

纺织服装

五一错峰影响，4月社零数据环比放缓

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

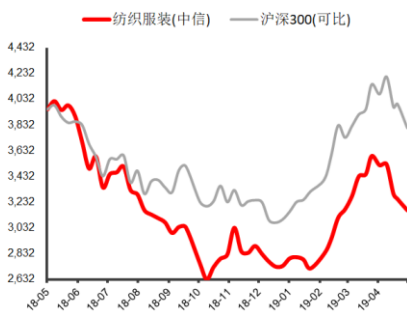
研究助理：曾令仪

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. 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
6. 关注低估值业绩稳健增长的细分龙头
7. 3 月服装线上销售环比有所回暖
8. USDA 预计 2019 年美棉植棉面积同降 2%
9. 3 月服装需求环比改善，关注行业复苏趋势
10. 18 年全球奢侈品销售提速，国内头部珠宝品牌表现佳
11. 4 月服装线上销售持续回暖，国储棉轮出正式启动

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	15.23	1.10	1.31	1.61	1.94	14	12	9	8	0.66
海澜之家	8.87	0.77	0.84	0.89	0.95	12	11	10	9	1.80
百隆东方	4.75	0.29	0.39	0.44	0.50	16	12	11	10	1.52
森马服饰	10.68	0.63	0.71	0.81	0.92	17	15	13	12	0.70
水星家纺	17.57	1.18	1.44	1.74	2.74	16	15	13	11	1.31
九牧王	13.70	0.93	0.99	1.07	1.16	15	14	13	12	1.96

备注：股价为 2019.5.19 收盘价

投资要点

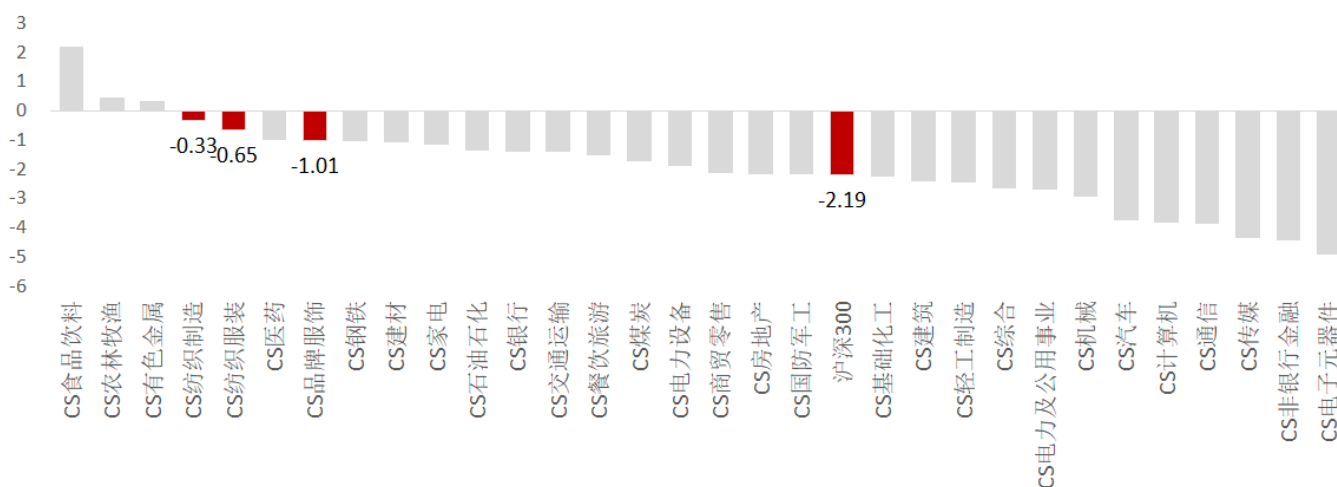
- **一周回顾：**本周中信纺织服装指数下跌 0.65%，其中纺织制造和品牌服装分别下跌 0.33%和 1.01%，均跑赢沪深 300（-2.19%）。从估值上看，纺织制造/品牌服装环比分别-0.68%/-1.92%，达 48.37/27.75。从个股表现上看，ST 步森、摩登大道、浔兴股份涨幅居前，ST 赫美、ST 刚泰、御家汇跌幅居前。
- **行业数据&资讯：**
 - **品牌服饰：五一错峰影响，4月社零数据环比放缓。**2019年4月社会消费品零售总额 30586 亿元，同比增长 7.2%，增速同比/环比分别 -2.2/-1.5PCTs。其中限额以上企业销售额增速为 2.0%，增速同比/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，销售数据有望改善。**就纺服板块，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。
 - **纺织制造：储备棉交易市场略有降温，USDA 上调进口量及消费量。**本周储备棉轮出累计成交量为 4.67 万吨，成交率为 91.68%，环比 -8.15PCTs。价格方面，成交均价下降 684 元至 13293 元/吨，市场交易略有降温。我们认为主要是由于中美贸易摩擦的不确定性使得海外需求承压，叠加国内终端需求相对低迷的背景下，当前纺织企业补库较为谨慎。从棉花供需看，USDA 5 月预计 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，供需缺口较上年缩小 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）。
- **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，预计整体延续较 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，品牌服装需求有望在 Q2 回升，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：五一错峰影响，4月社零数据环比放缓.....	- 4 -
棉纺制造：储备棉交易市场略有降温，USDA上调进口量及消费量.....	- 8 -
行业公告&资讯.....	- 11 -
风险提示.....	- 13 -
附录：图表.....	- 13 -
投资评级说明.....	- 13 -

