.2%,电力、热力生产和供应业增长7.2%。

分地区看,3月份,东部地区增加值同比增长10.3%,中部地区增长9.6%,西部地区增长7.5%,东北地区增长8.0%。

分产品看,3月份,605种产品中有414种产品同比增长。其中,钢材9787万吨,同比增长11.4%;水泥17971万吨,增长22.2%;十种有色金属467万吨,增长6.9%;乙烯175万吨,增长7.5%;汽车258.7万辆,下降2.6%,其中,轿车98.8万辆,下降3.4%;新能源汽车10.9万辆,增长41.6%;发电量5698亿千瓦时,增长5.4%;原油加工量5304万吨,增长3.2%。

3月份,工业企业产品销售率为98.8%,比上年同月提高1.3个百分点。工业企业实现出口交货值10292亿元,同比名义增长5.7%。

3. 第三次植棉意向调查:植棉意向下降,降幅持平略减

[中国棉花协会 2019-04-15]

2019年3月,中国棉花协会棉农分会对全国12个省和新疆维吾尔自治区共2865个定点农户进行了第三次2019年植棉意向调查。结果显示:全国植棉意向面积为4738.07万亩,同比下降3.35%,较上期预测的3.58%,回升0.23个百分点。其中:新疆棉农种植意向同比下降1.90%,降幅较上期缩小1.09个百分点;黄河流域同比下降6.82%,降幅较上期扩大2.06个百分点;长江流域同比下降8.65%,降幅较上期扩大2.89个百分点。随着气温回升,棉农普遍开始备耕,植棉意向也日渐明确。

全国被调查的棉农中,植棉意向保持不变的占比较多,占总调查户数的67.01%,环比减少0.95个百分点;准备减少植棉面积的占18.00%,环比增加1.90个百分点;准备增加种植面积的占11.35%,环比增加0.99个百分点;春耕备播工作逐渐开始,徘徊观望户环比减少,占总调查户数3.64%,环比下降1.94个百分点。

新疆植棉意向降幅较上期减小。3月,新疆各地区天气逐渐转暖,给春耕春播创造了条件,在被调查农户中准备减少种植面积的占总调查户的12.18%,环比减少了1.22个百分点;准备增加的占9.73%,与上期持平;与去年持平的占75.73%,环比增加2.42个百分点;仍在徘徊观望的占2.36%,环比减少1.19个百分点。新疆地方棉农植棉意向同比持平略增,兵团植棉意向降幅较大。由于兵团进行团场综合配套改革,生产全面推向市场,打破了原有职工承包经营方式,除了每人40亩或50亩的身份田外还设置了经营田,经营田需要竞拍才可获得,导致兵团植棉面积不确定因素增多。

长江流域植棉意向减幅继续扩大。主要原因:一是棉农植棉收入减少;二是植棉费工费时,农村劳动力年龄偏大,精力有限,只能改种劳动力投入相对较少的农作物。据调查,准备减少植

棉面积的农户，占总调查户的 21.37%，环比增加 7.32 个百分点；准备增加的占 10.61%，环比增加 0.19 个百分点；与去年持平的占 64.82%，环比减少 5.66 个百分点；受土地流转情况不明确等原因影响，仍有 3.20% 的调查户暂时无法确定植棉面积，较上期减少 1.85 个百分点。该流域中安徽省因 2018 年棉花价格平稳，收购市场良好，植棉意向面积同比持平，其他各省植棉意向均有不同程度下降。

黄河流域因棉花交售工作还未结束，仍有 4.91% 的调查户无法确定植棉面积。该流域植棉意向面积减幅比长江流域小，天津、陕西两省植棉意向面积持平略增，河南、河北、山东、山西四省植棉意向同比减少。据调查，准备减少植棉面积的占总调查户的 20.88%，环比增加 1.41 个百分点；准备增加植棉面积的占 13.08%，环比增加 2.62 个百分点；与去年植棉面积保持持平的占总调查户的 61.13%，环比减少 2.03 个百分点。

4. 中国势将采购大量棉花，此前大幅降低国家储备棉库存

[中国棉花协会 2019-04-17]

