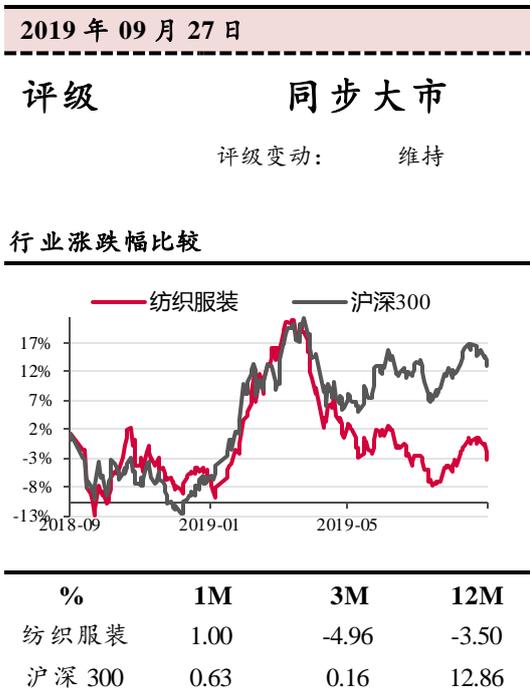


行业点评

纺织服装

板块业绩或还有下探可能，关注“业绩+安全边际”

标的



重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
开润股份	0.80	42.38	1.08	31.39	1.46	23.22	推荐
地素时尚	1.43	15.79	1.56	14.47	1.81	12.48	推荐
海澜之家	0.77	10.56	0.82	9.91	0.87	9.34	推荐
航民股份	0.61	10.03	0.66	9.27	0.69	8.87	推荐
新澳股份	0.39	14.69	0.45	12.73	0.51	11.24	推荐
天创时尚	0.56	11.02	0.63	9.79	0.70	8.81	推荐
比音勒芬	0.95	27.71	1.32	19.95	1.71	15.40	推荐

资料来源: 财富证券

投资要点:

- 2019 中报公布完毕，纺服板块归母净利润同比下滑超 14%。2019H1，板块营收、归母净利润同比分别下滑 1.9/14.1%；归母净利润增速位列申万一级行业第 21 位；业绩规模较小，全市场占比不到 1%。棉纺、男装子板块表现相对较好，归母净利润同比分别增长 7.7% 和 8.1%；运动鞋服行业的景气度、业绩增速、市场表现均较为亮眼。板块成分股营收增速中位值低于全 A 约 4 个百分点，归母净利润增速中位值低于全 A 约 10 个百分点，板块内成分股业绩表现分化加剧。
- 板块后续业绩或有进一步下探可能。2019Q1 和 2019H1 板块归母净利润增速分别为 +2.7% 和 -14.1%，如剔除 2018 年底商誉减值影响，我们认为板块未来业绩还有进一步下探的可能，主要基于以下考虑：1) 纺服消费内需筑底，居住、食品消费的份额挤压；2) 涵盖大多数纺服商品的 3250 亿美元商品加征关税落地，测算这将对我国纺服商品出口造成 13-15% 左右的影响；3) 下游消费不振向上传导存在时间差，不排除未来至少 2 个季度制造端业绩下滑的可能性。
- 维持行业“同步大市”评级，当前时点建议四条主线。结合中报数据和对未来业绩的预期，行业整体存量博弈特征仍较明显且预计仍将持续。在市场风格快速轮动以及板块超额收益相对较少的背景下，我们认为质地优秀、业绩坚挺、运营稳健的标的，安全边际在不断提升。当前时点，四条投资主线：1) 内销市场占有率高，业绩稳健且有护城河效应的细分行业龙头；2) 海外产能布局规避贸易风险，业绩确定性相对较高的标的；3) 业绩穿越周期，消费者粘性较高的细分行业优质标的；4) 有一定业绩回升预期的标的。维持行业“同步大市”评级，建议关注：开润股份、航民股份、新澳股份、海澜之家、地素时尚、比音勒芬、天创时尚。
- 风险提示：内部消费持续疲软；贸易摩擦继续升级；原辅料价格剧烈变动；政策风险；汇率风险；大小非减持风险等。

刘馨 分析师
执业证书编号: S0530519090001 0731-84403397
liuyun2@cfzq.com

相关报告

- 1 《纺织服装：婴童消费行业深度报告：朝阳经济，关注鞋服及运营行业优质标的》 2019-09-05
- 2 《纺织服装：纺织服装行业 2019 年 8 月月报：业绩坚挺标的的安全边际持续提升》 2019-09-04
- 3 《纺织服装：纺织服装行业 2019 年 7 月月报：关注中报行情，建议关注左侧配置机会》 2019-08-05

1 守正待时，关注“业绩坚挺+安全边际”标的

2019 年中报已公布完毕，上半年，SW 纺织服装板块营收、归母净利润同比均有下降（-1.87%、-14.06%）；业绩（归母净利润）增速在申万 28 个行业中排名第 21 位，消费类板块中表现亦靠后；业绩的全市场占比均不到 1%，规模较小。细分来看，棉纺、男装子板块表现相对较好，归母净利润同比分别增长 7.7% 和 8.1%；如按品类来看，运动鞋服行业的景气度、业绩增速、市场表现均较为亮眼。板块成分股营收增速中位值为+2.5%、低于全 A 约 4 个百分点，归母净利润增速中位值为-4.0%、低于全 A 约 10 个百分点，板块内成分股业绩表现分化加剧。

通过对板块目前财务报表的分析，我们发现制造端表现更具韧性，品牌端部分子板块及公司亏损面扩大拖累行业整体表现。板块整体被动补库存阶段持续、周转水平有所下降，但与 2012 年前后行业深度调整不同的是，权重较大的品牌端公司大都选择了谨慎扩张、主动减少资本开支等，库存端虽承压但整体较为安全。

2019Q1 和 2019H1 板块归母净利润增速分别为+2.7%和-14.1%，如剔除 2018 年底商誉减值影响，我们认为板块未来业绩还有进一步下探的可能，主要基于以下考虑：1) 内需筑底（纺服社零数据累计同比仍在下降），份额挤压（房价上涨带来的居住类消费以及猪肉、蔬果价格上涨带来的食品类消费）；2) 涵盖大多数纺服商品的 3250 亿美元商品加征关税落地，测算这将对我国纺服商品出口造成 13-15%左右的影响；3) 下游消费不振向上传导存在时间差，不排除未来至少 2 个季度制造端业绩下滑的可能性。

