

纺织服装

五一错峰，5月服装消费环比回升

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

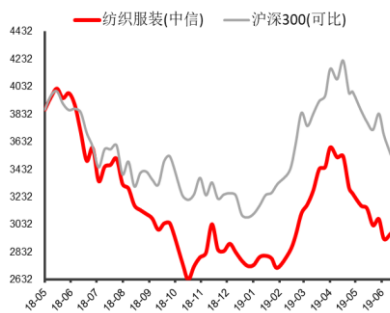
研究助理：曾令仪

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	13.68	1.10	1.31	1.61	1.94	12	10	9	7	0.60
海澜之家	8.73	0.77	0.84	0.89	0.95	11	10	10	9	1.77
百隆东方	4.51	0.29	0.39	0.44	0.50	15	12	10	9	1.44
森马服饰	10.35	0.63	0.71	0.81	0.92	16	15	13	11	0.68
水星家纺	17.80	1.18	1.44	1.74	2.74	17	15	13	11	1.33
九牧王	11.99	0.93	0.99	1.07	1.16	13	12	11	10	1.72

备注：股价为2019.6.15收盘价

投资要点

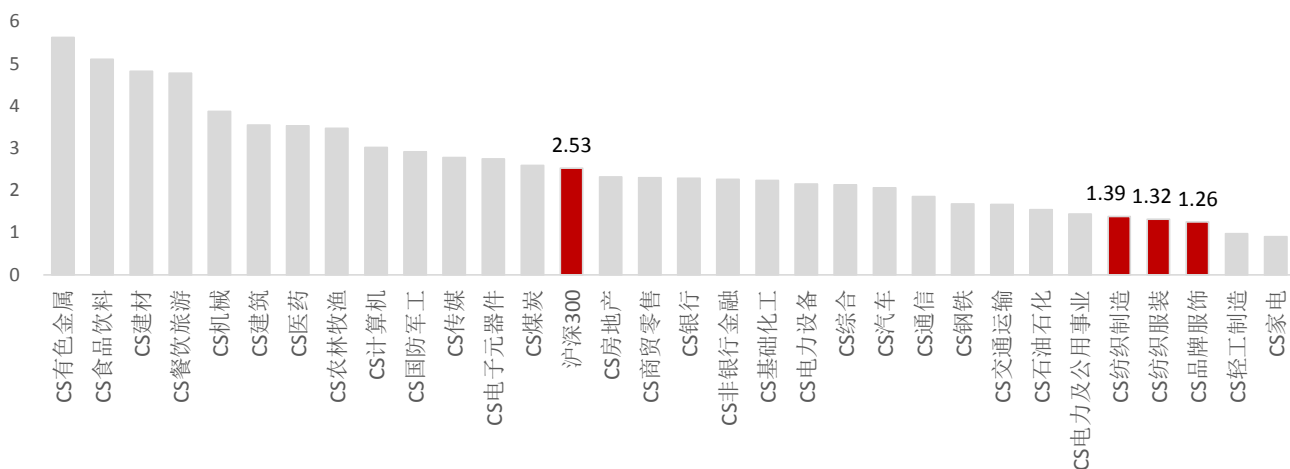
- **一周回顾：**本周中信纺织服装指数上涨1.32%，其中纺织制造和品牌服装分别+1.39%和+1.26%，均跑输沪深300指数+2.53%。从估值上看，纺织制造/品牌服装环比分别+1.37%/+1.20%，达44.81/26.57。从个股表现上看，潮宏基、青岛金王、搜于特涨幅居前，爱迪尔、柏堡龙、罗莱生活跌幅居前。
- **行业数据&资讯：**
 - **品牌服饰：5月纺织服装内需及出口增速环比均有回升。**2019年5月社会消费品零售总额同比增长8.6%，增速同比/环比分别+0.1/+1.4PCTs，主要是在“五一”节日增休、假日移动以及部分重点商品增速回升等多因素带动下，消费市场总体呈现稳中有升态势。其中服装鞋帽、针纺织品增速同比/环比-2.5/+5.2PCTs至+4.1%。线下方面，全国50家重点大型零售企业服装类零售额增速由负转正，同增2.7%，相比去年同期+6.9PCTs。穿着类实物商品网上零售额增长21.2%，同比/环比变动-3.7/-2.5PCTs，线上环比增速下滑或受6月“618”促销的影响，使得消费需求后置。出口方面，5月纺织类/服装类产品出口金额分别同比+3.55%/-0.11%，增速环比+10.29/+11.22PCTs，或因中美贸易增添变数，部分企业希望在新税率生效前清关，或存在抢出口的情况。
 - **纺织制造：储备棉成交量价企稳，USDA预计19/20年全球棉花供给平衡。**本周棉花328价格指数收于14062元/吨，单价环比/同比变动-30/-2341元，从国储棉成交情况看，第六周成交率为64.0%，环比上周+11.3PCTs，均价上涨191元至12763元/吨。从供需看，6月USDA预计2019/20年国内棉花供需差为62.7万吨，与5月预期持平。对比2018/19年，供需缺口缩小33.1万吨，主要是由于国内消费量的涨幅(+10.9万吨)小于进口量的增长(+43.5万吨)。从全球市场看，预计2019/20年供需平衡(5月预计缺口为10.4万吨)，主要是由于需求降幅大于供给。产量/进口量分别下调2.8/13.3万吨，而国内消费/出口量分别下调14.3/13.1万吨。
- **行业观点及投资建议：**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，全年有望呈现前低后高趋势。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：5月纺织服装内需及出口增速环比均有回升.....	- 4 -
棉纺制造：储备棉成交量价企稳，USDA 预计 19/20 年全球棉花供给平衡.....	- 8 -
行业公告&资讯.....	- 11 -
风险提示.....	- 12 -
附录：图表.....	- 13 -
投资评级说明.....	- 14 -