全球最大的棉花买家中国将加大棉花进口，因中国此前大幅削减曾经庞大的国储棉库存，造成国内棉花供应萎缩。

中国国家发改委上周五发布公告表示，今年棉花进口滑准税配额数量 80 万吨，全部为非国营贸易配额。该配额是发放的 894,000 吨低关税税率 1% 配额之外的。

上海国际棉花交易中心的信息总监汪前进表示，进口可能将用于填补今年的短缺而不是国家储备。如果需要降低棉花价格，政府可能只会通过投放国家储备棉进行。

国家发改委表示，棉纺企业申请棉花进口滑准税配额的时间为 4 月 15 日至 29 日。汪前进称，一旦中美两国解决贸易争端，中国可能将加大从最大的棉花供应国美国的进口。中国去年对美国的棉花加征了 25% 的报复性关税。

5. 美国服饰业陷入困境：2019 年已关近 6000 家店

[中国棉花协会 2019-04-19]

美国传统零售商似乎还没有走出寒冬，正面临着严重的关店危机。

据咨询机构 Coresight Research 的数据显示，在经历 2018 年的短暂增长后，美国实体零售业在 2019 年开始加速关闭线下门店。截至 4 月初，美国零售商在今年已宣布关闭 5994 家门店，新开设 2641 家门店。相比之下，2018 年全年有 5864 家门店关闭，3239 家门店开业。这意味着美国 2019 年 4 月初关闭的店铺数量已经超过了 2018 年的总和。

据预测，到 2019 年底美国实体零售业关店总数将达到 1.2 万家左右。另外，今年已经有 11 家零售商申请破产或清算。

计划在 2019 年大规模关店的零售企业不乏 Gymboree、维密、Gap、Nordstrom 和梅西百货这样的大型零售商。其中 Gap 集团就在去年 12 月宣布于今年 1 月 20 日正式关闭其核心品牌位于纽

约第五大道的旗舰店，集团首席执行官 Art Peck 更是坦承品牌业绩持续受到实体零售租金上涨压力，将关闭数百家门店以提高自身额盈利能力。

据悉，Gap 品牌计划在未来两年内关闭 230 家门店，预计年度收入将减少约 6.25 亿美元，但将节约近 9000 万美元运营成本，与 Gap 品牌一样陷入低迷的 Banana Republic 也会关闭部分门店，但集团暂未透露具体数据。

另外，美国性感内衣品牌维密的市场份额也正随着消费者喜好的变化迅速被蚕食。相比于互联网内衣品牌 ThirdLove 获得 LVMH 旗下投资公司 L Catterton 等基金的入股，以及美国零售巨头 Target 宣布推出三个内衣品牌，目标年收入超 10 亿美元，失势已久的维密至今没有任何好转迹象。受维密影响，其母公司 L Brands 去年全年净利润同比大跌 34.5% 至 6.4 亿美元，不及分析师预期。

为复苏维密，L Brands 表示会积极关闭冗余门店，今年将在北美市场再关闭 53 家门店。维密在过去 10 年共开设 820 家店，关闭 673 家店，并出售了 130 家店的经营权。

过多的实体店也早已成为快时尚 Zara 包袱。据 Zara 母公司 Inditex 集团递交给西班牙证券交易所的文件显示，去年的经营实体租赁费用同比增加 1.4% 至 23.92 亿欧元约合 180 亿人民币，是总收入的 10%，集团毛利率自 2016 年以来连续 3 年录得下滑。去年初该品牌提前关闭纽约首家旗舰店。

除关店外，今年以来，零售业裁员人数居美国各行业的首位。据培训公司 Challenger, Gray & Christmas 统计，今年前两个月，美国零售业已裁员超过 4 万人，比去年同期高出 92%。该公司指出，自 2018 年下半年以来，零售业裁员一直呈上升趋势。

实际上，美国零售业整体情况都已陷入困境。

据美国商务部上周一公布的数据显示，2 月份美国零售销售额环比下跌 0.2%，未达预期 0.3% 的增加。分析指出，销售数据录得负增长显示出美国 2018 年 1 月份的 1.5 万亿美元减税和政府增支计划对经济的刺激作用已经明显消退。Coresight Research 创始人 Deborah Weinswig 对英国金融时报称，“经济存在根本性的问题，这种现象可能传导到整个行业。”

