

纺织制造行业

2019年三季度报业绩前瞻：上游纺织制造继续承压，下游服装家纺稍有改善

分析师： 糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn

分析师： 赵颖婕



SAC 执证号：S0260518070004

SFC CE.no: BNN845



021-60750604



zhaoyingjie@gf.com.cn

请注意，糜韩杰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

● 2019年三季度报业绩前瞻：上游纺织制造继续承压，下游服装家纺稍有改善

受贸易摩擦影响，上游纺织制造企业大部分三季度业绩预计将持续承压，加之原材料库存受到价格波动影响，业绩进一步恶化，当然人民币汇率贬值在一定程度上缓解了部分不利影响。下游服装家纺企业受益基数降低，同时终端需求保持平稳，预计三季度业绩较上半年稍有改善，从细分行业看，运动服饰和童装持续景气，未受经济影响。

● 投资建议

上游建议关注拥有较多海外产能，同时产业链较长的龙头公司，受贸易摩擦和原材料价格波动影响较小，中长期建议关注顺应产业发展趋势的龙头公司。下游建议关注持续高景气的运动服饰和童装龙头，中长期借鉴日本和美国成功穿越周期的服装家纺公司的历史经验，亦可关注大众高性价比服饰龙头、专业服饰龙头和轻奢龙头。

上游标的：开润股份、健盛集团；下游标的：比音勒芬、森马服饰、歌力思、地素时尚、海澜之家、探路者。

● 纺织品服装出口金额：持续承压，纺织品出口好于服装出口

根据海关总署统计，2019年1-8月纺织品出口金额（美元计）同比增长1.00%，较2018年全年8.1%的增长，放缓明显，其中一季度、二季度、7-8月分别同比增长3.91%、-2.07%和1.67%。2019年1-8月服装出口金额（美元计）同比增长-4.30%，远弱于2018年全年0.3%的增长，其中一季度、二季度、7-8月分别同比增长-7.27%、-4.45%和-3.32%。如果近期继续进行的中美贸易磋商在未来取得更多进展，未来纺织品服装出口有望好转。

● 限额以上企业服装鞋帽针纺织品零售额：稍有改善，网上保持较快增长

根据国家统计局统计，2019年1-8月限额以上企业服装鞋帽针纺织品零售额同比增长3.20%，较2018年全年8.01%的增长，有所放缓，其中一季度、二季度、7-8月分别同比增长3.30%、2.75%和4.04%。7-8月随着上年同期基数降低，且终端需求保持平稳，增速小幅回升。网上穿类商品零售额继续保持较快增长，2019年1-8月穿类商品网上零售额增长19.70%，2018年全年增长22.00%。考虑到从历史数据看，服装家纺社零增速和GDP增速正相关，如果中美贸易磋商在未来取得更多进展，国内经济在未来企稳回升，则服装家纺消费预计有望改善。

● 淘宝全网服装家纺各类目成交额：运动鞋服保持高景气

根据淘数据统计，虽然淘宝全网（淘宝+天猫）大部分服装家纺类目今年上半年和7-8月的成交额增速慢于上年同期，但运动鞋服持续保持快速增长，我们认为主要受益于消费习惯的变化和更好的抓住了千禧一代消费者的需求。

● 风险提示

宏观经济下行风险；汇率波动风险；原材料上涨风险；海外产能扩张不及预期风险；库存积压风险等；

相关研究：

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人： 胡幸 huxing@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

