

## 一季度复苏较为确定 适度关注低估值龙头

### 核心观点

- **行情回顾:** 全周沪深 300 指数上涨 3.36%，创业板指数上涨 4.42%，纺织服装行业指数上涨 1.45%，表现弱于沪深 300 和创业板指数，其中纺织制造板块上涨 0.19%，品牌服饰板块上涨 2.36%。个股方面，我们覆盖的 A 股朗姿股份、森马服饰和歌力思均取得了正收益，覆盖港股龙头消费股多数再创新高。
- **海外要闻:** (1) 复星旗下奥地利奢侈内衣品牌 Wolford 上半财年业绩超出预期。(2) 受小红书和淘宝启发，英国美容社交电商平台 Agora 获 660 万美元种子轮融资。(3) 43 年历史的美国健身设备和服务公司 ICON 计划今年 IPO。
- **行业与公司重要信息:** (1) 珀莱雅：方玉友通过集中竞价交易和大宗交易方式合计减持公司股份 2,011,514 股，占公司总股本的 1.0002%。(2) 豫园股份：公司以 45.3 亿元拍下四川沱牌舍得集团有限公司 70% 股权。(3) 罗莱生活：公司董事会于 2020 年 12 月 30 日收到公司副总裁刘海翔先生提交的书面辞职报告，刘海翔先生因个人原因请求辞去公司副总裁职务。辞职后，刘海翔先生不再担任公司任何职务。(4) 12/25~12/31 消费行业投融资情况：a. 香水香氛企业御梵获数千万人民币战略投资；b. 儿童奶酪品牌妙飞完成近亿元人民币 B 轮融资；c. 女性甜酒品牌玛丽雪莱完成数百万人民币种子轮融资。
- **本周建议板块组合:** 安踏体育、李宁、珀莱雅、波司登和森马服饰。本周组合表现：安踏体育 6%、李宁 7%、珀莱雅 6%、森马服饰 12% 和波司登 12%。

### 投资建议与投资标的

- 2020 年尘埃落定，全年纺织服装行业指数（中信）下跌 2.51%，在中信 30 个行业中排名第 25 位，整体表现偏弱。但板块结构分化明显，其中也不乏机会。高景气细分赛道中的龙头公司在业绩推动下，继续享受高估值溢价，涨幅显著超越全市场与行业指数，在注册制背景下，板块中经营不佳的小市值公司面临关注度与估值进一步下跌的风险，这也将是 2021 年板块的主基调。节前一周市场以红盘收关，在全国大范围降温的催化下，品牌服饰龙头（波司登、森马服饰等）的涨幅居前，在经历了 11 月零售需求的短暂回调后，随着持续降温以及春节消费旺季的开启，12 月起预计冬装销售将进一步回暖。考虑疫情带来的低基数，增速改善的确定性更大，建议短期关注一季度增长弹性大、估值低的龙头森马服饰、罗莱生活、地素时尚、海澜之家和太平鸟等。2021 年全年的投资策略，我们首选依然是高景气的运动服饰、化妆品、电商运营等确定性赛道，其中运动服饰板块继续推荐申洲国际(02313, 买入)、李宁(02331, 买入)、安踏体育(02020, 买入)、关注滔搏(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)。低估值稳健或终端复苏改善显著的纺服配饰龙头，我们建议关注地素时尚(603587, 买入)、海澜之家(600398, 买入)、富安娜(002327, 买入)、罗莱生活(002293, 增持)、森马服饰(002563, 买入)和太平鸟(603877, 增持)。电商龙头关注南极电商(002127, 增持)。冷冬最受益标的继续推荐低估值的波司登(03998, 买入)。

### 风险提示

- 全球新冠肺炎疫情的持续、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

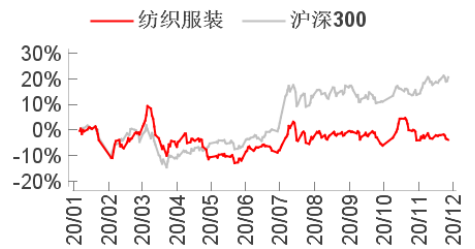
行业

纺织服装行业

报告发布日期

2021 年 01 月 03 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

全周沪深 300 指数上涨 3.36%，创业板指数上涨 4.42%，纺织服装行业指数上涨 1.45%，表现弱于沪深 300 和创业板指数，其中纺织制造板块上涨 0.19%，品牌服饰板块上涨 2.36%。个股方面，个股方面，我们覆盖 A 股朗姿股份、森马服饰和歌力思均取得了正收益，覆盖港股龙头消费股多数再创新高。