瑞银称，在经历了 10 年的下滑后，虽然美国零售业线下门店销售量在 2018 年取得短暂的增长，但因为刺激作用逐渐消减，线下门店销量的增长速度已不太可能持续，这也将导致零售商未来将加速关闭线下门店。

显然，美国零售业的关店潮已非一日之寒，过去几年中纽约关闭的零售商店数以万计，大部分被资金实力较为雄厚的美国连锁店替代，而如今更是陷入僵局，许多连锁店难以维持。

另外，不可否认的是，消费者的消费习惯向移动端的转变在给零售商创造了机遇的同时也对线下零售业务造成了很大压力。众多传统上一直是购物区支柱的百货公司和其他零售商的规模都在缩小，或者已经倒闭。

据 CNBC 报道，2018 年，亚马逊在美国的零售额增加了 350 亿美元，相当于 7700 家实体零售店的销售额。Coresight Research 发布调查报告称，亚马逊已成功击败沃尔玛，成为最受美国消费者喜爱的服装零售商。瑞银的最新调查结果显示，到 2026 年，在线销售将占美国销售总

额的 25%，届时将导致美国大约 7.5 万家门店被迫关闭，其中服装类门店受到的打击最严重，估计将关闭 2.1 万家门店，占全美服装门店的 17%。

与此同时，受高昂租金的影响，纽约第五大道的空置率从去年开始就大幅上升。高租金毁了纽约“街区文化”，也间接摧毁了曾经辉煌的美式时尚。受此影响，Ralph Lauren 和 L Brands 旗下的奢侈手袋品牌 Henri Bendel 位于纽约第五大道的旗舰店也在去年先后关闭。

空置率上涨的情况同样也发生在美国大型购物中心。房地产数据公司 Reis Inc. 2018 年对美国 77 座大城市及周边地区进行了调查，发现美国大型购物中心空置率在 2018 年第一季度升至 8.4%，创 2012 年第四季度以来最高水平。

有调查显示，为增加客流量，购物中心一直在争取苹果等品牌的进驻，但由于租金问题，该类品牌交易谈成难度较大。

除自身经营不善的原因外，经济环境和行业变化也给美国的时尚零售业带来了不小的冲击。Thasos 联合创始人兼首席产品官 John Collins 还表示，零售商开始减少折扣可能是购物中心客流量下降的原因之一。

无独有偶，英国传统零售业也正遭受沉重打击。据外媒消息，英国快时尚 Topshop 母公司 Arcadia 已开始转租旗下英国 570 家门店中处于黄金地段的 67 家门店，并希望其它保持经营的门店能够减少约 30% 租金，作为交换 Arcadia 将为房东们提供最多 20% 的集团股权，但房东们并未表态是否接受这一条件。

New Look、French Connection、LK Bennett 和 House of Fraser 等英国时尚零售商也先后申请破产保护或被传寻求出售，马莎百货则计划关闭 100 家英国门店，或裁减 1000 个工作岗位。

根据报告，今年以来，Payless、Gymboree、Charlotte Russe 与 Shopko 等美国已申请破产的零售商将关闭共 3720 家门店。Family Dollar 今年将关闭 359 家门店，Signet Jewelers 将关闭 159 家。

Coresight Research 首席执行官 Deborah Weinswig 表示，关店潮可能会持续相当一段时间。CNBC 在报道中指出，传统零售商面临的困境不一定没有办法解决，但他们必须开始重新思考并彻底改变运作方式。瑞银则认为，零售商线上卖货的时代已经到来，而线下门店要尽可能小、库存要尽可能少，线下主要以商品展示为主，并以此作为对线上卖货的补充。

三、海外公司跟踪

1. 李宁首季电商销售大涨 40%

[无时尚中文网 2019-04-19]

中国内地体育运动和服饰品牌李宁有限公司(2331.HK) 周三盘后公布同店销售 10%-20% 中段增长的首季初步销售数据。

报告期内，直营渠道同店销售有高个位数增幅，批发渠道同店销售录得 10%-20%低段增长，电商业务录得 30%-40%高段增长。

首季度，公司（不包括李宁 YOUNG）零售流水按年录得 20%-30%低段增长，期内线下渠道流水录得 10%-20%高段增长，其中直营渠道录得 10%-20%低段增长，而批发渠道录得 20%-30%低段增长。电商渠道流水录得 40%-50%低段增长。