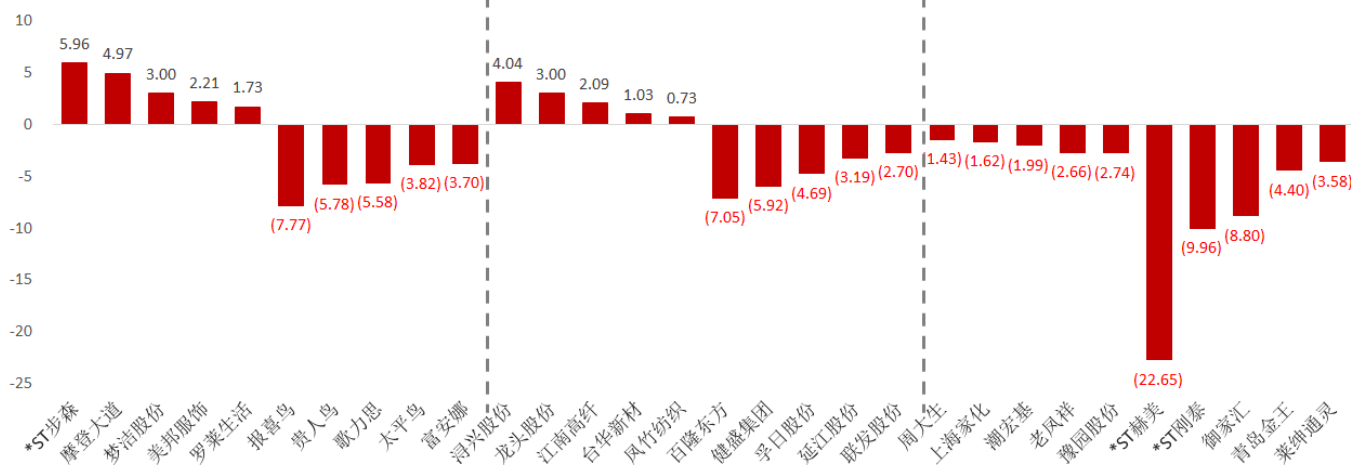
板块表现

图表1: 本周板块表现: 纺织制造 (-0.33%)、品牌服饰 (-1.01%), 均跑赢沪深300指数 (-2.19%)