**表 1：个股涨跌幅前 10 名**

涨幅前 10 名	朗姿股份	欣龙控股	兴业科技	乔治白	波司登	森马服饰	嘉欣丝绸	李宁	歌力思	三夫户外
幅度(%)	19.8	15.1	14.1	13.0	12.2	11.6	7.8	6.6	6.3	6.3
涨幅后 10 名	贵人鸟	金鹰股份	瑞贝卡	美盛文化	上海家化	南极电商	探路者	搜于特	摩登大道	星期六
幅度(%)	-7.8	-6.1	-5.7	-5.6	-5.3	-5.2	-4.0	-3.4	-3.3	-3.2

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 海外要闻

**复星旗下奥地利奢侈内衣品牌 Wolford 上半财年业绩超出预期：亏损缩窄，线上销售额同比大增 54%。**12 月 23 日，中国复星国际旗下奥地利奢侈内衣品牌 Wolford（沃芙德）公布了 2020/21 财年上半年关键财务数据，虽然业绩不可避免地受到新冠疫情带来的封锁以及随后的关店潮影响，但品牌的复苏进程似乎并未因此受到严重阻碍。

欧洲、中东和非洲地区以及美国市场的门店纷纷在 4 月底和 5 月之间重新营业（中国门店 2 月底恢复营业），但截至目前总体购买趋势尚未完全恢复正常。在此情况下，Wolford 在 2020/21 财年上半年（2020 年 5 月至 2020 年 12 月）仍录得销售额 4817 万欧元，相比去年同期的 6049 万欧元下跌了约 20%。但在深受疫情困扰、全球经济形势不甚乐观的情况下，这个销售额跌幅已经大大低于预期。

尽管销售额有所下滑，但亏损缩窄了约 100 万欧元，Wolford 2020/21 财年上半年亏损 1128 万欧元，而去年同期的亏损为 1203 万欧元。这一结果未考虑房地产销售所得影响，今年春天 Wolford 完成出售位于奥地利布雷根茨的总部大楼，所得的 7200 万欧元都被用于偿还 2020 年 5 月上旬到期的债务。

**受小红书和淘宝启发，英国美容社交电商平台 Agora 获 660 万美元种子轮融资。**不久前，总部位于伦敦的美容社交电商初创企业 Agora 获得了 660 万美元的种子轮融资，由 Draper Esprit 领投，Lakestar、Angel Capital Management 和其他投资者参投。

Agora 由 Riccardo Basile 和 Elizabeth Craft Townsend-Rose 共同创立于 2019 年。于今年 4 月发布了“Agora” app 应用程序，便于美容爱好者和业内人士开发和分享与美妆品牌相关的视频内容，从而将创意变现。

两位创始人曾是东南亚电商平台 Lazada 的创始团队成员，Lazada 已于 2016 年被阿里巴巴集团收购。

公司首席执行官 Riccardo Basile 说：“当把业务卖给他们（阿里巴巴）时，我们以为自己是电子商务专家，但后来我们意识到，我们只是 1.0 版商业模式的专家。在某种程度上，与阿里巴巴合作就像是获得了电子商务的博士学位，使我们掌握了将社交机制和电子商务结合起来的能力。”

Agora 受到了亚洲电子商务平台（如小红书和淘宝）的启发，利用了用户生成内容（UGC）的热门趋势。

Riccardo Basile 解释说：“我们建立 Agora 是为了改变在线美容购物体验，创造机会使普通人的才华和创造力也能变现，此前这是品牌赞助的社交媒体影响力者们的特权。Agora 将催生出一批新型的创业者。……公司的愿景是为美容爱好者创建一个社区——从英国开始，然后扩展到整个欧洲，未来甚至可以到达欧洲以外的地区。”