李宁同时披露，3 月份第四季度订货会，以吊牌价计算，特许经营销售订单（不包括李宁 YOUNG）录得 10%-20%中段增长。

加上此前披露首季初步数据的特步国际（1368.HK）、安踏体育（2020.HK）以及宝胜国际（3813.HK），基本证明首季度中国体育运动用品行业仍然有高双位数增幅。

首季安踏集团旗下安踏品牌尽管销售增速放缓至 10%-20%中段，但其他品牌零售额同比录得 65%-70%的升幅；宝胜国际首季销售增幅达 19.8%；特步亦有 20+%双位数增长。

截至 2019 年 3 月 31 日，李宁（不包括李宁 YOUNG）于中国共运营 6,310 个销售点，今年迄今净减少 34 个，其中直营销售点减少 105 个，批发业务零售点净增加 71 个，期内李宁 YOUNG 销售点净增 22 个至 815 个。

2. 周大福财年四季度中国内地同店销售上涨 9%

[无时尚中文网 2019-04-18]

周大福珠宝集团有限公司（1929.HK）四季度港澳同店销售止跌回升，录得 1%的增幅，显示 2019 年初香港零售业承压的同时，亦有一定转机。

1-3 月份，周大福珠宝中国内地和香港、澳门市场零售值分别录得 24%和 7%的增幅，但是同店销量分别下滑 2%和 4%。

报告期内，中国内地市场表现好于港澳市场，主要因基数不同导致。首季，中国内地市场同店销售录得 9%的反弹，而三季度大跌 7%，较港澳市场 6%跌幅略深。

周大福表示，中国内地市场四季度珠宝镶嵌类别同店销售增长保持平稳，零售值录得 12%的增幅；港澳市场四季度珠宝镶嵌类别同店销售则暴跌 10%。四季度，内地珠宝镶嵌类别占内地总零售值的 20%，较三季度回落 300 个基点，港澳市场该业务占比更环比回落 700 个基点至 22%。两地珠宝镶嵌类别同店销量则恢复正面，但平均售价下滑，分别由 6,700 港元和 13,000 港元下滑至 6,500 港元和 11,400 港元，港澳市场跌幅逾一成二。

黄金产品是周大福珠宝四季度同店销售转正的主要推动力。报告期内，两大市场同店销售均录得正面，平均售价增幅均超过一成。四季度，内地市场黄金产品平均售价由 4,100 港元增至 4,900 港元，港澳市场亦由 7,900 港元增至 8,900 港元。2019 财年四季度，国际金价同比下滑 2%。

四季度，中国银联、支付宝、微信支付或人民币结算的零售值占港澳市场百分比为 48%，较三季度 47%回升 100 个基点，但较 2018 财年同期 51%则显著下滑，该指标代表中国内地游客在香港和澳门市场周大福门店的销售水平。

上述数据亦反映了香港零售业一季度的疲弱。

已经公布的前两个月数据显示，香港市场 1-2 月零售业录得 1.6%的负增长，1 月份 7.1%的增幅，完全被 2 月份 10.1%的狂跌抵消，而 3 月份数据有待下月初披露。不过，首两个月，香港零售市场珠宝首饰、钟表及名贵礼品销售仍录得 2.8%的增长。

不过中国国家统计局周三公布的零售数据显示，3 月份内地消费增长录得强劲反弹，8.7%的增幅较首两个月 8.2%大幅提升 50 个基点，显示一季度末，中国消费在减税降费等诸多利好政策下企稳。

周大福珠宝集团有限公司 (1929.HK) 周三收涨 0.94%报 8.61 港元，今年迄今涨幅 31.85%，大幅跑赢恒指的 16.56%，上月初花旗曾唱多该公司，认为周大福下半年可录得强劲反弹。