| 股票简称 | 股票代码 | 货币 | 最新 收盘价 | 最近 报告日期 | 评级 | 合理 价值 (元/ 股) | EPS(元) | | PE(x) | | EV/EBITDA(x) | | ROE(%) | |
|------|-----------|-----|-----------|------------|----|-----------------------|--------|-------|-------|-------|--------------|-------|--------|--------|
| | | | | | | | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E |
| 健盛集团 | 603558.SH | 人民币 | 8.45 | 2019/8/5 | 买入 | 11.34 | 0.63 | 0.74 | 13.41 | 11.42 | 13.17 | 11.02 | 8.42% | 9.14% |
| 开润股份 | 300577.SZ | 人民币 | 33.62 | 2019/9/3 | 增持 | 39.24 | 1.09 | 1.36 | 30.84 | 24.72 | 23.46 | 18.08 | 29.10% | 28.60% |
| 森马服饰 | 002563.SZ | 人民币 | 11.81 | 1019/8/29 | 增持 | 15.62 | 0.71 | 0.86 | 16.63 | 13.73 | 9.12 | 7.58 | 16.13% | 18.03% |
| 海澜之家 | 600398.SH | 人民币 | 8.15 | 2019/9/16 | 买入 | 10.66 | 0.82 | 0.89 | 9.94 | 9.16 | 4.91 | 4.23 | 24.90% | 23.80% |
| 歌力思 | 603808.SH | 人民币 | 16.07 | 2019/8/28 | 买入 | 18.48 | 1.32 | 1.59 | 12.14 | 10.13 | 5.93 | 4.60 | 16.56% | 17.10% |
| 比音勒芬 | 002832.SZ | 人民币 | 27.55 | 2019/9/16 | 买入 | 39.9 | 1.33 | 1.73 | 20.71 | 15.92 | 16.14 | 12.15 | 20.96% | 23.99% |
| 地素时尚 | 603587.SH | 人民币 | 22.71 | 2019/8/27 | 增持 | 24.9 | 1.66 | 1.84 | 13.68 | 12.36 | 7.71 | 6.28 | 19.85% | 19.99% |
| 探路者 | 300005.SZ | 人民币 | 3.98 | 2019/8/27 | 买入 | 5.04 | 0.15 | 0.18 | 27.07 | 22.74 | 18.74 | 9.94 | 5.29% | 5.96% |

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

| | |
|------------------------------|----|
| 一、 三季报业绩预期..... | 5 |
| 二、 纺织品服装出口金额增长情况..... | 6 |
| 三、 限额以上企业服装鞋帽针织品零售额增长情况..... | 7 |
| 四、 穿类商品网上零售额增长情况..... | 7 |
| 五、 淘宝全网服装家纺各子品类增长情况..... | 8 |
| 六、 风险提示..... | 11 |
| 1 宏观经济景气度持续下行风险..... | 11 |
| 2 汇率波动风险..... | 11 |
| 3 原材料价格持续上涨风险..... | 11 |
| 4 海外产能扩张不及预期风险..... | 11 |
| 5 库存积压风险..... | 11 |
| 6 管理不善风险..... | 11 |

图表索引

| | |
|---|----|
| 图 1: 中国纺织品出口金额累计增速 | 6 |
| 图 2: 中国纺织品出口金额单季度增速 | 6 |
| 图 3: 中国服装出口金额累计增速 | 7 |
| 图 4: 中国服装出口金额单季度增速 | 7 |
| 图 5: 限额以上企业服装鞋帽针纺织品零售额累计增速 | 7 |
| 图 6: 限额以上企业服装鞋帽针纺织品零售额单季度增速 | 7 |
| 图 7: 穿类商品网上零售额累计增速 | 8 |
| 图 8: 淘数据全网男装单季度成交额增速 | 8 |
| 图 9: 淘数据全网女装单季度成交额增速 | 8 |
| 图 10: 淘数据全网童装单季度成交额增速 | 9 |
| 图 11: 淘数据全网童鞋单季度成交额增速 | 9 |
| 图 12: 淘数据全网床上用品单季度成交额增速 | 9 |
| 图 13: 淘数据全网内衣单季度成交额增速 | 9 |
| 图 14: 淘数据全网旅行箱单季度成交额增速 | 9 |
| | |
| 表 1: 纺织服装行业部分重点覆盖公司 2019 年三季报营业收入和归母净利润预测 | 5 |
| 表 2: 淘宝全网 2019 年 7 月服装细分品类销售情况 | 10 |
| 表 3: 淘宝全网 2019 年 8 月服装细分品类销售情况 | 10 |