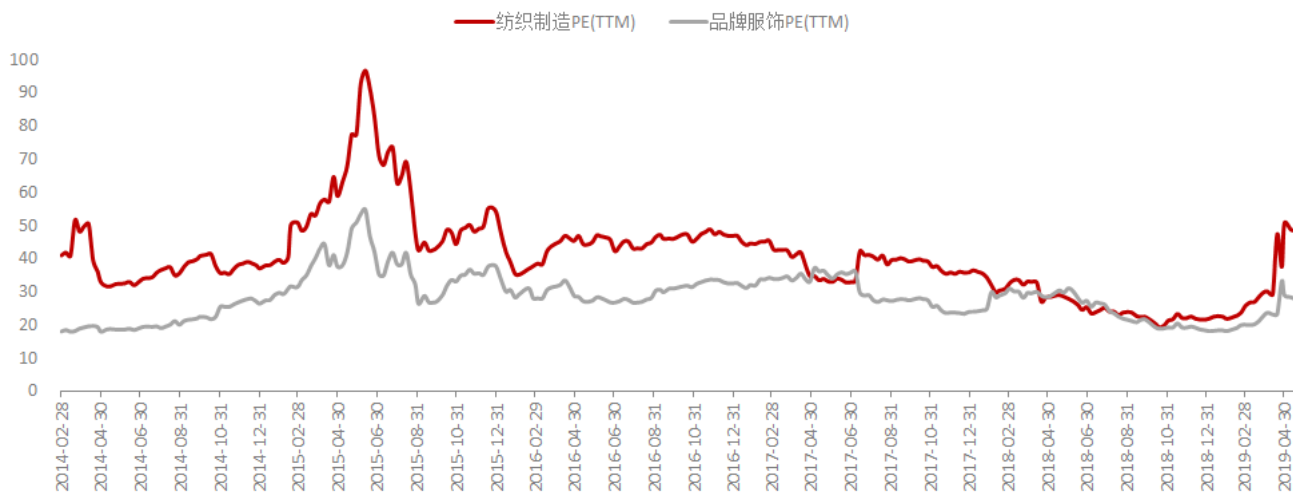
来源: wind, 中泰证券研究所

图表2: 本周个股表现: 纺服行业ST步森、摩登大道、浔兴股份涨幅居前, 罗莱生活、百隆东方、贵人鸟跌幅居前; ST赫美、ST刚泰、御家汇跌幅居前



来源: wind, 中泰证券研究所

图表3: 品牌服装 (28x)、纺织制造 (48x) 板块估值 (截至 2019.5.19)



来源: Wind, 中泰证券研究所

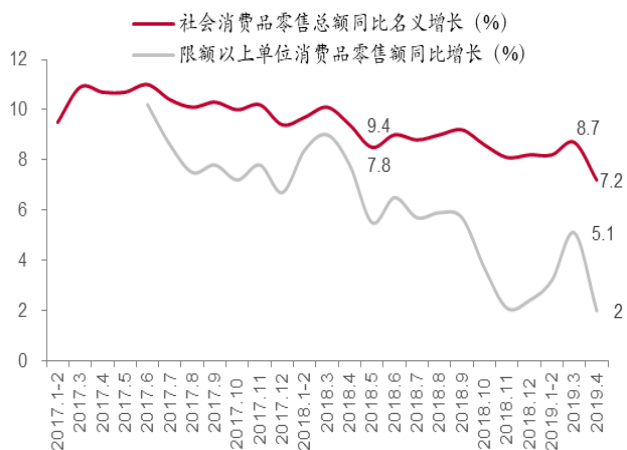
行业数据

品牌服饰: 五一错峰影响, 4月社零数据环比放缓

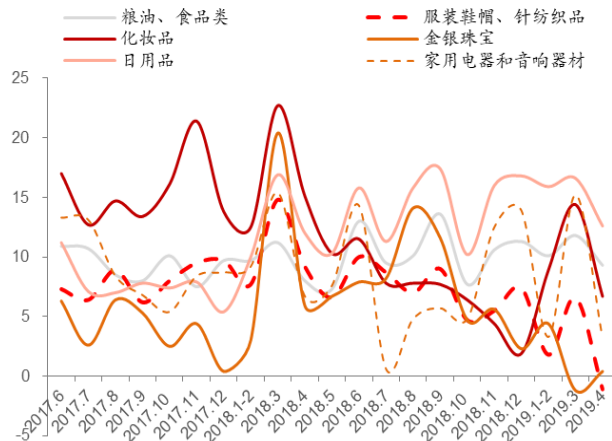
- 最国家统计局新数据显示,2019年4月社会消费品零售总额30586亿元,同比增长7.2%,增速同比/环比分别-2.2/-1.5PCTs。其中限额以上企业销售额增速为2.0%,增速同比/环比分别-5.8/-3.1PCTs。**社会消费品零售总额增速回落主要受“五一”假期错峰后移影响,如果剔除假日移动因素,消费品市场总体上仍保持平稳增长。预计5月受益于假期的后移及天数的延长,销售数据有望回暖。**
- 分品类看,4月社会零售总额中,除服装鞋帽、针纺织品外,各品类均实现同比正增长。其中必须消费品表现较好,粮油食品/日用品增速分别提升1.3/0.6PCTs至9.3%/12.6%。而服装鞋帽、针纺织品/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19.5.19)

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19.5.19)

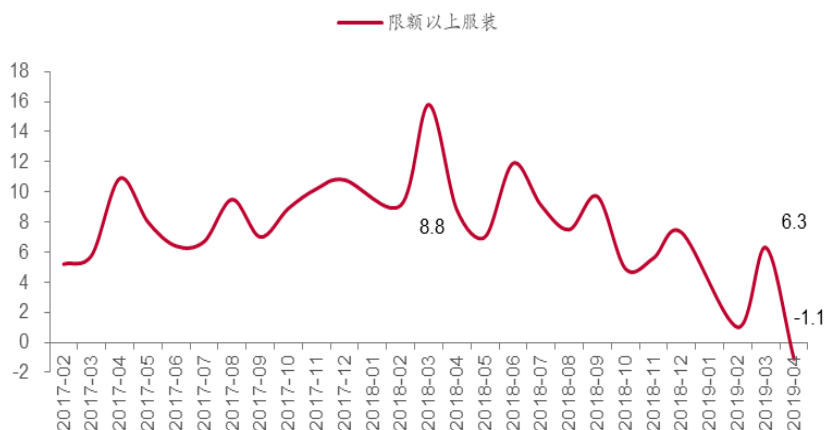


来源：中华全国商业信息中心，中泰证券研究所



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 (%)

