

纺织服装

6月社零总额同增9.8%，纺服增速持续改善

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	13.72	1.10	1.31	1.61	1.94	12	10	9	7	0.60
海澜之家	8.20	0.78	0.85	0.91	0.97	10	10	9	8	1.64
百隆东方	4.30	0.29	0.39	0.44	0.50	15	11	10	9	1.37
森马服饰	10.41	0.63	0.71	0.81	0.92	17	15	13	11	0.69
水星家纺	17.51	1.18	1.44	1.74	2.74	16	15	13	11	1.31
九牧王	12.01	0.93	0.99	1.07	1.16	13	12	11	10	1.72

备注：股价为2019.7.19收盘价

投资要点

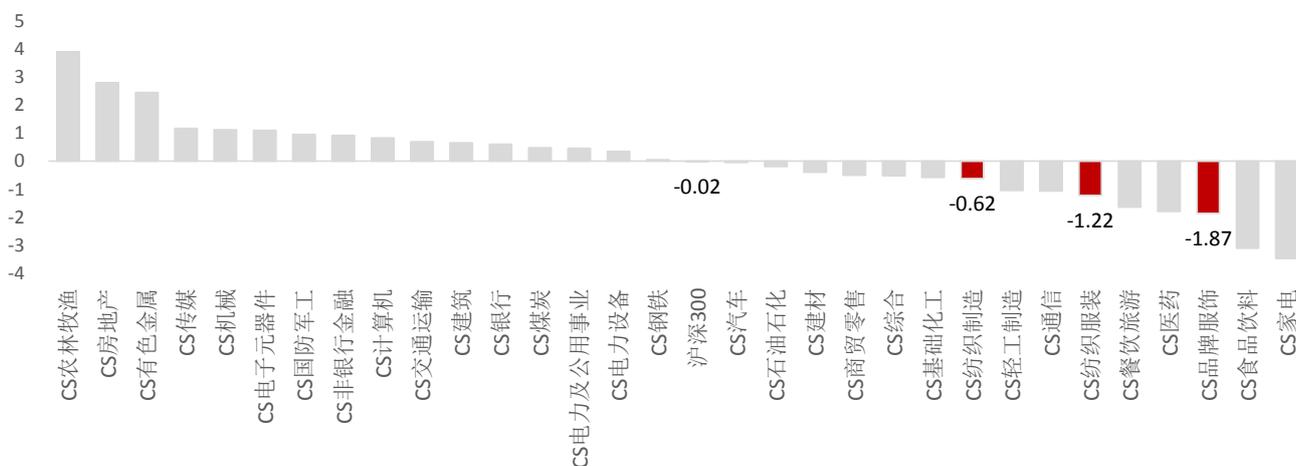
- **一周回顾**：本周中信纺织服装指数-1.22%，其中纺织制造和品牌服装分别-0.62%和-1.87%，沪深300指数-0.02%。从估值上看，纺织制造/品牌服装环比分别-0.67%/-1.92%，达44.95/26.17。从个股表现上看，老凤祥、搜于特、华孚时尚涨幅居前，ST赫美、三夫户外、富安娜跌幅居前。
- **行业数据&资讯**：
 - **品牌服饰**：6月社零总额同增9.8%，纺服增速持续改善。6月社会消费品零售总额33878亿元，同比增长9.8%，增速同比/环比分别+0.8/+1.2PCTs。可选消费各品类增速环比均有所回升，化妆品/金银珠宝/家用电器和音响器材/服装鞋帽、针纺织品环比增速分别+5.8/+3.1/+1.9/+1.1PCTs至+22.5%/+7.8%/+7.7%/+5.2%。分渠道看，实物商品网上零售额累计同增21.6%，其中穿着类实物商品网上零售额增长21.4%，增速环比+0.2PCTs，主要是各电商平台“618”活动促销使得消费需求增加。线下方面，全国百家重点大型零售企业零售额同增0.3%，增速环比+0.3PCTs。其中限额以上服装类零售额同增4.7%，增速环比放缓0.3PCTs。
 - **纺织制造**：棉花库存持续改善，纱线坯布库存承压。本周棉花328价格指数收于14025元/吨，单价环比/同比变动-141/-2156元；Cotlook A价格指数收于72.95美分/磅，环比/同比变动-1.10/-25.00美分。从国储棉的成交情况来看，第十一周成交率为92.63%，环比上周+2.91PCTs，均价环比下跌273元至12603元/吨。库存方面，国内棉花商业库存和工业库存分别为333.92/68.80万吨，环比分别-18.89/-6.36万吨。棉花库存环比减少主要是由于6月中下旬外部贸易环境趋于缓和，纯棉纱线走货变快，库存相应下降。从中间环节看，6月国内纱线/坯布库存天数分别为30/34天，环比分别提升-0.33/+0.26，与上月基本持平。由于纱线和坯布库存均位于高位，预计纺纱企业仍以去库存为主，产品价格或将持续下滑。
- **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月社零总额同增9.8%，纺服增速持续改善.....	- 4 -
棉纺制造：棉花库存持续改善，纱线坯布库存承压.....	- 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 -

