

安踏主品牌发布赢领计划，下半年继续看好板块龙头超额收益



核心观点

- 行情回顾:** 全周沪深 300 指数下跌 0.23%，创业板指数上涨 2.26%，纺织服装行业指数下跌 0.76%，表现弱于沪深 300 和创业板指数，其中纺织制造板块上涨 0.64%，品牌服饰板块下跌 1.61%。个股方面，我们覆盖的安踏体育、九牧王、海澜之家等取得了正收益。
- 海外要闻:** (1) 香港零售业连续四个月反弹。(2) 市场全面重启，Primark 三季度销售反弹两倍后上调全年盈利展望。(3) 缺席 618，H&M 集团近半月销售急转直下，中国市场二季度净关店 13 家。
- 行业与公司重要信息:** (1) 歌力思：公司发布非公开发行股票发行结果，此次发行规模 3657.73 万股，每股发行价为人民币 13.20 元，募集资金总额约人民币 4.83 亿元。(2) 锦泓集团：2021 年 7 月 5 日至 2021 年 7 月 7 日期间，朔明德通过集中竞价交易方式减持公司股份 2,787,223 股，占公司截至 2021 年 6 月 30 日总股本的 0.98%。(3) 七匹狼：为满足 Karl Lagerfeld 业务需求，公司已于近日按照前述约定与 KLGC 其他股东共同对 KLGC 的境内运营主体 KLSH 进行增资，其中公司的增资金额为 8,010 万元人民币。(4) 7/3~7/9 消费行业投融资情况：a. 潮流零售生态企业 kk 集团完成约 3 亿美元新一轮融资；b. 二手奢侈品平台值耀完成 5500 万人民币战略融资；c. 男士化妆品品牌蓝系完成数千万元 Pre-A 融资
- 本周建议板块组合:** 安踏体育、李宁、珀莱雅、申洲国际和波司登。本周组合表现：安踏体育 5%、李宁 1%、珀莱雅-11%、申洲国际-5%和波司登-3%。

投资建议与投资标的

- 周四安踏体育发布了未来 24 个月快速增长“赢领计划”，聚焦专业为本和品牌向上两大方向，整合全球顶级运动科技研发力量，突破跑步、篮球、女子等核心品类，聚焦 Z 世代消费者，加速 DTC 升级和数字化变革，引领高质量增长。作为品牌服饰行业最具代表的龙头之一，安踏的变革方向一定程度上代表了行业发展趋势，一方面紧抓 Z 世代消费需求，本土品牌正在逐步扭转对海外品牌的竞争劣势，另一方面依托零售数字化的推进，越来越多的品牌朝着全渠道柔性供应链的方向转型，减少行业一直以来的库存痛点。立足下半年，考虑到行业复苏和国潮深化的长期大趋势，同时叠加目前板块的低持仓和相对低估值，我们维持对板块“看好”评级，子行业方面，我们首选依然是高景气的运动服饰和大美容（化妆品和医美）两大确定性赛道，其中运动服饰板块推荐申洲国际(02313，买入)、安踏体育(02020，买入)、李宁(02331，买入)等，同时建议关注特步国际(01368，增持)和滔搏(06110，增持)，大美容板块中长期看好珀莱雅(603605，买入)、丸美股份(603983，增持)，建议关注上海家化(600315，增持)、贝泰妮(300957，增持)、华熙生物(688363，未评级)和爱美客(300896，未评级)。近期逐步进入中报预告公告阶段，板块内不少龙头公司值得期待，有望带动板块持续活跃。我们建议中短期关注中报预期良好、相对低估值或高分红的服饰珠宝消费龙头如太平鸟(603877，买入)、森马服饰(002563，买入)、海澜之家(600398，买入)、波司登(03998，买入)、罗莱生活(002293，增持)、地素时尚(603587，买入)和比音勒芬(002832，未评级)等，黑马标的建议关注报喜鸟(002154，未评级)和浙江自然(605080，未评级)。

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 07 月 12 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 指数下跌 0.23%，创业板指数上涨 2.26%，纺织服装行业指数下跌 0.76%，表现弱于沪深 300 和创业板指数，其中纺织制造板块上涨 0.64%，品牌服饰板块下跌 1.61%。个股方面，我们覆盖的安踏体育、九牧王、海澜之家等取得了正收益。