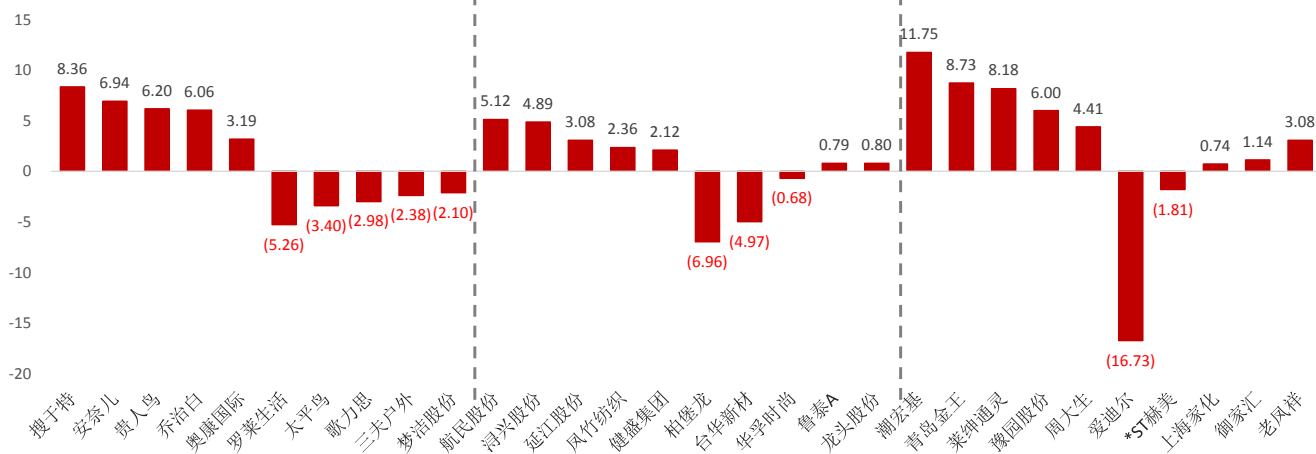
板块表现

图表1: 本周板块表现: 纺织制造 (+1.39%)、品牌服饰 (+1.26%), 沪深300指数 (+2.53%)



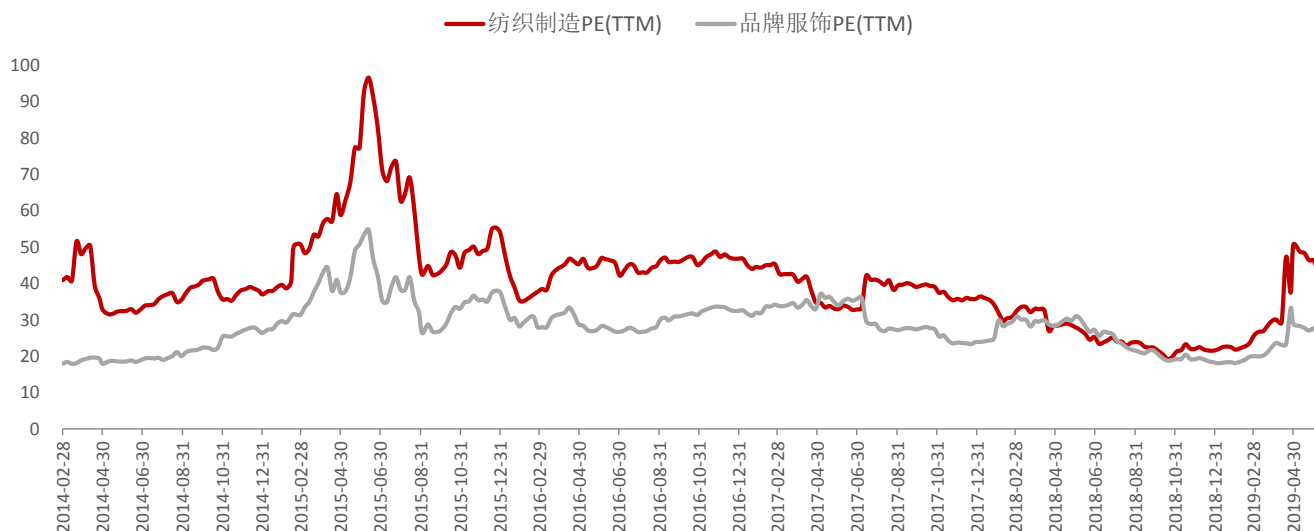
来源: wind, 中泰证券研究所

图表2: 本周个股表现: 纺服行业搜于特、安奈儿、贵人鸟涨幅居前, 柏堡龙、罗莱生活、台华新材跌幅居前; 化妆品珠宝板块潮宏基、青岛金王、莱绅通灵涨幅居前, 爱迪尔、ST赫美、上海家化跌幅居前