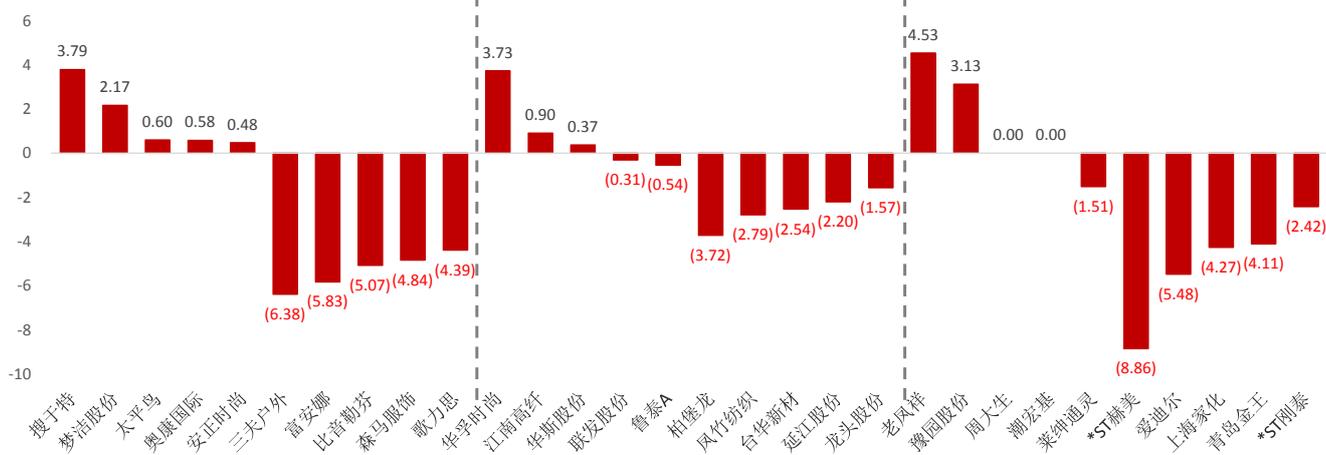
板块表现

图表1: 本周板块表现: 纺织制造 (-0.62%)、品牌服饰 (-1.87%), 沪深300指数 (-0.02%)