表 1：个股涨跌幅前 10 名

涨幅前 10 名	摩登大道	贵人鸟	柏堡龙	中银绒业	维格娜丝	奥特佳	星期六	步森股份	跨境通	南极电商
幅度(%)	27.5	24.2	17.9	17.6	15.0	14.6	13.0	11.2	10.1	9.6
涨幅后 10 名	森马服饰	美尔雅	珀莱雅	比音勒芬	罗莱生活	金发拉比	上海家化	周大生	健盛集团	浔兴股份
幅度(%)	-12.4	-12.1	-10.9	-9.1	-8.6	-7.4	-7.0	-6.9	-6.6	-6.1

数据来源：Wind、东方证券研究所

海外要闻

香港零售业连续四个月反弹。香港零售业连续第 4 个月反弹，5 月销货额临时估计同比增长 10.5% 至 295.91 亿港元，远好于市场预期的 6.9%，唯继续按月收窄，较 4 月 12.1% 的增幅低 160 个基点。2021 年首五个月，整体零售业反弹 8.9% 至 1,463.14 亿港元。

香港特区政府发言人表示，零售业总销货量在五月继续按年上升。不过，由于访港旅游业在世界各地的旅游限制下维持冰封，零售销货量仍远低于疫情前的水平。展望未来，尽管即将推出的消费券计划应有助刺激本地消费意欲，但在缺乏旅客消费的情况下，零售业的经营环境短期内将仍具挑战。因此，必须努力实现更广泛的疫苗接种，藉以创造有利条件让零售业务全面复苏。

香港零售管理协会主席谢邱安仪评论 5 月数据时继续将反弹归功于上年同期的低基数，她表示若与 2019 年同期相比仍然低约四分之一。对于即将于 7 月 4 日发放的 5,000 港元消费券，她指有助于推动整体消费气氛及销售，不仅仅局限于零售行业，并指 6 月是消费淡季，7、8 月份消费旺季仍无游客，由本地可引领的消费仍主要有赖于疫情变化。

不过分香港零售管理协会的调查显示，部分零售商预计，消费券的发放将推动销售带来个位数甚至低双位数增长。该协会最新的调查显示香港零售市场仍然严峻，3,300 间门店、58,000 名员工的 21 间受访会员公司中的 55% 表示三季度会关闭 5-10% 门店，唯均没有裁员及减薪计划。

5 月份反弹最为强劲的仍然是硬奢类别，珠宝首饰、钟表及名贵礼品 5 月销售 31.09 亿港元，同比增加 54.8%，但远低于 2、3、4 月分别 114.4%、81.2% 和 93.9% 的增幅。

药物及化妆品销售 5 月份进一步反弹，销售同比增加 19.3% 至 18.41 亿港元；服装销售增幅 12.6% 至 29.92 亿港元，较此前三个月分别 86.6%、76.3% 和 64.6% 的增幅大幅减弱；鞋类、有关制品及其他衣物配件 5 月销售 4.94 亿港元同比增长 9.4%；眼镜店销售 2.20 亿港元同比增加 13.4%；百货类销售继续低迷同比下滑 6.2% 至 33.97 亿港元，但较 4 月份 22.2% 的跌幅显著收窄。

谢邱安仪表示，6 月份销售类别可能反转。由于 2019 年同期本地社会事件影响，该月数字未必能反映正常情况，以往升幅较大的类别预计 6 月微跌或持平，而以往跌幅较大的类别如服装、化妆品可能会回升。

5月在线销售增幅重回强劲，按年升53.1%至21.94亿港元，占当月零售销售额7.4%，环比提高60个基点。

市场全面重启，Primark 三季度销售反弹两倍后上调全年盈利展望。随着欧洲各国逐步放宽防疫封锁，汹涌的消费需求已经把英国廉价快时尚实体零售商 Primark 的三季度销售推上 COVID-19 全球健康危机之前的水平。

Associated British Foods PLC (ABF.L) 英联食品集团表示，旗下 Primark 的收入在截至6月19日的前四个月同比增长207%至16.05亿英镑，与2019年同期相比也有超预期的3%增长。

缺席618 H&M 集团近半月销售急转直下，中国市场二季度净关店13家。由于 H&M 品牌因新疆棉立场触怒中国消费者而缺席今年的618年中大促，该品牌所属的 H&M Hennes Mauritz AB (Hmb.ST) 海恩斯莫里斯集团近半月销售再现显著跌幅。

