

# 11月社零表现疲软，静待经济托底政策发力



## 核心观点

- **行情回顾：**全周沪深 300 指数下跌 1.99%，创业板指数下跌 0.94%，纺织服装行业指数下跌 0.75%，表现介于沪深 300 和创业板指数之间，其中纺织制造板块上涨 0.54%，品牌服饰板块下跌 1.77%。个股方面，我们覆盖的七匹狼、伟星股份和华孚时尚等取得了正收益。
- **海外要闻：**(1) 时隔 6 年 Chanel 任命新 CEO。(2) 宝胜国际 11 月跌势加剧。(3) ZARA 母公司 Inditex 三季度销售继续超越疫情前。
- **行业与公司重要信息：**(1) 华利集团：拟终止募集资金投资项目“中山腾星年产 3500 万双编织鞋面扩产项目”，并将用于原募投项目的未使用募集资金人民币 87,603.45 万元变更为“印度尼西亚鞋履生产基地（一期）建设项目”的投入资金。(2) 朗姿股份：公司为加快医疗美容业务特别是“米兰柏羽”品牌在深圳地区的战略布局，拟对公司全资孙公司深圳米兰进行增资和业务全面升级。各增资主体拟合计出资 1.5 亿元人民币。(3) 周大生：公司 2021 年 11 月份公司新增自营门店 2 家，名称分别为：周大生成都泛悦城市广场专卖店、周大生广州番禺新大新百货专柜。
- **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。上周组合表现：李宁-10%、安踏体育-11%、华利集团-5%、伟星股份 3%和波司登-3%。

## 投资建议与投资标的

- 周三统计局披露 11 月社零数据，11 月国内社会消费品零售总额同比增长 3.9%，较 10 月增速有所放缓，除汽车以外的消费品零售额增长 5.4%。1-11 月实物商品网上零售同比增长 13.2%，其中穿类商品增长 11.1%。11 月从结构来看，受益通胀相对更强的还是必选消费如粮油食品、饮料、烟酒等品类，我们覆盖的可选消费品中，金银珠宝 11 月同比增长 5.7%（对比 19 年增长 31.91%），化妆品和服装鞋帽同比增长 8.2%、-0.5%（对比 19 年分别增长 43.15%、4.08%）。去年高基数下，金银珠宝和化妆品仍保持了较快增长。展望 2022 年，在政策为经济托底的基调下，我们认为对可选消费基本面的悲观预期有望随着经济的见底逐步得到修复，板块结构性机会仍然可观。一方面出口制造龙头在外需引领下，业绩的确定性增长有望迎来估值上的提升，另一方面品牌企业普遍的估值低位之下，后续基本面的见底改善也有望带动更多的配置机会。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)和爱美客(300896, 未评级)。传统服饰板块推荐伟星股份(002003, 买入)、波司登(03998, 买入)、浙江自然(605080, 买入)、罗莱生活(002293, 增持)、森马服饰(002563, 买入)等。建议关注报喜鸟(002154, 未评级)、比音勒芬(002832, 未评级)、盛泰集团(605138, 未评级)。短期看板块内具有全球细分行业竞争力的制造业龙头预计二级市场表现仍更为活跃。

## 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

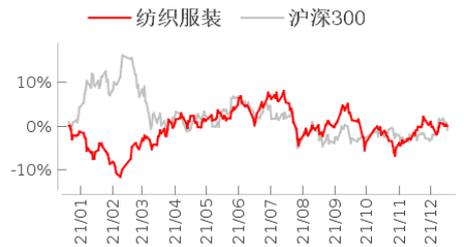
行业

纺织服装行业

报告发布日期

2021 年 12 月 19 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

中央经济工作会议再次奠定扩大内需主基调	2021-12-12
公安部加大对非法医美监管力度	2021-12-06
纺织服装龙头的价值不断得到认可	2021-12-06

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 1.99%，创业板指数下跌 0.94%，纺织服装行业指数下跌 0.75%，表现介于沪深 300 和创业板指数之间，其中纺织制造板块上涨 0.54%，品牌服饰板块下跌 1.77%。个股方面，我们覆盖的七匹狼、伟星股份和华孚时尚等取得了正收益。