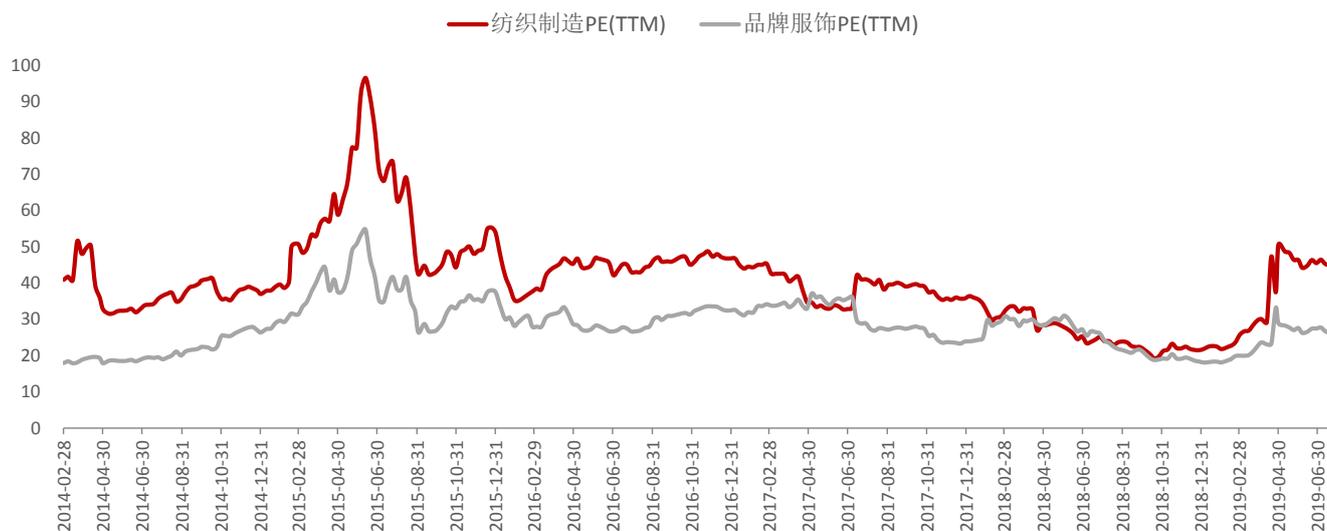


来源: wind, 中泰证券研究所

图表2: 本周个股表现: 纺服行业搜于特、华孚时尚、梦洁股份涨幅居前, 三夫户外、富安娜、比音勒芬跌幅居前; 化妆品珠宝板块老凤祥、豫园股份涨幅居前, ST赫美、爱迪尔、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 (26x)、纺织制造 (45x) 板块估值 (截至 2019.7.19)


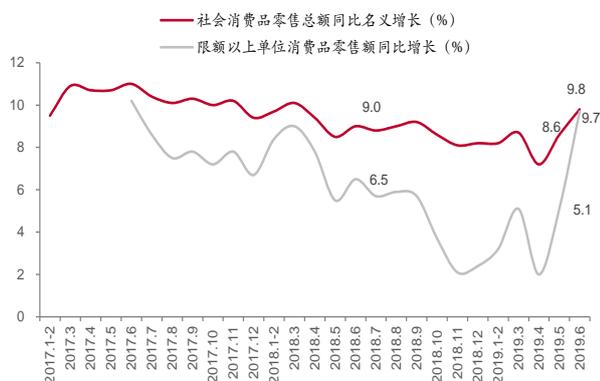
来源: Wind, 中泰证券研究所

行业数据

品牌服饰: 6月社零总额同增9.8%, 纺服增速持续改善

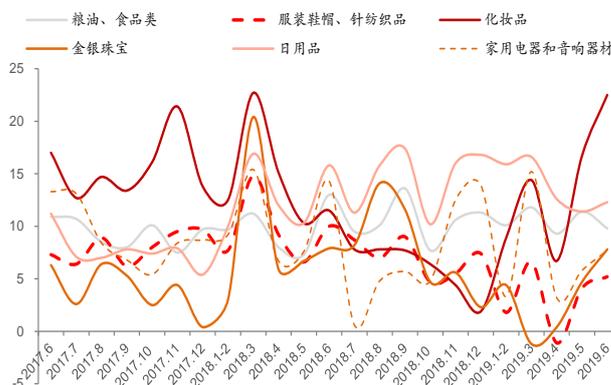
- 最国家统计局新数据显示,2019年6月社会消费品零售总额33878亿元,同比增长9.8%,增速同比/环比分别+0.8/+1.2PCTs。其中限额以上企业销售额增速为9.7%,增速同比/环比分别+3.4/+4.6PCTs。社零增速创年内新高主要是来自可选消费需求回暖,其中汽车、化妆品表现突出,分别同增17.2%/22.5%,增速环比提升15.1/5.8PCTs。
- 分品类看,6月社会零售总额中,必选消费保持稳健增长,粮油食品/日用品增速环比分别提升-1.6/+0.9PCTs至9.8%/12.3%。而可选消费各品类增速环比均有所回升,化妆品/金银珠宝/家用电器和音响器材/服装鞋帽、针纺织品环比5月增速分别+5.8/+3.1/+1.9/+1.1PCTs至+22.5%/+7.8%/+7.7%/+5.2%。

图表 4: 2019.6 社零/限额以上企业零售额当月同比增速 (%) (数据更新至 19.7.19)



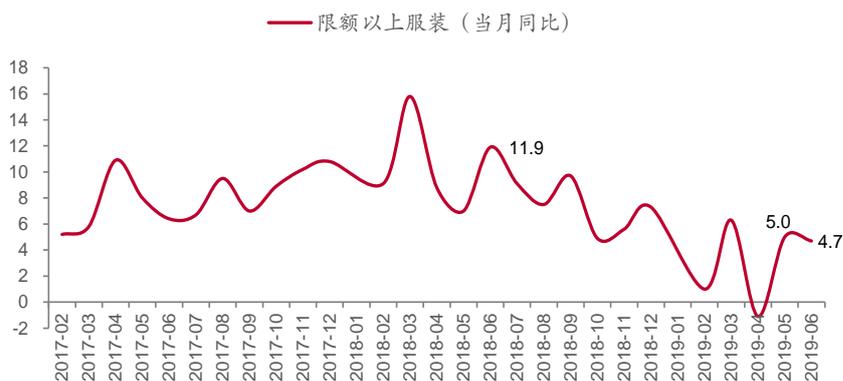
来源：中华全国商业信息中心，中泰证券研究所

图表 5: 2019.6 月社零总额中分品类销售额当月同比%。(数据更新至 19.7.19)



