

# Q3 整体放缓，关注竣工改善的家纺板块机会

## 纺织服装行业周报 20191103

### 报告摘要：

#### 本周观点

2019 年前三季度 A 股纺织服装板块受终端需求低迷叠加电商冲击、终端客流量下滑和中美贸易战影响，总营收 YOY-1.76%，净利 YOY-24.02%。从细分行业看，男装（剔除异常值营收 YOY+8.63%）表现较好，休闲服饰表现最弱（营收 YOY-11.23%）。

未来投资建议我们分为三条主线：（1）A 股三季报已发布完毕，关注景气度较高的细分行业龙头公司：比音勒芬、南极电商等；（2）关注三季报表现较平淡，但明年有望好于今年、估值切换后估值偏低的品种：歌力思、森马服饰等；

（3）关注竣工改善带来的家纺板块机会：1-9 月全国房屋竣工面积累计同比下降 8.6%、降幅收窄至个位数，自 7 月开始环比改善，家纺作为地产产业链后周期行业有望受益。

#### 行情回顾：纺织服装跑赢大盘 0.22pct

本周，上证综指上涨 0.11%，创业板指数上涨 0.70%，SW 纺织服装下降 2.46%，落后大盘 2.57pct、落后创业板 3.16pct。目前，纺织服装行业 PE 为 18，仍处于历史底部估值水平。本周，家纺子板块涨幅第一，主要受全国房屋竣工面积单月环比改善影响。休闲板块低迷，关店持续，三季度业绩不及预期，除森马通过 Kidiliz 并表带来双位数增长外，美邦服饰和搜于特分别下降 27.26%和 34.95%；森马也由于三季度业绩不及预期，跌幅较大。

#### 行业表现：社零持续低迷；棉价持续上涨

社会零售品市场持续低迷，2019 年前三季度全国百家大型零售企业零售额基本与去年同期持平。10 月随着中美经贸高级别磋商取得实质性进展，叠加北疆减产预期加强，本周棉花价格持续上涨，截至 11 月 1 日，中国棉花 328 指数价格达 12,999 元/吨，周涨幅达到 1.63%。而本周国际棉价上涨受阻，内外棉价差扩大。截至 11 月 01 日，Cotlook A 指数收盘价为 75.25 美分/磅，与上周持平，内外棉价差为 1196 元/吨，较上周末扩大 181 元/吨，较去年同期下降 912 元/吨。

#### 行业新闻

亚马逊三季度业绩不及预期，即日送达业务开支持续扩大；欧莱雅集团三季度业绩远超预期，亚洲市场持续优异；Moncler SpA 中国香港收入损失四成，亚洲仍实现 15% 增速；Essilor Luxottica 三季度加速增长，亚洲市场有所下滑；I.T 受港澳市场拖累，上半年亏损超 7000 万港元。

#### 风险提示

终端销售低迷；库存高企；贸易战恶化风险；系统性风险。

### 评级及分析师信息

行业评级：推荐

#### 行业走势图



证券分析师：唐奕奕

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：010-5977 5330

**正文目录**

1. 本周观点：关注景气度高细分行业+明年估值切换 .....	3
2. 行情回顾 .....	3
3. 行业数据跟踪 .....	5
3.1. 百家大型零售企业销售额同期持平 .....	5
3.2. 受贸易战利好影响，国内棉价持续回升 .....	5
4. 行业新闻 .....	7
4.1. 亚马逊：三季度业绩不及预期，即日送达业务开支持续扩大 .....	7
4.2. 欧莱雅集团：三季度业绩远超预期，亚洲市场持续优异 .....	7
4.3. Moncler SpA：香港收入损失四成，亚洲仍实现 15%增速 .....	8
4.4. Essilor Luxottica：三季度加速增长，亚洲市场有所下滑 .....	8
4.5. I.T Limited：受港澳市场拖累，上半年亏损超 7000 万港元 .....	9
5. 风险提示 .....	10