来源: wind, 中泰证券研究所

图表3: 品牌服装 (45x)、纺织制造 (27x) 板块估值 (截至 2019.6.15)



来源: Wind, 中泰证券研究所

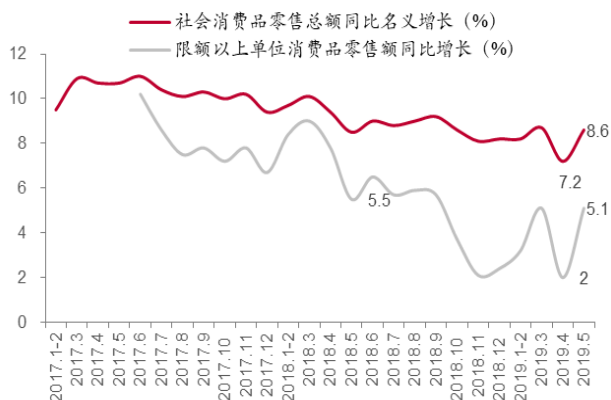
行业数据

品牌服饰: 5月纺织服装内需及出口增速环比均有回升

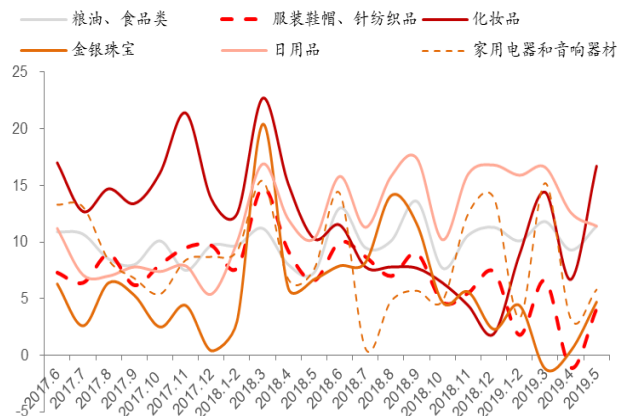
- 最国家统计局新数据显示,2019年5月社会消费品零售总额 32956 亿元,同比增长 8.6%,增速同比/环比分别+0.1/+1.4PCTs。其中限额以上企业销售额增速为 5.1%,增速同比/环比分别-0.4/+3.1PCTs。同比增速比上月有所加快,主要是在“五一”节日增休、假日移动以及部分重点商品增速回升等多因素带动下,消费品市场总体呈现稳中有升态势。
- 分品类看,5月社会零售总额中,各个消费品类同比增速均较上月有所回升。其中可选消费品增速回升明显,化妆品/服装鞋帽、针纺织品/金银珠宝/家用电器和音响器材环比4月增速分别+10.0%/+5.2%/+4.3%/+2.6PCTs至+16.7%/+4.1%/+4.7%/+5.8%。增速相比去年同期,化妆品+6.4PCTs,同时其他三个品类的差距也明显缩小。此外,粮油食品/日用品增速环比分别提升+2.1/-1.2PCTs至11.4%/11.7%。

图表 4: 2019.5 社零/限额以上企业零售额当月同比增速 (%) (数据更新至 19.6.15)

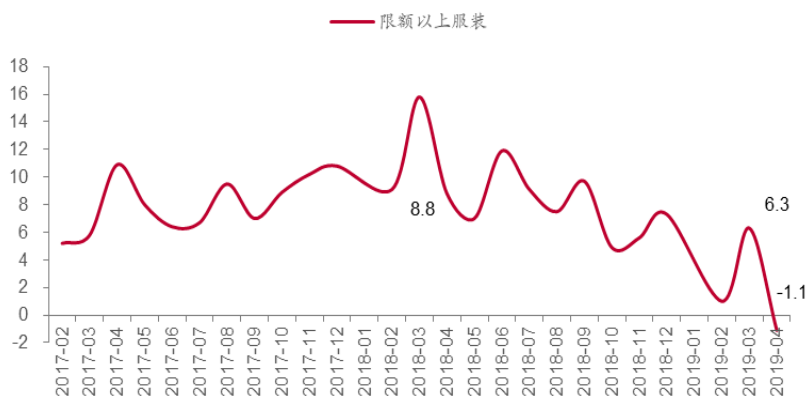
图表 5: 2019.5 月社零总额中分品类销售额当月同比%。(数据更新至 19.6.15)



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

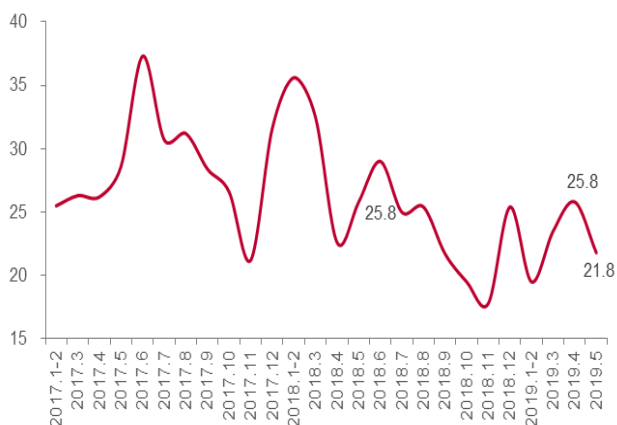
图表 6: 2019.4 月限额以上企业服装类零售额增速 (%) (数据更新至 19.6.15)