花旗认为，周大福未来销售前景和盈利透明度可录得改善，上调港澳市场 2019 财年同店销售增幅 100 个基点至 10%，同时大幅上调当前财年港澳市场同店销售增长 500 个基点，由 5%的负增长至持平，但下修明年港澳市场同店销售增长 200 个基点至持平。因此，上调周大福目标价逾四成，由 6.0 港元至 8.6 港元，相当于 18 倍的 P/E，同时将评级由“中性”大幅上调至“买入”。该行指，伴随人民币企稳，下半年有望转强，内地客花费增加，相信珠宝业可以获得支撑，因此上调 2019-2021 财年核心盈利分别 3%、11%和 10%至 44.66 亿港元、47.59 亿港元和 50.18 亿港元。

大行麦格理在本月更是将周大福珠宝目标价上调逾八成，由 5.7 港元上调至 10.3 港元，评级由“中性”上调至“跑赢大市”。

本月初，周大福珠宝还任命郑志雯为集团非执行董事，与胞兄郑志刚联袂“演出”，二人是集团主席郑家纯一双儿女，郑志雯此前主要负责 Rose Wood 瑰丽酒店业务。

截至 3 月底，周大福珠宝共运营 3,134 个零售点，四季度期内集团在内地净增 47 个零售点，其中包括 39 个周大福珠宝零售点、4 个 MONOLOGUE 零售点、3 个 SOINLOVE 零售点、2 个周大福钟表零售点及 1 个 T MARK 零售点，同时关闭 2 个 HEARTS ON FIRE 零售点；在港澳及其他市场开设 2 个周大福珠宝零售点，分别位于柬埔寨和越南。

【简评：2019 年一季度，周大福中国内地零售额增长 24%，同店销售增长 9%。其中中国内地珠宝首饰品类同店销售增长 12%，中国内地黄金产品平均售价同比提升近 20%推动黄金产品同店销售增长。黄金首饰是高端可选消费品类之一，周大福在中国内地的高增速，或表明一季度我国高端消费已然复苏，建议关注我国中高端女装消费趋势。】

3. J. Crew 考虑分拆牛仔品牌 Madewell 上市

[无时尚中文网 2019-04-14]

Old Navy 老海军从 Gap Inc. (NYSE:GPS) 盖璞集团分拆上市的计划以及 Levi Strauss & Co. (NYSE:LEVI) 的 IPO 开门红给予 J. Crew Group Inc. 通过剥离牛仔品牌 Madewell 削减债务的信心。

该美国服装零售商宣布正积极探索包括最早在 2019 年下半年完成 Madewell 首次公开募股等策略选项，从而最大化 J. Crew Group Inc. 的整体价值、降低负债水平以强化资产负债表。

此外，集团总裁兼首席运营官 Michael J. Nicholson 获擢升为代理首席执行官，结束了前 CEO James Brett 去年 11 月突然离职后由四高管组成 CEO 办公室坐镇的状态，不过 Michael Nicholson 头衔中的“代理”二字意味着不确定性，而该集团、尤其是 J. Crew 品牌都急需固定班子解决问题。

截至 2019 年 2 月 2 日，J. Crew Group Inc. 的流动债务为 6.688 亿美元，同比增加 37.8%，长期债务维持在接近 17 亿美元的水平，而去年集团收入还不到 25 亿美元，其中 14 亿美元的贷款需在 2021 年内偿付。Michael Nicholson 在新闻稿中指出，拆分 Madewell 能优化平台支持 J. Crew 品牌的复苏、并发挥 Madewell 品牌的长期潜力。

面对日益激烈的竞争，作为美国经典通勤品牌的 J. Crew 因为产品设计、裁剪、质量和定价等问题令核心顾客逐渐流失，销售自 2015 年开始衰退，直到 2018 年二季度才重现增长。在此期间设计师和高管的频繁更替显示 J. Crew Group Inc. 在可行的产品策略和复苏路线上艰难探索，但始终未能取得成功。集团创意总监 Jenna Lyons、首席执行官 Millard “Mickey” Drexler 在 2017 年相继下台，后者今年初卸任主席职务，只保留董事会顾问的身份。

