

8月社零受疫情冲击增速下滑，静等旺季修复

核心观点

- 行情回顾：**全周沪深300指数下跌3.14%，创业板指数下跌1.2%，纺织服装行业指数下跌1.85%，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0.68%，品牌服饰板块下跌2.72%。个股方面，我们覆盖的华利集团、稳健医疗和珀莱雅等取得了正收益。
- 海外要闻：**(1) Nike、adidas代理商宝胜8月销售加速下跌。(2) 上班和社交需求刺激Ted Baker二季度收入反弹50%。(3) DIESEL复刻世界上最古老的牛仔面料。
- 行业与公司重要信息：**(1) 稳健医疗：公司将于2021年9月17日解禁8920.76万股，占总股本比例20.92%，解禁股类型是首发原股东限售股份，首发战略配售股份。(2) 森马服饰：公司员工持股计划持有公司股份约1385万股，占现有总股本的0.51%；本员工持股计划锁定期届满后对公司股本结构无影响。(3) 罗莱生活：公司2021年限制性股票激励计划的首次授予日为2021年9月17日，向符合授予条件的146名激励对象授予1175万股限制性股票，授予价格为每股5.76元。
- 本周建议板块组合：**李宁、安踏体育、华利集团、伟星股份和波司登。本周组合表现：申洲国际-4%、伟星股份0%、安踏体育-6%、李宁0%和波司登-4%。

投资建议与投资标的

- 周三统计局披露8月社零数据，受国内疫情散发范围扩大等因素影响，8月国内社会消费品零售总额同比仅增长2.5%，较7月进一步走弱（本轮疫情影响主要集中在8月），除汽车以外的消费品零售额增长3.6%。1-8月实物商品网上零售额同比增长15.9%，其中穿类商品增长19.4%。8月必需消费品表现相对更强，我们覆盖的可选消费品面临增速压力，化妆品、服装鞋帽、金银珠宝分别同比增长0%、-6%与7.4%（对比19年分别增长19%、-2%与24%）。三季度以来终端消费的疲软已经在股价上有所体现，在经济走弱的预期下当前市场普遍对下半年消费调低预期，品牌服饰板块估值也受到一定压制，我们认为在近期品牌龙头股价持续调整的过程中，板块又回到了左侧布局的时点。一方面三季报带来的压力随着社零和终端零售的跟踪陆续释放，市场对全年业绩预期不高，展望明年品牌龙头估值也回落到历史低位；另一方面进入9月中秋国庆消费旺季，特别是双十一即将进入预热阶段，平台与各品牌活动力度加大，有望为终端零售的恢复增添动力。考虑到目前板块的低持仓和相对低估值，鉴于行业国潮深化的长期大趋势，我们维持对板块“看好”评级。子行业方面，我们中长期首选依然是高景气运动服饰和大美容（化妆品和医美）两大确定性赛道，其中运动服饰板块我们推荐李宁(02331, 买入)、安踏体育(02020, 买入)、华利集团(300979, 增持)和申洲国际(02313, 买入)等，建议关注特步国际(01368, 买入)和滔搏(06110, 增持)，大美容板块中长期看好珀莱雅(603605, 买入)、贝泰妮(300957, 增持)、建议关注上海家化(600315, 增持)、丸美股份(603983, 增持)、华熙生物(688363, 未评级)和爱美客(300896, 未评级)。短期传统服饰板块建议关注伟星股份(002003, 买入)、报喜鸟(002154, 未评级)、太平鸟(603877, 买入)、波司登(03998, 买入)、浙江自然(605080, 买入)、罗莱生活(002293, 增持)、富安娜(002327, 增持)等。

风险提示

- 全球疫情的反复、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09月21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

