

20Q4 社零增速小幅回落，区域疫情下看好电商消费的高景气



核心观点

- **行情回顾：**全周沪深 300 指数上涨 2.05%，创业板指数上涨 8.68%，纺织服装行业指数上涨 1.3%，表现弱于沪深 300 和创业板指数，其中纺织制造板块上涨 2.11%，品牌服饰板块上涨 0.63%。个股方面，我们覆盖的周大生、滔博、海澜之家和申洲国际等均取得了正收益。
- **海外要闻：**(1) 美版“闲鱼” Poshmark 上市首日劲升 150%，市值 74 亿美元。(2) 本土需求强烈，英国最大超市 Tesco 完全退出亚洲市场。(3) 宝洁称 SK-II 滞销，清洁产品需求强劲。
- **行业与公司重要信息：**(1) 富安娜：公司同意公司使用以闲置自有资金人民币 1.5 亿元购买广州市玄元投资管理有限公司的私募证券投资基金产品。(2) 太平鸟：公司股东宁波鹏灏投资合伙企业(有限合伙)于 2021 年 1 月 21 日将质押的公司股份 2362 万股解除质押。(3) 朗姿股份：推出第三期员工持股计划草案，计划所持有的标的股票总数为不超过 942.00 万股，股票数量约占公司现有股本总额的 2.13%，公司全部有效的员工持股计划所持有的标的股票累计不超过公司股本总额的 10%。(4) 1/16~1/22 消费行业投融资情况：a. 男士综合个护品牌理然完成近 1.5 亿元人民币 B 轮融资；b. 功能性护肤品牌溪木源完成数千万美元 B 轮融资；c. 预制菜品牌珍味小梅园完成数百万美元 Pre-A 轮融资
- **本周建议板块组合：**安踏体育、李宁、珀莱雅、波司登和太平鸟。本周组合表现：安踏体育 6%、李宁-1%、珀莱雅 2%、波司登-4%、太平鸟-4%。

投资建议与投资标的

- 周一国家统计局披露 2020 年社会消费品零售数据，20 年 12 月社零同比增长 4.6%，环比 11 月略有放缓，全年同比下降 3.9%，全年服装鞋帽类同比下降 6.6%。全年实物商品网上零售同比增长 14.8%，其中穿类商品增长 5.8%。可选消费品中，化妆品结束 11 月全渠道的大促之后，12 月增速放缓至 9% (11 月增长 32.3%)，全年的累计增速达到 9.5%；服装鞋帽 12 月增长 3.8% (11 月增长 4.6%)，金银珠宝 12 月增长 11.6% (11 月增长 24.8%)。从我们跟踪的 1 月元旦以来的终端反馈，随着春节前消费旺季开启，多数品牌可比同店都保持了不错的增长，虽然局部省份疫情反弹对当地线下消费带来一定的负面影响，在防控措施成熟有序的基础上，这种区域性的疫情预计对总体冬装销售(特别是线上消费)的冲击相对有限，今年政策鼓励就地过节以及各项激励措施推出，预计春节长假期间服装消费有机会复制 20 年国庆长假的亮眼表现。短期我们建议重点关注一季度业绩增长弹性大、当前估值水平处于低位的品牌服饰龙头标的如森马服饰(002563, 未评级)、罗莱生活(002293, 增持)、海澜之家(600398, 未评级)和太平鸟(603877, 增持)等。2021 年全年的投资策略，我们首选依然是高景气的运动服饰和化妆品等确定性赛道，其中运动服饰板块继续推荐申洲国际(02313, 买入)、李宁(02331, 买入)、安踏体育(02020, 买入)、关注滔博(06110, 增持)，化妆品板块中长期看好珀莱雅(603605, 买入)、丸美股份(603983, 增持)，建议关注经历调整之后未来可能具备更大向上弹性的上海家化(600315, 增持)。低估值稳健或终端复苏改善显著的纺服配饰龙头，我们建议关注太平鸟(603877, 增持)、地素时尚(603587, 买入)、富安娜(002327, 买入)和罗莱生活(002293, 增持)等。港股低估值消费股继续推荐波司登(03998, 买入)。

风险提示

- 全球新冠肺炎疫情的持续、经济减速对国内零售终端的压力、贸易摩擦、棉价和人民币汇率波动等。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

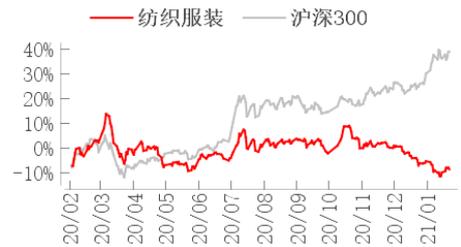
行业

纺织服装行业

报告发布日期

2021 年 01 月 25 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

施红梅

021-63325888*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

证券分析师

赵越峰

021-63325888*7507

zhaoyuefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860513060001

香港证监会牌照：BPU173

联系人

朱炎

021-63325888*6107

zhuyan3@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

行情回顾

全周沪深 300 指数上涨 2.05%，创业板指数上涨 8.68%，纺织服装行业指数上涨 1.3%，表现弱于沪深 300 和创业板指数，其中纺织制造板块上涨 2.11%，品牌服饰板块上涨 0.63%。个股方面，我们覆盖的周大生、滔博、海澜之家和申洲国际等均取得了正收益。

表 1：个股涨跌幅前 10 名

涨幅前 10 名	*ST 干足	周大生	朗姿股份	滔博	欣龙控股	报喜鸟	探路者	申洲国际	海澜之家	开润股份
幅度(%)	27.8	15.2	12.9	9.3	8.3	7.9	7.5	6.4	6.3	5.8
涨幅后 10 名	南极电商	步森股份	森马服饰	瑞贝卡	孚日股份	奥特佳	九牧王	波司登	太平鸟	华纺股份
幅度(%)	-9.1	-7.8	-6.0	-5.8	-5.8	-4.9	-4.6	-4.0	-3.9	-3.3

数据来源：Wind、东方证券研究所

海外要闻

美版“闲鱼” **Poshmark 上市首日劲升 150% 市值 74 亿美元**。“美国版闲鱼” Poshmark Inc. (NASDAQ:POSH) 周四登陆纳斯达克交易所挂牌上市首日高见 104.98 美元，比 42 美元的 IPO 定价飙涨 150%，反映 COVID-19 全球危机缔造的新常态下投资者对零售科技新贵的追捧。该二手服饰转卖线上平台原计划以每股 35-39 美元配售 660 万股股票，以 30 亿美元的市值募资 2.772 亿美元。

Poshmark Inc. (NASDAQ:POSH) 全日收报 101.5 美元，涨幅轻微回落至 141.7%，该集团市值随之攀升至 74 亿美元，一举超越美国最大百货零售商 Macy's Inc. (NYSE:M) 梅西百货集团的 43 亿美元、奢侈品百货集团 Nordstrom Inc. (NYSE:JWN) 诺德斯特龙的 60 亿美元、Michael Kors 母公司 Capri Holdings Ltd. (NYSE:CPRI) 的 66 亿美元、以及 Calvin Klein 母企 PVH Corp. (NYSE:PVH) 的 72 亿美元。

Poshmark Inc. 联合创始人兼首席执行官 Manish Chandra 在接受媒体访问时表示他不会特别注重短期波动，推动业务增长和服务 Poshmark 平台内的社群才是长期焦点。

他同时认为 Poshmark 亦可充当品牌接触消费者的桥梁，因为 Poshmark 作为“未来购物”的代表，不仅尽享 COVID-19 危机加速消费向数字渠道转移的红利，也符合可持续购物的消费趋势，更重要的是其社交属性。

Manish Chandra 表示在始创于 2011 年的 Poshmark 平台上，450 万活跃买家每人都创造了自己的品牌，吸引 3,200 万活跃用户平均每天停留 27 分钟。该平台的早期投资者 GGV Capital 的合伙人 Hans Tung 指出，强调买卖双方之间互动的 Poshmark 同时也是时尚图片分享和灵感搜集的社区，这些特性使其在电商中脱颖而出。

此外，投资者也看重 Poshmark Inc. 的轻资产模式和平台角色有助销售增长跑赢成本增长。该平台从每笔二手交易抽佣 20%。Poshmark Inc. 的年度 GMV 超过 13 亿美元，当中绝大部分来自美国和加拿大市场。2020 年首九个月收入同比增长 28% 至 1.928 亿美元，净利润为 2,090 万美元，该集团在截至 6 月底的财季首次实现盈利。

根据 Poshmark Inc. 主要竞争对手 ThredUp Inc. 与 GlobalData Retail 共同完成的年度行业报告，美国二手市场的规模可在五年内从 2019 年的 280 亿美元扩大到 640 亿美元。

与买卖双方通过 Poshmark 平台直接交易不同的是，ThredUp Inc. 从卖家回收二手服饰并负责处理、拍照、上架和发货，该模式吸引到 Macy's Inc.、Gap Inc. (NYSE:GPS) 盖璞集团、甚至 Walmart Inc. (NYSE:WMT) 沃尔玛等各个零售细分领域的龙头企业前来合作。

目前 ThredUp Inc. 正拓展家居用品市场，而 Poshmark Inc. 亦打算利用上市收益经营更多品类，并开拓更多英语国家市场，二手奢侈品线上转卖平台 The RealReal Inc. (NASDAQ:REAL) 已于 2019 年上市。ThredUp Inc. 去年 10 月也已经向美国证监会（SEC）提交了保密的 IPO 登记文件。即将试水火热的 IPO 的市场的时尚零售商还包括德国奢侈品电商 Mytheresa 以及英国经典鞋履品牌 Dr. Martens 马汀博士。

Manish Chandra 持有 600 万股 Poshmark Inc. 股票，截至周四收盘他的持股价值达到 6.1 亿美元。。

本土需求强烈 英国最大超市 Tesco 完全退出亚洲市场。乐购三季度及假日季表现出色，反映大流行下消费者对生活必需品的需求有增无减。三季度英国和爱尔兰市场可比销售录得 6.1% 的增幅，其中英国市场可比销售增幅 6.7%。

12 月 18 日公司完成了出售泰国和马来西亚市场予泰国富豪谢国民家族旗下正大集团的交易，宣布彻底退出亚洲，去年 2 月公司已经完成了退出与华润合资中国公司的交易。

疫情永久改变了生活习惯：宝洁称 SK-II 滞销 清洁产品需求强劲。新冠疫情下的 180 度需求变化令宝洁以及竞争对手欧莱雅等消费品公司内部业务结构完全逆转。

宝洁副主席 Jon Moeller 承认剃须、SK-II 和成人纸尿裤业务遭遇疫情居家令负面影响，其中日本市场因疫情封锁及旅游渠道销售基本归零都对 SK-II 销售造成打击。

他同时称，后疫情时代消费者对于在疫情中养成的更频繁清洁习惯可能会继续保持，卫生习惯可能已经因为新冠疫情永久改变。

1/16-1/22 消费行业投融资情况：

1) 男士综合个护品牌理然完成近 1.5 亿元人民币 B 轮融资

1 月 21 日，男士综合个护品牌理然宣布完成近 1.5 亿元人民币 B 轮融资，由 M31 资本与五源资本联合领投，老股东 SIG、红点中国、虎扑等跟投。品牌上线一年来，理然已完成共计 5 轮融资。理然于 2020 年 1 月正式上线，产品线覆盖面部护理、身体洗护、须发理容、身体香氛、彩妆等类目。2020 年第四季度，理然全渠道实现 GMV 近亿元人民币。

2) 功能性护肤品牌溪水源完成数千万美元 B 轮融资

1 月 22 日，功能性护肤品牌溪水源宣布完成数千万美元 B 轮融资，由 Coatue 资本与某美元基金联合领投，老股东弘毅投资跟投。本轮融资将用于核心技术研发、建设全球供应链及团队建设等。此前一年半内，溪水源已完成 5 轮融资。溪水源成立于 2019 年 8 月，产品于 2020 年 1 月正式上线，旗下现有山茶花系列、工业大麻 CBD 系列和 CBS 焕彩琉光系列三条产品线，共 40 个 SKU，

客单价在 200 元左右。溪水源线上现已进驻天猫、京东等电商，线下已入驻 KKV、H.E.A.T 喜燃等美妆集合店。

3) 预制菜品牌珍味小梅园完成数百万美元 Pre-A 轮融资

1 月 17 日，预制菜品牌珍味小梅园宣布完成数百万美元 Pre-A 轮融资，投资方为创新工场。去年 9 月，品牌已完成来自零一创投的百万美元天使轮融资。珍味小梅园成立于 2020 年 8 月，面向 25~35 岁消费人群提供预制菜品，现已推出早餐早点、网红菜和晚餐家常菜三大产品线，产品 SKU 达 50+。创立至今，珍味小梅园营收增长了 10 倍，半年 GMV 达数千万元人民币。

A 股行业与公司重要信息

【富安娜】公司于 2021 年 1 月 22 日召开第四届董事会第四十次会议，审议通过了《关于使用闲置自有资金购买理财产品的议案》，同意公司使用以闲置自有资金人民币 1.5 亿元购买广州市玄元投资管理有限公司的私募证券投资基金产品，自该基金产品认购协议签署日起 2 年内，授权总经理对该理财产品的相关续期事宜进行决策和实施。

【太平鸟】公司股东宁波鹏灏投资合伙企业（有限合伙）于 2021 年 1 月 21 日将质押的公司股份 2362 万股解除质押。截至本公告披露日，公司控股股东太平鸟集团有限公司及其一致行动人合计质押公司股份 9504.8 万股，占其持有公司股份总数的 26.26%，占公司总股本的 19.94%。

【朗姿股份】公司参加本期员工持股计划的持有人范围包括：公司(含子公司，下同)高级管理人员及核心骨干人员。

本期员工持股计划的资金来源为公司员工的合法薪酬和通过法律、行政法规允许的其他方式取得的资金，具体包括：(1)公司员工的自筹资金，金额不超过 2,016.00 万元；(2)控股股东借款。本期员工持股计划实施后，本期员工持股计划所持有的标的股票总数为不超过 942.00 万股，股票数量约占公司现有股本总额的 2.13%，公司全部有效的员工持股计划所持有的标的股票累计不超过公司股本总额的 10%，任一持有人持有的员工持股计划份额所对应的标的股票数量不超过公司股本总额的 1%。

本周建议板块组合

本周建议组合：安踏体育、李宁、珀莱雅、波司登和太平鸟。

上周组合表现：安踏体育 6%、李宁-1%、珀莱雅 2%、波司登-4%和太平鸟-4%。

投资建议和投资标的

周一国家统计局披露 2020 年社会消费品零售数据，20 年 12 月社零同比增长 4.6%，环比 11 月略有放缓，全年同比下降 3.9%，全年服装鞋帽类同比下降 6.6%。全年实物商品网上零售同比增长 14.8%，其中穿类商品增长 5.8%。可选消费品中，化妆品结束 11 月全渠道的大促之后，12 月增速放缓至 9%（11 月增长 32.3%），全年的累计增速达到 9.5%；服装鞋帽 12 月增长 3.8%（11 月

增长 4.6%)，金银珠宝 12 月增长 11.6% (11 月增长 24.8%)。从我们跟踪的 1 月元旦以来的终端反馈，随着春节前消费旺季开启，多数品牌可比同店都保持了不错的增长，虽然局部省份疫情反弹对当地线下消费带来一定的负面影响，在防控措施成熟有序的基础上，这种区域性的疫情预计对总体冬装销售(特别是线上消费)的冲击相对有限，今年政策鼓励就地过节以及各项激励措施推出，预计春节长假期间服装消费有机会复制 20 年国庆长假的亮眼表现。短期我们建议重点关注一季度业绩增长弹性大、当前估值水平处于低位的品牌服饰龙头标的如森马服饰、罗莱生活、海澜之家与太平鸟等。2021 年全年的投资策略，我们首选依然是高景气的运动服饰和化妆品等确定性赛道，其中运动服饰板块继续推荐申洲国际(02313, 买入)、李宁(02331, 买入)、安踏体育(02020, 买入)、关注滔搏(06110, 增持)，化妆品板块中长期看好珀莱雅(603605, 买入)、丸美股份(603983, 增持)，建议关注经历调整之后未来可能具备更大向上弹性的上海家化(600315, 增持)。低估值稳健或终端复苏改善显著的纺服配饰龙头，我们建议关注太平鸟(603877, 增持)、地素时尚(603587, 买入)、富安娜(002327, 买入)和罗莱生活(002293, 增持)等。港股低估值消费股继续推荐波司登(03998, 买入)。

风险提示

行业投资风险主要来自于全球新冠肺炎疫情的持续、经济减速对国内零售终端的压力、贸易摩擦、棉价和人民币汇率波动等。

附 1：国内外重点上市公司估值表

股票代码	公司名称	评级	股价(当地货币)	总市值(百万美元)	每股收益				市盈率				未来三年复合增长率
					2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
A 股市场													
002029.SZ	七匹狼	增持	5.13	598.96	0.46	0.29	0.37	0.42	11	18	14	12	-2.99%
002327.SZ	富安娜	买入	7.38	972.16	0.60	0.68	0.77	0.86	12	11	10	9	12.75%
002293.SZ	罗莱生活	买入	11.78	1506.43	0.66	0.71	0.82	0.92	18	17	14	13	11.71%
000726.SZ	鲁泰 A	增持	6.26	745.61	1.11	0.64	0.77	0.89	6	10	8	7	-7.10%
002003.SZ	伟星股份	增持	6.39	766.00	0.38	0.49	0.42	0.48	17	13	15	13	8.10%
601566.SH	九牧王	增持	11.41	1013.04	0.93	0.96	0.84	0.94	12	12	14	12	0.37%
002612.SZ	朗姿股份	增持	19.77	1351.49	0.56	0.64	0.71	0.71	35	31	28	28	8.26%
002563.SZ	森马服饰	买入	9.27	3863.71	0.57	0.29	0.58	0.67	16	32	16	14	5.54%
600398.SH	海澜之家	买入	6.46	4311.45	0.74	0.49	0.66	0.77	9	13	10	8	1.33%
603808.SH	歌力思	买入	13.75	706.42	1.07	1.31	1.12	1.30	13	10	12	11	6.71%
603877.SH	太平鸟	增持	33.10	2438.07	1.16	1.53	1.85	2.22	29	22	18	15	24.16%
603839.SH	安正时尚	增持	7.27	450.16	0.75	0.84	0.98	1.14	10	9	7	6	14.98%
603365.SH	水星家纺	增持	13.08	538.93	1.18	1.15	1.28	1.42	11	11	10	9	6.37%
699315.SH	上海家化	增持	35.04	3670.48	0.83	0.53	0.69	0.80	42	66	51	44	-1.22%
600612.SH	老凤祥	买入	47.92	2945.09	2.69	2.85	3.28	3.74	18	17	15	13	11.61%
603605.SH	珀莱雅	买入	189.26	5881.06	1.95	2.38	3.05	3.82	97	80	62	50	25.12%
603587.SH	地素时尚	买入	18.09	1344.97	1.30	1.36	1.56	1.75	14	13	12	10	10.42%
香港市场													
3998.HK	波司登	买入	3.99	5555.30	0.11	0.13	0.16	0.20	32	27	22	18	22.05%
0321.HK	德永佳集团	-	1.70	302.94	0.12	#N/AN/A	#N/AN/A	#N/AN/A	24	#N/AN/A	#N/A	#N/AN/A	#VALUE!
0551.HK	裕元集团	-	17.22	3580.51	1.46	(0.60)	1.20	1.72	#N/AN/A	#N/AN/A	14	10	5.26%
1234.HK	中国利郎	-	5.56	858.70	0.77	0.68	0.86	0.93	8	8	7	6	4.46%
1361.HK	361 度	-	1.24	330.66	0.24	0.23	0.25	0.28	6	5	5	4	4.63%
1368.HK	特步国际	-	3.81	1251.54	0.35	0.23	0.33	0.40	15	17	12	9	4.21%
1836.HK	九兴控股	-	9.50	973.79	0.95	0.18	0.80	1.07	19	53	12	9	3.50%
2020.HK	安踏体育	买入	129.50	45150.78	1.98	1.94	2.75	3.46	58	59	41	33	20.45%
2313.HK	申洲国际	买入	145.50	28208.68	3.85	4.30	5.13	5.99	35	34	28	24	13.74%
2331.HK	李宁	买入	50.80	16308.30	0.61	0.63	0.82	1.05	73	71	55	43	19.84%
1910.HK	新秀丽	-	12.04	2228.12	0.73	(4.20)	0.15	0.88	#N/AN/A	#N/AN/A	82	14	8.23%
1913.HK	普拉达	-	47.00	15510.82	0.88	(0.18)	0.64	0.99	#N/AN/A	#N/AN/A	75	48	2.54%
海外市场													

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

MC.PA	LVMH												
	Moet	503.50	308430.77	14.25	8.47	14.48	16.68	20	59	35	30	5.96%	
	Hennessy												
	Louis												
RMS.PA	Hermes	888.40	113820.96	14.66	10.77	15.14	17.48	36	83	59	51	6.27%	
	International												
CDLPA	Christian	441.00	96607.19	16.29	9.08	15.55	19.30	23	49	28	23	5.82%	
	Dior												
HSMB.SG	Hennes &	178.60	35461.01	8.12	0.71	6.90	8.51	22	252	26	21	1.92%	
	Mauritz												
NXT.L	Next PLC	8016.00	14547.10	4.72	2.23	4.22	4.85	13	36	19	17	-0.40%	
GPS	Gap Inc.	22.39	8374.51	0.93	(2.18)	1.31	1.89	15	#N/AN/ A	17	12	25.81%	
LTD	Limited	0.45	12509.32	(1.33)	3.03	3.09	3.24	15	15	15	14	-	
	Brands, Inc.											235.56%	
BRBY.L	Burberry	1712.50	9462.18	0.30	0.52	0.73	0.81	25	33	23	21	40.99%	
	Group PLC												
RL	Polo Ralph												
	Lauren	111.47	8148.89	5.07	1.49	6.45	7.36	19	75	17	15	10.50%	
	Corp.												
VFC	V.F.	0.85	33302.46	1.72	1.32	2.95	3.47	#N/AN /A	65	29	25	24.81%	
	Corporation												
BOS.DE	Hugo Boss	26.23	2241.02	2.97	(1.98)	1.25	1.97	16	#N/AN/ A	21	13	-7.63%	
	AG												
COLM	Columbia												
	Sportswear	94.09	6229.89	4.87	1.42	3.61	4.46	21	66	26	21	-3.85%	
	Company												
NKE	Nike Inc.	141.30	222758.04	1.63	3.02	3.87	4.54	30	47	37	31	40.20%	
ADS.DE	Adidas AG	285.20	69367.80	10.00	2.19	8.67	10.67	22	131	33	27	1.40%	
PUM.DE	Puma AG	87.98	16103.93	1.76	0.54	1.96	2.63	34	162	45	33	14.34%	

数据来源：A 股上市公司市场数据来自 WIND，已覆盖公司盈利预测来自东方证券研究所，香港与海外市场上市公司市场数据与盈利预测来自 BLOOMBERG（波司登盈利预测来自东方证券研究所）

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn