

## 纺织服装

## 6月纺服出口下滑, USDA 下调国内棉花消费量

**评级: 增持 ( 维持 )**

分析师: 王雨丝

执业证书编号: S0740517060001

电话: 021-20315196

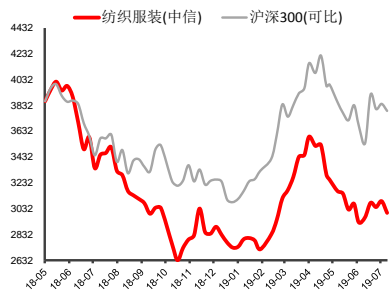
Email: wangys@r.qizq.com.cn

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	14.35	1.10	1.31	1.61	1.94	13	11	9	7	0.63
海澜之家	8.49	0.78	0.85	0.91	0.97	11	10	9	9	1.70
百隆东方	4.35	0.29	0.39	0.44	0.50	15	11	10	9	1.39
森马服饰	10.94	0.63	0.71	0.81	0.92	17	15	14	12	0.72
水星家纺	17.96	1.18	1.44	1.74	2.74	17	15	13	12	1.34
九牧王	12.12	0.93	0.99	1.07	1.16	13	12	11	10	1.73

备注: 股价为2019.7.12收盘价

**投资要点**

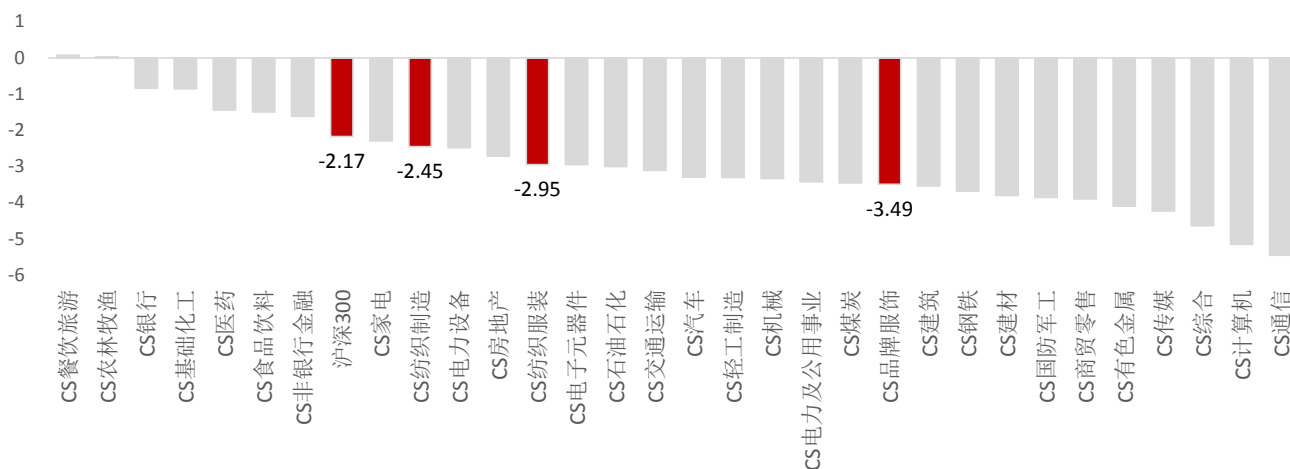
- **一周回顾:** 本周中信纺织服装指数-2.95%, 其中纺织制造和品牌服装分别-2.45%和-3.49%, 沪深300指数-2.17%。从估值上看, 纺织制造/品牌服装环比分别-2.58%/-3.79%, 达45.25/26.68。从个股表现上看, 柏堡龙、三夫户外、探路者涨幅居前, ST赫美、ST步森、贵人鸟跌幅居前。
- **行业数据&资讯:**
  - **品牌服饰:** 6月纺织品累计出口保持增长, 服装累计出口同比降幅收窄。2019年6月纺织类/服装类产品累计出口金额分别同比+0.54%/-5.08%, 增速环比-1.01/+1.10PCTs。6月当月纺织类/服装类产品出口金额分别同比-3.40%/-2.96%, 增速环比-6.95/-2.85PCTs。6月增速环比略有下滑, 一方面由于5月部分企业存在抢出口的情况, 增速相对较快; 另一方面说明外贸不确定性, 导致下游客户观望态度仍然明显。
  - **纺织制造:** 7月USDA下调国内棉花消费量, 供需缺口进一步缩小。2019年7月USDA预计2019/20年国内供需差为51.8万吨, 较5月预期值减少10.9万吨, 是由于国内消费量预期由892.7万吨下调至881.8万吨。同时期初库存量上调38.1万吨, 或因下游纱线厂商持观望态度, 出货速度变慢所致。对比2018/19年, 棉花产量和消费量与之持平, 而供需缺口缩小44.0万吨, 主要是由于进口量增长(+43.5万吨)且出口量减少(-0.5万吨)。从全球市场看, USDA上调产量10.2万吨(印度棉产量增长), 下调消费量21.8万吨(中国及孟加拉国棉花消费需求减弱), 使得2019/20年实现供需平衡。
- **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, 全年有望平稳增长。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、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: 6月纺织品累计出口保持增长, 服装累计出口同比降幅收窄 ....	- 4 -
棉纺制造: 7月 USDA 下调国内棉花消费量, 供需缺口进一步缩小.....	- 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 -

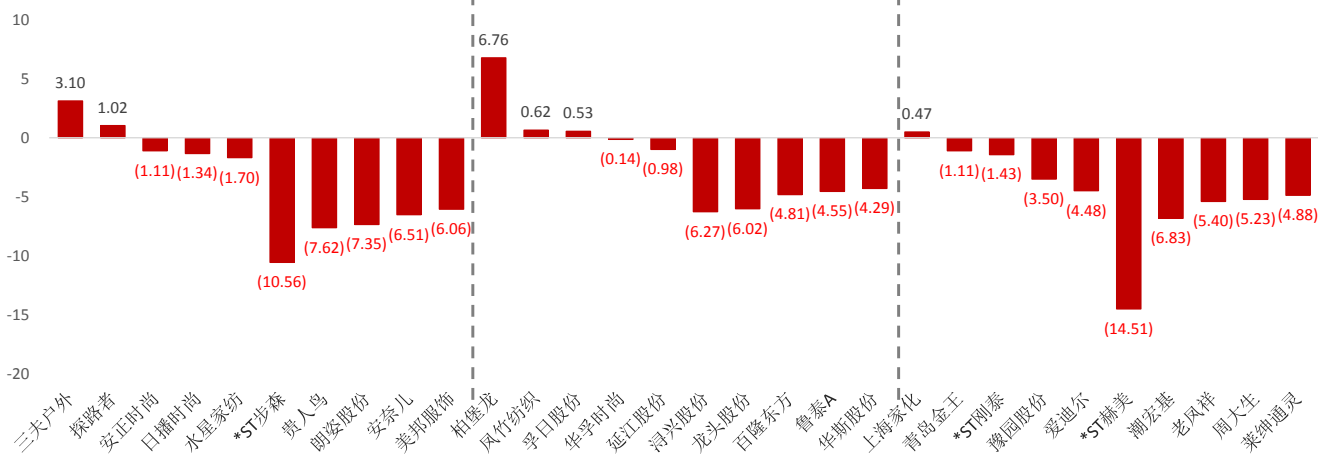
## 板块表现

图表1: 本周板块表现: 纺织制造 (-2.45%)、品牌服饰 (-3.49%), 沪深300指数 (-2.17%)

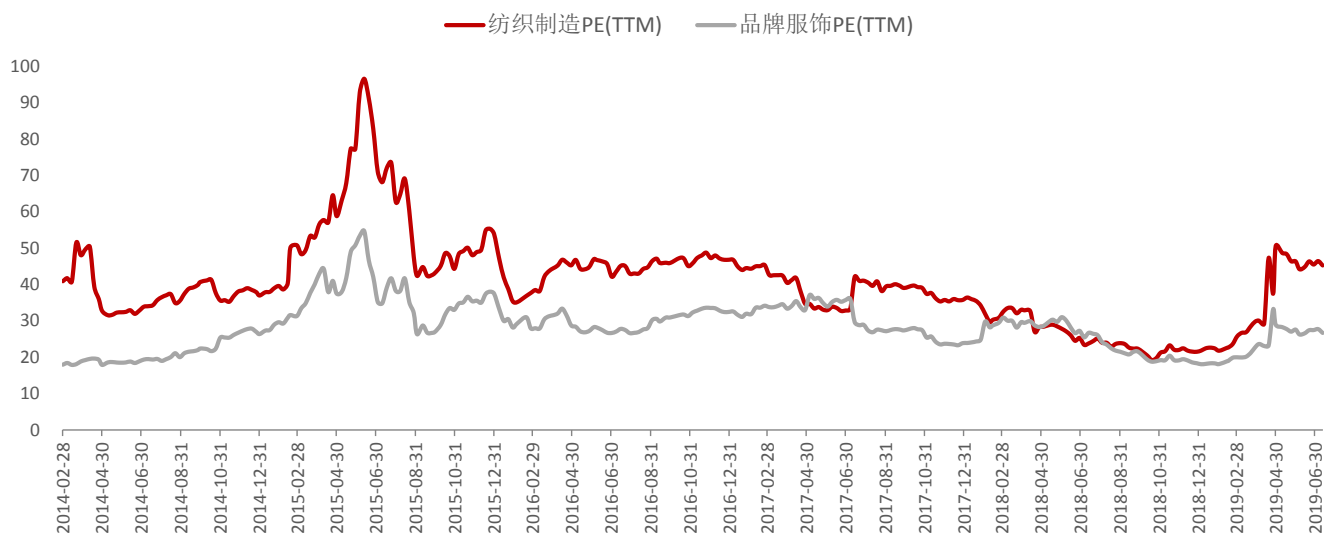


来源: wind, 中泰证券研究所

图表2: 本周个股表现: 纺服行业柏堡龙、三夫户外、探路者幅涨居前, 步森股份、贵人鸟、朗姿跌幅居前; 化妆品珠宝板块上海家化涨幅居前, ST赫美、潮宏基、老凤祥跌幅居前