证券分析师

朱炎

021-63325888*6107

zhuyan3@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860521070006

相关报告

出口制造维持高景气，品牌龙头进入左侧布局阶段： 2021-09-13

运动、珠宝和化妆品板块表现仍相对亮眼： 2021-09-10

——纺服及时尚消费品 2021年8月天猫数

据分析

出口制造和品牌服饰短期走势分化： 2021-09-05

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 3.14%，创业板指数下跌 1.2%，纺织服装行业指数下跌 1.85%，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 0.68%，品牌服饰板块下跌 2.72%。个股方面，我们覆盖的华利集团、稳健医疗和珀莱雅等取得了正收益。

表 1：个股涨跌幅前 10 名

涨幅前 10 名	探路者	华利集团	健盛集团	美盛文化	稳健医疗	比音勒芬	美邦服饰	华斯股份	珀莱雅	爱迪尔
幅度(%)	14.1	9.9	5.3	5.1	4.6	3.0	2.0	1.7	1.6	1.4
涨幅后 10 名	棒杰股份	南极电商	跨境通	兴业科技	朗姿股份	乔治白	金发拉比	森马服饰	地素时尚	摩登大道
幅度(%)	-12.7	-12.6	-11.9	-11.3	-9.0	-8.7	-8.0	-7.9	-7.7	-7.3

数据来源：Wind、东方证券研究所

海外要闻

Nike、adidas 代理商宝胜 8 月销售加速下跌。Nike 耐克、Adidas 阿迪达斯和 Puma 彪马等国际运动品牌中国主要代理商之一的宝胜国际（控股）有限公司(3813.HK)销售加速下滑，8 月份跌幅高达 32.3%。

周五盘后，该台资体育用品零售商公布的 8 月销售数据仅录得 14.014 亿元，拖累前八个月销售增幅降至 2.5%，而上半年和前七个月增幅分别为 11.4%和 7.7%，按照此趋势发展，该公司今年销售可能再度下跌，2020 年受疫情影响宝胜国际销售小幅下滑 5.8%。

2020 年宝胜国际销售为 256.111 亿元，今年前八个月销售 162.197 亿元。

宝胜国际在月度数据中一贯不披露销售变更原因，但与此前的跌幅相比，8 月销售突然加速下滑料与疫情及“618”大促“抽血”后的淡季相关，同时显示 3 月底的棉花事件继续对国际品牌销售施加压力。

在 8 月份的中报中，宝胜国际承认“市场波动”导致国际运动品牌部分市场份额转移至国内品牌，但该公司称，基于中国运动服装和体育消费市场在疫情后的长期增长机会，该集团期望通过把公域及私域流量结合规模庞大的实体店分销网络、加强与品牌合作伙伴合作以推动消费者交流和日常销售等措施来自保持增长势头。

不过该零售巨头将全年 10-20%增长的营收目标大幅削减至较 2019 年有个位数增长，这意味着同比 2020 年，宝胜国际今年营收至少有高位数增幅，而前八个月公司的收入目前仅录得低个位数增幅，若在接下来四季度旺季不能加速增长，则难以达到全年目标。

受宝胜国际业绩下滑拖累，8 月份公司控股股东裕元工业（集团）股份有限公司(0551.HK)销售亦大幅下滑 23.1%至 4.812 亿美元，1-8 月销售累计增幅亦跌破双位数，仅录得 9.7%至 58.990 亿美元。

裕元工业目前亦遭遇越南疫情影响，月初公司公告称，7 月初越南当局陆续要求工厂停工防疫，而上半年越南制造业务占集团整体营收多达 58%，其中鞋履出货量占比约 45%，因此三季度制造业务营收将大受影响。

越南停工导致裕元工业营收从7月开始下滑，同比跌幅6.6%，终止连续五个月的增长势头。

上班和社交需求刺激 Ted Baker 二季度收入反弹 50%。英国高端服装零售商 Ted Baker PLC (TED.L) 在二季度财报中指出，得益于英国本土和北美市场的客流量随着消费者信心恢复而反弹，整体销售在截至8月14日的2022财年二季度同比回升50%。Ted Baker PLC (TED.L) 周二微升0.2%至167便士，2021年迄今累计上升44%的该股有望在今年终止此前连续五年的跌势。目前该集团的市值约3.1亿英镑。