一、 三季度报业绩预期

表1: 纺织服装行业部分重点覆盖公司2019年三季度报营业收入和归母净利润预测

| 行业 | 代码 | 简称 | 营业收入 (亿元) | | | 归母净利润 (亿元) | | | |
|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|------------|---------|---------|--------|
| | | | 增速 (%) | | | 增速 (%) | | | |
| | | | 19Q1 | 19Q2 | 19H1 | 19H1 | 19Q3 | 19Q1-Q3 | |
| 男装 | 600398.SH | 海澜之家 | 107.21 | 33.07 | 140.28 | 21.25 | 5.89 | 27.14 | |
| | | | 7.07% | 9.20% | 7.56% | 2.87% | 4.76% | 3.27% | |
| | | | 13.53 | 7.19 | 20.73 | 3.25 | 0.75 | 4.00 | |
| 601566.SH | 九牧王 | 7.33% | 8.93% | 7.88% | 23.69% | -14.25% | 14.25% | | |
| | | 002563.SZ | 森马服饰 | 82.19 | 56.58 | 138.77 | 7.22 | 6.65 | 13.87 |
| | | | | 48.57% | 33.70% | 42.12% | 8.20% | 9.98% | 9.04% |
| 6.55 | 2.55 | | | 9.10 | 0.56 | -0.01 | 0.55 | | |
| 002875.SZ | 安奈儿 | 15.22% | 12.50% | 14.44% | 1.62% | -158.37% | -3.84% | | |
| | | 002832.SZ | 比音勒芬 | 8.46 | 4.86 | 13.31 | 1.74 | 1.34 | 3.08 |
| | | | | 25.15% | 26.63% | 25.69% | 42.01% | 60.00% | 49.30% |
| 300005.SZ | 探路者 | | | 6.91 | 3.37 | 10.28 | 0.82 | 0.20 | 1.02 |
| | | -21.16% | -7.83% | -17.24% | 239.36% | 1594.92% | 302.61% | | |
| | | 603808.SH | 歌力思 | 12.66 | 8.14 | 20.80 | 1.90 | 1.32 | 3.22 |
| 17.09% | 24.35% | | | 19.83% | 17.90% | 23.28% | 20.04% | | |
| 11.24 | 5.92 | | | 17.16 | 1.92 | 0.94 | 2.86 | | |
| 603839.SH | 安正时尚 | 49.49% | 44.48% | 47.73% | 18.34% | 11.93% | 16.15% | | |
| | | 603587.SH | 地素时尚 | 11.11 | 5.88 | 16.99 | 3.39 | 1.56 | 4.95 |
| | | | | 14.42% | 17.63% | 15.51% | 1.09% | 36.78% | 10.15% |
| 002293.SZ | 罗莱生活 | | | 21.87 | 12.80 | 34.67 | 2.07 | 1.09 | 3.77 |
| | | -0.43% | 2.00% | 0.45% | -5.05% | -31.34% | -16.11% | | |
| | | 11.05 | 6.48 | 17.53 | 1.55 | 1.17 | 2.72 | | |
| 002327.SZ | 富安娜 | -3.58% | 5.00% | -0.58% | -16.22% | 10.92% | -6.34% | | |
| | | 603365.SH | 水星家纺 | 12.75 | 7.69 | 20.45 | 1.35 | 0.75 | 2.10 |
| | | | | 9.93% | 19.65% | 13.39% | 12.47% | 23.54% | 16.21% |
| 603877.SH | 太平鸟 | | | 31.20 | 18.56 | 49.76 | 1.32 | 0.90 | 2.22 |
| | | -1.54% | 7.96% | 1.80% | -33.06% | 5.70% | -21.36% | | |
| | | 300577.SZ | 开润股份 | 12.21 | 8.18 | 20.39 | 1.14 | 0.66 | 1.80 |
| 40.71% | 42.46% | | | 41.40% | 36.03% | 47.93% | 40.15% | | |
| 002042.SZ | 华孚时尚 | | | 73.49 | 47.95 | 121.44 | 3.51 | 1.95 | 5.46 |
| | | 8.22% | 21.59% | 13.13% | -36.36% | 8.89% | -25.27% | | |
| | | 601339.SH | 百隆东方 | 28.65 | 16.76 | 45.40 | 2.24 | 1.36 | 3.61 |
| -2.66% | 3.79% | | | -0.39% | -31.14% | -2.38% | -22.43% | | |
| 002087.SZ | 新野纺织 | | | 28.66 | 14.09 | 42.75 | 1.53 | 1.23 | 2.76 |
| | | -10.75% | -8.20% | -9.92% | -15.09% | -10.47% | -13.08% | | |
| | | 603558.SH | 健盛集团 | 8.27 | 4.85 | 13.12 | 1.44 | 0.90 | 2.34 |