来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 3: 品牌服装 (27x)、纺织制造 (45x) 板块估值 (截至 2019.7.14)**


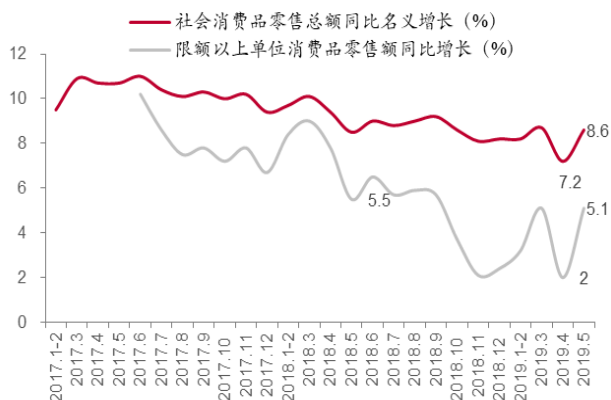
来源: Wind, 中泰证券研究所

## 行业数据

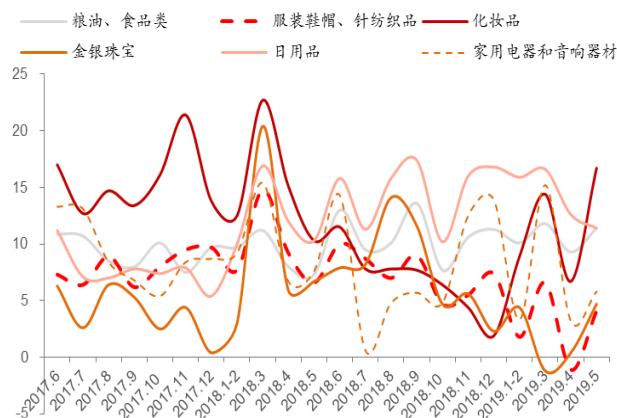
### 品牌服饰: 6 月纺织品累计出口保持增长, 服装累计出口同比降幅收窄

- 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%。

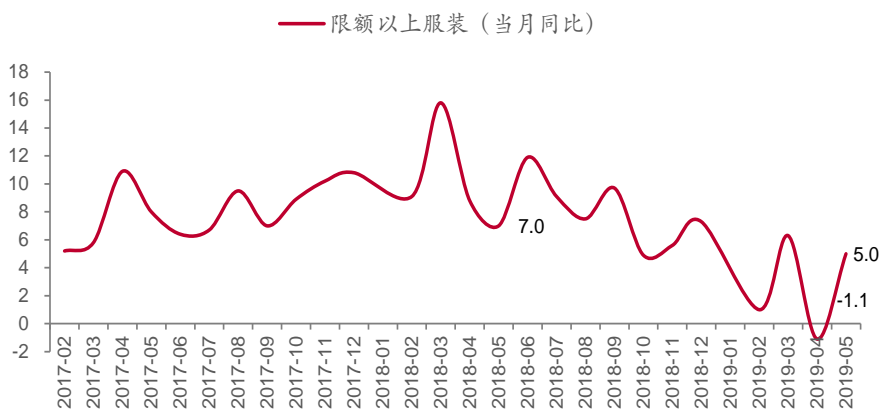
**图表 4: 2019.5 社零/限额以上企业零售额当月同比增速 (%) (数据更新至 19.7.12)**
**图表 5: 2019.5 月社零总额中分品类销售额当月同比%。(数据更新至 19.7.12)**



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

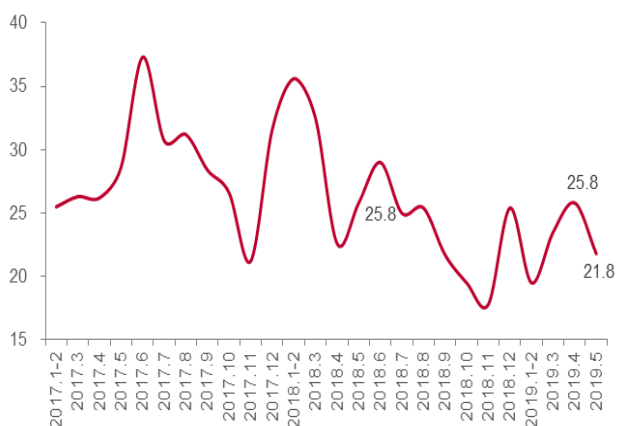
**图表 6: 2019.5 月限额以上企业服装类零售额增速 (%) (数据更新至 19.7.12)**


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。
- 从线上销售情况来看，2019 年 6 月天猫平台服装家纺类产品销售额同比持续增长(+9.4%)，或受益于 618 大力度的促销活动，618 期间天猫上百个品牌成交超去年双 11，最高增长超 40 倍，且超过 110 个品牌成交过亿，其中服装类产品在 6 月 16 日的首个小时内成交同比增长 266%。分品类看，男/女/童装、家纺类产品销售额当月同比增速为 -1.43%/+6.86%/+21.98%/+73.48%，增速同比分别 -27.51/+2.28/+12.46/+48.83PCTs。
- 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