从 4 月份试运行至今，Agora 已经吸引了 5 万名注册用户，内容创作者制作了超过 5 万条视频。上个月，Agora 推出了它的第一项社交商务测试，让一部分内容创造者通过 app 来策划和销售美容产品，并从销售项目中获得佣金。

Agora 的商业功能将于 2021 年第一或第二季度正式推出，全球和独立品牌可在该平台上开设旗舰店。Agora 还将推出更先进的技术解决方案，以增强购物体验，比如直播和基于人工智能的个性化服务。

Agora 的目标是，通过开设可以直接面向消费者销售产品的旗舰店，让美容品牌在社交媒体的社群中占有一席之地。最终目的是，为 Agora 用户提供一种类似于线下美容店的体验，同时具备乐趣、效率和信任等所有元素。

**43 年历史的美国健身设备和服务公司 ICON 计划今年 IPO，年销售达 15 亿美元。**据消息人士称，美国健身品牌 NordicTrak 的母公司、运动健身设备生产商及经销商 ICON Health & Fitness（以下简称 ICON）已经邀请银行帮助其筹备 IPO（首次公开募股）。

匿名消息人士称，ICON 计划于 2021 年上市。ICON 发言人拒绝就此事发表评论。

2020 年 10 月，ICON 从全球最大消费品私募基金 L Catterton 和既有投资者 Pamplona Capital Management 等投资者处获得 2 亿美元投资。当时，ICON 的估值超过 70 亿美元。据悉，自 1977 年成立以来，ICON 累计筹集了 3.98 亿美元外部资金。

### 12/25~12/31 消费行业投融资情况：

#### 1) 香水香氛企业御梵获数千万元人民币战略投资

12 月 25 日，香水香氛企业御梵宣布获得欧游集团数千万元人民币战略投资，融资将主要用于品牌推广，整合人才以及优化公司等。御梵的前身是一家有近 40 年供应链历史的香水香氛日化公司，2019 年开始正式转型，如今同时面向 B 端和 C 端生产并销售香氛个护、家居香氛及香水等日用香氛产品。截至目前，企业 2020 年以来 To B 业务销售额约 1.6 亿元，To C 业务销售额约 5000 万元。

#### 2) 儿童奶酪品牌妙飞完成近亿元人民币 B 轮融资

12月29日，儿童奶酪品牌妙飞宣布完成近亿元人民币B轮融资，由高瓴创投领投，钟鼎资本、老股东经纬中国跟投，融资将主要用于产能升级和市场推广。此前7月，妙飞获得经纬中国战略股权投资。妙飞成立于2018年，旗下儿童奶酪棒、奶酪条等产品于2019年初上市，目前主要通过线下商超渠道销售。

### 3) 女性甜酒品牌玛丽雪莱完成数百万元人民币种子轮融资

12月29日，女性甜酒品牌玛丽雪莱宣布完成数百万元人民币种子轮融资，投资方为前《21世纪商业评论》主编吴伯凡。玛丽雪莱围绕女性独饮场景、社交场景和礼品场景，以甜型葡萄酒的高端产品贵腐酒切入市场，产品于今年4月正式上线。截至目前，品牌销售额达数百万元人民币。

## A 股行业与公司重要信息

【珀莱雅】公司2020年12月31日收到公司持股5%以上股东方玉友先生发来的通知，方玉友先生自2020年12月22日至2020年12月31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2,011,514股，占公司总股本的1.0002%。

【豫园股份】2020年12月31日10时，四川沱牌舍得集团有限公司70%股权拍卖在遂宁举行。司法拍卖10余分钟结束，根据法院公告，最终上海复星集团旗下豫园股份以45.3亿元拍下四川沱牌舍得集团有限公司70%股权。

【罗莱生活】公司董事会于2020年12月30日收到公司副总裁刘海翔先生提交的书面辞职报告，刘海翔先生因个人原因请求辞去公司副总裁职务。辞职后，刘海翔先生不再担任公司任何职务。