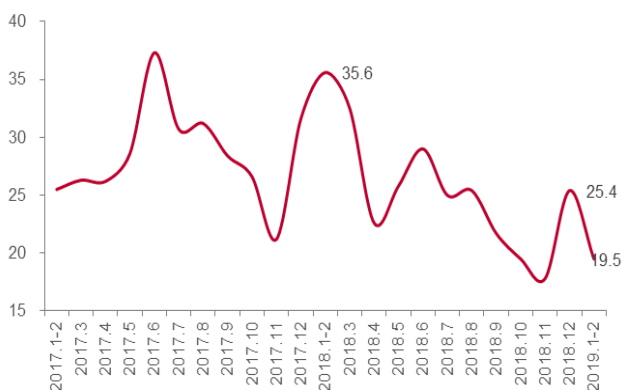


来源：中华全国商业信息中心，Wind，中泰证券研究所

- 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 4 月天猫平台男/女/童装、家纺类产品销售额当月同比增速为 46.01%/30.88%/48.23%/51.89%，环比增速分别为 3.50%/-13.09%/14.24%/19.80%。其中女装销售额环比负增长，预计主要受气候变暖，单价较低的春装需求增长，从而导致销售均价下滑（销量环比+5.19%）。整体来看，4 月品牌服装线上销售数据持续回暖。
- 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

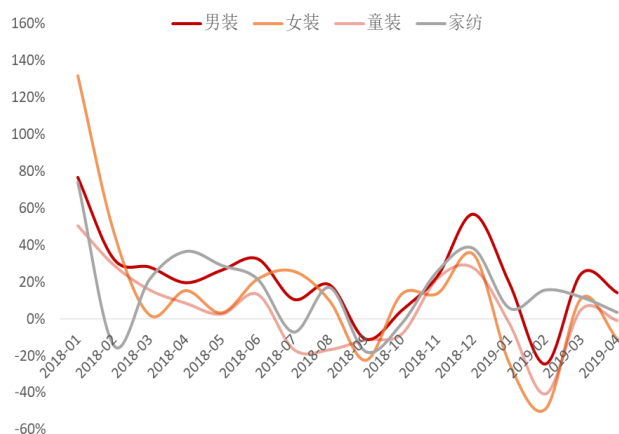
分别为初策、花花公子、路杰顿等；女装 TOP10 品牌有优衣库、依妮澜、Vero Moda 等；童装 TOP10 品牌有巴拉巴拉、南极人、dave&bella 等；家纺类产品 TOP10 品牌有南极人、北极绒、水星家纺等；护肤品 TOP10 品牌为欧丽源、莱贝、一枝春等；彩妆类产品 TOP10 品牌为欧丽源、完美日记、花西子等。

图表 7: 2017.1 至 2019.3 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: 2018.1-19.4 天猫、淘宝平台男/女/童装、家纺销售额当月同比%



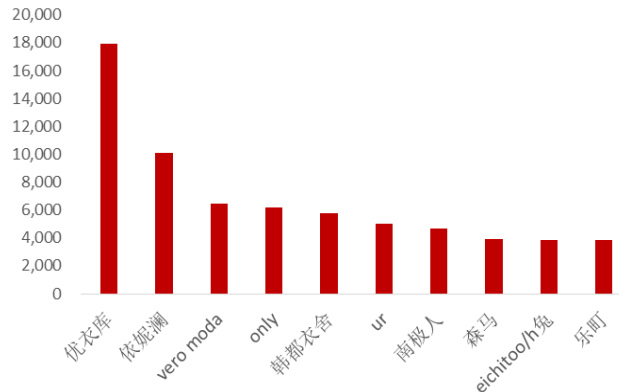
来源：淘数据，中泰证券研究所

图表 9: 2019.4 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: 2019.4 月天猫平台女装销售额 TOP10 品牌 (万元)