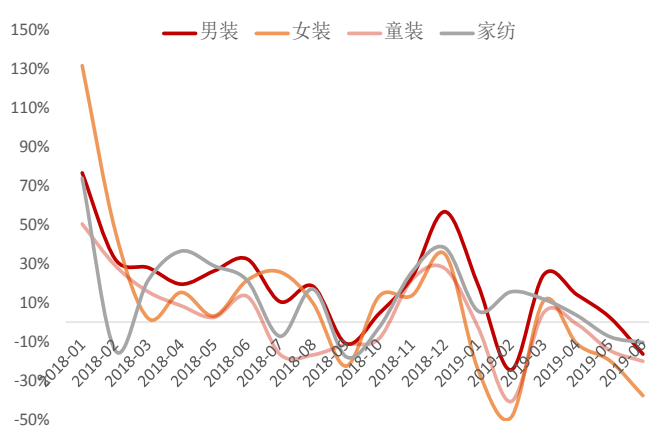
分别为杰维麦、优衣库、花花公子等；女装 TOP10 品牌有优衣库、Only、Vero Moda 等；童装 TOP10 品牌有巴拉巴拉、南极人、Dave&Bella 等；家纺类产品 TOP10 品牌有南极人、水星、北极绒等；护肤品 TOP10 品牌为莱贝、欧莱雅、玉兰油等；彩妆类产品 TOP10 品牌为完美日记、美宝莲、欧丽源等。

图表 7: 2017.1 至 2019.5 月社零总额中线上销售增速%



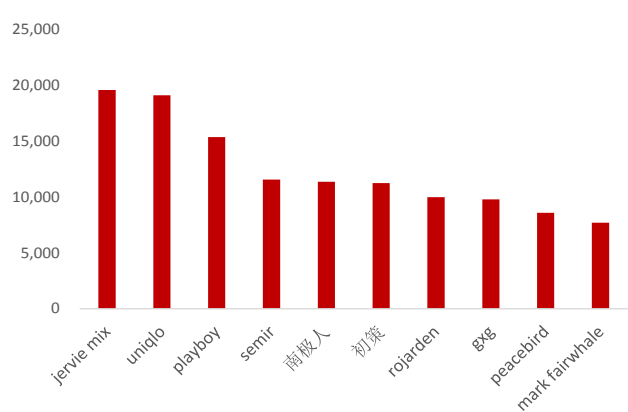
来源：国家统计局，中泰证券研究所

图表 8: 2018.1-2019.6 天猫、淘宝平台男/女/童装、家纺销售额当月同比%



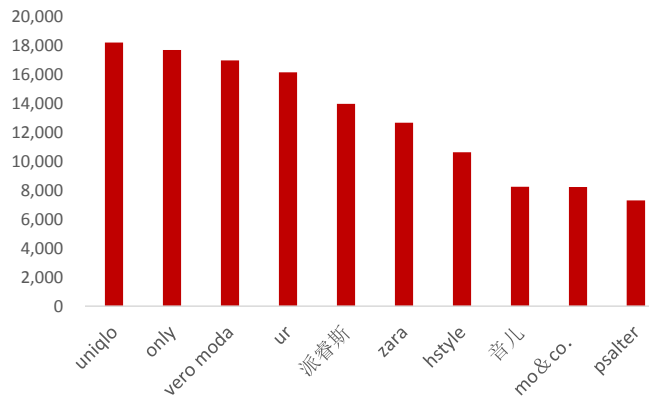
来源：淘数据，中泰证券研究所

图表 9: 2019.6 月天猫平台男装销售额 TOP10 品牌 (万元)

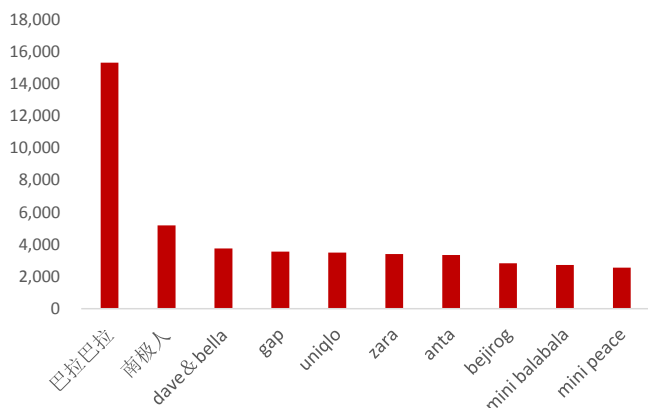


来源：淘数据，中泰证券研究所

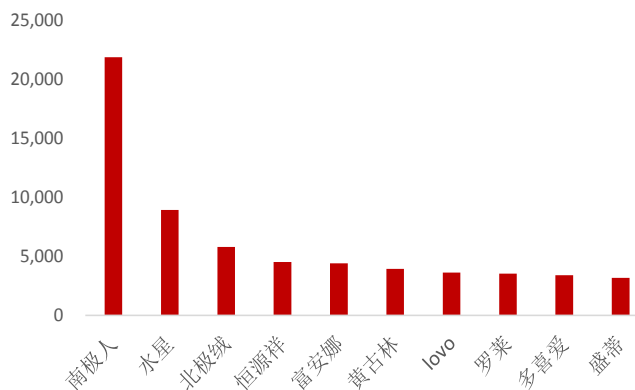
图表 10: 2019.6 月天猫平台女装销售额 TOP10 品牌 (万元)