## 本周建议板块组合

本周建议组合：安踏体育、李宁、珀莱雅、波司登和森马服饰。

上周组合表现：安踏体育6%、李宁7%、珀莱雅6%、森马服饰12%和波司登12%。

## 投资建议和投资标的

2020年尘埃落定，全年纺织服装行业指数(中信)下跌2.51%，在中信30个行业中排名第25位，整体表现偏弱。但板块结构分化明显，其中也不乏机会。高景气细分赛道中的龙头公司在业绩推动下，继续享受高估值溢价，涨幅显著超越全市场与行业指数，在注册制背景下，板块中经营不佳的小市值公司面临关注度与估值进一步下跌的风险，这也将是2021年板块的主基调。节前一周市场以红盘收关，在全国大范围降温的催化下，品牌服饰龙头(波司登、森马服饰等)的涨幅居前，在经历了11月零售需求的短暂回调后，随着持续降温以及春节消费旺季的开启，12月起预计冬装销售将进一步回暖。考虑疫情带来的低基数，增速改善的确定性更大，建议短期关注一季度增长弹性大、估值低的龙头森马服饰、罗莱生活、地素时尚、海澜之家和太平鸟等。2021年全年的投资策略，我们首选依然是高景气的运动服饰、化妆品、电商运营等确定性赛道，其中运动服饰板块继续

推荐申洲国际(02313, 买入)、李宁(02331, 买入)、安踏体育(02020, 买入)、关注滔搏(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)。低估值稳健或终端复苏改善显著的纺服配饰龙头, 我们建议关注地素时尚(603587, 买入)、海澜之家(600398, 买入)、富安娜(002327, 买入)、罗莱生活(002293, 增持)、森马服饰(002563, 买入)和太平鸟(603877, 增持)。电商龙头关注南极电商(002127, 增持)。冷冬最受益标的继续推荐低估值的波司登(03998, 买入)。

## 风险提示

行业投资风险主要来自于全球新冠肺炎疫情的持续、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 2：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	
<b>A 股市场</b>													
002029.SZ	七匹狼	增持	5.46	631.89	0.46	0.29	0.37	0.42	12	19	15	13	-2.99%
002327.SZ	富安娜	买入	8.05	1051.10	0.60	0.68	0.77	0.86	13	12	10	9	12.75%
002293.SZ	罗莱生活	买入	12.73	1614.50	0.66	0.71	0.82	0.92	19	18	16	14	11.71%
000726.SZ	鲁泰 A	增持	7.10	834.48	1.11	0.64	0.77	0.89	6	11	9	8	-7.10%
002003.SZ	伟星股份	增持	7.49	889.97	0.38	0.49	0.42	0.48	20	15	18	16	8.10%
601566.SH	九牧王	增持	12.18	1071.90	0.93	0.96	0.84	0.94	13	13	15	13	0.37%
002612.SZ	朗姿股份	增持	13.21	895.11	0.56	0.64	0.71	0.71	24	21	19	19	8.26%
002563.SZ	森马服饰	买入	9.60	3966.08	0.57	0.29	0.58	0.67	17	33	17	14	5.54%
600398.SH	海澜之家	买入	6.71	4438.93	0.74	0.49	0.66	0.77	9	14	10	9	1.33%
603808.SH	歌力思	买入	13.66	695.63	1.07	1.31	1.12	1.30	13	10	12	11	6.71%
603877.SH	太平鸟	增持	35.23	2572.15	1.16	1.53	1.85	2.22	30	23	19	16	24.16%
603839.SH	安正时尚	增持	8.26	506.96	0.75	0.84	0.98	1.14	11	10	8	7	14.98%
603365.SH	水星家纺	增持	14.38	587.28	1.18	1.15	1.28	1.42	12	13	11	10	6.37%
699315.SH	上海家化	增持	39.15	4064.95	0.83	0.53	0.69	0.80	47	74	57	49	-1.22%
600612.SH	老凤祥	买入	48.40	2954.15	2.69	2.85	3.28	3.74	18	17	15	13	11.61%
603605.SH	珀莱雅	买入	166.05	5114.47	1.95	2.38	3.05	3.82	85	70	54	43	25.12%
603587.SH	地素时尚	买入	19.78	1457.69	1.30	1.36	1.56	1.75	15	15	13	11	10.42%
<b>香港市场</b>													
3998.HK	波司登	买入	3.43	4765.93	0.11	0.13	0.16	0.20	27	23	19	15	22.05%
0321.HK	德永佳集团	-	1.53	272.75	0.12	0.14	0.20	0.25	22	11	8	6	26.96%
0551.HK	裕元集团	-	16.84	3502.85	1.46	(0.48)	1.21	1.68	#N/AN /A	#N/AN/ A	14	10	5.00%
1234.HK	中国利郎	-	5.32	821.95	0.77	0.68	0.85	0.89	8	8	6	6	4.37%
1361.HK	361 度	-	0.95	253.43	0.24	0.23	0.25	0.28	5	4	4	3	4.63%
1368.HK	特步国际	-	3.56	1163.92	0.35	0.23	0.33	0.40	14	15	11	9	4.86%
1836.HK	九兴控股	-	8.43	864.45	0.95	0.17	0.81	1.10	17	49	10	8	5.74%
2020.HK	安踏体育	买入	110.60	38576.14	1.98	1.94	2.75	3.46	49	50	35	28	20.45%
2313.HK	申洲国际	买入	133.70	25931.00	3.85	4.17	4.98	5.78	33	32	27	23	13.16%
2331.HK	李宁	买入	43.30	13904.87	0.61	0.63	0.82	1.05	62	60	46	36	19.84%
1910.HK	新秀丽	-	13.50	2498.94	0.73	(4.07)	0.08	0.87	#N/AN /A	#N/AN/ A	174	16	7.64%
1913.HK	普拉达	-	40.10	13238.83	0.88	(0.12)	0.62	0.94	#N/AN /A	#N/AN/ A	63	43	0.38%
<b>海外市场</b>													