来源：中华全国商业信息中心，中泰证券研究所

图表 6: 2019.6 月限额以上企业服装类零售额增速 (%) (数据更新至 19.7.19)

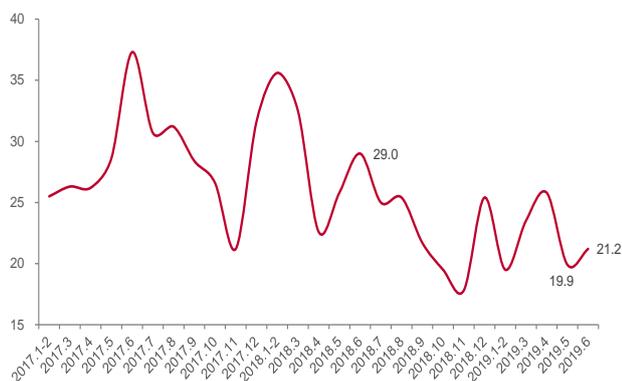


来源：中华全国商业信息中心，Wind，中泰证券研究所

- 分渠道看，1-6 月全国实物商品网上零售额+21.6%，6 月单月线上实物商品销售额同增 21.2%，增速同比/环比分别变动-7.8/+1.3PCTs。其中 1-6 月穿着类实物商品网上零售额增长 21.4%，增速环比+0.2PCTs，主要是各电商平台“618”活动促销使得消费需求增加。线下方面，全国百家重点大型零售企业零售额同增 0.3%，增速环比+0.3PCTs。其中，限额以上服装类零售额同增 4.7%，增速略有放缓，环比/同比-0.3/-7.2PCTs。
- 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

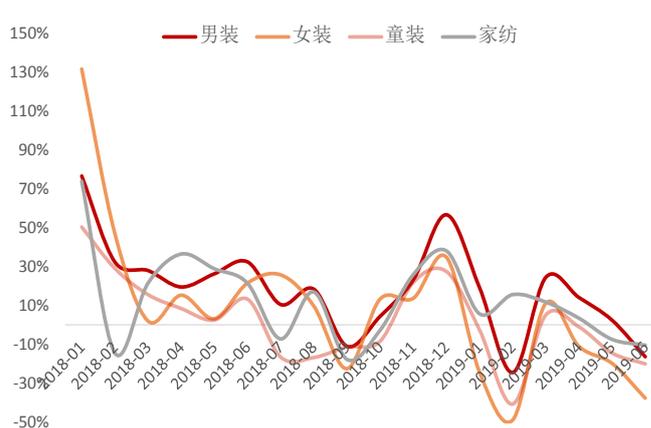
分别为杰维麦、优衣库、花花公子等；女装 TOP10 品牌有优衣库、Only、Vero Moda 等；童装 TOP10 品牌有巴拉巴拉、南极人、Dave&Bella 等；家纺类产品 TOP10 品牌有南极人、水星、北极绒等；护肤品 TOP10 品牌为莱贝、欧莱雅、玉兰油等；彩妆类产品 TOP10 品牌为完美日记、美宝莲、欧丽源等。