| | | | | | | | | |
|----|-----------|------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|
| | | | 9.31% | 25.00% | 14.63% | 30.12% | 42.91% | 34.77% |
| | 000726.SZ | 鲁泰 A | 31.85 | 17.30 | 49.15 | 4.23 | 2.47 | 6.70 |
| | | | -2.89% | -0.75% | -2.15% | 9.03% | 17.71% | 14.14% |
| 辅料 | 002003.SZ | 伟星股份 | 13.15 | 7.33 | 20.48 | 1.66 | 1.23 | 2.89 |
| | | | 3.96% | 1.00% | 2.88% | -8.16% | 0.98% | -4.48% |
| 印染 | 600987.SH | 航民股份 | 34.64 | 17.97 | 52.61 | 3.23 | 1.73 | 4.97 |
| | | | -11.75% | -9.74% | -11.07% | 7.32% | 6.88% | 7.16% |

数据来源: Wind, 公司公告, 公司年报, 广发证券发展研究中心

注: (1) 本分析预测仅供参考, 可能最终和实际情况存在偏差, 一切以上市公司公告为准。

(2) 安奈儿: 公司三季度历年来基本是单季利润最低的, 前几年都是100万元左右, 主要因为公司三季度收入最低, 但是费用相对固定, 所以利润率相对较低。今年预计毛利率单季仍有下滑, 所以预测单季利润有所下滑, 但是因为单季利润基数较低, 所以会体现出单季利润增速波动较大的情况。

(3) 安正时尚: 2019年前三季度有礼尚信息并表影响。

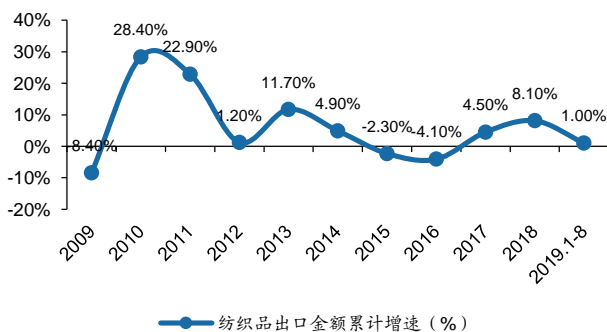
(4) 罗莱生活: 2018年三季度出售联营子公司股权获得5000多万投资收益。

(5) 新野纺织: 公司三季度订单预测是增长的, 但是因为棉花价格较去年同期有所降低, 所以预测单季收入和利润有所下降。

(6) 鲁泰A: 2018年前三季度衍生品投资损失1800多万, 未交割远期结售汇及期权公允价值变动损失4400多万, 处置非流动资产使得资产处置收益增加2300多万。