现在的管理层则把去年业绩“令人失望”的责任推给了前领导层。上月发布财报时，Michael Nicholson 称 J. Crew 品牌的多个新策略都以失败告终，对集团整体财务表现造成了负面影响。James Brett 离职后仅半个月，上市不到三周的 J. Crew 品牌新产品线 Neveeven 被彻底推翻，而定位与固有折扣店产品线 J. Crew Factory 完全重复的 J. Crew Mercantile 业务也将关闭，该业务是 Mickey Drexler 时期的产物。策略的扭转使库存猛增，飙升的营销推广及管理费用亦最终打水漂。截至 2 月 2 日，J. Crew Group Inc. 存货达 3.905 亿美元，较去年同期的 2.925 亿美元大增 33.5%。

主打牛仔服的 Madewell 则凭借清新的品牌形象、稳定的产品质量和较高的性价比深受千禧一代消费者的欢迎。2018 财年其同店销售同比猛增 25%，较 2017 财年的 14% 进一步提速，年收入为 5.292 亿美元；J. Crew 同店销售则在 2017 年大跌一成后，去年恢复 2% 的增长，收入则因为销售网络收缩则按年减少 3.7% 至 17.795 亿美元，但仍占集团总收入 24.84 亿美元的 72%，Madewell 的占比从四年前的不到 10% 提高到 21%，不仅完成从辅助业务到增长引擎的蜕变，现在更成为拯救集团的“备用降落伞”。

去年 J. Crew Group Inc. 净关闭了 29 间 J. Crew 专卖店；Madewell 则净增加了 10 间门店，踏入新财年至今更已经开设了包括纽约购物新地标 Hudson Yards 分店在内的四间专卖店，把门店总数提高至 135 间。刚推出男装系列的该品牌今年将继续以十店的速度扩张，目标是成为年收入十亿美元的全球品牌。为此，集团为 Madewell 任命了第一个品牌 CEO，由自 Madewell 处于孵化阶段便参与品牌建设、自 2017 年 4 月开始担任品牌总裁的 Libby Wadle 兼任。

本月初，Libby Wadle 首次以 CEO 身份接受《财富》杂志访问时指出，Madewell 五年前开始腾飞，全赖“以非高端价位提供高品质牛仔裤”的定位以及一切以牛仔产品为核心的策略。

四、公司重要公告

【森马服饰】披露投资者关系活动记录表

[2019-04-15] 公司于 4 月 12 日参加深交所走进上市公司活动，活动中，公司称：公司的基础和优势也是客观存在，包括服装行业的整体容量也不断增长，市场空间巨大；公司两个品牌在各自的细分市场均表现突出，具有优势地位；在我们小河有水大河满的企业文化与和谐共赢理念指导下，我们与供应商、加盟商、企业员工等内外部合作伙伴建立起稳定的合作关系；特别是这两年政府对企业发展的支持，如各项税收的减免和税率的调整，对于公司未来的发展和达到实现战略目标奠定扎实基础；公司发展最终还是得益于品牌的市场影响力，以及客户、消费者的信任。目前，除已披露的股东减持计划以外，公司其他控股股东没有减持的计划。

【三房巷】筹划资产重组停牌

[2019-04-18] 三房巷集团正筹划与本公司进行重大资产重组，拟以聚酯产业链相关资产与本公司进行资产重组，初步考虑，涉及的重组标的为江苏海伦石化有限公司的股权。目前该交易正处于初步筹划阶段，具体交易方案仍需进一步商讨论证。公司股票自 2019 年 4 月 19 日开市起开始停牌，预计停牌时间不超过 10 个交易日。

【百隆东方】2019 年继续开展棉花期货业务

[2019-04-20] 为稳定棉花供给，将棉花期货市场采购作为公司原材料现货采购的重要补充，同时平抑原材料棉花的采购价格，公司决定于 2019 年度继续开展原材料棉花期货业务。2019 年度公司使用自有资金开展棉花期货业务，棉花期货交易持仓不超过 10 万吨，交易量（包括建仓、平仓、交割）全年累计不超过 20 万吨，交易保证金不超过 1 亿元人民币。