即使该全球第二大服装零售商重申秋季极有可能恢复现金派息，其股价在周四早段仍急插最多4.9%至193瑞典克朗，把2021年迄今升幅进一步缩窄至12.2%。

7/3-7/9 消费行业投融资情况（来源于《华丽志》）：

1) 潮流零售生态企业kk集团完成约3亿美元新一轮融资

7月6日，潮流零售生态企业kk集团宣布近日完成约3亿美元新一轮融资，由京东领投，新天域资本，CMC资本，洪泰基金，中信证券，嘉实基金，洪策资本等跟投，投后估值约30亿美元。此前，KK集团于2020年8月完成10亿人民币E轮融资。KK集团目前拥有主打极致性价比的迷你生活集合品牌“KK馆”、生活方式主力店品牌“KKV”、美妆一站式品牌“THE COLORIST 调色师”及全球潮玩集合品牌“X11”等品牌，旗下的品牌门店已覆盖北京、上海、广州等全国近100多个城市。

2) 二手奢侈品平台值耀完成5500万人民币战略融资

7月5日，二手奢侈品平台值耀宣布完成5500万人民币战略融资，本轮融资由万物新生（爱回收）集团战略领投，早期投资人华盖资本、晨山资本、清新资本、歌斐资产跟投。万物新生集团还与值耀达成战略合作协议，将为值耀开放线上流量及线下近千家门店作为其开展二手奢侈品业务的入口及服务配套。值耀的核心业务模式为C2B（从消费者到商家），一方面引入回收商为用户提供较高回收竞价，一方面为用户提供鉴定、上门及到店回收服务。此外，值耀还为线下同行提供二手奢侈品鉴定、维修保养等增值服务，并为二手奢侈品商家提供在线交易平台易奢堂。

3) 男士化妆品品牌蓝系完成数千万元Pre-A融资

7月5日，男士化妆品品牌蓝系宣布完成数千万元人民币Pre-A融资，由启赋资本领投，本轮资金将用于男士产品线的专项研发和品牌营销推广等。此前，蓝系曾在2020年9月获近1500万元人民币天使轮投资，投资方为洛克基金。蓝系成立于2019年，目前有男士护肤和男士彩妆两条产品线，产品品类包括水杨酸沐浴露、控油补水面霜、男士润唇膏、裸妆BB霜和眉笔等。此外，在2021年4月，蓝系和国漫“灵笼”联名，推出了男士护肤套装礼盒，内含“大螺钉”熬夜精华水、四合一多效洗浴乳和咖啡、薄荷口味口喷。

A 股行业与公司重要信息

【歌力思】7月9日，歌力思发布非公开发行股票发行结果。公告显示，此次发行规模 3657.73 万股，发行对象共计 15 名，每股发行价为人民币 13.20 元，募集资金总额约人民币 4.83 亿元。发行结果显示，本次定增歌力思引入多家机构投资者，其中包括多家知名公募与私募基金：景林旗下两只基金合计获配金额约 1.4 亿元，东方港湾获配约 3000 万元，中欧基金获配约 4200 万元，财通基金获配约 3280 万元，南华基金获配约 2100 万元。。

【锦泓集团】2021 年 7 月 5 日至 2021 年 7 月 7 日期间，朔明德通过集中竞价交易方式减持公司股份 2,787,223 股，占公司截至 2021 年 6 月 30 日总股本的 0.98%。本次减持前，朔明德持有公司股份 17,057,922 股，占公司总股本的 5.98%；本次减持后，朔明德持有公司股份 14,270,699 股，占公司总股本的 4.99%，其持股比例已降至 5%以下。

【七匹狼】为满足 Karl Lagerfeld 业务需求，公司已于近日按照前述约定与 KLGC 其他股东共同对 KLGC 的境内运营主体 KLSH 进行增资，其中公司的增资金额为 8,010 万元人民币，KLGC 另外两个股东 Karl Lagerfeld Holdings Limited、Karl Lagerfeld B.V.各增资 995 万元人民币的等值美元，合计增资 10,000 万元人民币。KLSH 注册资本从 3000 万美元增加至人民币 285,824,528.31 元。增资后，公司及香港全资子公司通过直接和间接方式合计持有的 KLSH 股权比例保持不变，持有 KLSH 共计 80.1%的股权。

本周建议板块组合

本周建议组合：安踏体育、李宁、珀莱雅、申洲国际和波司登。

上周组合表现：安踏体育 5%、李宁 1%、珀莱雅-11%、申洲国际-5%和波司登-3%。

投资建议和投资标的

周四安踏体育发布了未来 24 个月快速增长“赢领计划”，聚焦专业为本和品牌向上两大方向，整合全球顶级运动科技研发力量，突破跑步、篮球、女子等核心品类，聚焦 Z 世代消费者，加速 DTC 升级和数字化变革，引领高质量增长。作为品牌服饰行业最具代表的龙头之一，安踏的变革方向一定程度上代表了行业发展趋势，一方面紧抓 Z 世代消费需求，本土品牌正在逐步扭转对海外品牌的竞争劣势，另一方面依托零售数字化的推进，越来越多的品牌朝着全渠道柔性供应链的方向转型，减少行业一直以来的库存痛点。立足下半年，考虑到行业复苏和国潮深化的长期大趋势，同时叠加目前板块的低持仓和相对低估值，我们维持对板块“看好”评级，子行业方面，我们首选依然是高景气的运动服饰和大美容（化妆品和医美）两大确定性赛道，其中运动服饰板块推荐申洲国际(02313, 买入)、安踏体育(02020, 买入)、李宁(02331, 买入)等，同时建议关注特步国际(01368, 增持)和滔搏(06110, 增持)，大美容板块中长期看好珀莱雅(603605, 买入)、丸美股份(603983, 增持)，建议关注上海家化(600315, 增持)、贝泰妮(300957, 增持)、华熙生物(688363, 未评级)和爱美客(300896, 未评级)。近期逐步进入中报预喜公告阶段，板块内不少龙头公司值得期待，有望

带动板块持续活跃。我们建议中短期关注中报预期良好、相对低估值或高分红的服饰珠宝消费龙头如太平鸟(603877, 买入)、森马服饰(002563, 买入)、海澜之家(600398, 买入)、波司登(03998, 买入)、罗莱生活(002293, 增持)、地素时尚(603587, 买入)和比音勒芬(002832, 未评级)等, 黑马标的建议关注报喜鸟(002154, 未评级)和浙江自然(605080, 未评级)。