图表 7: 2017.1 至 2019.6 月社零总额中线上销售增速%



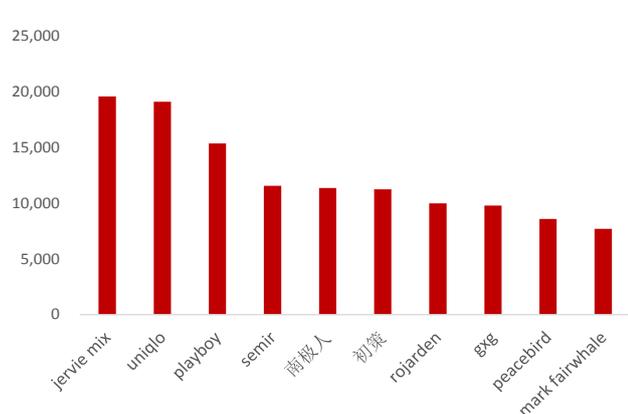
来源：国家统计局，中泰证券研究所

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%



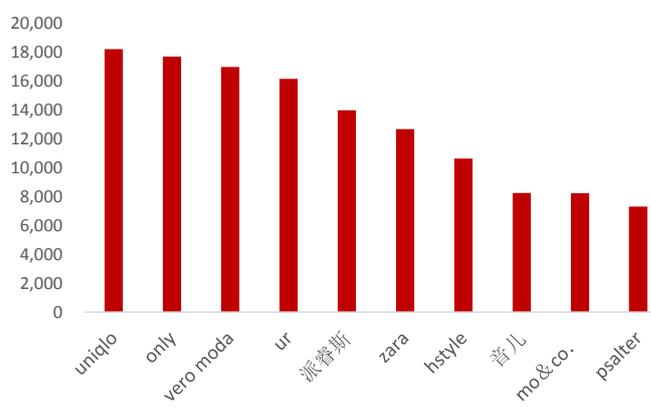
来源：淘数据，中泰证券研究所

图表 9: 2019.6 月天猫平台男装销售额 TOP10 品牌 (万元)

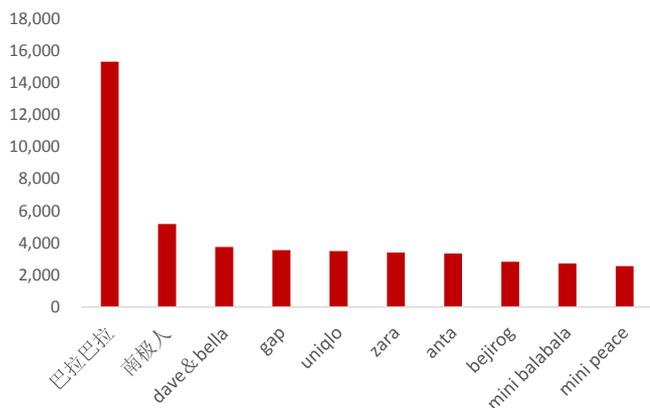


来源：淘数据，中泰证券研究所

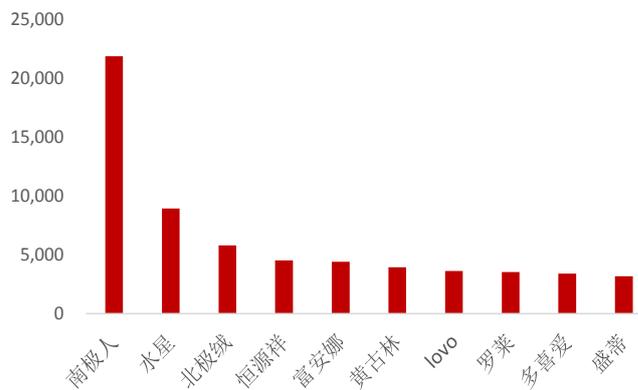
图表 10: 2019.6 月天猫平台女装销售额 TOP10 品牌 (万元)



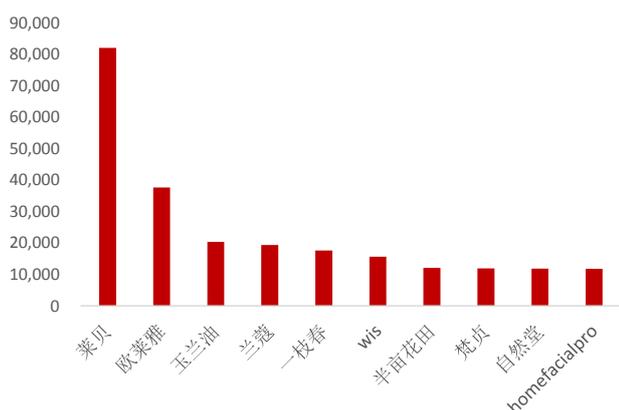
来源：淘数据，中泰证券研究所

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


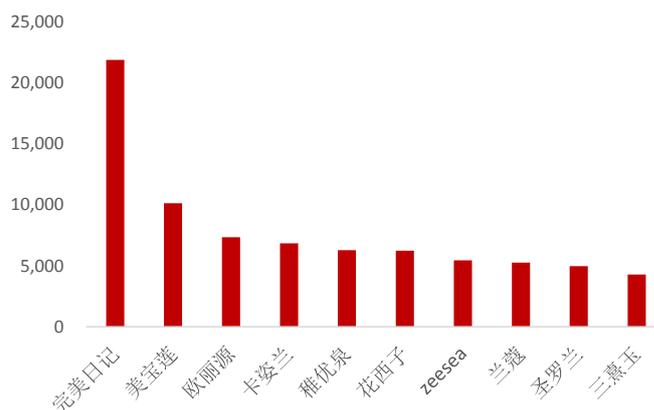
来源: 淘数据, 中泰证券研究所

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)