**图表目录**

图 1 纺织服装各细分行业涨跌幅 (%) .....	3
图 2 本周纺织服装行业涨幅前 5 个股 (%) .....	4
图 3 本周纺织服装行业跌幅前 5 个股 (%) .....	4
图 4 本周纺织服装行业资金净流入占比前 5 个股 (%) .....	4
图 5 本周纺织服装行业资金净流入占比后 5 个股 (%) .....	4
图 6 本周纺织服装行业市场表现排名 .....	4
图 7 纺织服装行业和沪深 300 PE 估值情况 .....	5
图 8 全国百家大型零售企业零售额累计同比 (%) .....	5
图 9 中国棉花价格指数 (元/吨) .....	6
图 10 年初至今中国棉花价格指数变动 (元/吨) .....	6
图 11 Cotlook A 国际棉花指数变动 (美分/磅) .....	6
图 12 中国棉花价格指数与进口棉价格指数之差 (元/吨) .....	7
表 1 重点跟踪公司 .....	10

## 1. 本周观点：关注景气度高细分行业+明年估值切换

2019 年前三季度 A 股纺织服装板块受终端需求低迷叠加电商冲击、终端客流量下滑和中美贸易战影响，总营收同比下降 1.76%；利润端下降显著，同比下降 24.02%。从盈利能力看，毛利率（31.55%）有所改善，同比提高 1.30pct；受限于费用率提升，净利率（6.31%）同比下降 1.53pct。单季度看，2019Q3 整体增速放缓，营收同比微涨 0.70%，净利同比下降 24.72%。Q3 毛利率 30.69%，同比下降 1.52pct；净利率 5.18pct，同比下降 1.04pct。

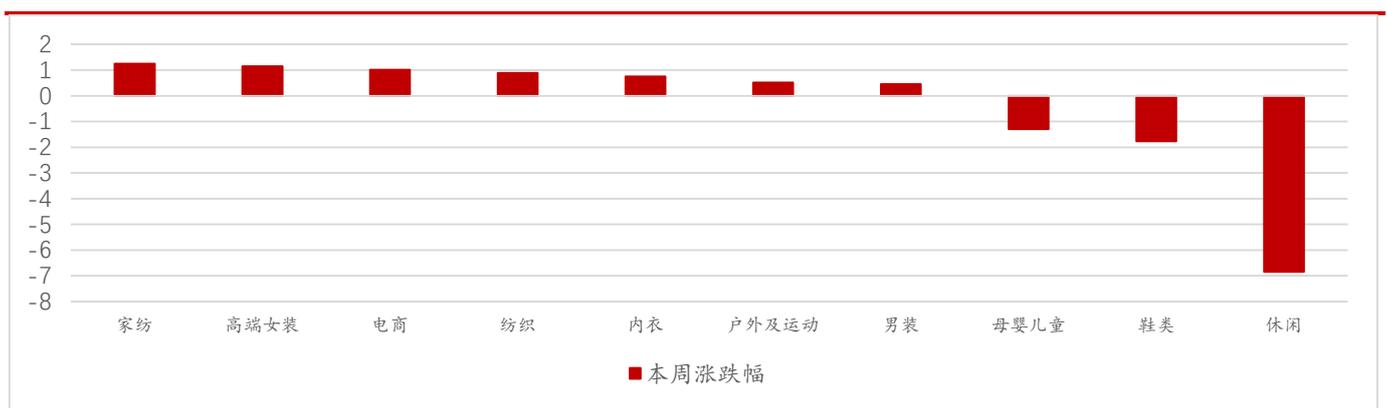
从各细分子行业看，前三季度 SW 男装营收增速（YOY+15.70%）表现最好，净利同比微降 1.53%，剔除异常值后，前三季度 SW 男装营收 YOY+8.63%；SW 丝调整体表现最好，营收（YOY+5.18%）和净利（YOY+12.45%）同比均实现正增长。整体表现最差的板块为 SW 休闲服饰，营收同比下降 11.23%，净利同比下降 33.83%。从各细分子行业看现金流，SW 休闲服饰和 SW 其他服装现金流质量较差，经营活动现金流量净额/净利分别为-32.6%和-56.22%，同比下降 20.05pct/25.17pct。

未来投资建议我们分为三条主线：（1）A 股三季报已发布完毕，关注景气度较高的细分行业龙头公司：比音勒芬、南极电商等；（2）关注三季报表现较平淡，但明年有望好于今年、估值切换后估值偏低的品种：歌力思、森马服饰等；（3）关注竣工改善带来的家纺板块机会：1-9 月全国房屋竣工面积累计同比下降 8.6%、降幅收窄至个位数，自 7 月开始环比改善，家纺作为地产产业链后周期行业有望受益。

## 2. 行情回顾

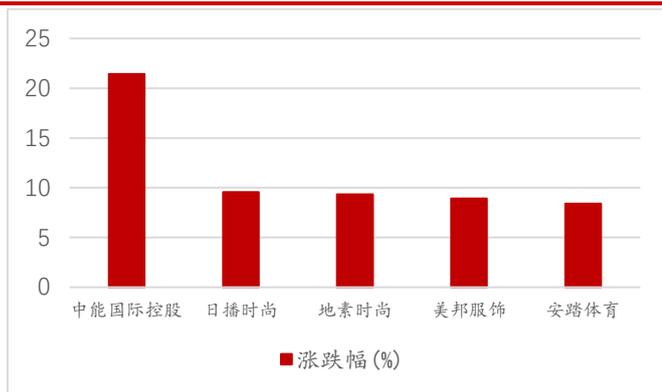
本周，上证综指上涨 0.11%，创业板指数上涨 0.70%，SW 纺织服装下降 2.46%，落后大盘 2.57pct、落后创业板 3.16pct。其中，品牌服饰下降 2.61%、纺织制造下降 2.10%。目前，纺织服装行业 PE 为 18，仍处于历史底部估值水平。本周，家纺子板块涨幅第一，主要受全国房屋竣工面积单月环比改善影响。休闲板块低迷，关店持续，三季度业绩不及预期，除森马通过 Kidiliz 并表带来双位数增长外，美邦服饰和搜于特分别下降 27.26%和 34.95%；森马也由于三季度业绩不及预期，跌幅较大。

图 1 纺织服装各细分行业涨跌幅（%）



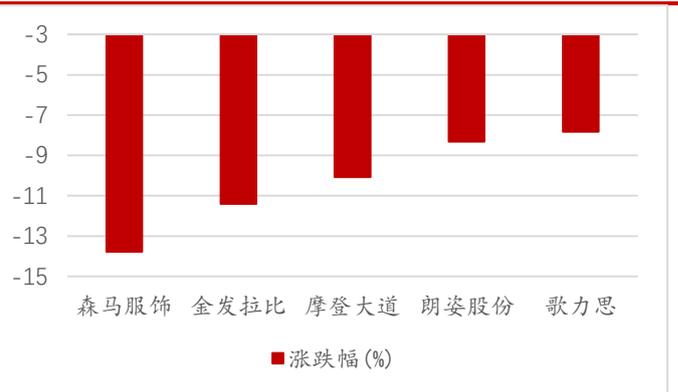
资料来源：wind，华西证券研究所

图2 本周纺织服装行业涨幅前5个股(%)



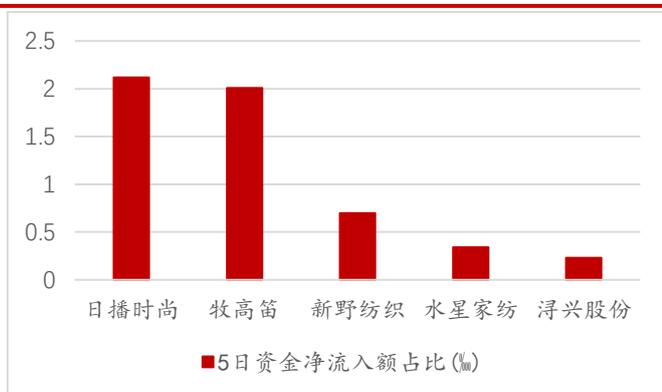
资料来源: wind, 华西证券研究所

图3 本周纺织服装行业跌幅前5个股(%)



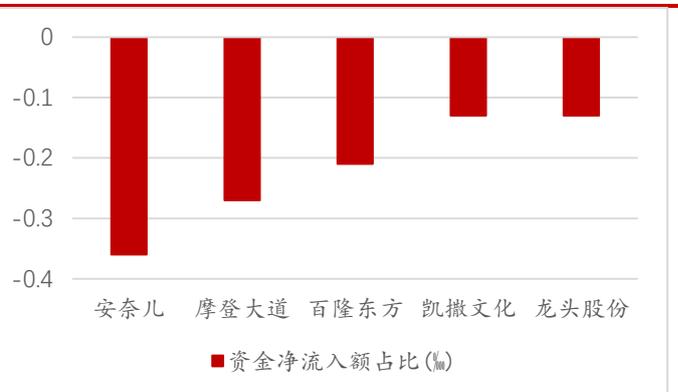
资料来源: wind, 华西证券研究所

图4 本周纺织服装行业资金净流入占比前5个股(%)



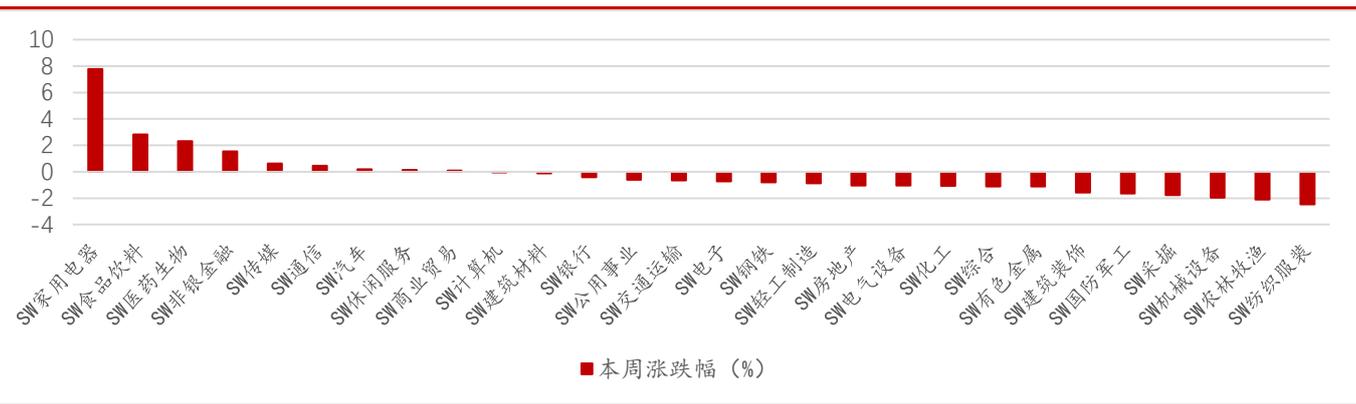
资料来源: wind, 华西证券研究所

图5 本周纺织服装行业资金净流入占比后5个股(%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图6 本周纺织服装行业市场表现排名



资料来源: wind, 华西证券研究所

图7 纺织服装行业和沪深300 PE估值情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

### 3.行业数据跟踪

#### 3.1.百家大型零售企业销售额同期持平

社会零售品市场持续低迷, 2019 年前三季度全国百家大型零售企业零售额基本与去年同期持平, 增速较 1-8 月放缓 0.2pct; 全国 50 家重点大型零售企业累计零售额同比下滑 0.5%, 增速较去年同期下滑 1.4pct, 其中服装类累计销售额同比下滑 4%, 增速较去年同期下滑 6.7pct。从 9 月单月看, 全国 50 家重点大型零售企业零售额同比下降 2%, 其中仅 13 家企业同比实现正增长。

图8 全国百家大型零售企业零售额累计同比 (%)



资料来源: 中华全国商业信息中心, 华西证券研究所

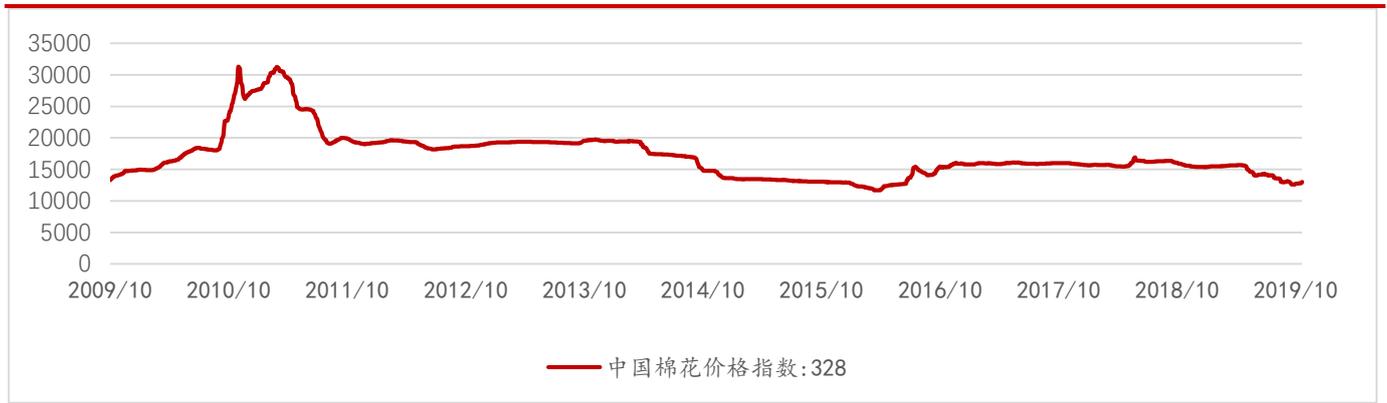
#### 3.2.受贸易战利好影响, 国内棉价持续回升

10 月随着中美经贸高级别磋商取得实质性进展, 市场悲观情绪缓和, 叠加北疆减产预期加强, 本周棉花价格持续上涨, 截至 11 月 1 日, 中国棉花 328 指数价格达 12,999 元/吨, 较上周末的价格 12,791 元/吨上涨 208 元/吨, 周涨幅达到 1.63%。

而本周国际棉价上涨受阻, 内外棉价差扩大。截至 11 月 01 日, Cotlook A 指数收盘价为 75.25 美分/磅, 与上周持平, 内外棉价差 (固定汇率下, 中国棉花价格指

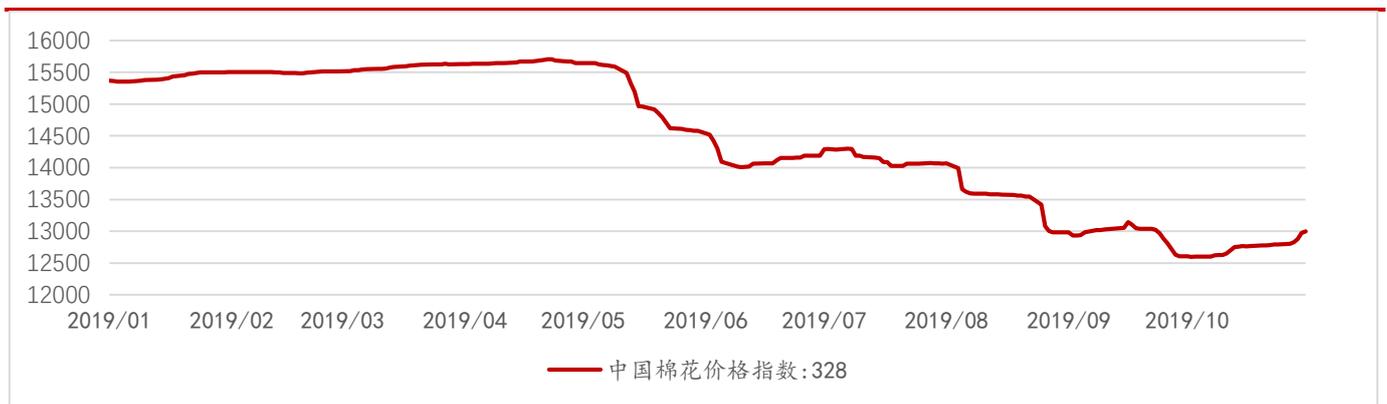
数与进口棉价格指数 FC INDEX M 之差) 为 1196 元/吨, 较上周末扩大 181 元/吨, 较去年同期下降 912 元/吨。

图 9 中国棉花价格指数 (元/吨)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 10 年初至今中国棉花价格指数变动 (元/吨)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 11 Cotlook A 国际棉花指数变动 (美分/磅)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 12 中国棉花价格指数与进口棉价格指数之差 (元/吨)



资料来源: wind, 华西证券研究所

## 4. 行业新闻

### 4.1. 亚马逊: 三季度业绩不及预期, 即日送达业务开支持续扩大

全球最大在线零售商亚马逊 (Amazon) 三季度盈利下滑, 当前假日季的收入和盈利预期也不及市场预期。亚马逊三季度实现营业利润 31.57 亿美元, 同比下滑 15.2%, 营业利润率大跌 2.1pct 至 4.5%; 净利润同比下降 26% 至 21.34 亿美元, EPS 同比下降 24% 至 4.23 美元。管理层预计四季度营业利润将从去年同期的 37.9 亿美元下滑至 12-29 亿美元。Brian Olsavsky 解释假日季增长减速主要体现在国际电子商务, 而且尤其受到印度排灯节时间差以及日本上调消费税的影响。

首席财务官 Brian Olsavsky 表示, 二季度 8 亿美元的 Prime 会员免费即日送货服务开支将在四季度增至 15 亿美元, 额外的开支一方面源于随着配送时间压缩而上升的承运商收费, 另一方面也因为免邮政策导致运费收入减少, 库存调度和最后一公里站点及人员的设置也需要庞大投资。

截至 9 月 30 日的全职和兼职员工总数达 75 万, 同比和环比分别增加 22.3% 和 14.8%, 三季度期间的新增人数接近 10 万; 全球货运成本更按年上涨 46% 至 96.1 亿美元, 物流业顾问估计假日季将进一步增至 110 亿美元, 又指出该集团在 2005 年为会员推出翌日送达免邮服务之初成本也一度大幅飙升。

与此同时, 配送时效的提升却对核心线上销售业务起到明显的提振作用。北美本土销售、国际市场销售、在线商店销售以及全球商品销量的增长连续第二个季度提速, 增速也重上了 20% 的水平, 三季度分别达到 24%、21%、22% 和 22%。集团创始人兼首席执行官 Jeff Bezos 杰夫·贝索斯在财报中表示, 热烈拥抱配送升级的 Prime 会员今年已经收到数十亿件即日送达的商品。

AWS 云计算部门则继续降温, 销售增长放缓至 35%, 创集团 2014 年开始披露部门业绩以来的最低增速, 只占集团收入 13% 的该业务对营业利润的贡献高达 72%。美国国防部更在周五宣布, 微软击败亚马逊拿下 100 亿美元的五角大楼云服务合同。

### 4.2. 欧莱雅集团: 三季度业绩远超预期, 亚洲市场持续优异

10 月 30 日, 欧莱雅集团周二盘后发布的三季度销售数据远胜市场预期: 三季度收入同比上涨 11% 至 71.828 亿欧元, 可比涨幅为 7.8%, 环比提高 1pct。管理层重申他们在中国市场未见放缓, 亚洲市场、旅游零售、电子商务、高档化妆品、活性健康

化妆品和护肤品是目前该全球最大美容集团的六大增长引擎，预计 2020 年中国将复制双位数增长。

三季度欧莱雅集团在日本、韩国、印度、以及马来西亚和印尼等东南亚国家取得广泛增长，亚太新兴市场的可比销售同比上涨 22.7%，略低于二季度的 25.5%，区内所有产品部门的涨幅都达到双位数。拉丁美洲和东欧新兴市场也在卡尼尔大众品牌以及理肤泉等活性健康品牌的推动下加速增长。

成熟市场中，得益于奢侈品部门，西欧可比销售增速从上半财年的 1%提高到 3.2%。北美 1.3% 的下滑则反映当地持续低迷的大众和高档彩妆市场，Jean-Paul Agon 预计 2020 年将会改善。

大众化妆品三季度可比增长因北美市场而进一步放缓至 2.7%，不及市场预期的 3.0%，管理层强调该部门的护肤品业务、以及旅游零售和电子商务渠道持续加强。活性健康化妆品部门维持双位数（14.2%）增长的强劲势头。今年以来专业美发产品部的增幅持续扩大，三季度达 3.9%。

高档化妆品部在亚太区、欧洲、拉美、旅游零售和电商表现优异，唯北美仍然艰难。拜尔斯道夫 (Beiersdorf AG) 昨天的财报则显示旗下唯一高端品牌莱伯妮 (La Prairie) 急速降温，三季度 14% 的有机销售增长仅及一季度的一半，集团高管解释北美百货公司和香港市场拖累了品牌表现。

Jean-Paul Agon 表示正致力拓展中国市场的香水业务，希望培养下一个增长爆发点。上周该集团刚刚确定收购娇韵诗香水集团，从而获得去年收入 3.4 亿欧元的 Mugler、Azzaro 香水品牌及相关业务。

至于形象老化的大众化妆品牌，欧莱雅集团寻求借助天然产品系列回应市场的环保诉求，并重新吸纳追逐传统奢侈品牌和小众高效品牌的千禧一代和 Z 世代顾客。

### 4.3. Moncler SpA: 香港收入损失四成，亚洲仍实现 15% 增速

10 月 25 日，前三季度盟可睐 (Moncler SpA) 收入总计 9.953 亿欧元，同比上涨 14.1%，撇除汇率影响后涨幅为 12%。其中，撇除汇率影响后集团单三季度收入同比上涨 10%，环比有所放缓，主要体现在意大利本土、欧洲市场和批发渠道；美洲则录得 10% 的增幅，较上半财年扩大了两个百分点。分渠道看，单三季度批发销售 6% 的固定汇率计增速只及上半财年的一半，该渠道占集团三成收入。零售业务则依然坚挺，录得 12% 的增长。盟可睐周五以 36.17 欧元的全日最高位收盘，升幅达 11.3%，把 2019 年迄今升幅抬高至 25%，市值亦上涨至 92.8 亿欧元。

占集团 40% 收入的亚洲大致维持 15% 的增长，管理层在财报中指出尽管中国香港表现不振，中国大陆、日本和韩国对增长作出重大贡献。首席企业兼供应官 Luciano Santel 在分析师电话会议上透露，内地“非常理想”的销情一直延续到四季度至今，十一黄金周尤其强劲，日本则得益于 10 月 1 日消费税率上调前的冲刺消费。

Luciano Santel 同时指出香港在三季度损失了四成销售，而且没有迹象今年内会有好转，他表示集团已经暂停或推迟当地的公关投资，目前的侧重点在于保护员工、维持坪效和削减开支，同时也已致力争取为专卖店减租。他预计香港局势不会对集团全年盈利造成实质性影响，“香港占集团业务的 6%，我们对剩下的 94% 非常满意”。

截至 9 月 30 日，该集团在全球设有 199 家直营门店和 62 家批发店中店，过去九个月分别新增了 6 家零售单品牌店和 7 家店中店，当前假日季还将增设 6 店，而 2020 年的开店计划将包含 15 家直营门店。Luca Solca 预期该集团将通过零售扩张、拓展鞋履和针织等品类、同时把核心外套产品继续发扬光大，在未来 3-4 年取得超过行业水平的增长。

### 4.4. Essilor Luxottica: 三季度加速增长，亚洲市场有所下滑

10月31日，依视路陆逊梯卡(EssilorLuxottica SA)三季度加速增长，固定汇率录得5.2%的增幅，高于上半年的3.1%。截止9月底的三季度，依视路陆逊梯录得收入43.10亿欧元，较2018年的39.77亿欧元增长8.4%。

联席首席执行官 Francesco Milleri 和 Laurent Vacherot 表示，业务的持续改善证实了公司的增长战略，以及在产品创新、数字化方面的投资，收入加速增长更进一步证明了公司执行业务计划、实现销售和成本协同效应方面的能力。

固定汇率计算，拉美以10.9%的领涨，其中巴西和西班牙语国家双位数增长；北美市场4.2%的增速尽管最低，但较上半年1.9%已经大幅改善；欧洲市场增幅6.0%；亚洲、大洋洲和非洲的收入增长5.1%，是唯一放缓的市场，上半年增长5.8%。

按部门，固定汇率计算，三季度依视路整体收入7.5%，实际增长10.5%至19.53亿欧元。其中设备业务部门收入增长18.1%至5,300万欧元，不过该部门业务较小，对整体业绩难有影响；镜片和光学仪器部门业务三季度增长7.0%，该最大部门单季收入17.13亿欧元，同比实际增长9.9%；太阳眼镜和阅读器业务三季度增长8.9%。

陆逊梯卡三季度收入固定汇率增长3.4%，实际增幅6.7%至23.57亿欧元。固定汇率计算，零售和批发业务分别增长4.2%和1.6%，实际增幅7.8%和4.4%至16.08亿欧元和7.49亿欧元。

该全球最大零售商表示，亚洲市场的批发业务受中国香港社会事件、反常天气以及中国游客整体减少影响，录得下滑，其他市场批发业务均表现正面。零售业务主要得益北美市场改善录得加速增长，期内 Ray-Ban.com, Oakley.com 和 SunglassHut.com 的强劲表现刺激在线渠道录得2016年底以来最好的一季。

今年前三季度依视路陆逊梯卡总收入已经突破100亿欧元至130.86亿欧元，较上年同期121.54亿欧元增长7.7%，固定汇率增幅4.3%，其中依视路和陆逊梯卡业务分别录得5.9%和3.0%的固定汇率增幅。

#### **4.5.I.T Limited: 受港澳市场拖累，上半年亏损超7000万港元**

受2018年下半年的弱势表现与2019年上半年贸易摩擦、地缘政治变本加厉影响，香港潮流服饰零售商 I.T Limited (0999.HK) 截止8月底的2020财年中中期重现亏损。截至11月1日，I.T Limited (0999.HK) 股价收报2.10港元，年初至今已暴跌45.14%。

上半年，I.T 净亏损7,195.8万港元，而上年同期纯利1.125亿港元，亏损主要由港澳市场造成。该市场除受持续的贸易摩擦、人民币贬值影响，今年6月来的社会事件导致游客减少，进一步造成公司港澳市场的销售和同店销售下滑，而提前打折则造成毛利率下滑，令营业亏损大幅加剧。

港澳市场中期收入同比下滑6.3%至14.810亿港元，其中同店销售下滑5.8%，该市场收入占比由38.9%进一步减少至36.9%，期内营业亏损由4,826.5万港元加剧至1.537亿港元。中期毛利率大幅下降至58.7%，比上年同期63.7%低五个百分点，毛利率下降主要是由于促销降价引致。

中国大陆市场收入增幅0.8%至18.703亿港元，份额提升100个基点至46.6%，期内同店销售增长5.9%。营业利润大涨79.1%至2,962.7万港元，上年同期为1,654.4万港元，该表现主要因自2018年11月起，KENZO 品牌的不再计入大陆业务，而是在集团损益中入账列作合营企业业绩，若撇除商誉减值，经调整后营业利润3,930万港元，同比增加137.6%。大陆市场中期毛利率改善40个基点至61.3%。

日本及美国市场表现强劲，受益 A Bathing Ape 潮牌的表现，份额同样上涨100个基点至15.1%，营业上升5.7%至6.073亿港元。不过该市场中期毛利率重挫200个基点至70.8%，营业利润微跌2.1%至2.538亿港元。

报告期内，合营企业亏损 1,730 万港元，而上年同期仅亏损 10 万港元，该分部亏损主要因位于上海的第二间老佛爷百货(Galleries Lafayette)新店开业投资亏损。

上海店是 Galleries Lafayette SA 与 I.T 平分股权的巴黎老佛爷百货（中国）有限公司经营，合营公司于六年前于北京开始第一间中国大陆门店，随后十年的目标停滞，直至上周上海店正式开业，Galleries Lafayette SA 首席执行官 Nicolas Houzé 才在上海再度重申十店目标，主要因现时中国奢侈品市场地位更加重要。

今年 5 月收购少数股权的 ACNE Studios Holding AB 中期为 I.T 贡献 410 万港元营业利润。香港公司此前以 4.863 亿瑞典克朗，约合 4.231 亿港元收购瑞典设计师品牌公司 ACNE 已发行股本中 375,069 股，或 10.9% 股份，与此同时，ACNE 向私募基金 IDG Capital 出售另外 30.1% 股份。

表 1 重点跟踪公司

	代码	公司名称	评级	收盘价(元)	市值(亿元)	EPS (元)		PE	
						2019E	2020E	2019E	2020E
H 股	1234.HK	中国利郎	买入	6.26	74.96	0.72	0.80	7.81	7.03
	2331.HK	李宁	增持	26.60	615.53	0.57	0.72	41.94	33.21
	2020.HK	安踏体育	增持	76.00	2,053.07	2.07	2.61	33.00	26.17
A 股	002127	南极电商	增持	11.53	283.05	0.50	0.66	23.06	17.47
	603808	歌力思	增持	13.89	46.19	1.21	1.39	11.48	9.99
	002832	比音勒芬	增持	25.24	77.81	1.33	1.73	18.98	14.59
	300577	开润股份	增持	30.10	65.47	1.08	1.42	27.87	21.20
	002327	富安娜	增持	6.82	59.64	0.55	0.60	12.40	11.37
	002563	森马服饰	增持	10.88	293.60	0.69	0.77	15.77	14.13

资料来源：wind，华西证券研究所。另注：港股公司收盘价和市值单位为 HKD。

## 5.风险提示

终端销售低迷；库存高企；贸易战恶化风险；系统性风险。

### 分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，9年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。