来源：中华全国商业信息中心，Wind，中泰证券研究所

- 分渠道看，1-5 月全国实物商品网上零售额+21.7%，占社零总额的 18.9% (+2.3PCTs)。5 月单月线上实物商品销售额同增 21.7%，增速同比/环比分别变动-4.0/-4.0PCTs。其中 1-5 月穿着类实物商品网上零售额增长 21.2%，同比/环比变动-3.7/-2.5PCTs。线上环比增速下滑或受 6 月“618”促销的影响，使得消费需求后置。线下方面，全国 50 家重点大型零售企业零售额同增 3.6%，相比去年同期+7.0PCTs。其中，服装类零售额增速由负转正，同增 2.7%，相比去年同期+6.9PCTs。
- 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、

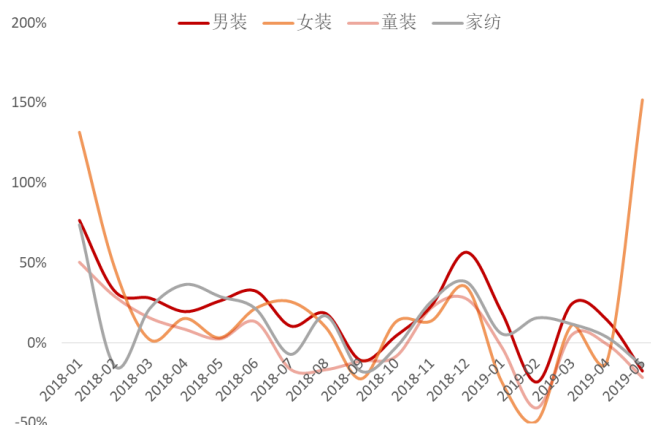
派睿斯、UR 等；童装 TOP10 品牌有巴拉巴拉、南极人、北极绒等；家纺类产品 TOP10 品牌有南极人、北极绒、水星家纺等；护肤品 TOP10 品牌为莱贝、一枝春、欧丽源等；彩妆类产品 TOP10 品牌为完美日记、花西子、圣罗兰等。

图表 7: 2017.1 至 2019.5 月社零总额中线上销售增速%



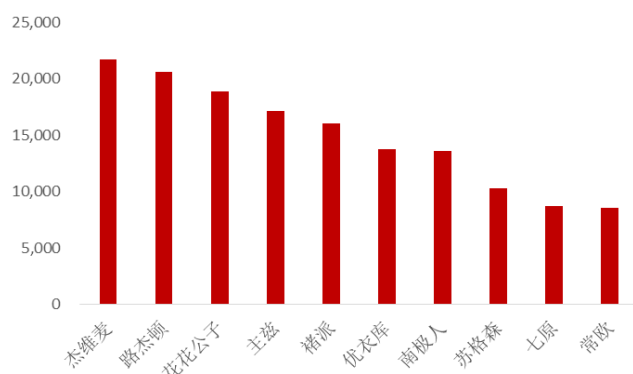
来源：国家统计局，中泰证券研究所

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%



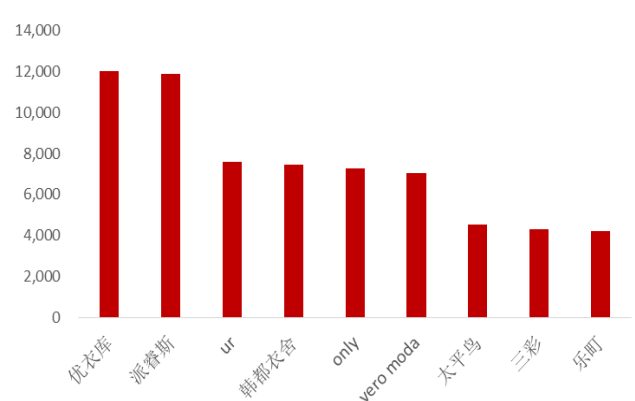
来源：淘数据，中泰证券研究所

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)



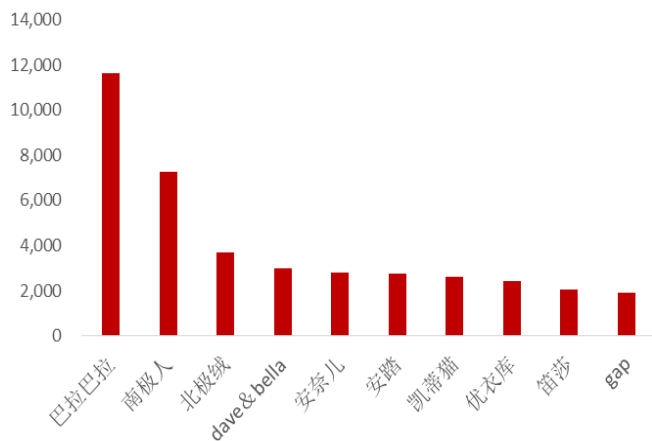
来源：淘数据，中泰证券研究所

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

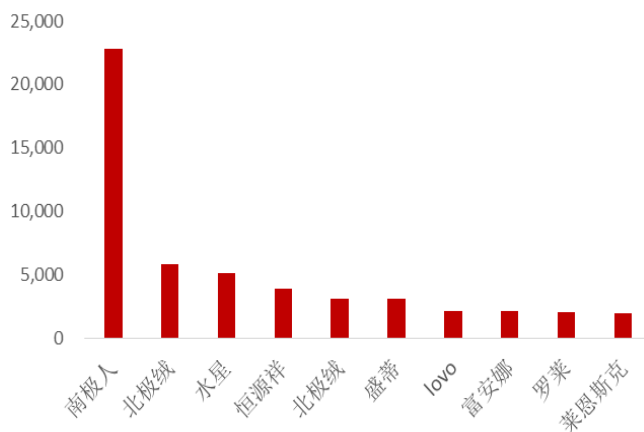


图表 12: 2019.5 月天猫平台床上用品销售额 TOP10 品牌 (万元)