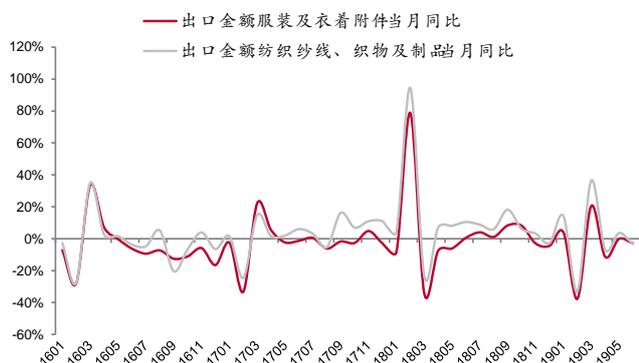
来源: 淘数据, 中泰证券研究所

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

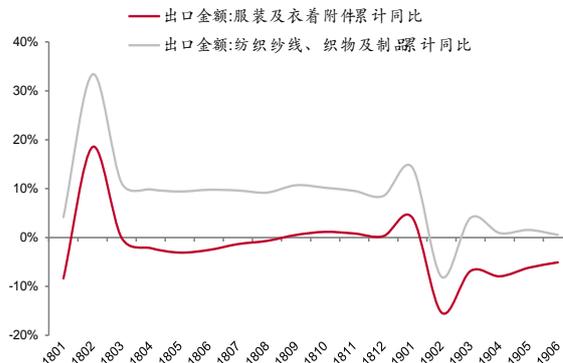
- 6 月纺织品累计出口保持增长, 服装累计出口同比降幅收窄。**从出口看, 纺织类/服装类产品累计出口金额分别同比+0.54%/-5.08%, 增速环比-1.01/+1.10PCTs。6 月当月纺织类/服装类产品出口金额分别同比-3.40%/-2.96%, 增速环比-6.95/-2.85PCTs。6 月增速环比略有下滑, 一方面由于 5 月部分企业存在抢出关的情况, 增速相对较快; 另一方面说明外贸不确定性, 导致下游客户观望态度仍然明显。

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)。



来源: Wind, 中泰证券研究所

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

棉纺制造: 棉花库存持续改善, 纱线坯布库存承压

- 本周棉花 328 价格指数收于 14025 元/吨, 单价环比/同比变动-141/-2156 元; Cotlook A 价格指数收于 72.95 美分/磅, 环比/同变动-1.10/-25.00 美分。从国储棉的成交情况来看, 第十一周成交率为 92.63%, 环比上周 +2.91PCTs, 均价环比下跌 273 元至 12603 元/吨。
- 从原材料端看, 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。
- 从终端需求看, 上半年纺服内需稳中有所升, 出口金额同比减少。内需方面, 2019 年 6 月服装鞋帽、针纺织品/限额以上服装类商品零售额/穿着类实物商品网上零售额分别累计同比 +3.0%/+2.7%/+21.4%, 增速环比 +0.4/+0.4/+0.2PCTs。出口方面, 2019 年 6 月纺织服装累计出口增速为 -2.5%, 其中纺织品与服装表现分化, 累计出口金额分别同比 +0.54%/-5.08%, 增速环比 -1.01/+1.10PCTs。
- 从库存情况看, 棉花库存持续改善, 纱线坯布库存承压。USDA 2019 年 6 月数据显示, 2019 年中国棉花库存比为 81.22%, 较 2018 年下降 7.98PCTs, ICAC 的预测也反应相同趋势, 预计 2019 年为 97% (-4PCTs)。分使用目的看, 国内商业库存和工业库存分别为 333.92/68.80 万吨, 环比分别 -18.89/-6.36 万吨。棉花库存环比减少主要是由于 6 月中下旬外部贸易环境趋于缓和, 纯棉纱线走货变快, 库存相应下降。从中间环节看, 6 月国内纱线/坯布库存天数分别为 30/34 天, 环比分别提升

-0.33/+0.26, 与上月基本持平。由于纱线和坯布库存均位于高位, 预计纺纱企业仍以去库存为主, 产品价格或将持续下滑。

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7月)	770.1	604.2	228.6	881.8	2.8	718.3
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
2019/20 (19年7月)	1,725.9	2,738.8	960.6	2,705.7	961.3	1,751.0
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

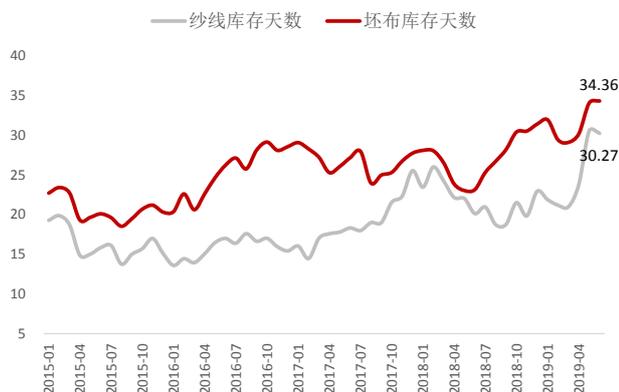
图表 19: USDA2019年中国棉花库存消费比为 73.86% (-8.84PCTs)


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: 2019.6 月国内纱线/坯布库存天数分别为 30/34 天, 分别环比-0.33/+0.26



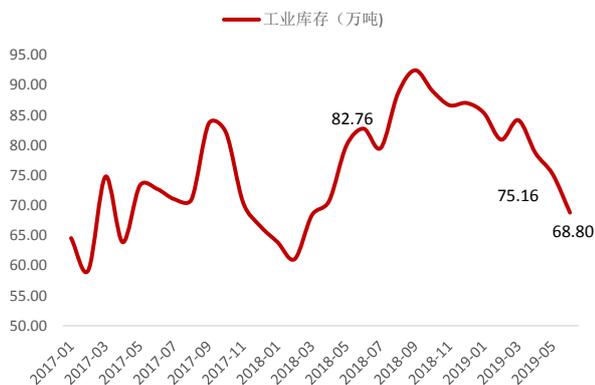
来源: Wind, 中泰证券研究所

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



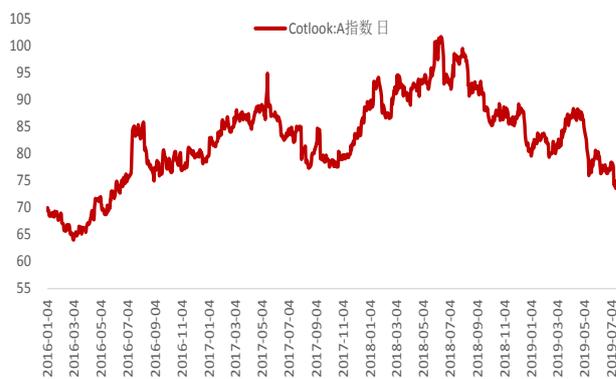
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 23: 2019.6 月国内棉花工业库存为 68.80 万吨, 环比-6.36 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 1.1 美分至 72.95 美分/磅) (更新至 19.7.19)



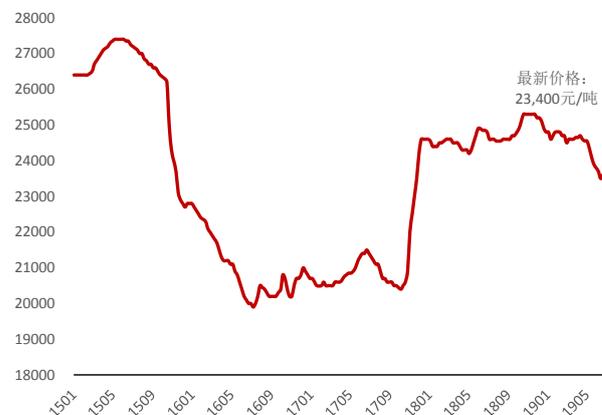
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 25: 国棉现货 328 (较上周下跌 141 元至 14025 元/吨) (更新至 19.7.19)



来源: Wind, 中泰证券研究所

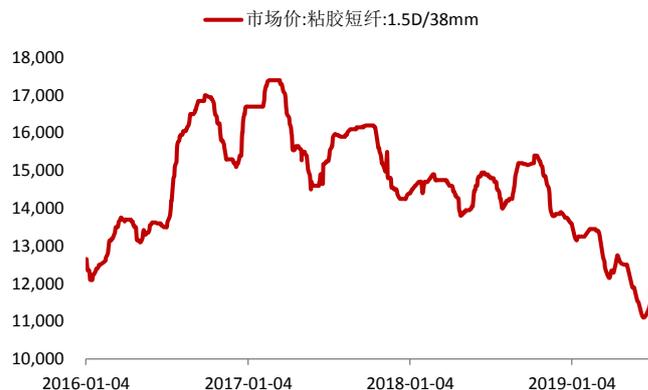
图表 26: 长绒棉 237 (较上周下跌 200 元至 23400 元/吨) (更新至 19.7.19)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表27: 涤纶短纤 (较上周下跌300至8300元/吨) (更新至19.7.19)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表28: 粘胶短纤 (12000元/吨, 较上周持平) (更新至19.7.19)