表 1：个股涨跌幅前 10 名

涨幅前 10 名	美盛文化	鹿港文化	江苏阳光	星期六	*ST 干足	天创时尚	如意集团	中银绒业	华斯股份	华升股份
幅度(%)	49.3	17.2	12.4	10.3	10.1	7.0	5.9	5.2	4.6	4.1
涨幅后 10 名	凯瑞德	安踏体育	太平鸟	李宁	富安娜	健盛集团	报喜鸟	跨境通	锦泓集团	朗姿股份
幅度(%)	-15.3	-11.1	-10.6	-10.4	-9.9	-8.8	-8.0	-7.3	-5.9	-5.6

数据来源：Wind、东方证券研究所

## 海外要闻

**时隔 6 年 Chanel 任命新 CEO。**奢侈品品牌 Chanel SA 香奈儿周二出人意外地任命全球首席执行官，来自 Unilever PLC (ULVR.L) 联合利华的首席人力资源官 Leena Nair 将于明年 1 月底加入。

此次任命是法国公司在 2016 年初炒掉 Maureen Chiquet 后香奈儿时隔近六年才迎来的又一位 CEO，而此前该职位由公司实控人家族 Wertheimer 兄弟中的 Alain Wertheimer 兼任。

不过新的任命并不代表法国公司可能的 IPO 选择，香奈儿在声明中表示，将继续保持公司长期独立。

Leena Nair 明年上任后将成为四大奢侈品集团中历史首位和唯一一位亚洲女性，Chanel SA 香奈儿的此次决定亦为白人男性绝对统治的奢侈品行业做出表率。

**宝胜国际 11 月跌势加剧。**伴随零星疫情以及促销力度加大，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) 11 月销售跌幅加剧。

11 月宝胜国际销售跌幅 30.3%至 14.304 亿元，将今年迄今为止的跌幅扩大至 7.2%，而前三季度跌幅 1.7%，按照目前趋势该公司收入毫无意外将连续下滑。

进入 11 月和 12 月，在“双 11”促销压力以及最大客户 Adidas AG(ADS.DE) 阿迪达斯集团中国销售持续大跌需要转移库存的情况下，宝胜国际明显加大促销力度，但仍未能改善持续下滑的销情，11 月表现为今年来次差，仅好于 8 月份 32.3%的跌幅。

在“双 11”当日公布的三季度业绩中，宝胜国际尽管一季度消费复苏强劲，但 3 月底市场波动以及 COVID-19 于集团核心经营区域的不同城市零星爆发，影响二、三季度销售表现。

宝胜国际所指的“市场波动”为 3 月底新疆棉事件引发的对国际品牌的抵制活动，受此影响，该集团最大客户之一的 Adidas AG(ADS.DE) 阿迪达斯集团大中华销售已经连续大跌两个季度，二、三季度分别录得 16%和 15%的下滑；Nike Inc. (NYSE:NKE) 耐克集团截至 8 月底的财季内大中华

市场增速放缓至 1%，其中服装类别销售更大跌 9%，而另一运动巨头 Puma SE (PUMG.DE) 彪马三季度大中华销售跌幅由二季度的 5%扩大至 16%。

阿迪达斯集团管理层在三季度业绩会上透露，大中华市场因新疆棉事件叠加疫情和水灾，单季度损失 6 亿欧元，公司已经将区内 1,000 万间产品转移其他市场销售。德国公司同时指出 6 月份直营业务一度从新疆棉事件中恢复，但随后的疫情影响下销售再度转弱。

与直营业务相比，来自宝胜国际的批发业务显然更加疲弱，该台资体育零售销售自 4 月份以来已经连跌八个月，而依目前趋势以及农历年时间表，12 月份表现亦难言乐观。

宝胜国际表现持续拖累而控股公司裕元集团(0551.HK) 销售，11 月裕元集团销售同比下滑 8.3%至 6.762 亿美元，而 1-11 月销售同比增幅下滑至 1.5%，累计销售 77.379 亿美元。

**ZARA 母公司 Inditex 三季度销售继续超越疫情前。**尽管连续两个季度销售超越疫情前水平，且进入四季度表现持续，但投资者担心疫情影响假日季表现，且公司四季度毛利率将明显收缩，快时尚巨头 Inditex SA (ITX.MC) 印地纺集团在公布三季度业绩后股价暴跌逾 5%。

周三收盘，Inditex SA (ITX.MC) 印地纺集团股价报 27.43 欧元，全日暴跌 5.22%，对应约 854.43 亿欧元市值，今年以来该公司股价亦由正转负，而竞争对手 Hennes & Mauritz AB (HM-b.ST) 海恩斯莫里斯集团同日公布基本恢复疫情前水平的四季度初步销售后股价同样大跌 2.80%，但瑞典公司今年迄今股价仍有逾 5%的微弱涨幅。

## A 股行业与公司重要信息

【华利集团】1.公司股东代表监事邓清而女士因个人原因请求辞去公司监事职务。邓清而女士辞职后仍在公司担任其他职务。拟补选莫健钧先生担任公司股东代表监事。

2.拟终止募集资金投资项目“中山腾星年产 3500 万双编织鞋面扩产项目”，并将用于原募投项目的未使用募集资金人民币 87,603.45 万元变更为“印度尼西亚鞋履生产基地（一期）建设项目”的投入资金。

【水星家纺】公司使用共计 2 亿元闲置自有资金购买理财产品，预计收益共 129.24-231.03 万元。

【地素时尚】公司限售股份约 3.19 亿股将于 2021 年 12 月 22 日解禁并上市流通，占公司总股本比例为 66.33%。

【水羊股份】公司新加坡籍董事兼副总经理何广文，因与公司签订的劳动合同期满，且疫情影响其出入境进行工作，申请辞去职务，其辞任后将不在公司担任职务。

【朗姿股份】公司为加快医疗美容业务特别是“米兰柏羽”品牌在深圳地区的战略布局，拟对公司全资孙公司深圳米兰进行增资和业务全面升级。各增资主体拟合计出资 1.5 亿元人民币。

【爱美客】公司及子公司拟使用最高额度不超过 25 亿元闲置自有资金进行现金管理，期限为 2022 年度。

【周大生】公司 2021 年 11 月份公司新增自营门店 2 家，名称分别为：周大生成都泛悦城市广场专卖店、周大生广州番禺新大新百货专柜。

【三夫户外】1.截至12月13日，公司已批准的对外担保余额为2000万元，占归属于上市公司股东净资产比例的3.8%。2.公司非职工代表监事李航先生由于个人原因辞职，补选徐晓燕女士作为公司第四届监事会非职工代表监事候选人。

## 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-10%、安踏体育-11%、华利集团-5%、伟星股份3%和波司登-3%。

## 投资建议和投资标的

周三统计局披露11月社零数据，11月国内社会消费品零售总额同比增长3.9%，较10月增速有所放缓，除汽车以外的消费品零售额增长5.4%。1-11月实物商品网上零售同比增长13.2%，其中穿类商品增长11.1%。11月从结构来看，受益通胀相对更强的还是必选消费如粮油食品、饮料、烟酒等品类，我们覆盖的可选消费品中，金银珠宝11月同比增长5.7%（对比19年增长31.91%），化妆品和服装鞋帽同比增长8.2%、-0.5%（对比19年分别增长43.15%、4.08%）。去年高基数下，金银珠宝和化妆品仍保持了较快增长。展望2022年，在政策为经济托底的基调下，我们认为对可选消费基本面的悲观预期有望随着经济的见底逐步得到修复，板块结构性机会仍然可观。一方面出口制造龙头在外需引领下，业绩的确定性增长有望迎来估值上的提升，另一方面品牌企业普遍的估值低位之下，后续基本面的见底改善也有望带动更多的配置机会。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）和爱美客（300896，未评级）。传统服饰板块推荐伟星股份（002003，买入）、波司登（03998，买入）、浙江自然（605080，买入）、罗莱生活（002293，增持）、森马服饰（002563，买入）等。建议关注报喜鸟（002154，未评级）、比音勒芬（002832，未评级）、盛泰集团（605138，未评级）。短期看板块内具有全球细分行业竞争力的制造业龙头预计二级市场表现仍更为活跃。

## 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	
<b>A股市场</b>													
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%
<b>香港市场</b>													
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%
<b>海外市场</b>													
MC.PA	LVMH Moet Hennessy Louis		708.90	413857.47	9.33	20.96	23.30	25.77	20	34	30	28	40.57%

RMS.PA	Hermes International	1459.00	178146.21	13.27	21.95	24.07	26.80	36	66	61	54	26.62%
CDLPA	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 LTD	Gap Inc. Limited Brands, Inc.	24.89	9361.26	(1.78)	2.19	2.51	2.94	15	11	10	8	-218.71%
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，资产管理、私募业务合计持有报喜鸟（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](http://www.dfzq.com.cn)