前期我们对板块的流动性问题进行了梳理，认为如果中报行情催化顺利，板块有望进入一个交易放量阶段。而结合中报数据和对未来业绩的预期，行业整体存量博弈特征仍较明显且预计仍将持续。在市场风格快速轮动以及板块超额收益相对较少的背景下，我们认为质地优秀、业绩坚挺、运营稳健的标的，安全边际在不断提升。当前时点，四条投资主线：1) 内销市场占有率高，业绩稳健且有护城河效应的细分行业龙头，如航民股份、新澳股份、海澜之家；2) 海外产能布局规避贸易风险，业绩确定性相对较高的标的，如健盛集团、开润股份；3) 业绩穿越周期，消费者粘性较高的细分行业优质标的，如地素时尚、比音勒芬、歌力思、安正时尚；4) 有一定业绩回升预期的标的，如天创时尚、罗莱生活、梦洁股份。

维持行业“同步大市”评级。重点标的：开润股份、航民股份、新澳股份、海澜之家、地素时尚、比音勒芬、天创时尚。

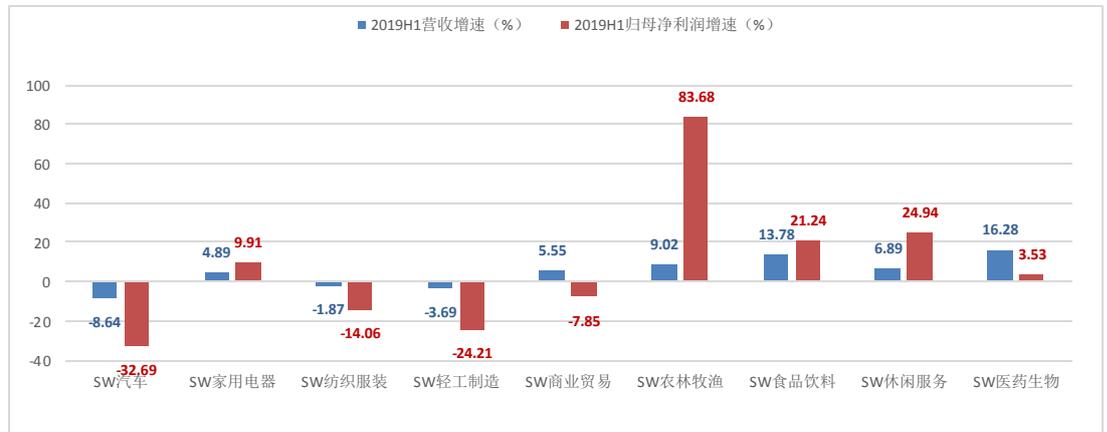
2 板块 2019 中报业绩综述

2.1 Q2 单季度增速下滑明显，后续业绩还有探底可能

2019H1，纺织服装板块的营业收入、归母净利润、归母扣非净利润增速分别为-1.87%/-14.06%/-26.97%，均跑输大盘（全 A：+9.32%/+6.50%/+8.44%）。申万 28 个行业中，纺

纺织服装归母净利润增速排名第 21 位，消费类板块中，纺服板块的业绩增速(归母净利润)表现靠后，但好于 SW 汽车和 SW 轻工制造。

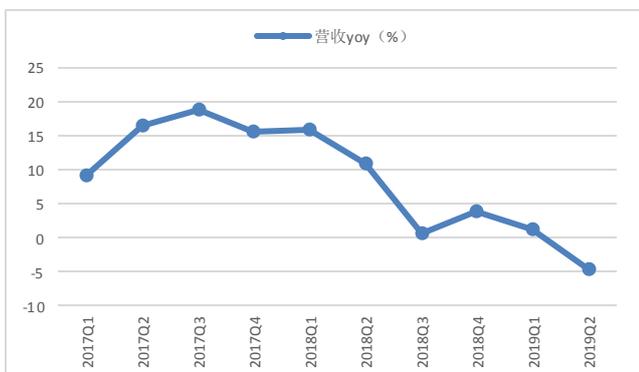
图 1：消费类板块 2019H1 营收及归母净利润增速情况



资料来源：wind、财富证券

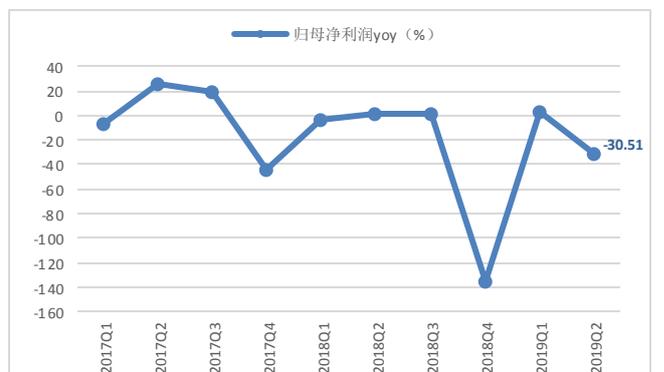
板块的业绩占比较小，营收、归母净利润、归母扣非净利润在申万 28 个行业中的占比仅为 0.57/0.44/0.37%。分季度来看，Q2 单季度板块营收增速转负，归母净利润同比下滑 30.5%。

图 2：SW 纺织服装单季度营收增速情况



资料来源：wind、财富证券

图 3：SW 纺织服装单季度归母净利润增速情况



资料来源：wind、财富证券

剔除 2018 年底商誉减值影响，我们认为板块未来业绩还有进一步探底的可能，作出上述判断主要基于以下几点：

1) 2019 年以来的纺织服装社零数据累计同比数据下降，目前虽有企稳但衣着类消费受到居住类(房价上涨)、食品类消费(猪肉、蔬果价格上涨)份额挤压的情况仍将持续；