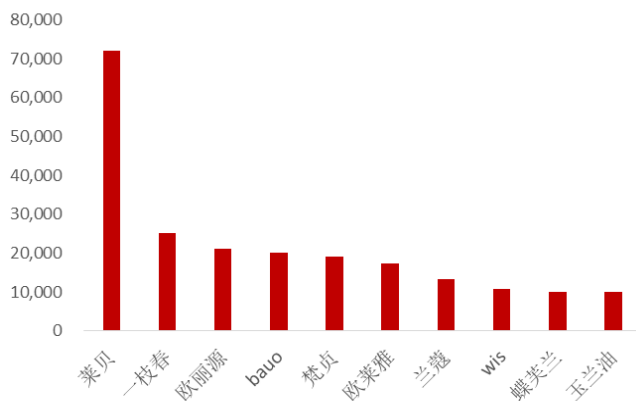




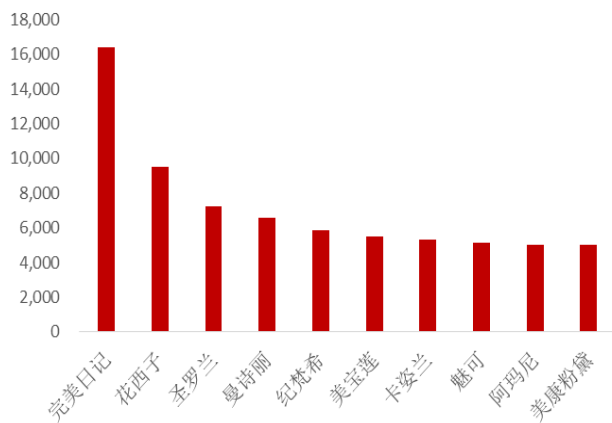
来源：淘数据，中泰证券研究所

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)


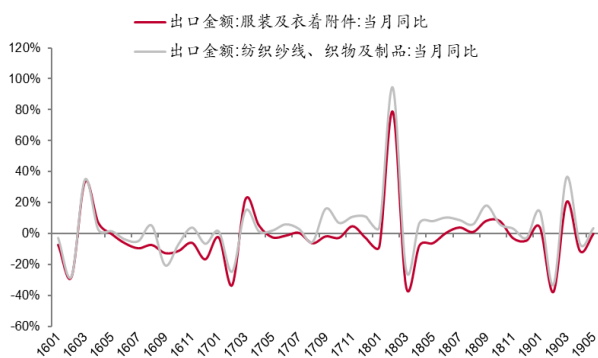
来源：淘数据，中泰证券研究所



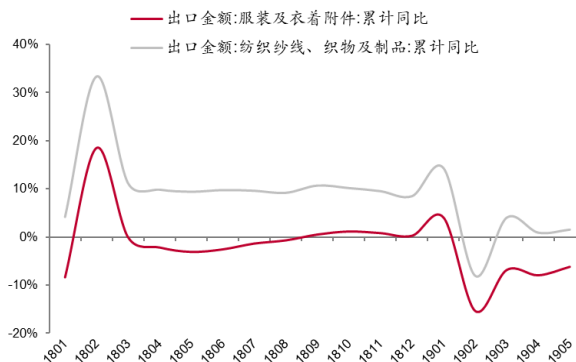
来源：淘数据，中泰证券研究所

- 5 月纺织服装出口增速回升。**从出口看，2019 年 5 月当月纺织类/服装类产品出口金额分别同比+3.55%/-0.11%，增速环比+10.29/+11.22PCTs。5 月初美国政府宣布对从中国进口的 2000 亿美元清单商品加征的关税税率由 10%提高到 25%，中美贸易增添变数，部分企业希望在新税率生效前清关，或存在抢出口的情况。

图表 15: 2019.5 月当月服装类出口金额同比-0.11% (增速环比+11.22PCTs)，纺织类出口金额同比+3.55% (增速环比+10.29PCTs)。
图表 16: 2019.5 月服装类出口金额累计同比-6.18% (增速环比+1.76PCTs)，纺织类出口金额累计同增 1.54% (增速环比+0.63PCTs)。