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	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E	
A 股市场													
002029.SZ	七匹狼	增持	5.28	613.20	0.46	0.29	0.37	0.42	11	18	14	13	-2.99%
002327.SZ	富安娜	买入	8.15	1067.89	0.60	0.68	0.77	0.86	14	12	11	9	12.75%
002293.SZ	罗莱生活	买入	12.34	1569.65	0.66	0.71	0.82	0.92	19	17	15	13	11.71%
000726.SZ	鲁泰 A	增持	6.94	827.04	1.11	0.64	0.77	0.89	6	11	9	8	-7.10%
002003.SZ	伟星股份	增持	7.00	834.66	0.38	0.49	0.42	0.48	18	14	17	15	8.10%
601566.SH	九牧王	增持	10.35	914.04	0.93	0.96	0.84	0.94	11	11	12	11	0.37%
002612.SZ	朗姿股份	增持	32.81	2230.99	0.56	0.64	0.71	0.71	59	51	46	46	8.26%
002563.SZ	森马服饰	买入	10.09	4183.12	0.57	0.29	0.58	0.67	18	35	17	15	5.54%
600398.SH	海澜之家	买入	7.12	4726.67	0.74	0.49	0.66	0.77	10	15	11	9	1.33%
603808.SH	歌力思	买入	13.90	710.33	1.07	1.31	1.12	1.30	13	11	12	11	6.71%
603877.SH	太平鸟	增持	40.73	2984.13	1.16	1.53	1.85	2.22	35	27	22	18	24.16%
603839.SH	安正时尚	增持	8.52	524.75	0.75	0.84	0.98	1.14	11	10	9	7	14.98%
603365.SH	水星家纺	增持	14.61	598.77	1.18	1.15	1.28	1.42	12	13	11	10	6.37%
699315.SH	上海家化	增持	47.80	4980.47	0.83	0.53	0.69	0.80	58	90	69	60	-1.22%
600612.SH	老凤祥	买入	52.67	3163.07	2.69	2.85	3.28	3.74	20	18	16	14	11.61%
603605.SH	珀莱雅	买入	154.00	4759.94	1.95	2.38	3.05	3.82	79	65	50	40	25.12%
603587.SH	地素时尚	买入	19.20	1419.91	1.30	1.36	1.56	1.75	15	14	12	11	10.42%
香港市场													
3998.HK	波司登	买入	3.57	4963.51	0.11	0.13	0.16	0.20	29	24	20	16	22.05%
0321.HK	德永佳集团	-	1.87	332.70	0.12	#N/AN/A	#N/AN/A	#N/AN/A	27	#N/AN/A	#N/A	#N/AN/A	#VALUE!
0551.HK	裕元集团	-	18.92	3927.65	1.46	(0.57)	1.19	1.75	#N/AN/A	#N/AN/A	16	11	5.74%
1234.HK	中国利郎	-	5.05	778.68	0.52	0.80	0.89	#N/AN/A	9	6	6	#N/AN/A	#VALUE!
1361.HK	361 度	-	2.10	559.09	0.24	0.23	0.26	0.29	10	9	8	7	4.63%
1368.HK	特步国际	-	4.00	1311.84	0.23	0.32	0.40	0.48	16	12	10	8	24.08%
1836.HK	九兴控股	-	9.46	967.35	1.63	0.81	1.03	1.07	569	12	9	9	302.62%
2020.HK	安踏体育	买入	120.40	41910.46	1.98	1.94	2.75	3.46	54	55	39	31	20.45%
2313.HK	申洲国际	买入	170.30	32963.62	3.85	4.23	5.10	5.99	41	40	33	28	13.87%
2331.HK	李宁	买入	47.45	15208.37	0.61	0.63	0.82	1.05	68	66	51	40	19.84%
1910.HK	新秀丽	-	17.42	3218.55	(6.91)	0.06	1.06	1.49	#N/AN/A	320	16	12	-
1913.HK	普拉达	-	50.00	16474.32	(0.19)	0.67	1.06	1.37	#N/AN/A	74	47	37	160.77%
									/A				297.53%

海外市场													
MC.PA	LVMH		556.60	334384.23	9.33	15.08	17.55	19.76	20	37	32	28	28.51%
	Moet												
	Hennessy												
	Louis												
RMS.PA	Hermes		956.40	120170.43	13.12	16.56	19.05	21.64	36	58	50	44	17.74%
	International												
CDL.PA	Christian		507.00	108923.90	10.72	#N/AN/	#N/AN/	#N/AN/A	23	#N/AN/	#N/A	#N/AN	#VALUE
	Dior					A	A			A	N/A	/A	!
HSMB.SG	Hennes &		214.70	41649.35	0.75	6.36	8.80	10.00	22	34	24	21	137.97%
	Mauritz												
NXT.L	Next PLC		7966.00	14750.78	4.72	2.20	4.24	4.89	13	36	19	16	-0.11%
GPS	Gap Inc.		30.88	11575.42	(1.78)	1.29	1.93	2.53	15	24	16	12	-
													212.12%
LTD	Limited		0.60	16731.01	3.00	4.08	4.32	4.30	15	15	14	14	11.39%
	Brands, Inc.												
BRBY.L	Burberry		2045.00	11531.02	0.30	0.58	0.79	0.87	25	36	26	24	42.02%
	Group PLC												
RL	Polo Ralph		122.48	8955.54	5.07	0.61	6.50	7.71	19	202	19	16	12.44%
	Lauren												
	Corp.												
VFC	V.F.		0.79	31062.90	1.72	1.30	3.00	3.56	#N/AN	61	26	22	26.37%
	Corporation								/A				
BOS.DE	Hugo Boss		35.90	3008.06	(3.18)	0.97	1.95	2.52	16	37	18	14	-
	AG												193.28%
COLM	Columbia		106.02	7038.25	1.63	4.06	4.84	6.29	21	26	22	17	46.41%
	Sportswear												
	Company												
NKE	Nike Inc.		143.17	225706.07	1.63	3.11	3.96	4.62	61	46	36	31	41.69%
ADS.DE	Adidas AG		281.10	67052.28	2.21	7.72	10.05	11.92	22	36	28	24	73.68%
PUM.DE	Puma AG		88.80	15940.62	0.53	1.70	2.53	3.12	34	52	35	28	80.43%

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