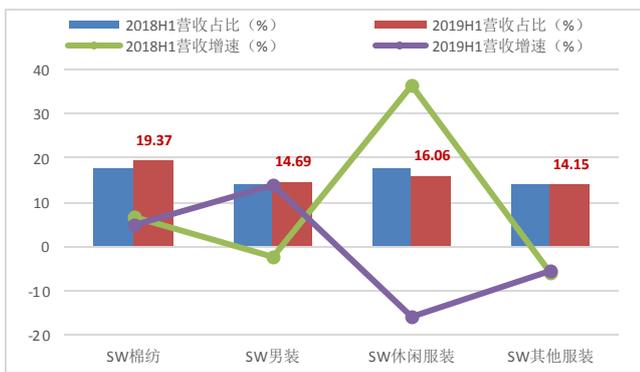
2) 美对中 3250 亿美元商品加征关税于 10 月实施，纺织服装商品多集中于该批清单，经测算这将对我国纺织服装商品出口造成 13-15% 左右的影响，行业受贸易战影响将进入实质性阶段；

3) 下游消费不振向上传导存在时间差，品牌端公司业绩反应更快，不排除未来至少 2 个季度制造端业绩下滑的可能性。

2.2 棉纺、男装子板块表现相对突出，运动鞋服细分行业景气度较高

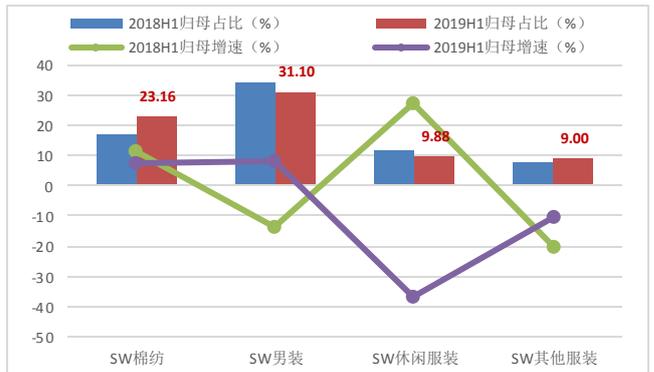
申万 3 级板块中，棉纺、男装、休闲服装以及其他服装子板块业绩占比较高，2019 年中报上述 4 个子板块的营收合计占比为 64.3%、归母净利润合计占比为 73.1%。从半年报的业绩占比及增速对比数据来看，棉纺、男装子板块表现相对突出。

图 4：营收权重板块占比及增速情况



资料来源：wind、财富证券

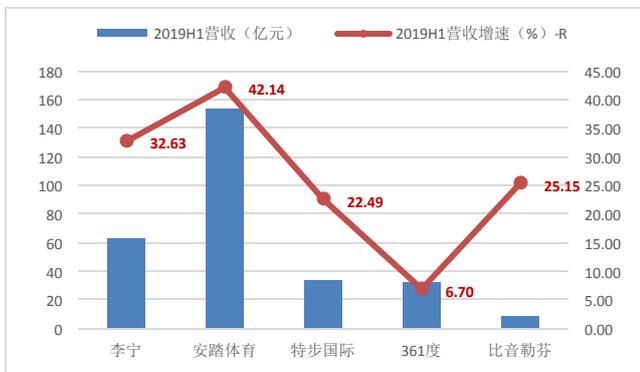
图 5：归母净利润权重板块占比及增速情况



资料来源：wind、财富证券

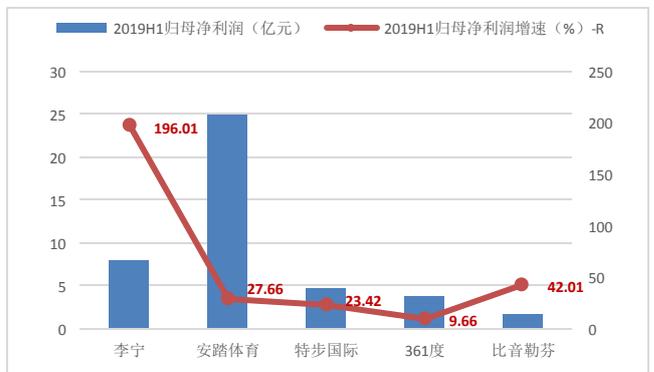
如按品类来看，运动服饰景气度在整个行业中较高，业绩增速高于行业，市场表现亦优于行业。我们选取了港股运动鞋服公司李宁、安踏、特步、361 度以及 A 股高尔夫服饰标的比音勒芬，来对比说明。

图 6：重点运动鞋服公司 2019H1 营收表现



资料来源：wind、财富证券

图 7：重点运动鞋服公司 2019H1 归母净利润表现

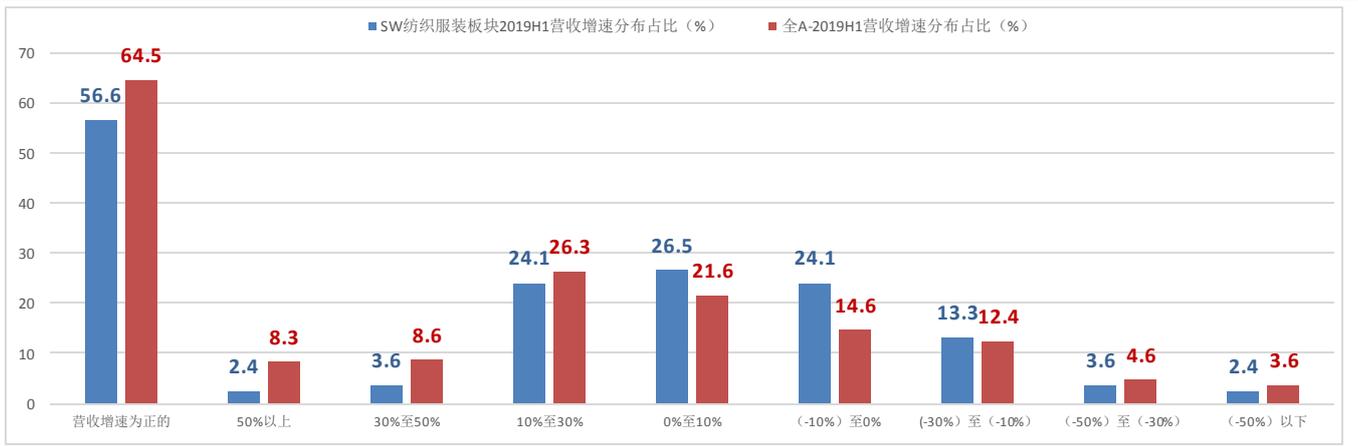


资料来源：wind、财富证券

2.3 成分股业绩增速中位值不及全 A，个股分化加剧

2019H1，SW 纺织服装板块 83 只成分股（剔除 B 股），营收增速为正的有 47 家、占比 56.6%；增速 50% 以上的 2 家，增速 30-50% 的 3 家，增速 10-30% 的 20 家，增速 0-10% 的 22 家；营收增速跑赢行业（+1.87%）的有 43 家、占比 51.8%；成分股营收增速中位值为 2.50%（全 A：+6.43%）。