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

棉纺制造: 储备棉成交量价企稳, USDA 预计 19/20 年全球棉花供给平衡

- 本周棉花 328 价格指数收于 14062 元/吨, 单价环比/同比变动-30/-2341 元; 本周 Cotlook A 价格指数收于 77.80 美分/磅, 环比/同变动-1.55/-23.65 美分。内棉价格持续下跌, 主要是由于短期市场供给增加, 同时受中美贸易的不确定性影响, 下游订单减少所致。从国储棉的成交情况来看, 第六周成交率为 64.0%, 环比上周+11.3PCTs, 均价上涨 191 元至 12763 元/吨。
- 从供需看, 6 月 USDA 下调国内棉花进口量及消费量, 全球供需平衡。2019 年 6 月 USDA 预计 2019/20 年国内供需差为 62.7 万吨, 与 5 月预期持平, 其中下调进口量及国内消费量各 10.9 万吨。对比 2018/19 年, 供需缺口缩小 33.1 万吨, 主要是由于国内消费量的涨幅 (+10.9 万吨) 小于进口量的增长 (+43.5 万吨)。从全球市场看, 预计 2019/20 年供需平衡 (5 月预计缺口为 10.4 万吨), 主要是由于需求降幅大于供给。产量/进口量分别下调 2.8/13.3 万吨, 而国内消费/出口量分别下调 14.3/13.1 万吨。
- 从终端看, 5 月国内需求回稳, 出口明显改善。内需方面, 2019 年 5 月服装鞋帽、针纺织品/穿着类实物商品网上零售额分别累计同比 +2.6%/+21.1%, 增速环比+0.4/-2.5PCTs。出口方面, 2019 年 5 月累计纺织类/服装类产品出口金额分别同比 +1.54%/-6.18%, 增速环比 +0.63/+1.76PCTs, 环比改善明显。
- 棉花库存改善, 纱线库周天数有所增长。USDA 2019 年 5 月数据显示, 2018 年中国棉花库消比为 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 352.81/75.16 万吨, 环比分别-26.68/-3.53 万吨。棉花库存环比减少主要是因为 5 月纺织品市场不景气, 叠加棉花现期货价格大幅下降, 纺织企业采购更加谨慎。从中间环节看, 2019 年 5 月国内纱线/坯布库存天数分别为 31/34 天, 环比分别提升 6.80/3.90, 主要是由于美国宣布上调对中方出口的商品关税, 对服装产品出口造成不利影响, 导致订单疲软, 商品库存积压明显, 周转变慢。

图表 17: USDA 对中国棉花供需预测 (万吨)

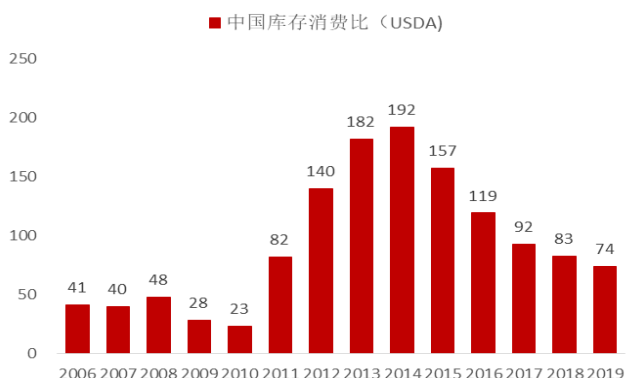
	期初库存	产量	进口量	国内消费量	出口量	期末库存
2012/13	676.7	762.0	442.6	783.8	1.1	1,096.5
2013/14	1,096.5	713.1	307.4	751.2	0.7	1,365.4
2014/15	1,365.4	653.2	180.3	740.3	1.5	1,457.0
2015/16	1,457.0	479.0	96.0	762.0	2.8	1,267.2
2016/17	1,267.2	495.3	109.6	816.5	1.3	1,054.2
2017/18	1,054.2	598.7	115.4	870.9	1.1	896.4
2018/19	827.8	604.2	185.1	881.8	3.3	732.0
2019/20 (19年6月)	732.0	604.2	228.6	892.7	2.8	685.6
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

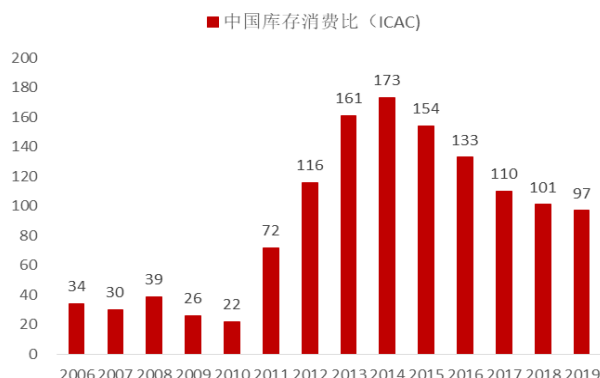
图表 18: USDA 对全球棉花供需预测 (万吨)

	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	1,765.3	2,578.6	915.1	2,671.7	915.1	1,665.0
2019/20 (19年6月)	1,688.0	2,728.6	974.1	2,727.5	974.3	1,682.2
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

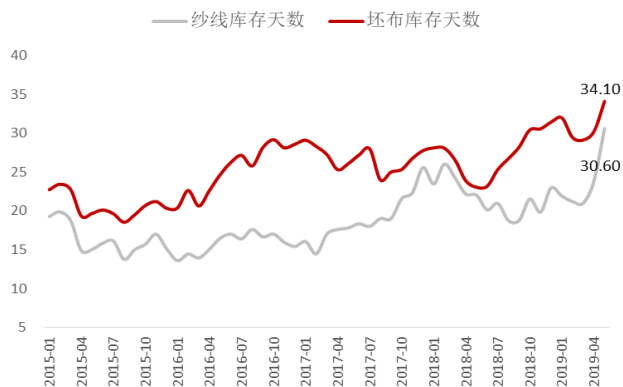
图表 19: USDA 2019 年中国棉花库存消费比为 73.86% (-8.84PCTs)