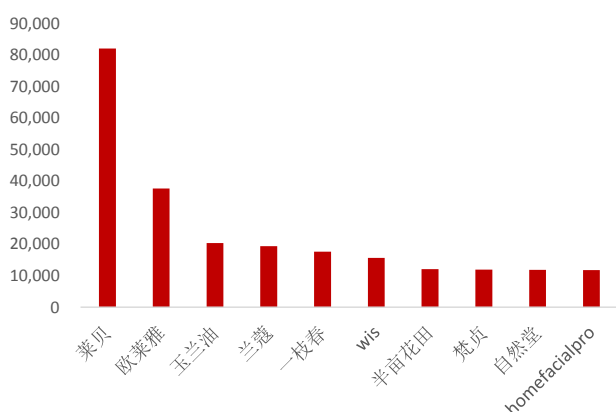
来源：淘数据，中泰证券研究所

**图表 11: 2019.6 月天猫平台童装销售额 TOP10 品牌 (万元)**


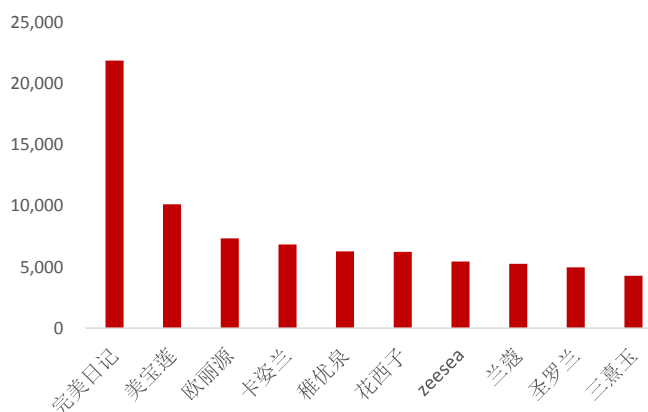
来源: 淘数据, 中泰证券研究所

**图表 12: 2019.6 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: 2019.6 月天猫平台护肤类销售额 TOP10 品牌 (万元)**


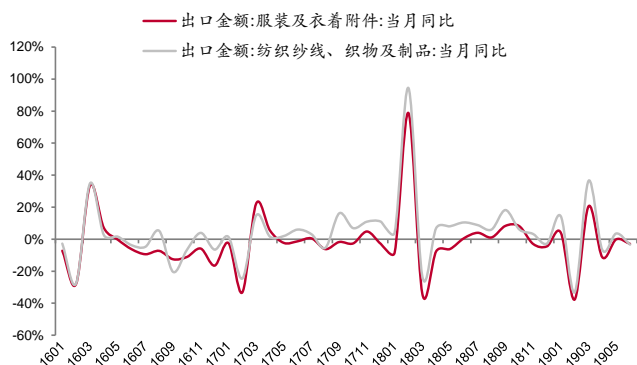
来源: 淘数据, 中泰证券研究所

**图表 14: 2019.6 月天猫平台彩妆类销售额 TOP10 品牌 (万元)**


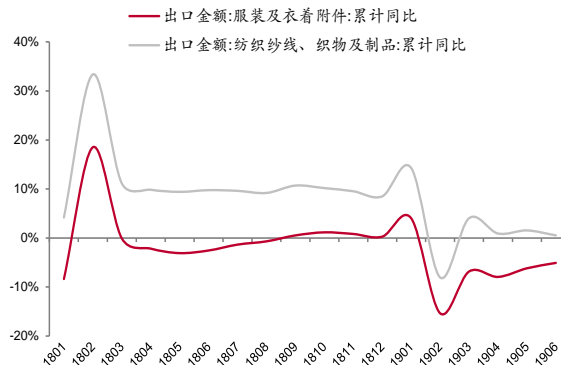
来源: 淘数据, 中泰证券研究所

- 6 月纺织品累计出口保持增长, 服装累计出口同比降幅收窄。**从出口看, 纺织类/服装类产品累计出口金额分别同比+0.54%/-5.08%, 增速环比-1.01/+1.10PCTs。6 月当月纺织类/服装类产品出口金额分别同比-3.40%/-2.96%, 增速环比-6.95/-2.85PCTs。6 月增速环比略有下滑, 一方面由于 5 月部分企业存在抢出关的情况, 增速相对较快; 另一方面说明外贸不确定性, 导致下游客户观望态度仍然明显。

**图表 15: 2019.6 月当月服装类出口金额同比-2.96% (增速环比-2.85PCTs), 纺织类出口金额同比-3.40% (增速环比-6.95PCTs)。**
**图表 16: 2019.6 月服装类出口金额累计同比-5.08% (增速环比+1.10PCTs), 纺织类出口金额累计同增 0.54% (增速环比-1.01PCTs)。**



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

### 棉纺制造: 7月 USDA 下调国内棉花消费量, 供需缺口进一步缩小

- 本周棉花 328 价格指数收于 14166 元/吨, 单价环比/同比变动 -119/-2027 元; Cotlook A 价格指数收于 74.05 美分/磅, 环比/同变动 -4.30/-20.40 美分。从国储棉的成交情况来看, 第十周成交率为 89.7%, 环比上周 -10.3PCTs, 均价环比下跌 289 元至 12876 元/吨。
- 5 月棉纺织景气度持续下滑。2019 年 5 月中国棉纺织景气指数 46.82, 与 4 月相比下降 0.81。一方面由于外贸环境不确定, 拟于 5 月 10 日将对 2000 亿美元中国输美商品加征的关税从 10% 上调至 25%, 市场观望情绪传导至上游, 出现了旺季的清冷现象。另一方面, 储备棉正式轮出, 市场供给增加, 棉价下跌。分环节看, 原料采购价格/原材料库存指数分别环比 -2.72/-1.09, 主要是由于棉价下跌, 以及下游订单缩减, 导致产品生产放缓。生产指数环比 -1.41, 其中纱产量环比下降 3.36%, 布产量环比下降 0.07%。产品销售指数环比 -0.65, 美国订单向东南亚转移, 欧盟、日韩等采购商也放缓下单并趁机压价, 纱布价格不断下跌。
- 从供需看, 7 月 USDA 下调国内棉花消费量, 供需缺口进一步缩小。2019 年 7 月 USDA 预计 2019/20 年国内供需差为 51.8 万吨, 较 5 月预期值减少 10.9 万吨, 是由于国内消费量预期由 892.7 万吨下调至 881.8 万吨。同时起初库存量上调 38.1 万吨, 或因下游纱线厂商持观望态度, 出货速度变慢所致。对比 2018/19 年, 棉花产量和消费量与之持平, 而供需缺口缩小 44.0 万吨, 主要是由于进口量增长 (+43.5 万吨) 且出口量减少 (-0.5 万吨)。从全球市场看, USDA 上调产量 10.2 万吨 (印度棉产量增长), 下调消费量 21.8 万吨 (中国及孟加拉国棉花消费需求减弱), 使得 2019/20 年实现供需平衡。
- 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
<b>2019/20 (19年7月)</b>	<b>770.1</b>	<b>604.2</b>	<b>228.6</b>	<b>881.8</b>	<b>2.8</b>	<b>718.3</b>
2019/20 (19年6月)	732.0	604.2	228.6	892.7	2.8	685.6

来源: USDA, 中泰证券研究所

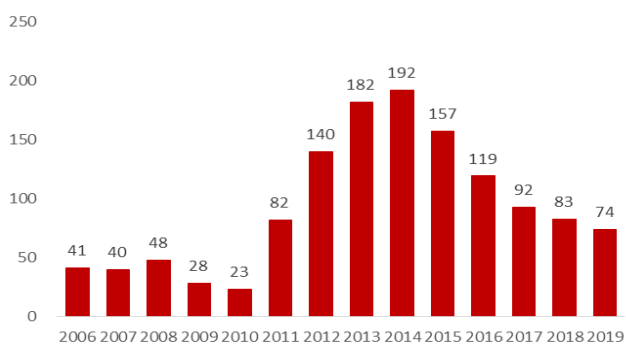
**图表 18: USDA 对全球棉花供需预测 (万吨)**

	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
<b>2019/20 (19年7月)</b>	<b>1,725.9</b>	<b>2,738.8</b>	<b>960.6</b>	<b>2,705.7</b>	<b>961.3</b>	<b>1,751.0</b>
2019/20 (19年6月)	1,688.0	2,728.6	974.1	2,727.5	974.3	1,682.2

来源: USDA, 中泰证券研究所

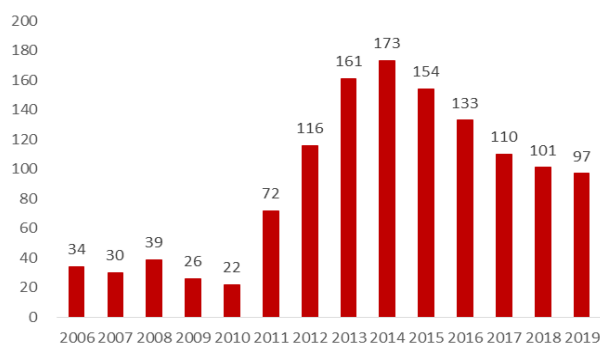
**图表 19: USDA 2019 年中国棉花库存消费比为 73.86% (-8.84PCTs)**
**图表 20: ICAC 预测 2019 年中国棉花库存消费比为 97% (-4PCTs)**

■ 中国库存消费比 (USDA)