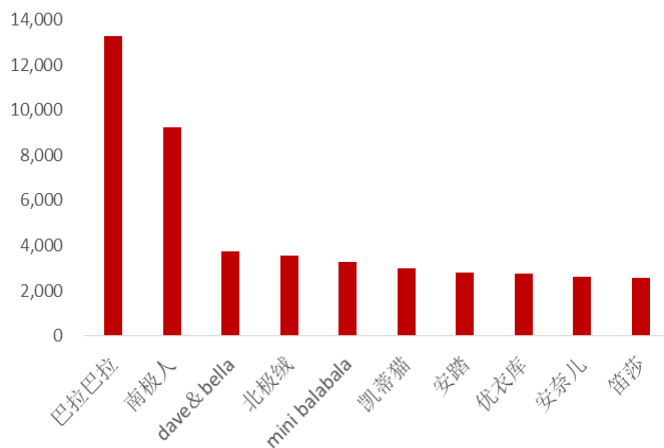
来源：淘数据，中泰证券研究所

图表 11: 2019.4 月天猫平台童装销售额 TOP10 品牌 (万元)

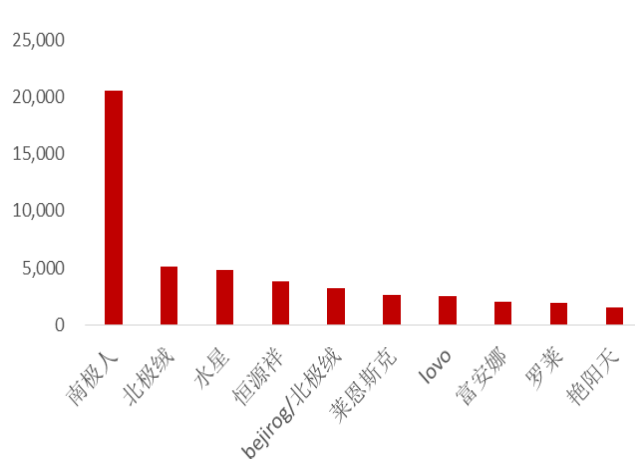


图表 12: 2019.4 月天猫平台床上用品销售额 TOP10 品牌 (万元)

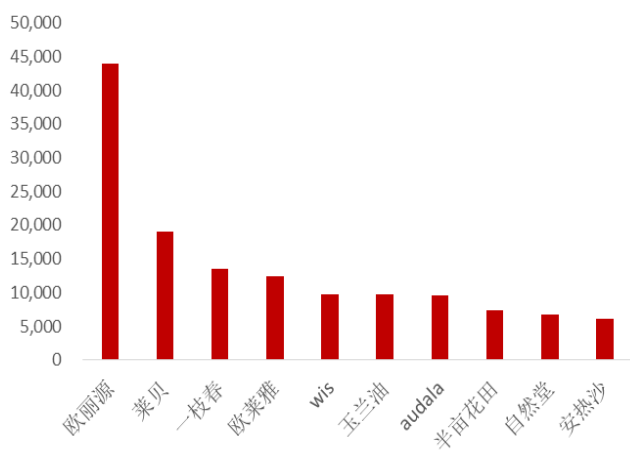




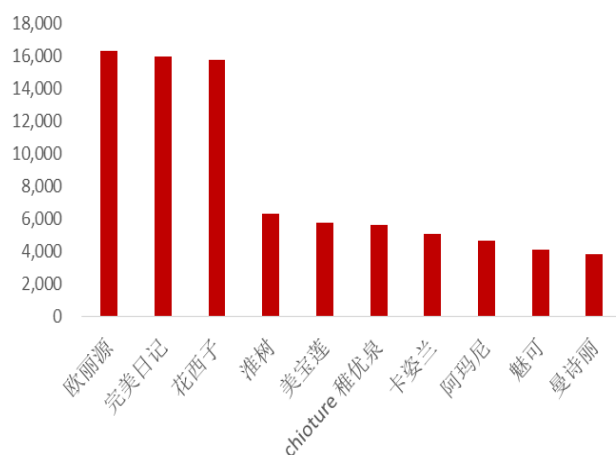
来源：淘数据，中泰证券研究所

图表 13: 2019.4 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: 2019.3 天猫平台彩妆类销售额 TOP10 品牌 (万元)