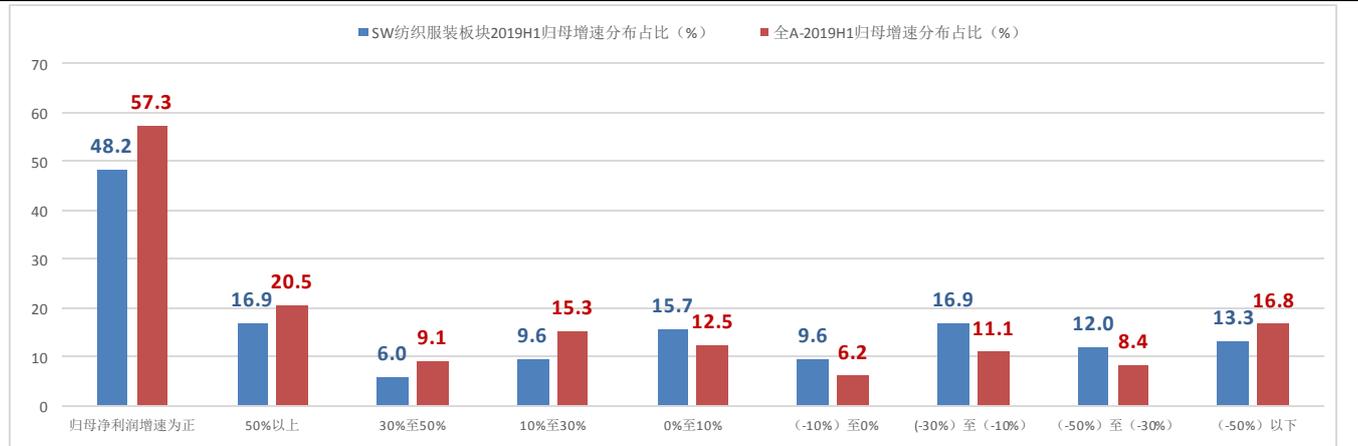
图 8：全 A 与 SW 纺织服装营收增速分布占比情况



资料来源：wind、财富证券

2019H1，SW 纺织服装板块成分股归母净利润增速为正的有 40 家、占比 48.2%；增速 50% 以上的 14 家，增速 30-50% 的 5 家，增速 10-30% 的 8 家，增速 0-10% 的 13 家；归母净利润增速跑赢行业（-14.06%）的有 51 家、占比 61.4%，但归母净利润同比下滑超过 30% 的有 20 家、下滑超过 50% 的有 10 家，小部分个股亏损面扩大拖累行业整体表现；成分股归母净利润增速中位值为 -3.99%（全 A：+5.79%）。

图 9：全 A 与 SW 纺织服装归母净利润增速分布占比情况



资料来源：wind、财富证券

3 利润表深度分析

3.1 全市场业绩规模占比持续降低，Q2 单季度业绩增速下滑明显

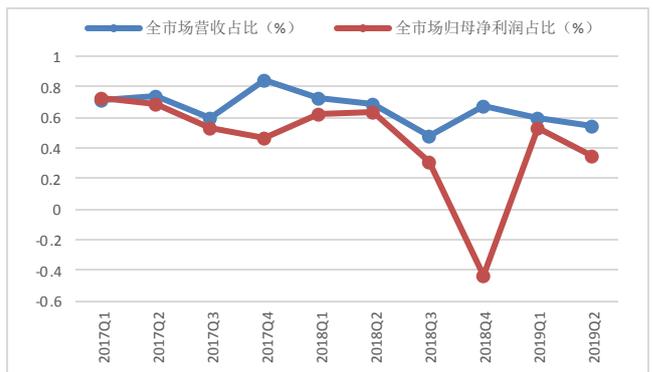
2019H1，SW 纺织服装板块实现营收 1355.22 亿元（yoy-1.87%），全市场营收占比 0.57%（yoy-0.13pct.）；实现归母净利润 93.66 亿元（yoy-14.06%），全市场归母净利润占比 0.44%（yoy-0.19pct.）；实现归母扣非净利润 72.98 亿元（yoy-26.97%），全市场归母扣非净利润占比 0.37%（yoy-0.18pct.）。

图 10：纺服板块业绩占比（2017-2019）



资料来源：wind、财富证券

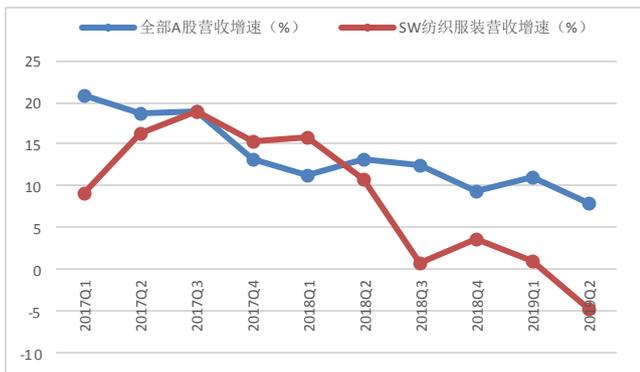
图 11：纺服板块单季度业绩占比（2017-2019）



资料来源：wind、财富证券

2019 年以来，大盘和纺服板块单季度业绩增速同比均有下滑，纺服板块下滑幅度更大。2019Q2，纺服板块营收和归母净利润增速转负，同比分别下滑 4.76%和 30.51%。

图 12：全 A 与纺服板块单季度营收增速比较



资料来源：财富证券

图 13：全 A 与纺服板块单季度归母净利润增速比较

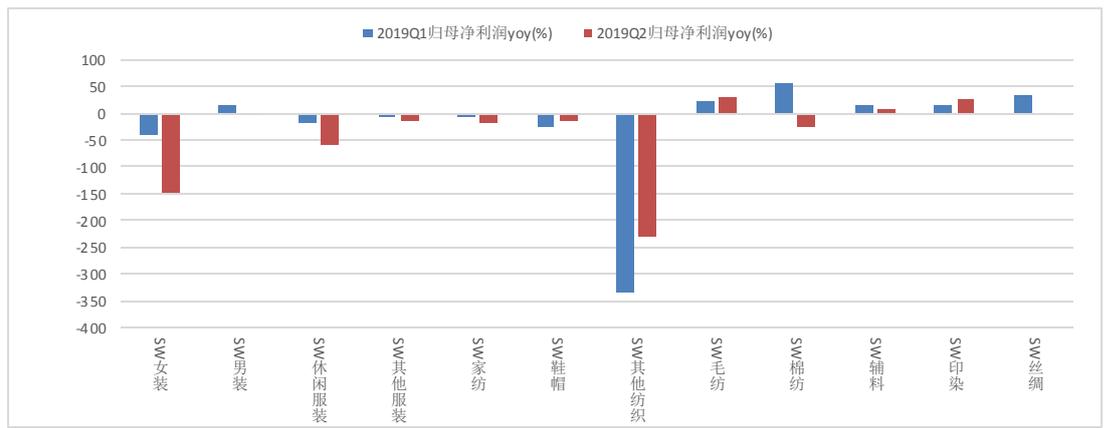


资料来源：财富证券

3.2 品牌端拖累行业整体业绩表现

2019H1，SW 纺织制造板块实现营收 497.38 亿元 (yoy+1.0%)、归母净利润 34.75 亿元 (yoy+4.3%)，增速高于品牌端和整个行业。三级子板块中，毛纺、印染板块 2019 年以来单季度均实现归母净利润的正增长，男装、丝绸板块在 Q2 单季度利润降幅较小。女装和其他纺织板块归母净利润出现大幅下滑，主要是部分成分股公司出现大额亏损。

图 14：纺织服装子板块 2019 年以来单季度归母净利润增速情况

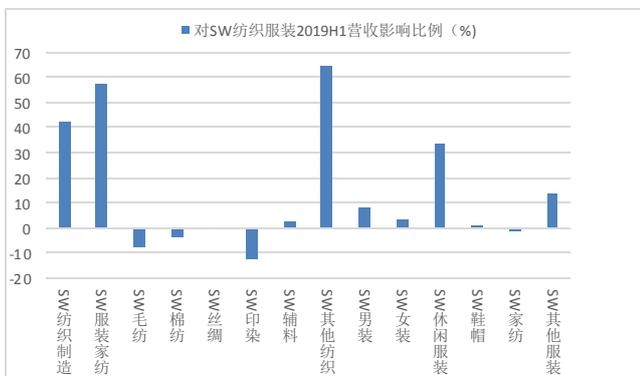


资料来源：wind、财富证券

2019H1，SW 纺织服装营收同比减少 121.36 亿元，收入规模的缩减制造端、品牌端影响比例分别是 42.5/57.5%；行业调整、部分成分股主业基本面变化等均是影响因素；整体而言，剔除部分影响较大的个股，整个行业营收变动幅度不大。

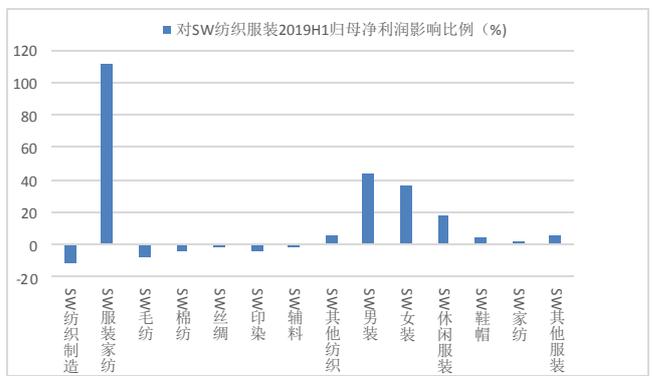
2019H1，SW 纺织服装归母净利润同比减少 28.90 亿元，利润规模的缩减主要是品牌端拖累所致；除 SW 其他纺织之外，制造端所有子板块对整体的利润增加均有正面贡献；剔除部分影响较大的个股，整个行业尤其是品牌端公司利润下滑幅度较大。

图 15：纺服子板块收入规模变动影响



资料来源：wind、财富证券

图 16：纺服子板块归母净利润规模变动影响



资料来源：wind、财富证券

收入方面：制造端的 SW 其他纺织板块营收同比减少 78.16 亿元、影响比例高达 64.4%，主要是部分成分股行业调整所致（申达股份、旷达科技调出）；品牌端中 SW 休闲服装、SW 其他服装影响比例分别为 33.5/13.7%。

表 1：对 SW 纺织服装 2019H1 营收影响较大的个股情况

编号	代码	公司	所属板块	收入同比	原因	影响比例
1	002269.SZ	美邦服饰	SW 休闲服装 III	-12.4 亿元	货期管理不当导致春夏新品上市受影响；渠道进一步调整	10.2%
2	002503.SZ	搜于特	SW 休闲服装 III	-48.0 亿元	供应链业务放缓、盈利能力下降；绍兴兴联转为联营企业、不再纳入合并报表	39.6%
3	603555.SH	贵人鸟	SW 休闲服装 III	-7.3 亿元	流动性紧张影响经营；回款慢、经销商流失	6.0%
4	601718.SH	际华集团	SW 其他服装 III	-16.4 亿元	主动减少低毛利订单；军品订单减少	13.5%
5	002612.SZ	商赢环球	SW 女装 III	-7.2 亿元	重组后业绩不及预期、主业经营稳定持续性弱	5.9%
合计				-84.1 亿元		75.2%

资料来源：wind、财富证券

归母净利润方面：品牌端的 SW 男装板块归母净利润同比减少 12.68 亿元、影响比例为 43.9%，主要是成分股行业调整所致（雅戈尔）；SW 女装归母净利润同比减少 10.56 亿元、影响比例为 36.5%。