【伟星股份】披露投资者关系活动记录表

[2019-04-19] 公司于 4 月 18 日召开电话会议，会议中，公司称：公司本次对中捷时代计提商誉减值准备，主要系中捷时代 2018 年度经营业绩较 2017 年度出现大幅下滑，未来是否持续减值，主要看中捷时代业绩的实现情况；公司拉链业务虽然起步较晚，但依托原有业务优势，发展较快，业已成为在中高档服饰鞋帽领域仅次于 YKK 的拉链生产厂商；目前，公司重点以国际品牌运营商、国内知名服装品牌为核心，并逐步建立战略合作伙伴关系；公司生产经营存在明显的季节性差异，一季度为公司传统的生产淡季，在全年营收中占比较小，截止目前，公司生产经营情况正常；相比较而言，YKK 的竞争优势主要体现在品牌与技术优势，而公司在产品种类、研发创新、服务保障、反应速度等方面有较强的核心竞争能力；公司产品细分种类非常多，价格差异较大，总体来说，金属拉链>塑钢拉链>尼龙拉链，但并非绝对；2018 年，公司主要原材料均有不同程度的涨幅，其中台丽钢涨幅最大，对公司拉链产品的毛利率造成一定影响；公司产品的生产周期一般在 7-15 天，忙季会有适当延长；从成本构成来说，人工成本确实比国内要低，但当地相关配套能力较低，生产效率低于国内，同时公司孟加拉工业园的原材料供应主要来自于国内。

【本周 SW 纺织服装年度报告】

表 7: 本周 SW 纺织服装年度报告

证券代码	公司简称	营业总收入 (亿元)	同比增长 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增长 (%)	每股收益 (元/股)	同比增长 (%)
002485.SZ	希努尔	8.46	424.50	0.02	121.05	0.00	112.54
002291.SZ	星期六	15.32	1.87	0.09	102.54	0.02	102.27
002832.SZ	比音勒芬	14.76	39.96	2.92	62.16	1.61	62.63
002776.SZ	柏堡龙	10.50	24.75	1.92	48.64	0.54	50.00
600510.SH	黑牡丹	67.58	7.46	6.62	34.08	0.63	34.04
600137.SH	浪莎股份	3.88	12.86	0.29	27.05	0.30	27.12
603608.SH	天创时尚	20.52	18.37	2.42	28.87	0.56	16.67
600220.SH	江苏阳光	24.20	12.53	1.36	12.39	0.08	12.54
002034.SZ	旺能环境	8.36	-40.47	3.06	30.44	0.74	2.78
603238.SH	诺邦股份	9.36	51.44	0.55	7.14	0.46	2.22
002144.SZ	宏达高科	6.38	0.58	0.91	-5.90	0.51	-7.27
603889.SH	新澳股份	25.66	10.99	1.99	-3.90	0.51	-13.56
603557.SH	起步股份	13.99	4.43	1.81	-7.05	0.38	-13.64
002003.SZ	伟星股份	27.12	3.32	3.10	-14.89	0.41	-16.33
002503.SZ	搜于特	185.19	0.93	3.69	-39.72	0.12	-40.00
002762.SZ	金发拉比	4.54	5.49	0.40	-56.85	0.11	-57.69

资料来源: Wind, 华金证券研究所

【本周 SW 纺织服装一季度报告】

表 8: 本周 SW 纺织服装一季度报告

证券代码	公司简称	营业总收入 (亿元)	同比增长 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增长 (%)	每股收益 (元/股)	同比增长 (%)
002485.SZ	希努尔	8.46	424.50	0.02	121.05	0.00	112.54
002832.SZ	比音勒芬	4.72	27.37	1.30	52.91	0.72	53.19
002087.SZ	新野纺织	14.79	13.74	0.78	47.93	0.10	47.98
000779.SZ	三毛派神	4.75	19.40	0.55	45.58	0.15	45.59
600493.SH	凤竹纺织	2.56	47.08	0.07	17.15	0.03	17.05
600510.SH	黑牡丹	11.90	0.25	0.54	6.36	0.05	0.00

资料来源: Wind, 华金证券研究所

五、风险提示

1. 部分行业终端持续低迷, 服装销售不达预期; 2. 上市公司业绩下滑风险; 3. 企业兼并收购的标的资产业绩不达预期的风险, 新业务的经营风险。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn