

行业景气度向上，季报预期升温继续关注低估值白马的机会



核心观点

- **行情回顾：**全周沪深 300 指数下跌 2.21%，创业板指数下跌 4.01%，纺织服装行业指数下跌 2.3%，表现介于沪深 300 和创业板指数之间，其中纺织制造板块下跌 2.83%，品牌服饰板块下跌 1.91%。个股方面，我们覆盖 A 股的伟星股份、鲁泰 A 和富安娜等取得了正收益。
- **海外要闻：**(1) 一年不如一年，Prada 罕见亏损。(2) Zara 母公司 Inditex 去年大幅关店 640 间。(3) Stitch Fix 假日季盈转亏，下调全年收入展望。
- **行业与公司重要信息：**(1) 太平鸟：公司发布业绩快报，2020 年度公司实现营业收入 90.57 亿元，同比增长 14.24%；实现归属净利润 7.1 亿元，同比增长 28.89%。(2) 丸美股份：公司发布关于持股 5%以上股东误操作违规减持的公告。(3) 雅戈尔：公司发布 2021 年限制性股票激励计划(草案)，本激励计划采取的激励形式为限制性股票。拟授予激励对象的限制性股票数量为 1.31 亿股，占本激励计划草案公告日公司股本总额 46.29 亿元的 2.83%；(4) 3/6~3/12 消费行业投融资情况：a. 进口跨境电商洋码头完成数亿元人民币 D+轮融资；b. 国际新奢美妆品牌集团 USHOPAL 完成近 1 亿美元 D 轮融资；c. 芳疗护肤品牌逐本连续完成 5000 万美元 A 轮和 B 轮融资。
- **本周建议板块组合：**安踏体育、李宁、珀莱雅、森马服饰和太平鸟。本周组合表现：安踏体育 2%、李宁 1%、珀莱雅-4%、森马服饰 0%和太平鸟 1%。

投资建议与投资标的

- 本周指数继续向下调整，沪深 300 与创业板指数下跌超过 2%，纺织服装板块总体延续相对抗跌的走势。从近期跟踪的行业重点公司 1-2 月终端零售来看，即使受到 1 月国内部分区域疫情的影响，多数品牌终端零售同比 20 年都有明显的增长，部分龙头的流水对比 19 年也有所增长，除了低基数因素之外，实体经济的回暖对消费的拉动逐步体现，预计今年上半年品牌服饰、黄金珠宝等受去年疫情冲击相对较大的板块在增速上将实现更大的反弹，化妆品和运动将延续较好的增长态势。短期市场风险偏好有所下降，现阶段市场关注度开始向业绩确定性改善、估值处于低位的板块转移，纺织服装板块预计将受益资金配置的适度分散，建议中短期关注品牌服饰龙头如森马服饰(002563, 买入)、罗莱生活(002293, 增持)、地素时尚(603587, 买入)、太平鸟(603877, 买入)和海澜之家(600398, 买入)等低估值、业绩预期改善较快的标的。中长期，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，其中运动服饰板块推荐申洲国际(02313, 买入)、李宁(02331, 买入)、安踏体育(02020, 买入)、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)。另外，港股低估值消费龙头继续推荐波司登(03998, 买入)，珠宝服饰关注国内第一龙头公司。

风险提示

- 全球新冠肺炎疫情的反复、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

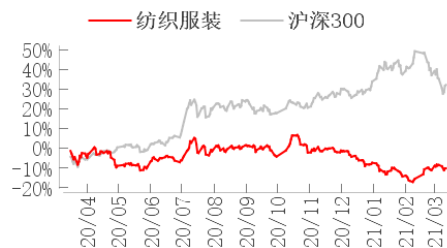
行业

纺织服装行业

报告发布日期

2021 年 03 月 14 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

行情回顾

本周沪深 300 指数下跌 2.21%，创业板指数下跌 4.01%，纺织服装行业指数下跌 2.3%，表现介于沪深 300 和创业板指数之间，其中纺织制造板块下跌 2.83%，品牌服饰板块下跌 1.91%。个股方面，我们覆盖 A 股的伟星股份、鲁泰 A 和富安娜等取得了正收益。

表 1：个股涨跌幅前 10 名

涨幅前 10 名	潮宏基	伟星股份	比音勒芬	波司登	鲁泰 A	美尔雅	金发拉比	健盛集团	跨境通	富安娜
幅度(%)	5.8	5.4	4.7	4.3	2.8	2.6	2.6	2.3	2.2	2.0
涨幅后 10 名	华斯股份	欣龙控股	诺邦股份	开润股份	常山股份	兴业科技	搜于特	南极电商	奥特佳	中银绒业
幅度(%)	-21.4	-9.9	-9.7	-9.4	-8.9	-8.6	-8.5	-8.2	-7.4	-6.9

数据来源：Wind、东方证券研究所

海外要闻

一年不如一年 Prada 普拉达罕见亏损。尽管下半年跌幅收窄，但尚未从上一轮奢侈品行业衰退潮中恢复的意大利奢侈品集团 Prada SpA (1913.HK) 普拉达在 COVID-19 大流行带来更严峻的奢侈品行业衰退潮中录得有史以来罕见的亏损。

2020 年，意大利集团净亏损 5,413.9 万欧元，而 2019 年盈利 2.558 亿欧元，该公司在业绩声明中强调 EBIT 全年录得 2,006.1 万欧元的正面表现，其中下半年 2.16 亿欧元，但仍远低于 2019 年的 3.068 亿欧元。

自 2011 年中国政府加大力度反腐后，普拉达自 2013 年开始正式步入衰退趋势，去年在全球大流行非必需品消费需求萎缩和门店大量被迫暂时关闭后，意大利集团录得上市来首次亏损。

Zara 母公司 Inditex 印地坊去年大幅关店 640 间。受 COVID-19 大流行冲击，Zara 母公司 Inditex SA (ITX.MC) 印地坊集团去年盈利和收入双双大幅下滑，而公司在加快数字化转型的同时亦大幅关闭了全球门店。

截至 1 月 31 日的 2020 财年底西班牙服饰巨头共运营 7,469 间门店，较 2019 财年底的 6,829 间答复缩减 640 间，集团 Zara、Pull&Bear、Massimo Dutti、Bershka、Stradivarius、Oysho 和 Uterqüe 七大核心品牌门店数系数净减少，整体销售面积亦净减少约 5%至 4,826,566 平方米。

Stitch Fix 假日季盈转亏，下调全年收入展望。Stitch Fix Inc. (NASDAQ: SFIX) 的假日季销售差过市场预期，且环比和同比均由盈转亏。

该订阅制服饰电商更下调了本季和全年收入展望，导致股价在周三崩跌逾 30%，低见 47.51 美元，创过去三个月最低位。

No Agency 分析师唐小唐表示，Stitch Fix Inc. (NASDAQ: SFIX)和 Farfetch Ltd.(NSYE:FTCH)等电商行业在流动性泛滥的情况下过去一年股价纷纷被人为推高十倍甚至数十倍，近期的科技股调整已经反映了风暴正在形成，而业绩仅仅是挤泡沫了一个藉口而已。

Stitch Fix Inc. (NASDAQ: SFIX)创始人兼首席执行官 Katrina Lake 在财报电话会议上直言假日季表现较疲软，原因在于在节日扎堆的 11-1 月，消费者的送礼任务比悦己型消费来得更重要。

在截至 2021 年 1 月 30 日的 2021 财年二季度，Stitch Fix Inc. 的收入同比上涨 12%至 5.041 亿美元，不及市场期望的 5.122 亿美元。净亏损达 2,104 万美元，而去年同期和一季度该集团分别实现净利润 1,143 万美元和 954 万美元，0.20 美元的每股亏损则低过市场预测的 0.22 美元。

Stitch Fix Inc. 反映假日季期间深受物流配送延迟的困扰，不仅配送成本被推高，更严重的是拉长了交易周期，不少已发货的订单未能核算到假日季业绩。

管理层强调 1 月已呈现改善的迹象，当月的收入和活跃用户增速更创历史同期新高，Katrina Lake 在电话会议上解释跳脱于按月订购模式的直接购买业务成为增长的主要动力。

此前也有零售同行表示一向淡静的 1 月销售意外火爆，Target Corp. (NYSE: TGT) 塔吉特集团称顾客对添置家居、服装、美容新品的意欲刺激 1 月可比销售增长超过三成，究其原因，美国人在 1 月获得的 600 美元纾困支票功不可没。

Stitch Fix 平台在截至 1 月 30 日有接近 390 万活跃用户，假日季期间活跃用户增加了 11 万，每个活跃用户的收入则按年下跌 7%至 467 美元。集团总裁 Elizabeth Spaulding 向分析师透露，女装、童装和英国市场都是增长强劲的领域，而男装恢复较慢。

Stitch Fix Inc. 把全年销售增长预期从 20%-25%下调到 18%-20%，而市场预期为不低于 22%；而三季度收入预计可按年增长 36%-39%至 5.05-5.15 美元，经调整 EBITDA 将介于-900 万美元至-500 万美元。

3/6~3/12 消费行业投融资情况：

1) 进口跨境电商洋码头完成数亿元人民币 D+轮融资

3 月 9 日，进口跨境电商洋码头宣布完成数亿元人民币 D+轮融资，投资方为盛世投资。2020 年 1 月，洋码头已完成来自新浪微博的数亿元人民币 D 轮融资。洋码头成立于 2010 年，采用 C2C 模式，借助买手的力量丰富商品。截至 2020 年 1 月，洋码头每日可供购买的商品达百万件，来自全球 83 个国家，包括高端奢侈品、轻奢商品、珠宝首饰、生活日用及各国小众商品等。

2) 国际新奢美妆品牌集团 USHOPAL 完成近 1 亿美元 D 轮融资

3 月 8 日，国际新奢美妆品牌集团 USHOPAL 宣布完成近 1 亿美金 D 轮融资，由方源资本领投，凯辉创新基金，众源资本，恒旭资本与大众众松基金跟投。USHOPAL 近期刚刚携手凯辉基金完成了全球十大沙龙香的品牌配枪朱丽叶 (Juliette Has A Gun) 的首次股权投资。USHOPA 为国际顶级美妆品牌进入中国提供独有的“全战略+全渠道”把控和完整生命周期操盘，包括品牌形象打造、渠道构建和管理、产品组合管理等，服务过的品牌包括 Aveeno, Henkel, CAUDLIE, HHUYGENS, Juliette has a gun 等。

3) 芳疗护肤品牌逐本连续完成 5000 万美元 A 轮和 B 轮融资

3 月 8 日，芳疗护肤品牌逐本宣布已连续完成 A 轮和 B 轮共计 5000 万美元融资，A 轮由元璟资本领投，五源资本与浅月资本跟投；B 轮由元生资本领投，元璟资本和五源资本跟投。本轮融资将用于产品研发、供应链资金储备、品牌建设、及团队储备等。逐本成立于 2016 年，产品于 2018 年

正式上线淘系，目前产品 SKU 有 10 个左右，包括磨砂膏、卸妆油、精华油等，价格带在 100 元以上。2020 年逐本全网 GMV 超 2 亿元。

A 股行业与公司重要信息

【太平鸟】1、公司发布业绩快报称，2020 年度公司实现营业收入 90.57 亿元，同比增长 14.24%；实现归属净利润 7.1 亿元，同比增长 28.89%。2、因职务调整，申亚欣先生不再担任公司副总经理一职，仍将继续担任公司其他职务。经总经理提名、提名委员会审核，公司董事会同意聘任欧利民先生为公司副总经理，任期自董事会审议通过之日起，至本届董事会届满之日为止。公司独立董事对此发表了同意的独立意见。

【丸美股份】公司发布关于持股 5%以上股东误操作违规减持的公告。公司股东“L Capital”因春节前后其工作人员变动未及时交接，误以为仍在减持计划实施期间，故通过集中竞价交易方式减持了公司股份 261,154 股，占公司总股本的 0.0650%，减持后 L Capital 持有公司股份 26,999,194 股，占公司总股本的 6.7192%。

【雅戈尔】公司发布 2021 年限制性股票激励计划(草案)，本激励计划采取的激励形式为限制性股票。股票来源为公司从二级市场回购或向激励对象定向发行的本公司人民币 A 股普通股股票。拟授予激励对象的限制性股票数量为 1.31 亿股，占本激励计划草案公告日公司股本总额 46.29 亿股的 2.83%，本激励计划为一次性授予，无预留权益。

本周建议板块组合

本周建议组合：安踏体育、李宁、珀莱雅、森马服饰和太平鸟。

上周组合表现：安踏体育 2%、李宁 1%、珀莱雅-4%、森马服饰 0%和太平鸟 1%。

投资建议和投资标的

本周指数继续向下调整，沪深 300 与创业板指数下跌超过 2%，纺织服装板块总体延续相对抗跌的走势。从近期跟踪的行业重点公司 1-2 月终端零售来看，即使受到 1 月国内部分区域疫情的影响，多数品牌终端零售同比 20 年都有明显的增长，部分龙头的流水对比 19 年也有所增长，除了低基数因素之外，实体经济的回暖对消费的拉动逐步体现，预计今年上半年品牌服饰、黄金珠宝等受去年疫情冲击相对较大的板块在增速上将实现更大的反弹，化妆品和运动将延续较好的增长态势。短期市场风险偏好有所下降，近阶段市场关注度开始向业绩确定性改善、估值处于低位的板块转移，纺织服装板块预计将受益资金配置的适度分散，建议中短期关注品牌服饰龙头如森马服饰(002563, 买入)、罗莱生活(002293, 增持)、地素时尚(603587, 买入)、太平鸟(603877, 买入)和海澜之家(600398, 买入)等低估值、业绩预期改善较快的标的。中长期，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，其中运动服饰板块推荐申洲国际(02313, 买入)、李宁(02331, 买入)、安踏体育(02020, 买入)、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)。另外, 港股低估值消费龙头继续推荐波司登(03998, 买入), 珠宝首饰关注国内第一龙头公司。

风险提示

行业投资风险主要来自于全球新冠肺炎疫情的反复、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	5.05	591.95	0.46	0.29	0.37	0.42	11	17	14	12	-2.99%
002327.SZ	富安娜	买入	7.35	972.04	0.60	0.68	0.77	0.86	12	11	10	9	12.75%
002293.SZ	罗莱生活	买入	11.95	1534.21	0.66	0.71	0.82	0.92	18	17	15	13	11.71%
000726.SZ	鲁泰 A	增持	5.94	713.54	1.11	0.64	0.77	0.89	5	9	8	7	-7.10%
002003.SZ	伟星股份	增持	6.22	748.57	0.38	0.49	0.42	0.48	16	13	15	13	8.10%
601566.SH	九牧王	增持	10.42	928.80	0.93	0.96	0.84	0.94	11	11	12	11	0.37%
002612.SZ	朗姿股份	增持	21.12	1449.49	0.56	0.64	0.71	0.71	38	33	30	30	8.26%
002563.SZ	森马服饰	买入	8.61	3602.82	0.57	0.29	0.58	0.67	15	30	15	13	5.54%
600398.SH	海澜之家	买入	6.15	4120.79	0.74	0.49	0.66	0.77	8	13	9	8	1.33%
603808.SH	歌力思	买入	13.61	701.99	1.07	1.31	1.12	1.30	13	10	12	10	6.71%
603877.SH	太平鸟	增持	28.18	2083.89	1.16	1.53	1.85	2.22	24	18	15	13	24.16%
603839.SH	安正时尚	增持	7.07	439.51	0.75	0.84	0.98	1.14	9	8	7	6	14.98%
603365.SH	水星家纺	增持	12.60	521.20	1.18	1.15	1.28	1.42	11	11	10	9	6.37%
699315.SH	上海家化	增持	39.62	4166.65	0.83	0.53	0.69	0.80	48	75	57	50	-1.22%
600612.SH	老凤祥	买入	45.61	2830.44	2.69	2.85	3.28	3.74	17	16	14	12	11.61%
603605.SH	珀莱雅	买入	186.00	5802.62	1.95	2.38	3.05	3.82	95	78	61	49	25.12%
603587.SH	地素时尚	买入	16.91	1262.21	1.30	1.36	1.56	1.75	13	12	11	10	10.42%
香港市场													
3998.HK	波司登	买入	3.44	4790.09	0.11	0.13	0.16	0.20	28	23	19	15	22.05%
0321.HK	德永佳集团	-	1.53	272.68	0.12	#N/AN/A	#N/AN/A	#N/AN/A	22	#N/AN/A	#N/A	#N/AN/A	#VALUE!
0551.HK	裕元集团	-	16.92	3518.54	1.46	(0.60)	1.19	1.71	#N/AN/A	#N/AN/A	14	10	4.98%
1234.HK	中国利郎	-	5.23	807.83	0.77	0.68	0.85	0.93	8	8	6	6	4.46%
1361.HK	361度	-	1.28	341.37	0.24	0.23	0.25	0.28	6	5	5	4	4.63%
1368.HK	特步国际	-	3.48	1143.27	0.35	0.22	0.32	0.40	14	16	11	9	4.11%
1836.HK	九兴控股	-	9.20	943.15	0.95	0.15	0.80	1.07	18	62	11	9	3.50%
2020.HK	安踏体育	买入	128.30	44737.59	1.98	1.94	2.75	3.46	57	58	41	33	20.45%
2313.HK	申洲国际	买入	152.10	29491.68	3.85	4.30	5.14	6.00	37	35	30	25	13.71%
2331.HK	李宁	买入	48.55	15587.83	0.61	0.63	0.82	1.05	70	68	52	41	19.84%
1910.HK	新秀丽	-	11.20	2072.91	0.73	(4.20)	0.15	0.88	#N/AN/A	#N/AN/A	76	13	8.23%
1913.HK	普拉达	-	47.80	15776.67	0.88	(0.16)	0.63	0.97	#N/AN/A	#N/AN/A	76	49	2.67%
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	507.60	310301.78	9.33	14.99	17.22	19.07	20	34	29	27	26.87%	
	Hennessy												
	Louis												
RMS.PA	Hermes	846.40	108216.57	14.66	10.66	15.14	17.70	36	79	56	48	6.79%	
	International												
CDLPA	Christian	437.40	95621.18	10.72	15.55	19.30	#N/AN/A	23	28	23	#N/AN	#VALUE	
	Dior										/A	!	
HSMB.SG	Hennes &	182.05	36019.40	0.75	6.83	8.50	9.31	22	27	21	20	131.83%	
	Mauritz												
NXT.L	Next PLC	7796.00	14176.87	4.72	2.21	4.24	4.87	13	35	18	16	-0.21%	
GPS	Gap Inc.	20.62	7712.48	0.93	(2.19)	1.28	1.86	15	#N/AN/ A	16	11	25.10%	
LTD	Limited	0.41	11522.04	(1.33)	3.06	3.11	3.27	15	14	13	13	-	
	Brands, Inc.											235.44%	
BRBY.L	Burberry	1740.00	9633.85	0.30	0.51	0.75	0.83	25	34	23	21	41.56%	
	Group PLC												
RL	Polo Ralph												
	Lauren	103.54	7569.17	5.07	1.53	6.56	7.56	19	68	16	14	11.62%	
	Corp.												
VFC	V.F.	0.79	30954.63	1.72	1.33	3.01	3.56	#N/AN					
	Corporation							/A	60	26	22	26.40%	
BOS.DE	Hugo Boss	29.75	2536.53	2.97	(2.13)	1.20	1.92	16	#N/AN/ A	25	16	-12.50%	
	AG												
COLM	Columbia												
	Sportswear	87.54	5796.20	4.87	1.43	3.61	4.46	21	61	24	20	-3.82%	
	Company												
NKE	Nike Inc.	134.72	212384.73	1.63	3.02	3.88	4.55	30	45	35	30	40.30%	
ADS.DE	Adidas AG	262.90	63812.15	10.00	2.24	8.44	10.62	22	117	31	25	1.13%	
PUM.DE	Puma AG	80.48	14700.78	1.76	0.55	1.79	2.58	34	146	45	31	13.63%	

数据来源：A 股市场上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