表 2：对 SW 纺织服装 2019H1 归母净利润影响较大的个股情况

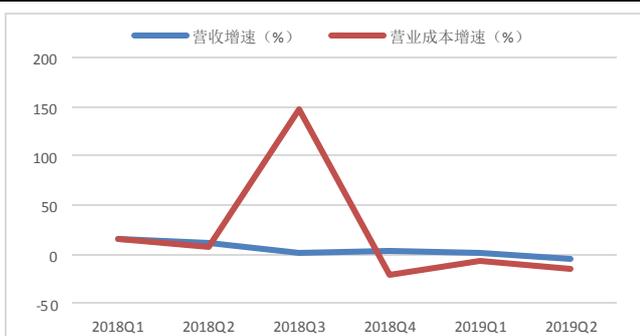
编号	代码	公司	所属板块	归母净利润同比	原因	影响比例
1	002612.SZ	商赢环球	SW 女装 III	-2.4 亿元	产品结构抗风险能力弱；重组后业绩不及预期	8.3%
2	603157.SH	拉夏贝尔	SW 女装 III	-7.3 亿元	渠道、品牌全面调整；渠道规模缩减近 27%	25.3%
3	603518.SH	锦鸿集团	SW 女装 III	-0.9 亿元	品牌矩阵尚未形成，产品力需要提升；消费疲软	3.1%
4	002503.SZ	搜于特	SW 休闲服装 III	-2.5 亿元	供应链业务放缓、盈利能力下降	8.7%
5	002269.SZ	美邦服饰	SW 休闲服装 III	-1.9 亿元	产品、渠道进一步调整；消费疲软	6.6%
6	603555.SH	贵人鸟	SW 休闲服装 III	-0.9 亿元	流动性紧张，主业经营受到影响	3.2%
7	000982.SZ	*ST 中绒	SW 其他纺织 III	-1.8 亿元	流动性紧张，影响经营；开工率下降，成本管控能力弱	6.2%
合计				-16.8 亿元		61.4%

资料来源：wind、财富证券

3.3 毛利率同比有所提升，费用影响净利率表现

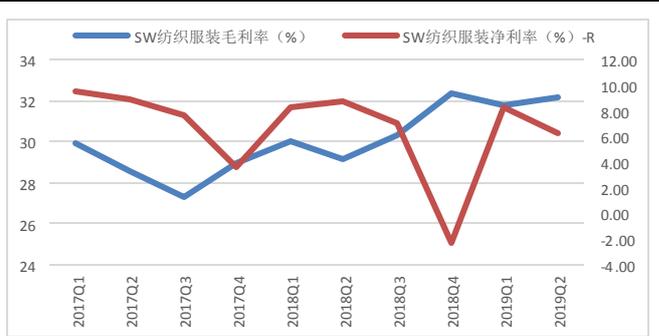
2019H1，SW 纺织服装板块营业成本增速为-11.3%，降幅高于营收，毛利率同比提升 2.3 个百分点至 32%。而板块期间费用率同比提升 0.84 个百分点左右，费用端有所承压，板块净利率同比下降 1.3 个百分点至 7.3%；拆分来看，销售费用率同比提升近 2 个百分点，管理费用率同比下降 1 个百分点左右。

图 17：SW 纺织服装单季度收入、成本变动



资料来源：wind、财富证券

图 18：SW 纺织服装单季度毛利率、净利率情况



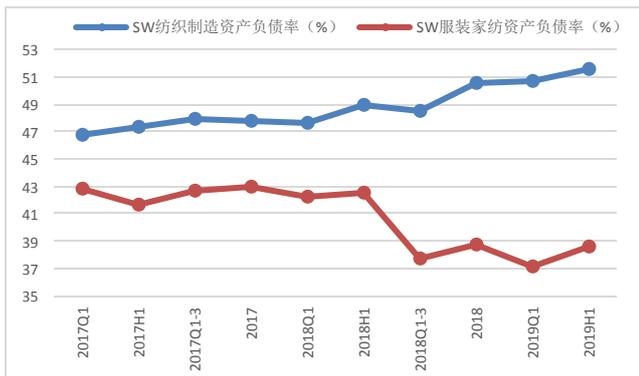
资料来源：wind、财富证券

4 资产负债表深度分析

4.1 制造端品牌端资产负债率差距走阔，品牌端资产缩水明显

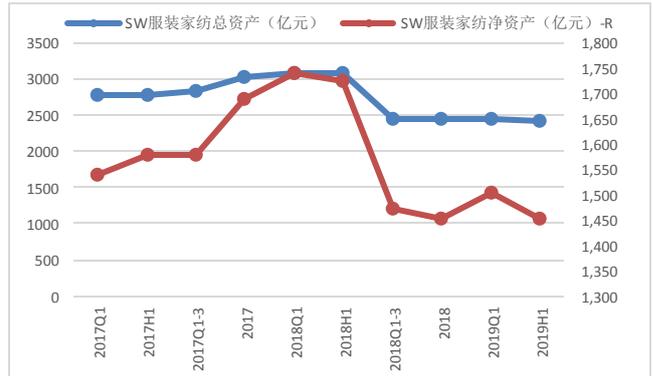
板块资产负债结构延续 2018H2 以来的变化趋势，制造端的资产负债率上行，品牌端资产负债率波动下行，差距走阔。其次，品牌端资产缩水明显，2019H1 总资产同比下降 21%，净资产同比下降 16%。

图 19：制造端、品牌端资产负债率变动情况



资料来源：wind、财富证券

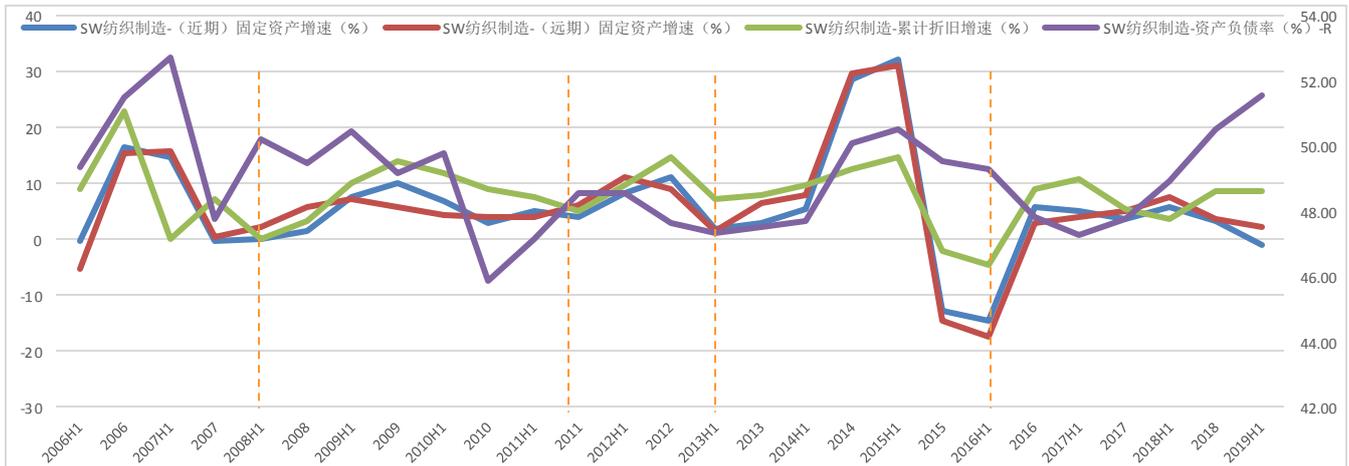
图 20：品牌端资产缩水情况



资料来源：wind、财富证券

结合资产负债率、固定资产（近、远期）增速、累计折旧增速等数据，制造端目前所处的产能周期尚未结束，资产负债率有所提升。

图 21：制造端产能周期图示



资料来源：wind、财富证券

在商誉影响、内外部消费环境走弱的背景下，品牌端主动减少存货、缩减长期股权投资等、减少资本开支，同时也大幅缩减负债规模以改善现金流。

表 3: 品牌端 (SW 服装家纺) 资产负债主要指标变动情况

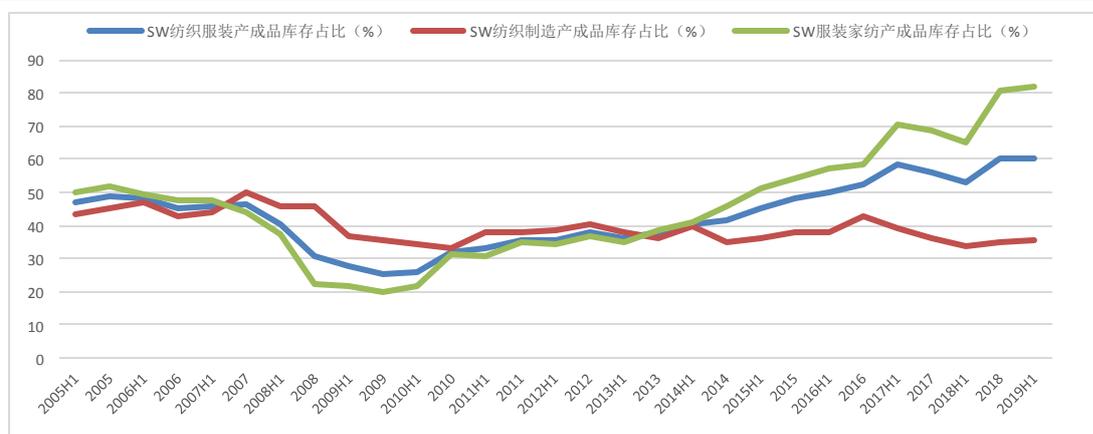
科目	2018H1	2019H1	变动
总资产	3081.2 亿元	2423.6 亿元	-657.6 亿元
净资产	1723.3 亿元	1451.0 亿元	-272.3 亿元
货币资金	461.2 亿元	424.3 亿元	-36.9 亿元
存货	588.7 亿元	505.9 亿元	-82.8 亿元
交易性金融资产	28.4 亿元	80.4 亿元	+52.0 亿元
长期股权投资	173.8 亿元	58.9 亿元	-114.9 亿元
固定资产净值	324.6 亿元	291.8 亿元	-32.8 亿元
在建工程	85.8 亿元	60.1 亿元	-25.7 亿元
流动负债	1131.6 亿元	728.1 亿元	-403.5 亿元
短期借款	301.4 亿元	152.5 亿元	-148.9 亿元

资料来源: wind、财富证券

4.2 被动补库存持续, 周转水平下降

在现金支出同比下降的同时板块存货增加, 且产成品增速更高, 纺服板块仍存在被动补库存的现象。2019H1, 纺服板块存货账面价值增速为+1.90%, 而板块购买商品接受劳务支出的现金增速为-7.4%, 存货中产成品的占比同比提升 (yoy+7.5pct.) 且账面价值同比有所增长 (yoy+11.9%)。2019H1, 板块存货周转率同比下降 0.14, 存货周转天数同比增加约 23 天, 存货周转水平下降。

图 22: 纺服板块产成品在存货中的占比情况



资料来源: wind、财富证券

4.3 权重较大的品牌端库存虽承压但整体较为安全

在 2012 年前后的行业深度调整中, 库存尤其是品牌服饰公司的库存问题是拖累业绩的重要因素。在本轮内外消费下行的阶段, 通过对品牌端库存的拆分和数据分析, 我们认为目前品牌端库存虽承压但整体相对安全, 主动库存管理意愿较强。

2019 年上半年, 品牌端存货总体规模下降 (yoy-14.1%), 而跌价损失占比有所提升 (yoy+0.48pct.), 同时产成品库存规模增长 (yoy+8.0%)、占比提升 (yoy+16.8pct.); 周

转方面，在存货总体规模下降的同时，存货周转率和存货周转天数基本持平上年同期。整体而言，品牌端库存承压持续。

从历史数据来看（图 9），产成品在存货中的占比整体呈现提升态势，品牌端产成品占比快速攀升，我们认为在行业库存周期的判断中，产成品库存变动在对行业库存周期的判断中权重提升。从图 10 可以看出，纺服板块产成品库存呈现出明显的周期性，目前产成品库存增速表现也相对稳定、并没有出现大幅提升，整体相对安全。从周期轮动以及目前的时间段来看，我们判断目前板块处于本轮库存周期的后半段。