来源: Wind, 中泰证券研究所

行业公告&资讯

■ 行业公告

【嘉欣丝绸】公司以 5.7~5.8 元/股的价格, 回购公司股份 100 万股, 占总股本的 0.2%, 回购总金额为 577 万元。

【康隆达】公司根据长期战略规划和实际经营需要, 拟对全资子公司康隆达国际增资 2500 万美元, 资金由公司自筹。本次增资完成后, 康隆达国际注册资本由 1000 万美元增加至 3500 万美元。

【起步股份】公司股东香港起步质押公司股份 2700 万股, 占总股本的 5.7%, 其累计质押 1.5 亿股, 占总股本的 32.1%。

【搜于特】公司股东黄建平减持公司股份 2200 万股, 占总股本 0.7%, 其累计持 1.3 亿股, 占总股本 4.3%。

【哈森股份】公司因终止实施 2018 年的限制性股票激励计划, 回购注销限制性股票 254 万股, 占总股本的 1.2%。

■ 行业新闻

【Burberry 第一财季中国市场销售增长 15%, 市值逼近 100 亿英镑】英国奢侈品集团 Burberry 昨日公布其第一季度业绩, 在截至 6 月 29 日的三个月内, 集团收入同比增长 4% 至 4.98 亿英镑, 达到分析师预期增长的两倍, 可比门店销售额同样录得 4% 的增幅, 较上一财年的无增长明显改善。原文: <https://mp.weixin.qq.com/s/59LTETRgtwtWOXX2UAv9w> (资料来源: LADYMAX)

【卡地亚母企历峰首季低迷 香港仍然是大问题】瑞士奢侈品巨头历峰

集团公布的首季业绩再度显示,香港已经成为 2019 年奢侈品市场最大的不确定性。中国内地业务主要受益于增值税和关税下调,而香港市场则用强势货币及社会事件而录得下滑,但整体亚太市场一季度撇除在线分销业务仍录得 9%的增幅;撇除在线业务美洲、日本分别录得 1%和 6%的增幅,欧洲则下滑 1%,中东和非洲市场则大跌 12%。原文:

<https://mp.weixin.qq.com/s/Hs9wqaQaq8M56YjsAWFS1g> (资料来源:无时尚中文网)

【Zara 宣布: 将从七大方向入手 2025 年全面“可持续时尚”】Zara 的母公司、西班牙快时尚巨头 Inditex 集团董事长兼首席执行官 Pablo Isla 在股东大会上宣布,将继续推进可持续发展战略,计划在 2025 年全面落实“可持续时尚”。他表示:“可持续发展是一项艰巨的任务,它需要 Inditex 每一个人都参与其中,需要联合所有的供应商,我们希望 Inditex 能够成为行业可持续发展的引领者。”原文: <https://mp.weixin.qq.com/s/t2ANKP5zxL15IbkH23s8Ig> 资料来源: 中国服装网)

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	13.72	1.10	1.31	1.61	1.94	12	10	9	7	0.60
水星家纺	17.51	1.18	1.44	1.74	2.74	16	15	13	11	1.31
海澜之家	8.20	0.78	0.85	0.91	0.97	10	10	9	8	1.64
百隆东方	4.30	0.29	0.39	0.44	0.50	15	11	10	9	1.37
九牧王	12.01	0.93	0.99	1.07	1.16	13	12	11	10	1.72
太平鸟	15.16	1.19	1.47	1.69	1.95	13	10	9	8	0.60
森马服饰	10.41	0.63	0.71	0.81	0.92	17	15	13	11	0.69
新野纺织	3.83	0.47	0.57	0.65	0.76	8	7	6	5	0.36
潮宏基	4.23	0.36	0.56	0.64	0.64	12	8	7	7	0.44
鲁泰 A	9.17	1.08	1.19	1.30	1.30	8	8	7	7	0.85
维格娜丝	8.64	1.12	1.37	1.61	1.62	8	6	5	5	0.27
安奈儿	18.56	0.62	0.78	0.96	0.97	30	24	19	19	1.32
延江股份	13.77	0.42	0.47	0.72	0.73	33	29	19	19	5.14
莱绅通灵	11.71	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 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。