

制造强品牌弱格局延续，降温叠加双十一有望继续助推冬装销售

核心观点

- **行情回顾：**全周沪深 300 指数下跌 1.35%，创业板指数上涨 0.06%，纺织服装行业指数上涨 1.21%，表现优于沪深 300 和创业板指数，其中纺织制造板块上涨 2.46%，品牌服饰板块上涨 0.25%。个股方面，我们覆盖的伟星股份、华利集团和李宁等取得了正收益。
- **海外要闻：**(1) Zalando 三季度利润暴跌。(2) Michael Kors 母公司 Carpi 上调全年预期。(3) Ralph Lauren 拉尔夫劳伦二季度收入增幅 26%至 15 亿美元。
- **行业与公司重要信息：**(1) 太平鸟：自 2021 年 11 月 4 日起 3 个交易日后的 3 个月内公司股东宁波永乐投资股份有限公司为释放公司股票的流动性，激励管理人员，计划通过大宗交易减持不超过 4,930,000 股，减持比例不超过公司总股本的 1.03%。(2) 李宁：截至 2021 年 11 月 3 日公司已将合共 120,000,000 股先旧后新配售股份以 87.50 港元/股的价格配售予不少于 6 名承配人，占公司已发行股本的 4.59%。(3) 丸美股份：公司到期赎回使用闲置自有资金购买的理财产品，本金 13,000 万元，收益 103.8 万元。(4) 10/23~10/29 消费行业投融资情况：a. 新锐女士时尚包袋品牌 OLEADA 完成近千万人民币天使轮融资；b. 新消费医药品牌硬核制药完成千万美元 A 轮融资；c. “虚拟人”生态公司次世文化完成 A+轮融资。
- **本周建议板块组合：**李宁、安踏体育、华利集团、伟星股份、波司登。本周组合表现：李宁 8%、安踏体育 3%、申洲国际-5%、伟星股份 9%和波司登 -4%。

投资建议与投资标的

- 三季度以来纺织制造强于品牌服饰的板块结构走势在本周得到延续，一方面从三季报业绩表现来看，外热内冷的情况下，出口制造的景气度明显好于内需为主的品牌企业，并且从全市场来看三季度能够维持较快增长的细分板块的稀缺性也更为典型；另一方面，进入冬季国内疫情防控力度进一步趋严，经济的放缓对消费也有不小的压力，市场仍在等待数据层面的改善。从 10 月跟踪的终端零售来看，国庆长假受天气影响整体较为平淡，但中旬左右全国范围的降温对秋冬装的消费起到了明显的提振，本周末全国将进入新一轮大范围降温，叠加双十一大促与冷冬预期，预计将再一次助推各品牌的冬装销售，Q4 品牌服饰的销售环比将有望改善。考虑到目前板块的低持仓和低估值，特别是市场整体对板块较为一致的悲观预期，我们认为当前时点反而是细分行业龙头不错的左侧布局时点，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)和爱美容(300896，未评级)。短期传统服饰板块建议关注伟星股份(002003，买入)、波司登(03998，买入)、浙江自然(605080，买入)、罗莱生活(002293，增持)、报喜鸟(002154，未评级)。

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。



东方证券
ORIENT SECURITIES

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 11 月 08 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

三季报业绩验证行业高景气，行业监管持续加强：	2021-11-06
三季报制造强于品牌，双十一预售龙头表现突出：	2021-11-01
9 月社零环比回升，可选消费中珠宝表现突出：	2021-10-24

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申明。

行情回顾

全周沪深 300 指数下跌 1.35%，创业板指数上涨 0.06%，纺织服装行业指数上涨 1.21%，表现优于沪深 300 和创业板指数，其中纺织制造板块上涨 2.46%，品牌服饰板块上涨 0.25%。个股方面，我们覆盖的伟星股份、华利集团和李宁等取得了正收益。

表 1：个股涨跌幅前 10 名

涨幅前 10 名	st 柏龙	美盛文化	奥特佳	凤竹纺织	伟星股份	中银绒业	华利集团	李宁	歌力思	罗莱生活
幅度(%)	25.7	17.9	14.6	14.3	9.5	8.8	8.8	7.5	5.9	5.4
涨幅后 10 名	九牧王	上海家化	森马服饰	汇洁股份	贵人鸟	老凤祥	凯瑞德	申洲国际	金发拉比	开润股份
幅度(%)	-6.9	-6.4	-6.1	-5.7	-5.5	-4.9	-4.8	-4.8	-4.4	-4.2

数据来源：Wind、东方证券研究所

海外要闻

Zalando 三季度利润暴跌 警告时尚业价格战重新开启。在公布几乎亏损以及收入增速大幅放缓的季度业绩后，欧洲最大时尚电商 Zalando SE (ZAL.DE) 周三低开低走，午盘跌幅扩大至 7%。