图 23：纺服板块产成品库存周期变动情况



资料来源：wind、财富证券

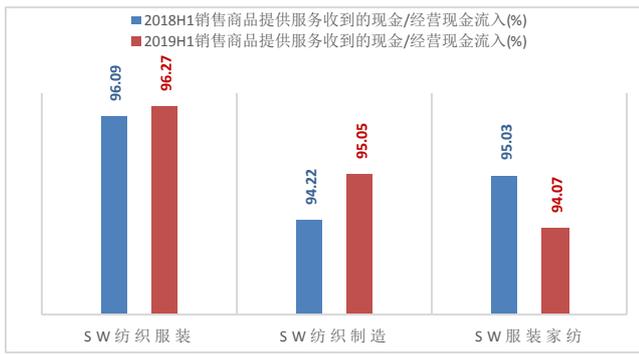
5 现金流量表深度分析

5.1 板块经营性现金流净额同增 50%，制造端现金流表现更优

2019H1，纺织服装板块经营性现金流净额为 64.66 亿元、同比增长 50.4%；拆分看，制造端表现更优、净额同比增长 70.6%，品牌端净额同比增长 11.2%。分板块看，制造端 Q1 现金流净额为负，Q2 转正、单季度流入 56 亿；品牌端由于行业特性，Q1 集中回款，Q2 表现为净流出。

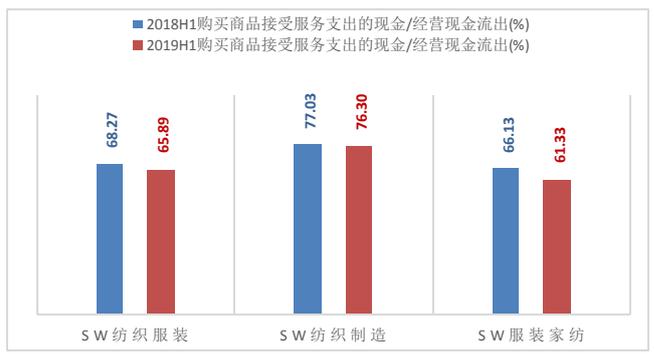
拆分流入和流出结构，制造端主业运营对经营性现金流贡献度更高。从数据来看，品牌端销售商品所得收入在经营现金流入的占比降低，购买商品现金支出在经营现金流出的占比亦有降低。

图 24：纺服板块经营性现金流入结构情况



资料来源：wind、财富证券

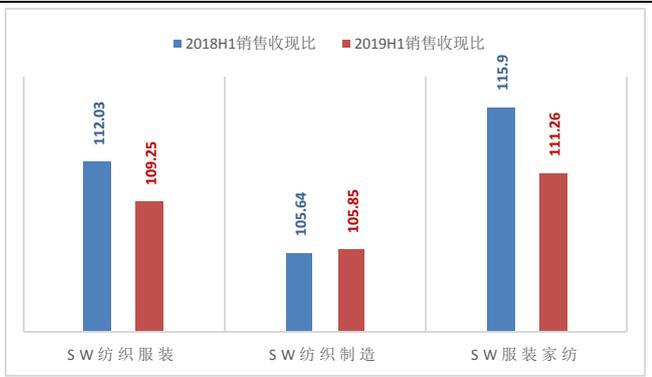
图 25：纺服板块经营性现金流出结构情况



资料来源：wind、财富证券

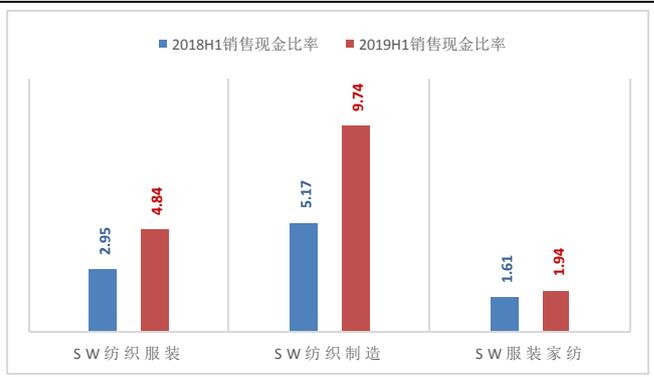
从现金流指标来看，制造端的现金回收速度以及获取现金的能力同比是有所提升的；品牌端现金回收速度放缓。

图 26：纺服板块销售收现比情况



资料来源：wind、财富证券

图 27：纺服板块销售现金比率情况

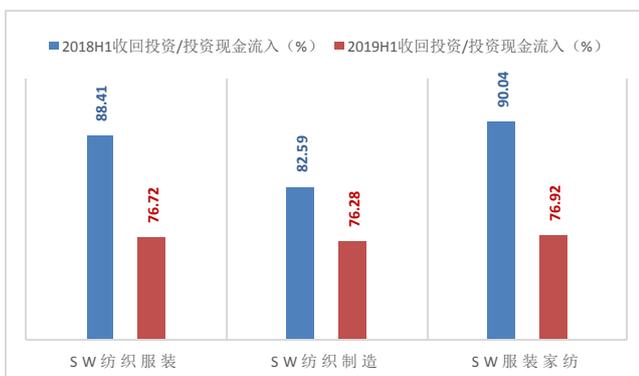


资料来源：wind、财富证券

5.2 投资现金回流、对外投资节奏均有放缓

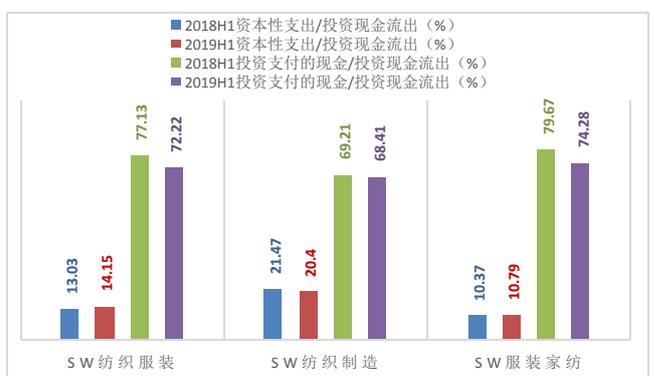
2019H1，板块整体收回投资 368 亿元、同比下降 28%，收回投资在投资现金流入中的占比同比下滑 11.7 个百分点至 76.7%，品牌端投资现金回流情况较差。对外投资方面，资本性支出以及新增投资节奏均有放缓。筹资性现金流方面，制造端、品牌端变动不大。

图 28：纺服板块投资性现金流入结构情况



资料来源：wind、财富证券

图 29：纺服板块投资性现金流出结构情况



资料来源：wind、财富证券

6 风险提示

内部消费持续疲软；贸易摩擦继续升级；原辅料价格剧烈波动；政策风险；汇率风险；大小非解禁风险等。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438