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)


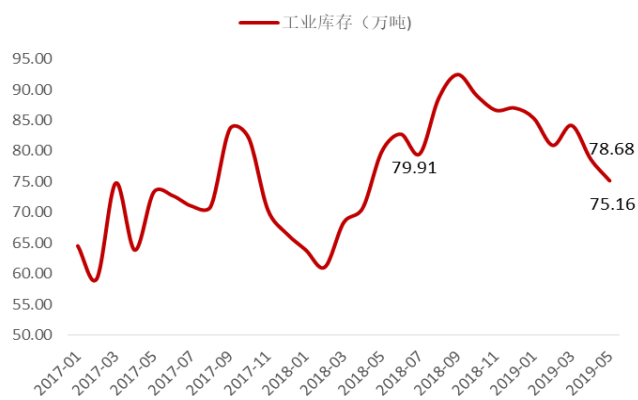
来源: ICAC, 中泰证券研究所

图表 21: 2019.5 月国内纱线/坯布库存天数分别为 31/34 天, 分别环比+6.80/+3.90
图表 22: 2019.5 月国内棉花商业库存为 352.81 万吨, 环比-26.68 万吨。



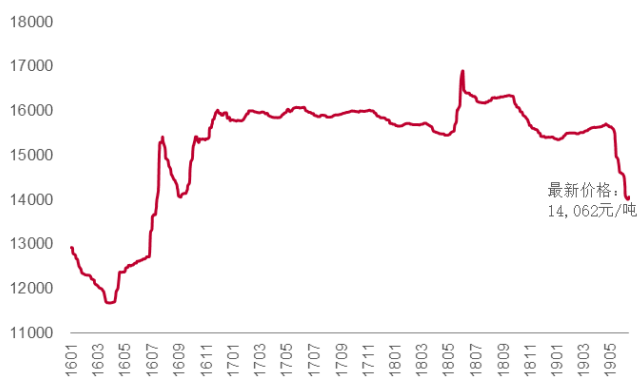
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 23: 2019.5 月国内棉花工业库存为 75.16 万吨, 环比-3.52 万吨



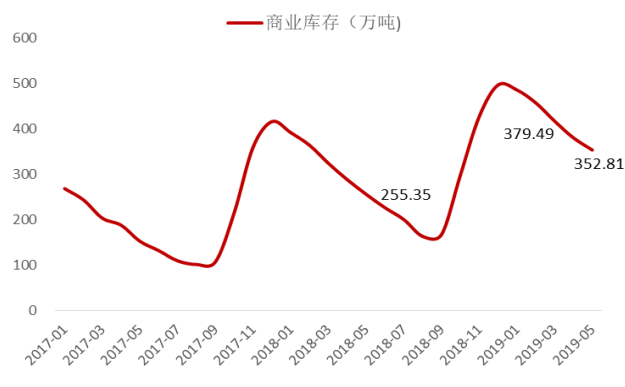
来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

图表 25: 国棉现货 328 (较上周下跌 30 元至 14062 元/吨) (更新至 19.6.15)



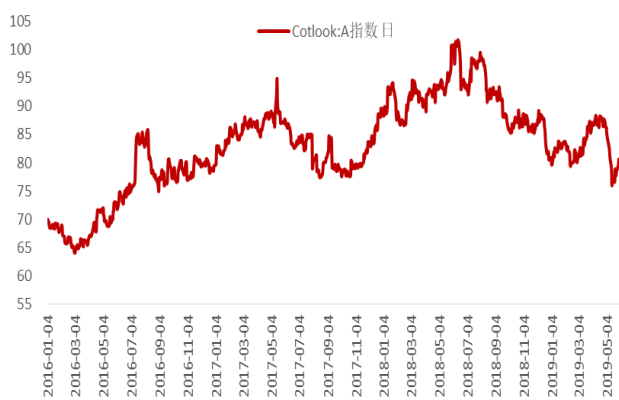
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 27: 涤纶短纤 (较上周下跌 220 至 7280 元/吨, 与上周持平) (更新至 19.6.15)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 24: CotlookA 指数 (较上周下跌 1.55 美分至 77.80 美分/磅) (更新至 19.6.15)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 26: 长绒棉 237 (较上周下跌 100 元至 23700 元/吨) (更新至 19.6.15)

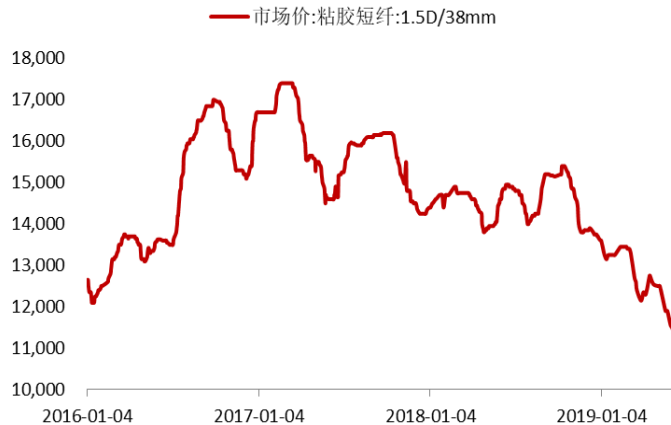


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 28: 粘胶短纤 (较上周下跌 400 至 11100 元/吨) (更新至 19.6.15)