MC.PA	LVMH												
	Moet	498.20	305882.70	14.25	8.24	14.01	16.23	20	60	36	31	4.56%	
	Hennessy												
	Louis												
RMS.PA	Hermes	831.40	106772.71	14.66	10.78	15.12	17.41	36	77	55	48	5.99%	
	International												
CDLPA	Christian	440.20	96662.38	16.29	9.08	15.55	19.30	23	48	28	23	5.82%	
	Dior												
HSMB.SG	Hennes &	187.50	36778.50	8.12	0.98	7.12	8.51	22	191	26	22	1.66%	
	Mauritz												
NXT.L	Next PLC	6794.00	12169.59	4.72	2.13	3.95	4.55	13	32	17	15	-2.24%	
GPS	Gap Inc.	21.20	7929.42	0.93	(2.16)	1.27	1.95	15	#N/AN/ A	17	11	26.54%	
LTD	Limited	0.38	10657.04	(1.33)	2.31	2.72	2.99	15	17	14	13	-	
	Brands, Inc.											231.81%	
BRBY.L	Burberry	1803.00	9832.67	0.30	0.51	0.72	0.81	25	35	25	22	39.55%	
	Group PLC												
RL	Polo Ralph												
	Lauren	96.66	7066.22	5.07	1.46	6.07	6.78	19	66	16	14	8.25%	
	Corp.												
VFC	V.F.	0.86	33626.16	1.72	1.32	2.91	3.39	#N/AN /A	65	30	25	23.82%	
	Corporation												
BOS.DE	Hugo Boss	27.48	2353.43	2.97	(1.57)	1.36	2.00	16	#N/AN/ A	20	14	-7.04%	
	AG												
COLM	Columbia												
	Sportswear	84.74	5610.80	4.87	1.37	3.52	4.45	21	62	24	19	-3.89%	
	Company												
NKE	Nike Inc.	136.96	215003.44	1.63	2.90	3.69	4.33	30	47	37	32	37.55%	
ADS.DE	Adidas AG	275.20	67095.50	10.00	2.17	8.61	10.61	22	127	32	26	1.28%	
PUM.DE	Puma AG	86.94	15951.59	1.76	0.54	1.96	2.64	34	161	44	33	14.37%	

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](http://www.dfzq.com.cn)