DIESEL 复刻世界上最古老的牛仔面料。DIESEL 复刻有史以来记录在册的最古老的牛仔面料，回归牛仔裤诞生地——热那亚，向意大利传统牛仔工艺致敬。

牛仔褲的起源可追溯于1760到1780年间——当时，热那亚当地村民和工人开始将牛仔褲作为日常服装，常见的颜色有靛蓝、棕色和白色。在意大利雕塑家 Pasquale Navone (1746-1791) 的一尊刻画当地人的雕塑小像中，该位男士身穿的牛仔褲采用斜纹2/1织法，即每2股蓝色棉纬纱对应1股白色亚麻经纱，与现代牛仔褲的相似度极高。这座代表历史上现存最古老的牛仔褲的雕像现收藏于热那亚市的 Giannettino Loxoro 美术馆中。

DIESEL 选用意大利手工织物，以精湛的匠心工艺，复刻了这一三百多年前面世的面料与服装。此复刻系列将于意大利 Genova 牛仔服装展上展出，展览持续至9月6日，重现意大利牛仔褲的隽永经典设计。其中，面料和服装由艺术、纺织和服装历史学家 Marzia Cataldi Gallo 鉴定，确保丹宁复刻的精准度和完整性。

首届 Genova 牛仔服装展于2021年9月2日至9月6日期间亮相意大利热那亚市。展会通过不同的呈现形式，充分展示牛仔褲的历史、演进以及创新之旅，并强调可持续发展的时尚理念；此外亦打造出一系列沉浸式的感官体验。其中，DIESEL 展览从多个维度和层次出发，不仅聚焦牛仔褲典藏档案，分享品牌在产品与制作中为环保可持续做出的不懈努力，以及如何利用牛仔推动世界广告行业的传播发展。

归根结底，DIESEL 以此复刻之举践行#其责敢当#企划，不断增强品牌文化、商业实践与发展足迹的更可持续性。通过参与 Genova 牛仔服装展，DIESEL 进一步表达品牌继续推动丹宁可持续发展的坚定决心。

A 股行业与公司重要信息

【李宁】2021年9月13日起，根据1月1日与宁聚力订立的加工定作协议发生的总额，当与过往交易合并计算时约为人民币1831.75万元(合并交易)。

【稳健医疗】公司将于2021年9月17日解禁8920.76万股，占总股本比例20.92%，解禁比例较大，解禁股类型是首发原股东限售股份,首发战略配售股份。

【浙江自然】近日，公司为美誉塑胶提供不超过150万美元的债务担保；为公司全资子公司越南大自然提供500万美元的授信担保。截止9月14日，公司及子公司对外担保总额为650万美元(含本次担保)。

【森马服饰】截至本公告日，公司员工持股计划持有公司股份约1385万股，占现有总股本的0.51%；该员工持股计划锁定期届满后对公司股本结构无影响。

【珀莱雅】9月16日公司股东方玉友将其持有的公司54万股票办理了质押展期登记手续，购回交易日为2022年9月15日。本次股份质押展期后，方玉友先生累计质押股份921万股，占其所持有公司股份总数的22.7%，占公司总股本的4.58%。

【罗莱生活】公司2021年限制性股票激励计划的首次授予日为2021年9月17日，向符合授予条件的146名激励对象授予1175万股限制性股票，授予价格为每股5.76元。