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

【雅戈尔】公司以 6.28~6.36 元/股回购公司股份 516 万股, 占总股本的 0.1%, 总金额为 3271 万元。

【比音勒芬】公司以 30.4~48.2 元/股回购公司股份 237 万股, 占总股本的 1.3%。

【棒杰股份】公司拟以不超过 7 元/股回购公司股份 714~1429 万股, 占总股本的 1.5%~3.1%, 总金额为 5000~10000 万元。

【起步股份】公司控股股东起步(港)质押公司股票 1200 万股, 占总股本的 2.5%, 其累计质押 1.2 亿股, 占总股本的 26.4%。

【梦洁股份】公司股东李军延期质押回购公司股份 3000 万股, 占总股本的 3.8%, 补充质押 200 万股, 占总股本的 0.3%, 其累计质押 3200 万股, 占总股本的 4.1%。

【地素时尚】公司限售股 3400 万股, 占总股本的 8.5%, 将于 2019 年 6 月 24 日上市流通。

【棒杰股份】公司实控人陶建伟解除质押公司股份 2100 万股, 占总股本的 4.6%, 其累计质押 8655 万股, 占总股本的 18.8%。

【多喜爱】公司股东陈军/黄娅妮分别解除质押公司股份 5168/1773 万股, 占总股本的 14.9%/5.11%, 其累计质押股份 0 股。

【罗莱生活】公司股东薛骏腾解除质押 1062 万股, 占总股本的 1.3%, 其累计质押股份 2585 股, 占总股本的 3.1%。

■ 行业新闻

【Lululemon 最新季报: 销售额同比增长 20% 至 7.82 亿美元, 上调全年预期】6 月 12 日, 加拿大著名瑜伽运动服零售商 Lululemon (露露乐蒙) 公布了 2019 财年第一季度的关键财务数据。得益于线上业务的飞速发展, 销售额同比增长 20% 至 7.82 亿美元, 好于分析师预期。在第一季度优秀业绩的鼓舞下, 集团上调了 2019 财年的财务预期。原文: <https://mp.weixin.qq.com/s/Q8Ao6hQHvjvB0efCzD0mHw> (资料来源: 华丽志)

【中国复星国际集团计划出售旗下复星时尚集团部分股权】复星时尚集团计划通过本次交易筹集超过 1 亿美元的资金, 帮助旗下品牌提高盈利能力, 进行业务扩张。同时, 他们也在考虑未来几年在巴黎整体上市的相关事宜。目前, 集团正在与一些潜在投资人进行沟通, 一些亚洲家族企业也对交易表露出了兴趣。但交易的审议工作目前还处于初级阶段, 一些细节依旧会有所改变。如果没能找到合适的合作伙伴, 复星国际也可能自己对时尚集团追加投资。原文: <https://mp.weixin.qq.com/s/45S7ZvUKFXBWQtysWX6whA> (资料来源: 中国服装网)

【上海之禾集团聘请 Balenciaga 前任欧洲总裁担任旗下法国女装老牌 Carven 总经理】于去年收购法国高级女装品牌 Carven 的上海之禾时尚实业集团近日宣布, 任命 Daphne Cousineau 女士担任 Carven 品牌总经理, 负责该品牌的重启工作。此前 Daphne Cousineau 在开云集团旗下品牌 Balenciaga (巴黎世家) 担任欧洲区总裁。Daphne Cousineau 加入 Carven 之后, 首要任务就是帮助重启 Carven 品牌, 开拓全球市场, 尤其是中国市场。。原文: <https://mp.weixin.qq.com/s/htm91HkC2wZ15Va0J8MsVg> (资料来源: 华丽志)

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	13.68	1.10	1.31	1.61	1.94	12	10	9	7	0.60
水星家纺	17.80	1.18	1.44	1.74	2.74	17	15	13	11	1.33
海澜之家	8.73	0.77	0.84	0.89	0.95	11	10	10	9	1.77
百隆东方	4.51	0.29	0.39	0.44	0.50	15	12	10	9	1.44
九牧王	11.99	0.93	0.99	1.07	1.16	13	12	11	10	1.72
太平鸟	15.07	1.19	1.47	1.69	1.95	13	10	9	8	0.60
森马服饰	10.35	0.63	0.71	0.81	0.92	16	15	13	11	0.68
新野纺织	3.89	0.47	0.57	0.65	0.76	8	7	6	5	0.37
潮宏基	4.47	0.36	0.56	0.64	0.64	12	8	7	7	0.47
鲁泰 A	10.15	1.08	1.19	1.30	1.30	9	9	8	8	0.94
维格娜丝	9.07	1.12	1.37	1.61	1.62	8	7	6	6	0.28
安奈儿	18.03	0.62	0.78	0.96	0.97	29	23	19	19	1.28
延江股份	13.07	0.42	0.47	0.72	0.73	31	28	18	18	4.88
莱绅通灵	12.30	1.21	1.53	1.87	1.87	10	8	7	7	0.37

来源：Wind，中泰证券研究所预测整理 注：收盘价截至 2019 年 6 月 15 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。