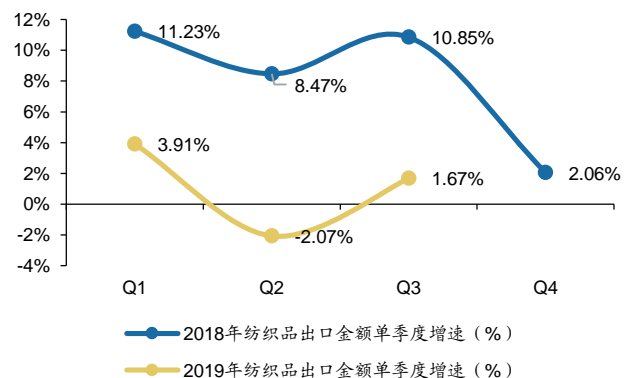
二、纺织品服装出口金额增长情况

图1: 中国纺织品出口金额累计增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

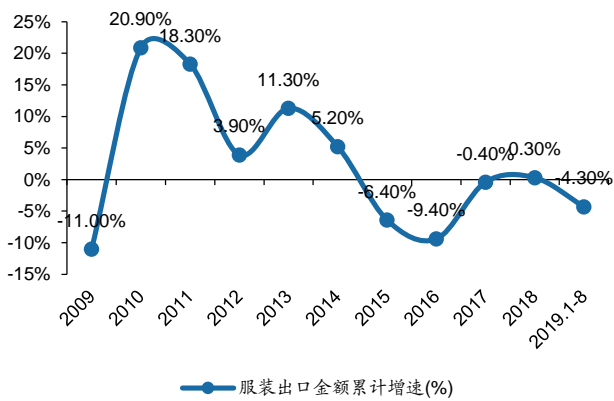
图2: 中国纺织品出口金额单季度增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

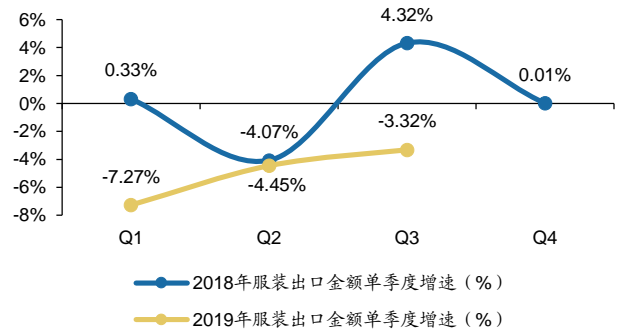
注: 2019年Q3增速为7-8月增速

图3: 中国服装出口金额累计增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图4: 中国服装出口金额单季度增速

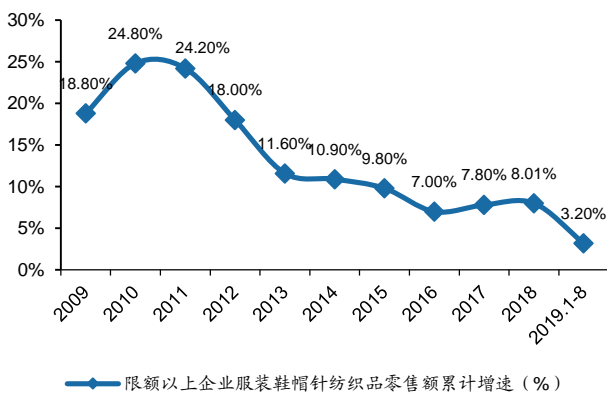


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 2019年Q3增速为7-8月增速

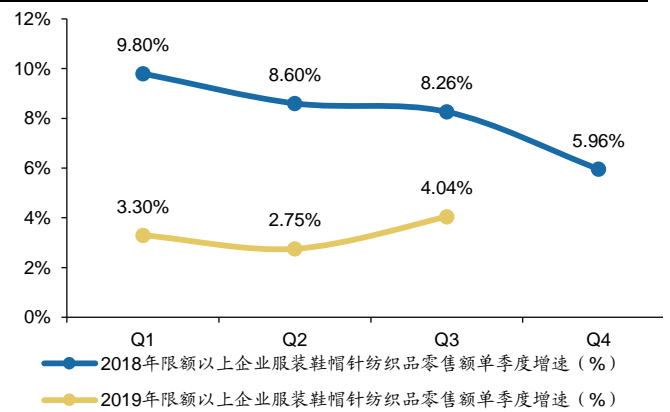
三、限额以上企业服装鞋帽针织品零售额增长情况

图5: 限额以上企业服装鞋帽针织品零售额累计增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 限额以上企业服装鞋帽针织品零售额单季度增速

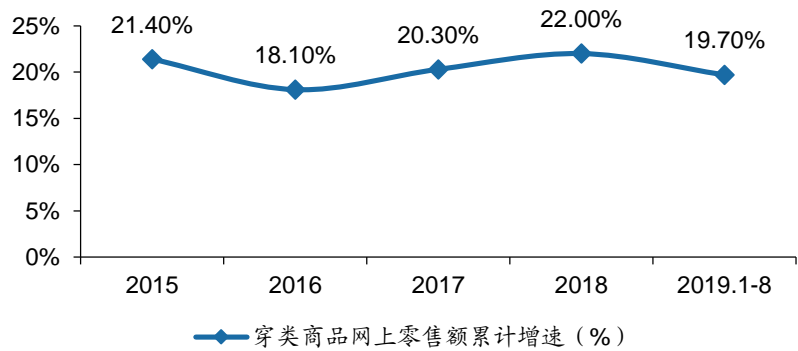


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 2019年Q3增速为7-8月增速

四、穿类商品网上零售额增长情况

图7: 穿类商品网上零售额累计增速

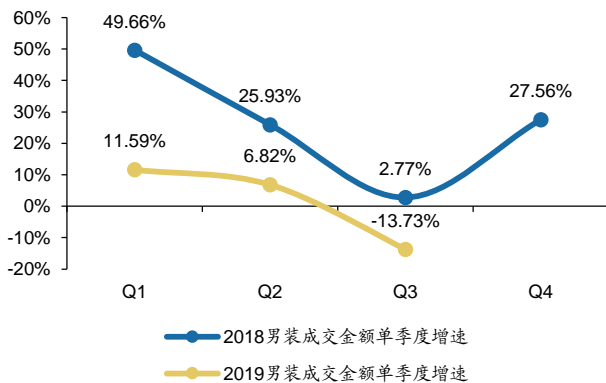


数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

五、淘宝全网服装家纺各子品类增长情况

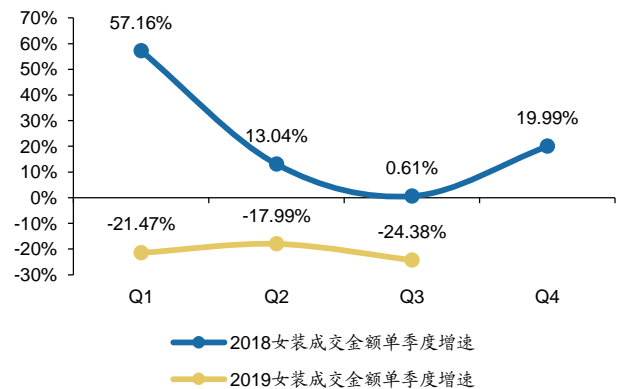
注: Q3数据均为7月和8月合计数计算的同比数据

图8: 淘数据全网男装单季度成交额增速



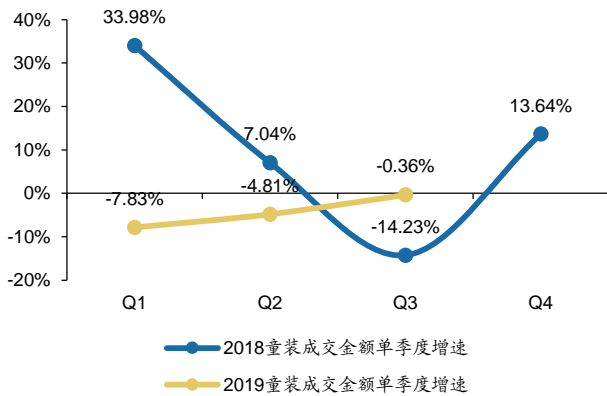
数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

图9: 淘数据全网女装单季度成交额增速



数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

图10: 淘数据全网童装单季度成交额增速



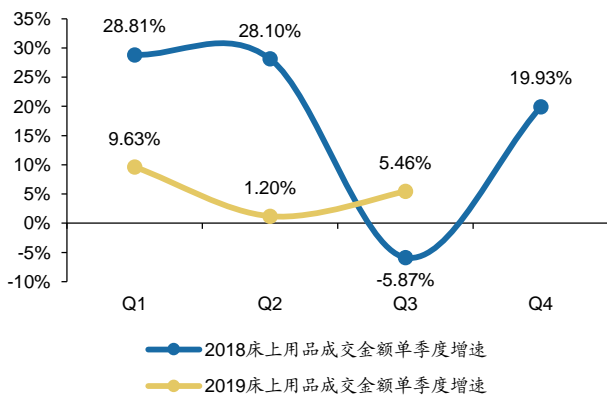
数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