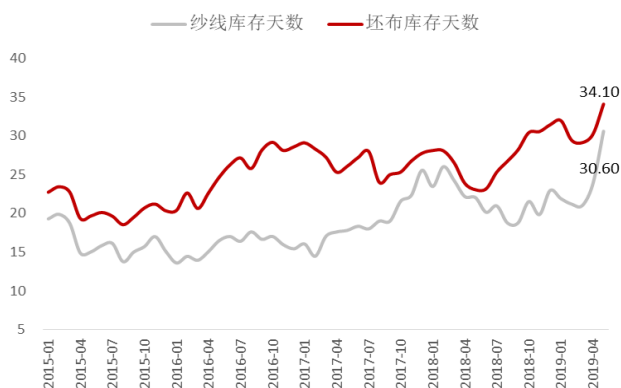


来源: USDA, 中泰证券研究所

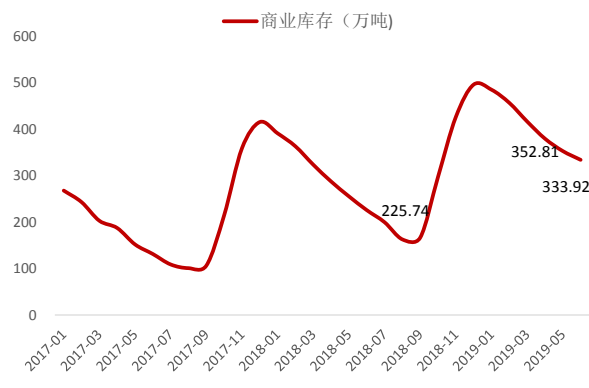
■ 中国库存消费比 (ICAC)



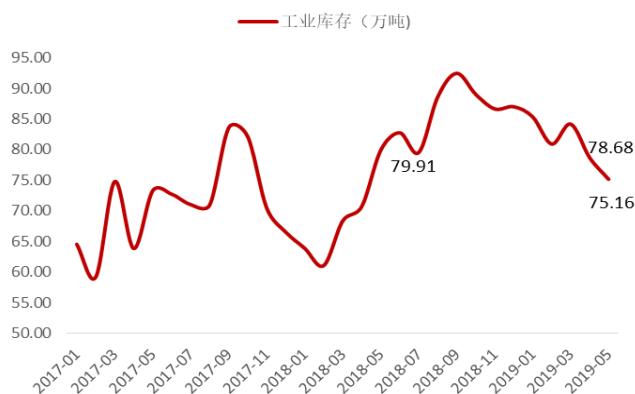
来源: ICAC, 中泰证券研究所

**图表 21: 2019.5 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**


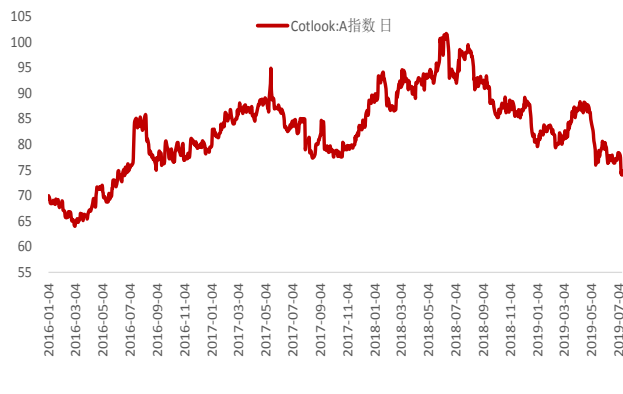
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 22: 2019.6 月国内棉花商业库存为 333.92 万吨, 环比-18.89 万吨**


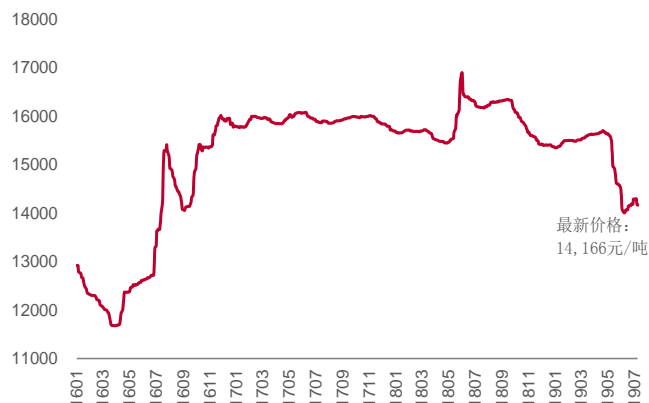
来源: Wind, 中泰证券研究所

**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**


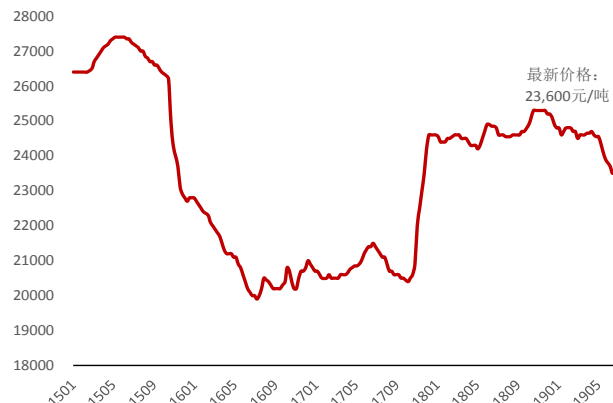
来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