本周建议板块组合

本周建议组合：李宁、安踏体育、华利集团、伟星股份和波司登。

上周组合表现：申洲国际-4%、伟星股份0%、安踏体育-6%、李宁0%和波司登-4%。

投资建议和投资标

周三统计局披露8月社零数据，受国内疫情散发范围扩大等因素影响，8月国内社会消费品零售总额同比仅增长2.5%，较7月进一步走弱（这轮疫情影响主要集中在8月），除汽车以外的消费品零售额增长3.6%。1-8月实物商品网上零售同比增长15.9%，其中穿类商品增长19.4%。8月必需消费品表现相对更强，我们覆盖的可选消费品面临增速压力，化妆品、服装鞋帽、金银珠宝分别同比增长0%、-6%与7.4%（对比19年分别增长19%、-2%与24%）。三季度以来终端消费的疲软已经在股价上有所体现，在经济走弱的预期下当前市场普遍对下半年消费调低预期，品牌服饰板块估值也受到一定压制，我们认为在近期品牌龙头股价持续调整的过程中，板块又回到了左侧布局的时点。一方面三季报带来的压力随着社零和终端零售的跟踪陆续释放，市场对全年业绩预期不高，展望明年品牌龙头估值也回落到历史低位；另一方面进入9月中秋国庆消费旺季，特别是双十一即将进入预热阶段，平台与各品牌活动力度加大，有望为终端零售的恢复增添动力。考虑到目前板块的低持仓和相对低估值，鉴于行业国潮深化的长期大趋势，我们维持对板块“看好”评级。子行业方面，我们中长期首选依然是高景气运动服饰和大美容（化妆品和医美）两大确定性赛道，其中运动服饰板块我们推荐李宁(02331, 买入)、安踏体育(02020, 买入)、华利集团(300979, 增持)和申洲国际(02313, 买入)等，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)、贝泰妮(300957, 增持)、建议关注上海家化(600315, 增持)、丸美股份(603983, 增持)、华熙生物(688363, 未评级)和爱美容(300896, 未评级)。短期传统服饰板块建议关注伟星股份(002003, 增持)、报喜鸟(002154, 未评级)、太平鸟(603877, 买入)、波司登(03998, 买入)、浙江自然(605080, 买入)、罗莱生活(002293, 增持)和富安娜(002327, 增持)等。

风险提示

行业投资风险主要来自于全球疫情的反复、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				27				
0551.HK	裕元集团	-	18.92	3927.65	1.46	(0.57)	1.19	1.75			16	11	5.74%
1234.HK	中国利郎	-	5.05	778.68	0.52	0.80	0.89		9	6	6		
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		320	16	12	-
1913.HK	普拉达	-	50.00	16474.32	(0.19)	0.67	1.06	1.37		74	47	37	160.77%
													297.53%
海外市场													
MC.PA	LVMH Moet		556.60	334384.23	9.33	15.08	17.55	19.76	20	37	32	28	28.51%

RMS.PA	Hennessy Louis Hermes International	956.40	120170.43	13.12	16.56	19.05	21.64	36	58	50	44	17.74%
CDLPA	Christian Dior	507.00	108923.90	10.72				23				
HSMB.SG	Hennes & Mauritz	214.70	41649.35	0.75	6.36	8.80	10.00	22	34	24	21	137.97%
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	-
LTD	Limited Brands, Inc.	0.60	16731.01	3.00	4.08	4.32	4.30	15	15	14	14	11.39%
BRBY.L	Burberry Group PLC	2045.00	11531.02	0.30	0.58	0.79	0.87	25	36	26	24	42.02%
RL	Polo Ralph Lauren Corp.	122.48	8955.54	5.07	0.61	6.50	7.71	19	202	19	16	12.44%
VFC	V.F. Corporation	0.79	31062.90	1.72	1.30	3.00	3.56		61	26	22	26.37%
BOS.DE	Hugo Boss AG	35.90	3008.06	(3.18)	0.97	1.95	2.52	16	37	18	14	-
COLM	Columbia Sportswear Company	106.02	7038.25	1.63	4.06	4.84	6.29	21	26	22	17	46.41%
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）

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有报喜鸟（002154）股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

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