图11: 淘数据全网童鞋单季度成交额增速



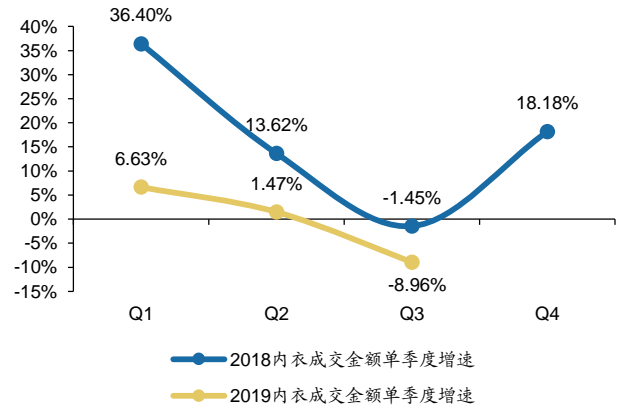
数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

图12: 淘数据全网床上用品单季度成交额增速



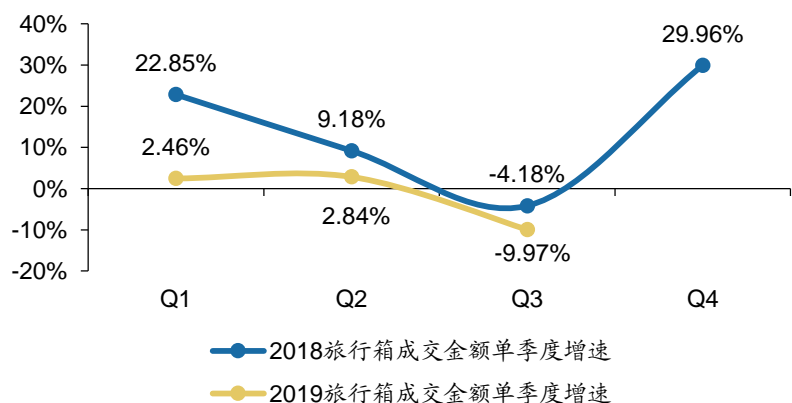
数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

图13: 淘数据全网内衣单季度成交额增速



数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

图14: 淘数据全网旅行箱单季度成交额增速



数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

表 2: 淘宝全网 2019 年 7 月服装细分品类销售情况

| 二级类目 | 销售额 (百万元) | 销售额 YoY | 销量 (万件/万双) | 销量 YoY | 均价 (元) | 均价 YoY | 品牌数 | 品牌数 YoY | 店铺数 | 店铺数 YoY |
|------|-----------|---------|------------|--------|--------|--------|-------|---------|-------|---------|
| 运动服 | 1120 | 18% | 985 | 1% | 114 | 17% | 2193 | -30% | 7203 | -17% |
| 运动鞋 | 2255 | 12% | 716 | 6% | 315 | 5% | 795 | -23% | 3957 | -12% |
| 户外 | 1641 | -5% | 6028 | -22% | 27 | 21% | 16459 | -40% | 21654 | -24% |
| 童装 | 2589 | -12% | 6596 | -23% | 39 | 15% | 12877 | -35% | 34004 | -6% |
| 童鞋 | 520 | -9% | 892 | -22% | 58 | 15% | 3395 | -25% | 11372 | -28% |
| 女装 | 19079 | -32% | 18163 | -22% | 105 | -13% | 35427 | -16% | 80628 | 0% |
| 男装 | 6912 | -18% | 7047 | -27% | 98 | 12% | 14686 | -1% | 31742 | -11% |
| 内衣 | 3888 | -11% | 8126 | -19% | 48 | 10% | 12669 | -9% | 35922 | -17% |
| 旅行箱 | 577 | -12% | 218 | -22% | 265 | 13% | 838 | -6% | 1920 | -47% |
| 女鞋 | 3249 | -37% | 3494 | -32% | 93 | -7% | 9983 | 3% | 29824 | -12% |
| 男鞋 | 2114 | -10% | 1860 | -31% | 114 | 29% | 6199 | 7% | 17146 | -21% |
| 床上用品 | 2083 | -2% | 2419 | -6% | 86 | 4% | 4836 | -5% | 15728 | -19% |