**图表 24: CotlookA 指数 (较上周下跌 4.3 美分至 74.05 美分/磅) (更新至 19.7.12)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表25: 国棉现货328 (较上周下跌119元至14166元/吨) (更新至19. 7. 12)**


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23600元/吨) (更新至19. 7. 12)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表27: 涤纶短纤 (较上周下跌400至8600元/吨) (更新至19. 7. 12)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表28: 粘胶短纤 (较上周上涨150至12000元/吨) (更新至19. 7. 12)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

## 行业公告&资讯

### ■ 行业公告

**【探路者】**公司发布2019年中报业绩预告,预计实现净利润7960~8450万元,同比+230%~+250%。

**【如意集团】**公司发布2019年中报业绩预告,预计实现净利润4334~5490万元,同比+50%~+90%。

**【华茂股份】**公司发布2019年中报业绩预告,预计实现净利润2.7~3.2亿元,同比+104.2%~+142%。

【多喜爱】公司发布 2019 年中报业绩预告, 预计实现净利润亏损 300~600 万元, 同比-124.3%~-112.2%。

【青松股份】公司发布 2019 年中报业绩预告, 预计实现净利润 1.8~2.3 亿元, 同比+24.4%~+53.7%。

【开润股份】公司发布 2019 年中报业绩预告, 预计实现净利润 1.1~1.2 亿元, 同比+30%~+40%。

【搜于特】公司发布 2019 年中报业绩预告, 预计实现净利润 1.7~2.6 亿元, 同比-60%~-40%。

【美邦服饰】公司发布 2019 年中报业绩预告修正预告, 预计亏损 1~1.5 亿元, 同比-382.4%~-288.3%。

【延江股份】公司发布 2019 年中报业绩预告, 预计实现净利润 4047~4543 万元, 同比+145%~+175%。

【中潜股份】公司发布 2019 年中报业绩预告, 预计实现净利润 1000~1400 万元, 同比-37.8%~-12.9%。

## ■ 行业新闻

【优衣库前三季度创下营收新纪录, GU 成新的增长动力】2019 前三季度, 优衣库实现累计综合收益、经营溢利、所得税溢利、母公司拥有人应占溢利均刷新历史最高纪录。期内, 迅销前三季度累计综合收益总额达 18,228 亿日元(折合人民币约 1157.08 亿元), 较上年度同期增长 7.0%, 经营溢利 2,476 亿日元, 同比增长 3.7%, 实现收益、溢利双增长。期间所得税前综合溢利录得 2,472 亿日元, 同比增长 4.1%, 母公司拥有人应占溢利录得 1,586 亿日元, 同比上涨 7.0%。原文:

<https://mp.weixin.qq.com/s/wXjV8x7n7he9Fp5Ez-qNA> (资料来源: 中国服装网)

【始祖鸟母公司 Amer Sports 完成旗下法国骑行品牌 Mavic 的剥离和出售】加拿大高端户外品牌 Arc'teryx (始祖鸟) 母公司、芬兰体育用品集团 Amer Sports (亚玛芬) 日前宣布, 已完成旗下法国单车系统及车手装备品牌 Mavic SAS 的剥离和出售。原文:

<https://mp.weixin.qq.com/s/iXk5cBtIhxXgD10P3dWIew> (资料来源: 华丽志)

【唯品会以 29 亿元人民币收购杉杉商业, 发力线下奥特莱斯】7 月 10 日, 线上特卖电商平台唯品会宣布, 通过香港全资子公司与杉杉集团有限公司和宁波星通创富股权投资合伙企业(有限合伙)在上海签署收购协议, 以 29 亿元人民币现金收购杉杉商业集团有限公司 100% 股份。原文:

<https://mp.weixin.qq.com/s/P0hcFwFsGjxKhftDgvjfnA> 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	14.35	1.10	1.31	1.61	1.94	13	11	9	7	0.63
水星家纺	17.96	1.18	1.44	1.74	2.74	17	15	13	12	1.34
海澜之家	8.49	0.78	0.85	0.91	0.97	11	10	9	9	1.70
百隆东方	4.35	0.29	0.39	0.44	0.50	15	11	10	9	1.39
九牧王	12.12	0.93	0.99	1.07	1.16	13	12	11	10	1.73
太平鸟	15.07	1.19	1.47	1.69	1.95	13	10	9	8	0.60
森马服饰	10.94	0.63	0.71	0.81	0.92	17	15	14	12	0.72
新野纺织	3.86	0.47	0.57	0.65	0.76	8	7	6	5	0.37
潮宏基	4.23	0.36	0.56	0.64	0.64	12	8	7	7	0.44
鲁泰 A	9.22	1.08	1.19	1.30	1.30	9	8	7	7	0.86
维格娜丝	8.96	1.12	1.37	1.61	1.62	8	7	6	6	0.28
安奈儿	18.52	0.62	0.78	0.96	0.97	30	24	19	19	1.32
延江股份	14.08	0.42	0.47	0.72	0.73	34	30	19	19	5.25
莱绅通灵	11.89	1.21	1.53	1.87	1.87	10	8	6	6	0.36

来源：Wind，中泰证券研究所预测整理 注：收盘价截至 2019 年 7 月 12 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。