尽管该欧洲时尚巨头维持全年收入和 GMV 预期，但集团首席财务官 David Schroeder 警告伴随欧洲多个市场实体店重启，假日季将面临激烈的竞争环境，加上此前 Amazon.com Inc. (NASDAQ:AMZN) 亚马逊低迷的三季度表现和竞争对手 ASOS PLC (ASC.L) 警告供应链受阻和全年盈利受压，投资者对该德国集团表现警惕。

Miachel Kors 母公司 Carpi 上调全年预期。Capri Holdings Ltd. (NYSE:CPRI) 在关键指标上悉数上调全年展望后周三早盘股价飙升逾一成五，市值再度接近百亿美元。

Capri Holdings Ltd. 的股价表现与前一日公布季度业绩的竞争对手大相径庭，Ralph Lauren Corp. (NYSE: RL) 拉夫劳伦集团周二上调全年收入预期但维持营业利润率不变后遭遇投资者惩罚，股价大跌一成。

Capri Holdings Ltd. 预期截至明年 3 月底的 2022 财年营业利润率 18%，较此前预期提高 200 个基点，EPS 预期由 4.50 美元相应上调至 5.30 美元，而收入预期亦由 53 亿美元上调至 54 亿美元。

Ralph Lauren 拉尔夫劳伦二季度收入增幅 26%至 15 亿美元。美国本土和欧洲市场的持续解封继续为 Ralph Lauren Corp. (NYSE: RL) 拉夫劳伦集团二季度增长提供源源不断的动力，该美国奢侈品集团因此上调全年收入预期。

Ralph Lauren Corp. 拉夫劳伦集团现预计 2022 财年收入增幅 34-36%，此前预期 25-30%。

A 股行业与公司重要信息

【太平鸟】1、自 2021 年 11 月 4 日起 3 个交易日后的 3 个月内公司股东宁波禾乐投资股份有限公司为释放公司股票的流动性，激励管理人员，计划通过大宗交易减持不超过 4,930,000 股，减持

比例不超过公司总股本的 1.03%。2、截至 2021 年 11 月 3 日公司股东禾乐投资以集中竞价交易方式共减持股份 9,405,729 股，占公司总股本的 1.97%，减持后禾乐投资持股 4.40%。

【李宁】截至 2021 年 11 月 3 日公司已将合共 120,000,000 股先旧后新配售股份以 87.50 港元/股的价格配售予不少于 6 名承配人，占公司已发行股本的 4.59%。

【丸美股份】公司到期赎回使用闲置自有资金购买的理财产品，本金 13,000 万元，收益 103.8 万元。

【周大生】截至 2021 年 10 月 31 日，公司通过回购专用证券账户，以集中竞价方式累计回购了 392.01 万股，占公司截至当前总股本的 0.36%，最高成交价为 20.64 元/股，最低成交价为 17.67 元/股，支付的总金额为 7405.37 万元(不含交易费用)。

【珀莱雅】1、公司到期赎回使用限制自有资金购买的理财产品，本金 30,000 万元，收益 204.891781 万元。2、公司股东方玉友先生自 2021 年 6 月 2 日至 2021 年 10 月 29 日期间，通过集中竞价交易和大宗交易方式合计减持公司股份 2,368,927 股，占公司总股本的 1.1779%，权益变动后，方玉友先生持有上市公司股份比例将从 22.2851%减少至 21.1072%。3、自 2021 年 2 月 4 日至 2021 年 11 月 5 日期间，公司股东侯军呈先生通过集中竞价交易方式合计减持公司股份 2,043,885 股，占公司总股本的 1.0163%；方爱琴女士于 2021 年 2 月 9 日减持公司股份 69,990 股，占公司总股本的 0.0348%。侯军呈先生、方爱琴女士合计减持公司股份 2,113,875 股，占公司总股本的 1.0511%。4、公司股东方玉友先生自 2020 年 12 月 10 日至 2021 年 11 月 2 日期间，通过集中竞价交易和大宗交易方式合计减持公司股份 10,055,786 股，占公司总股本的 5.0000%。本次权益变动后，方玉友持有公司股份 38,802,214 股，占公司总股本的 19.2934%。

【昊海生科】公司全资子公司河南宇宙人工晶状体研制有限公司于近日收到国家药品监督管理局颁发的关于折叠式人工晶状体产品的 2 项《医疗器械注册变更文件》，分别新增预装式非球面人工晶状体产品（P-PCF60/A）型号，及适用于更广泛患者尤其是高度近视和高度远视患者的人工晶状体产品（PCF60/L、PCF60/AL）型号。

【华熙生物】公司将于 2021 年 11 月 1 日以 116 元/股的授予价格向 133 名激励对象授予 96 万股限制性股票。

10/23~10/29 消费行业投融资情况（来源于《华丽志》）：

1) 新锐女士时尚包袋品牌 OLEADA 完成近千万人民币天使轮融资

10 月 22 日，新锐女士时尚包袋品牌 OLEADA 宣布完成近千万人民币天使轮融资，由坚果资本领投，UpHonest Capital 威诚资本跟投，本轮资金将主要用于团队建设、产品研发和品牌推广等。OLEADA 品牌于 2020 年成立，专注现代职场女性通勤、差旅等出行场景，推出时尚度和功能性兼具的包袋产品，现已上线海浪包、灯塔桶包、海湾包等多款产品。新款托特包目前也已完成研发，预计不久之后即将上线。同时，OLEADA 还推出了众多如内胆包、小挂件等皮具配件，方便用户进行搭配和复购。

2) 新消费医药品牌硬核制药完成千万美元 A 轮融资

10月28日，新消费医药品牌硬核制药宣布完成千万美元A轮融资，由IDG、红杉资本领投，天图资本、元璟资本投资，本轮资金将用于核心技术研发、建设全球供应链以及团队建设等。硬核制药成立于2019年，其子品牌HeyBro硬核男士于2020年9月正式上线，定位于男士医药健康品类，在防脱生发、生殖健康、皮肤个护和日常保健四个方面，为男士提供药品和功效型消费品。硬核制药还联合阿康健康，成立了硬核制药互联网医院，为用户在“问诊、用药和售后陪伴”全生命周期提供医疗健康服务的解决方案。

3) “虚拟人”生态公司次世文化完成A轮融资

10月26日，“虚拟人”生态公司次世文化宣布于近期完成A轮融资，由网易战略领投，动域资本跟投，原股东顺为资本、创世伙伴CCV持续跟投。次世文化成立于2016年11月，初期为跨次元IP运营公司，后于2018年正式入场“虚拟人”赛道，在“明星虚拟形象”（迪丽热巴、黄子韬、欧阳娜娜、罗云熙等）、“超写实虚拟人”（翎、南梦夏、Ask等）、“品牌数字IP形象开发”（IDo珠宝、花西子、伊利等）等方面打造了诸多案例。今年九月份，次世文化与国内AI公司小冰联合发布的全球首位人类观察者“AI MIRROR”，MIRROR的AI部分采用了小冰框架训练生成，并且在持续学习迭代中。

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：李宁8%、安踏体育3%、申洲国际-5%、伟星股份9%和波司登-4%。

投资建议和投资标的

三季度以来纺织制造强于品牌服饰的板块结构走势在本周得到延续，一方面从三季报业绩表现来看，外热内冷的情况下，出口制造的景气度明显好于内需为主的品牌企业，并且从全市场来看三季度能够维持较快增长的细分板块的稀缺性也更为典型；另一方面，进入冬季国内疫情防控力度进一步趋严，经济的放缓对消费也有不小的压力，市场仍在等待数据层面的改善。从10月跟踪的终端零售来看，国庆长假受天气影响整体较为平淡，但中旬左右全国范围的降温对秋冬装的消费起到了明显的提振，本周末全国将进入新一轮大范围降温，叠加双十一大促与冷冬预期，预计将再一次助推各品牌的冬装销售，Q4品牌服饰的销售环比将有望改善。考虑到目前板块的低持仓和低估值，特别是市场整体对板块较为一致的悲观预期，我们认为当前时点反而是细分行业龙头不错的左侧布局时点，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，其中运动服饰板块推荐李宁(02331，买入)、安踏体育(02020，买入)、华利集团(300979，买入)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)和爱客(300896，未评级)。短期传统服饰板块建议关注伟星股份(002003，买入)、波司登(03998，买入)、浙江自然(605080，买入)、罗莱生活(002293，增持)和报喜鸟等。

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
					2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
A 股市场													
002029.SZ	七匹狼	增持	5.55	655.57	0.28	0.35	0.42	0.45	20	16	13	12	17.13%
002327.SZ	富安娜	买入	8.44	1094.29	0.62	0.73	0.86	0.98	14	12	10	9	16.49%
002293.SZ	罗莱生活	买入	13.88	1820.32	0.70	0.87	1.01	1.16	20	16	14	12	18.34%
000726.SZ	鲁泰 A	增持	6.20	714.59	0.11	0.55	0.85	1.00	56	11	7	6	108.71%
002003.SZ	伟星股份	增持	10.11	1226.10	0.51	0.59	0.70	0.81	20	17	14	12	16.67%
601566.SH	九牧王	增持	13.06	1173.10	0.64	0.37	0.60	0.68	20	35	22	19	2.04%
002612.SZ	朗姿股份	增持	36.13	2498.76	0.32	0.56	0.78	1.00	112	65	46	36	45.69%
002563.SZ	森马服饰	买入	7.09	2985.76	0.30	0.57	0.67	0.78	24	12	11	9	37.51%
600398.SH	海澜之家	买入	6.56	4429.39	0.41	0.62	0.73	0.85	16	11	9	8	27.51%
603808.SH	歌力思	买入	15.00	865.41	1.21	0.95	1.14	1.35	12	16	13	11	3.72%
603877.SH	太平鸟	增持	37.54	2797.44	1.50	2.16	2.67	3.31	25	17	14	11	30.19%
603839.SH	安正时尚	增持	6.24	390.90	0.55	0.53	0.58	0.61	11	12	11	10	3.51%
603365.SH	水星家纺	增持	15.66	652.77	1.03	1.40	1.61	1.86	15	11	10	8	21.78%
699315.SH	上海家化	增持	42.81	4547.97	0.63	0.78	1.05	1.37	68	55	41	31	29.56%
600612.SH	老凤祥	买入	45.65	2971.68	3.03	3.59	3.90	4.45	15	13	12	10	13.63%
603605.SH	珀莱雅	买入	200.10	6290.60	2.37	2.89	3.66	4.67	84	69	55	43	25.37%
603587.SH	地素时尚	买入	18.69	1405.83	1.31	1.48	1.72	1.99	14	13	11	9	14.95%
香港市场													
3998.HK	波司登	买入	5.60	7823.20	0.18	0.25	0.31	0.36	27	20	16	14	25.53%
0321.HK	德永佳集团	-	1.56	276.85	0.20				8				
0551.HK	裕元集团	-	16.78	3474.72	(0.44)	1.24	1.76	2.05	16	14	10	8	-268.80%
1234.HK	中国利郎	-	4.39	675.22	0.52	0.80	0.81	0.90	8	5	5	5	17.37%
1361.HK	361 度	-	3.55	942.78	0.23	0.33	0.37	0.40	12	11	10	9	17.77%
1368.HK	特步国际	-	10.14	3425.78	0.23	0.42	0.53	0.66	30	24	19	15	39.53%
1836.HK	九兴控股	-	9.43	961.69	0.02	0.71	1.04	1.21	25	13	9	8	316.79%
2020.HK	安踏体育	买入	123.30	42812.98	2.16	3.48	4.44	5.57	50	31	24	19	37.13%
2313.HK	申洲国际	买入	159.50	30776.91	3.83	4.36	5.60	6.68	41	37	28	24	17.57%
2331.HK	李宁	买入	90.20	30311.35	0.78	1.76	2.23	2.79	102	45	36	28	53.09%
1910.HK	新秀丽	-	18.52	3417.64	(6.91)	(0.20)	0.92	1.42			20	13	-161.24%
1913.HK	普拉达	-	50.50	16597.60	(0.19)	0.81	1.21	1.45	64	62	42	35	-300.06%
海外市场													
MC.PA	LVMH												
	Moet												
	Hennessy		708.90	413857.47	9.33	20.96	23.30	25.77	20	34	30	28	40.57%
	Louis												

RMS.PA	Hermes International	1459.00	178146.21	13.27	21.95	24.07	26.80	36	66	61	54	26.62%
CDL.PA	Christian Dior	695.50	145203.01	10.72				23				
HSMB.SG	Hennes & Mauritz	172.20	33275.74	0.75	6.24	9.18	10.18	22	28	19	17	138.65%
NXT.L	Next PLC	8122.00	14562.37	2.23	5.13	5.59	5.75	13	16	15	14	35.83%
GPS	Gap Inc.	24.89	9361.26	(1.78)	2.19	2.51	2.94	15	11	10	8	-218.71%
LTD	Limited Brands, Inc.				4.12	4.47	4.94					14.12%
BRBY.L	Burberry Group PLC	2008.00	10966.21	0.93	0.85	0.98	1.05	25	24	20	19	4.78%
RL	Polo Ralph Lauren Corp.	127.54	9389.12	(1.65)	7.39	8.11	9.17	19	17	16	14	-273.15%
VFC	V.F. Corporation	0.74	29081.60	1.05	3.19	3.71	4.14		23	20	18	57.19%
BOS.DE	Hugo Boss AG	54.38	4427.87	(3.18)	1.70	2.49	3.09	16	32	22	18	-198.85%
COLM	Columbia Sportswear Company	104.69	6827.58	1.63	4.77	5.54	6.47	21	22	19	16	53.11%
NKE	Nike Inc.	177.51	280965.97	3.64	3.62	4.76	5.51	61	49	37	32	14.25%
ADS.DE	Adidas AG	296.70	68775.46	2.21	7.55	9.99	12.15	22	39	30	24	74.89%
PUM.DE	Puma AG	112.35	19598.76	0.53	2.03	2.86	3.61	34	55	39	31	90.21%

数据来源：Bloomberg，已覆盖公司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、私募业务仍持有报喜鸟（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