数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

表 3: 淘宝全网 2019 年 8 月服装细分品类销售情况

| 二级类目 | 销售额 (百万元) | 销售额 YOY | 销量 (万件/双) | 销量 YoY | 均价 (元) | 均价 YoY | 品牌数 | 品牌数 YoY | 店铺数 | 店铺数 YoY |
|------|-----------|---------|-----------|--------|--------|--------|-------|---------|-------|---------|
| 运动服 | 1178 | 34% | 914 | 13% | 129 | 18% | 2556 | -13% | 7908 | -9% |
| 运动鞋 | 3178 | 26% | 942 | 15% | 337 | 9% | 871 | -12% | 4001 | -13% |
| 户外 | 1619 | -4% | 6461 | -14% | 25 | 12% | 19924 | -26% | 24688 | -14% |
| 童装 | 3594 | 10% | 8026 | -2% | 45 | 12% | 14665 | -24% | 36716 | 1% |
| 童鞋 | 749 | 1% | 1194 | -7% | 63 | 9% | 3858 | -13% | 13117 | -18% |
| 女装 | 20045 | -15% | 17794 | -12% | 113 | -3% | 38970 | -6% | 83168 | 1% |
| 男装 | 6748 | -9% | 6565 | -16% | 103 | 8% | 15097 | 1% | 32554 | -10% |
| 内衣 | 4178 | -7% | 8748 | -9% | 48 | 2% | 13906 | -1% | 39600 | -10% |
| 旅行箱 | 834 | -9% | 344 | -11% | 242 | 3% | 936 | 0% | 2517 | -41% |
| 女鞋 | 3898 | 2% | 3603 | -18% | 108 | 25% | 10575 | 9% | 31261 | -8% |
| 男鞋 | 2726 | 32% | 2028 | -7% | 134 | 42% | 6529 | 12% | 19087 | -13% |
| 床上用品 | 2454 | 13% | 2904 | 11% | 85 | 2% | 5197 | 1% | 18253 | -8% |

数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

六、风险提示

1 宏观经济景气度持续下行风险

部分纺织制造企业出口市场包括全球多地区市场。如果未来全球发达国家市场消费景气度下行，公司产品的终端需求将受到显著影响，公司订单将受到波及。

2 汇率波动风险

部分纺织制造公司主要客户多为国际客户，出口收入占比较高，出口收入一般以外币计价，而生产在国内，成本以人民币计价，因此受汇率影响较大。如果短期人民币汇率维持在高位，甚至出现持续大幅升值的情况，以外币计价的收入不变的情况下以人民币计价的收入在减小。所以人民币升值情况下，一方面，以出口为主的纺织制造企业产品收入及毛利率受到影响，企业有提价需求导致在全球市场的竞争力下降，影响企业订单；另一方面产生汇兑亏损，减少了企业的净利润。

3 原材料价格持续上涨风险

部分纺织行业的原材料价格大幅上涨，对于企业的盈利造成了一定的压力，尤其是纺织本身毛利率、净利率水平不高的情况下，原材料持续大幅涨价会压制制造企业的利润增长。

4 海外产能扩张不及预期风险

部分纺织制造公司在东南亚多个国家设立了生产基地并筹备新建产能，如果由于政治、经济环境等原因海外产能的投放进度不达预期，将对公司的生产和销售产生负面效应。

5 库存积压风险

纺织服装公司需要提前备货，如果终端需求不佳，将会积压库存，影响公司收入及盈利。

6 管理不善风险

随着公司业务规模的扩大，零售终端增长、供应链品牌方面管理都将面临新挑战。如果管理水平不能支持公司持续发展速度，则可引发一系列风险进而对公司品牌形象和经营业绩造成不利影响。

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

赵颖婕：资深分析师，伦敦政治经济学院国际管理学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

胡幸：联系人，厦门大学会计学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|-------------------------------|---------------------------------|-------------------------|--------------------------------|-------------------------|
| 地址 | 广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼 | 深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层 | 北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼 | 香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 |
| 邮政编码 | 510627 | 518026 | 100045 | 200120 | |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。