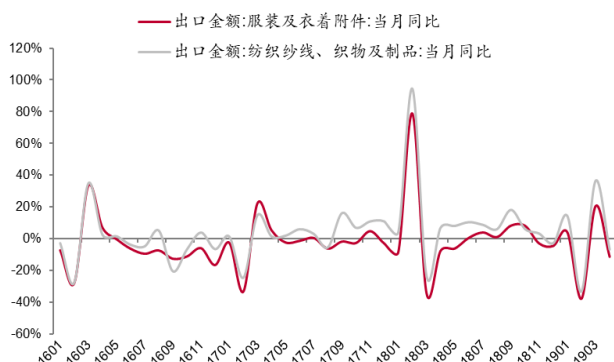
来源：淘数据，中泰证券研究所



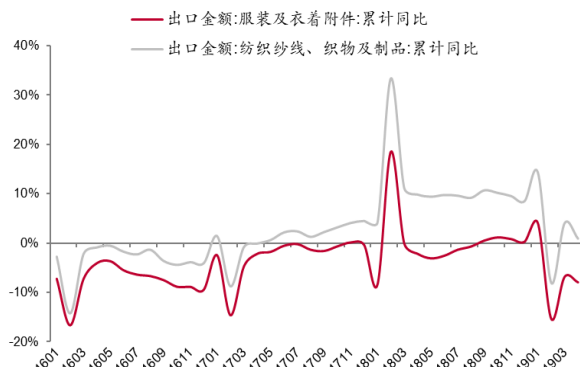
来源：淘数据，中泰证券研究所

- 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，以及中美贸易摩擦下客户呈观望态度，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：储备棉交易市场略有降温，USDA 上调进口量及消费量

- 本周棉花 328 价格指数收于 14961 元/吨, 单价环比/同比变动-627/-696 元; Cotlook A 价格指数收于 77.35 美分/磅, 环比/同变动-3.35/-15.15 美分, 国内外棉价环比持续回落, 主要是受储备棉轮出的影响, 以及贸易摩擦的不确定性导致下游需求趋缓。此外, 涤纶短纤/粘较短纤分别为 8600/12500 元/吨, 均与上周持平。
- 本周储备棉轮出均价及成交率均有下降。2019 年 5 月 13 日至 5 月 17 日, 储备棉轮出累计成交量为 4.67 万吨, 成交率为 91.68%, 环比减少 8.15PCTs。价格方面, 成交均价下降 684 元至 13293 元/吨, 市场情绪逐渐低迷。我们认为主要是由于中美贸易摩擦的不确定性使得海外需求承压, 叠加国内终端需求相对低迷的背景下, 当前纺织企业补库较为谨慎。
- 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 年中国棉花库存消费比为 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

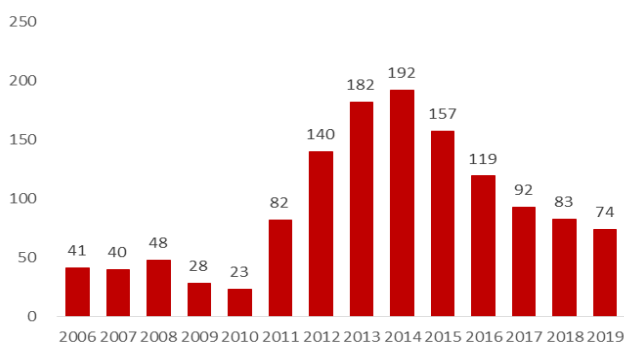
图表 18: USDA 对全球棉花供需预测 (万吨)

	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

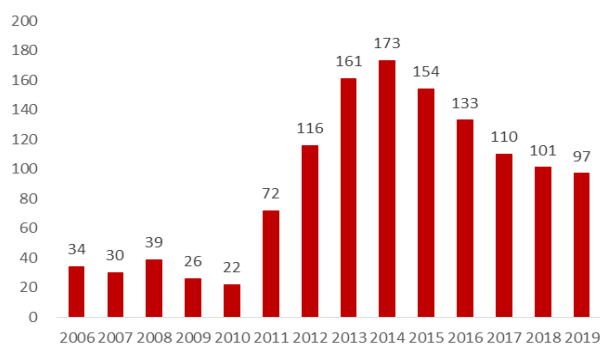
图表 19: USDA 2019 年中国棉花库存消费比为 73.86% (-8.84PCTs)
图表 20: ICAC 预测 2019 年中国棉花库存消费比为 97% (-4PCTs)

■ 中国库存消费比 (USDA)



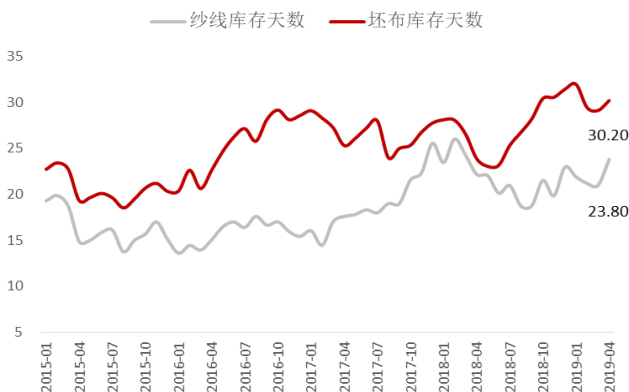
来源: USDA, 中泰证券研究所

■ 中国库存消费比 (ICAC)



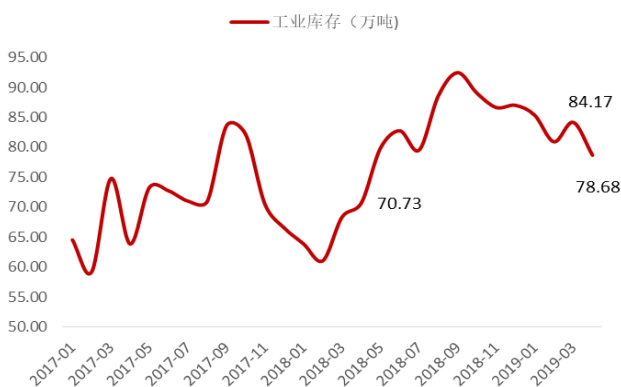
来源: ICAC, 中泰证券研究所

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 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

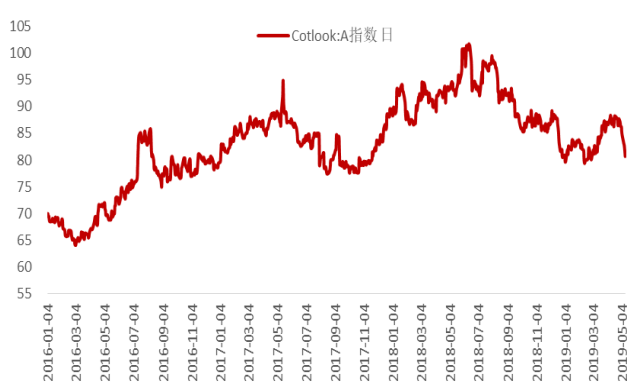
图表 25: 国棉现货 328 (较上周下跌 627 元至 14961 元/吨) (更新至 19.5.19)

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。



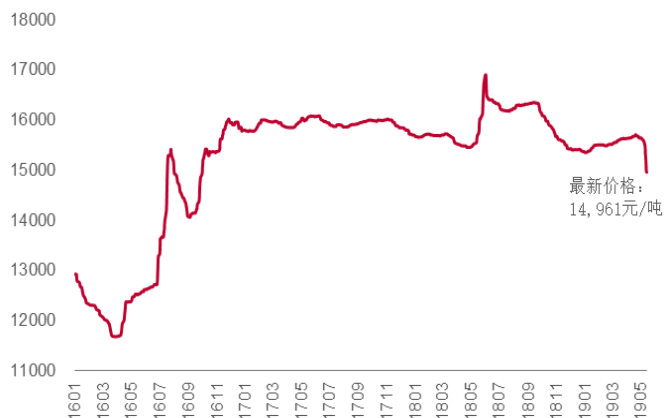
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 24: CotlookA 指数 (较上周下跌 3.35 美分至 77.35 美分/磅) (更新至 19.5.19)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 26: 长绒棉 237 (较上周下跌 300 元至 24350 元/吨) (更新至 19.5.19)



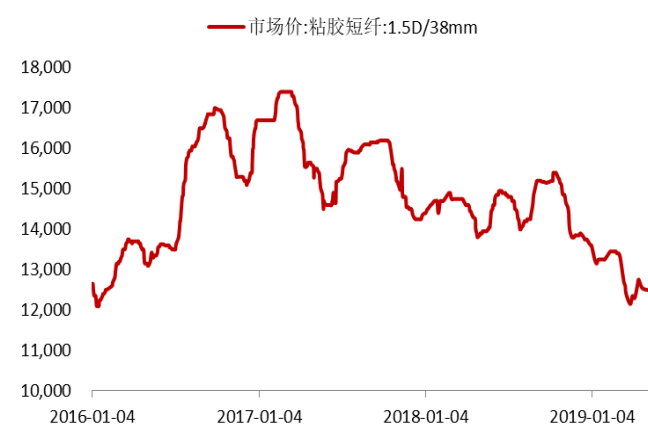
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表27: 涤纶短纤(8600元/吨,与上周持平)(更新至19.5.19)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表28: 粘胶短纤(至12500元/吨,与上周持平)(更新至19.5.19)


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

【海澜之家】公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份为 45,297,460 股, 占公司总股本的比例为 1.0082%, 与上次披露数相比增加 0.2205%, 购买的最高价为 10.33 元/股、最低价为 8.05 元/股, 已支付的总金额为 426,902,319.63 元。

【九牧王】公司股东九牧王投资解除质押 2900 万股, 占总股本 5%, 目前累计质押 5000 万股, 占总股本 8.7%。

【健盛集团】公司股东张茂义延期购回质押 1387 万股, 占总股本 3.3%, 目前累计质押 7957 万股, 占总股本 19.1%。

【报喜鸟】公司股东吴志泽质押 8005 万股，占总股本的 6.6%，目前累计质押 8005 万股，占总股本的 6.6%。

【安奈儿】公司董事龙燕、监事肖艳、副总经理王一朋，以及董秘蒋春计划减持公司股份合计不超过 4 万股，占总股本不超过 0.03%，目前累计持有 18 万股，占总股本 0.1%。

【棒杰股份】公司股东陶士青接触质押 1931 万股，占总股本的 4.2%，解除质押后，累计质押 0 股。

【天创时尚】公司回购资金总额为人民币 2,000 万元。以回购均价 10.8375 元/股计算，用于实施限制性股票激励计划的回购股份数量为 1,845,400 股，约占公司目前总股本 431,402,167 股的 0.43%。回购资金为人民币 8,003.026282 万元，以回购均价 10.8375 元/股计算，用于转换公司发行的可转换为股票的公司债券的回购股份数量约为 7,384,620 股，约占公司目前总股本 431,402,167 股的 1.71%。

■ 行业新闻

【上市不到 50 天，“网红第一股”市值缩水近 70%至 3 亿美元】如涵控股昨日股价大跌 11.71%至 4.45 美元，市值约为 3.6 亿美元，较上市首日的 10 亿美元市值缩水近 70%。值得关注的是，如涵控股开盘后即跌破发行价，首日收盘跌幅扩大至 37.2%为每股 7.85 美元，当日市值即缩水了三分之一，即使次日股价回弹，大涨 9.68%至每股 8.61 美元，仍低于每股 12.5 美元的发行价。原文：

<https://mp.weixin.qq.com/s/rT6kPKJgX5181jZ-3cvvCg>（资料来源：LADYMAX）

【依然陷入困境，Burberry 去年收入无增长，上海已关闭 4 家门店】在截至 2019 年 3 月 30 日的 12 个月内，英国奢侈品牌 Burberry 销售额几乎无增长，录得 27.2 亿英镑，除去美妆批发业务后的销售额则录得 2% 的增长，营业利润则增长 7%至 4.37 亿英镑，税后利润大涨 15%至 3.39 亿英镑。原文：<https://mp.weixin.qq.com/s/i7LMKMQzV-BY-PovhLMN4A>（资料来源：LADYMAX）

【Farfetch 第一季度亏损 1 亿美元，CEO 曾呼吁停止“折扣大战”】英国奢侈品电商 Farfetch 昨晚发布今年第一季度财报，商品交易总额 GMV 同比大涨 43.2%至 4.19 亿美元，远超 Farfetch 的预期，销售额大涨 38.5%至 1.74 亿美元，活跃用户数增加 64%至 170 万，但净亏损较上年同期的 5070 万美元扩大 1 倍至 1.092 亿美元，引发资本市场对其的盈利质疑。原文：

<https://mp.weixin.qq.com/s/o8Jfss6VzfM38R8-nr153A>（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	EPS (元)				PE				PEG
	(元)	2018E	2019E	2020E	2021E	2018E	2019E	2020E	2021E	
歌力思	15.23	1.10	1.31	1.61	1.94	14	12	9	8	0.66
水星家纺	17.57	1.18	1.44	1.74	2.74	16	15	13	11	1.31
海澜之家	8.87	0.77	0.84	0.89	0.95	12	11	10	9	1.80
百隆东方	4.75	0.29	0.39	0.44	0.50	16	12	11	10	1.52
九牧王	13.70	0.93	0.99	1.07	1.16	15	14	13	12	1.96
太平鸟	16.38	1.19	1.47	1.69	1.95	14	11	10	8	0.65
森马服饰	10.68	0.63	0.71	0.81	0.92	17	15	13	12	0.70
新野纺织	4.09	0.47	0.57	0.65	0.76	9	7	6	5	0.39
潮宏基	4.44	0.36	0.56	0.64	0.64	12	8	7	7	0.46
鲁泰 A	10.15	1.08	1.19	1.30	1.30	9	9	8	8	0.94
维格娜丝	13.44	1.57	1.92	2.26	2.27	9	7	6	6	0.30
安奈儿	17.90	0.62	0.78	0.96	0.97	29	23	19	18	1.27
延江股份	12.76	0.42	0.47	0.72	0.73	31	27	18	17	4.76
莱绅通灵	12.39	1.21	1.53	1.87	1.87	10	8	7	7	0.38

来源：Wind，中泰证券研究所预测整理 注：收盘价截至 2019 年 5 月 19 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。