

运动服饰龙头再创历史新高

核心观点

- **行情回顾：**全周沪深 300 指数上涨 0.84%，创业板指数上涨 2.16%，纺织服装行业指数下跌 2.34%，表现弱于沪深 300 和创业板指数，其中纺织制造板块下跌 1.52%，品牌服饰板块下跌 2.93%。个股方面，我们覆盖的 A 股重点公司普遍表现一般，我们重点看好的港股公司均表现较好，其中运动服饰安踏体育、李宁和申洲国际更是创出历史新高。
- **海外要闻：**（1）发力“超级食品”，雀巢联手 FancI 在日本推出思慕雪冲剂按期订购服务。（2）亚马逊推出“Made For You”在线服装定制服务。（3）奢侈品电商 YNAP 将从 2021 年起为旗下自有品牌配备数字 ID。
- **行业与公司重要信息：**（1）老凤祥：章周铭先生因已到法定退休年龄申请辞去公司第十届监事会监事、监事长职务。该辞职自辞职报告送达监事会时生效。章周铭先生辞职后将不再担任公司监事长职务。（2）红蜻蜓：公司及公司子公司自 2020 年 7 月 1 日至 2020 年 12 月 21 日，收到政府补助 1557.93 万元。（3）安踏体育：公司出售 Amer Sports 旗下非核心品牌 Precor 资产(包括 Precor 股份及知识产权)，总现金代价为 4.2 亿美元(约相当于 32.686 港币)。（4）12/19-12/25 消费行业投融资情况：a. 美妆新零售企业东点西点完成数千万元人民币 A 轮融资；b. 护肤品牌神秘博士获数千万元人民币 Pre-A 轮融资；c. 精品咖啡品牌 Manner 完成新一轮融资。
- **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 10%、李宁 8%、珀莱雅-5%、森马服饰-4%和波司登 1%。

投资建议与投资标的

- 临近年末市场表现分化明显，在流动性收紧的担忧下机构继续抱团消费白马与新能源等热门板块，其他个股则表现较弱，为 2021 年的配置打开空间。从行业基本面的来看，经历了 11 月零售需求的短暂回调，12 月随着全国范围的普遍降温，服装消费单月进一步回暖，当前时点我们认为近期调整较多的低估值龙头公司值得关注，在经济复苏与消费回暖带动下，这些龙头基本面改善确定性大，今年四季度到明年上半年整体销售同比增速有望进一步抬升，净利润的弹性也将更大；另一方面考虑估值切换，多数龙头公司对应 2021 年的估值又回到了历史底部区域，市场关注度与机构持仓普遍较低，考虑估值的防御性与业绩的进攻性，这些低估值白马吸引力进一步提升。2021 年行业投资策略，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

2020 年 12 月 27 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 0.84%，创业板指数上涨 2.16%，纺织服装行业指数下跌 2.34%，表现弱于沪深 300 和创业板指数，其中纺织制造板块下跌 1.52%，品牌服饰板块下跌 2.93%。个股方面，个股方面，我们覆盖的 A 股重点公司普遍表现一般，我们重点看好的港股公司均表现较好，其中运动服饰安踏体育、李宁和申洲国际更是创出历史新高。

表 1：个股涨跌幅前 10 名

涨幅前 10 名	梦洁家纺	美尔雅	维科精华	安踏体育	搜于特	奥特佳	李宁	凯瑞德	嘉麟杰	步森股份
幅度(%)	12.4	11.7	11.5	10.1	10.0	8.4	8.0	7.0	6.9	6.5
涨幅后 10 名	美盛文化	美邦服饰	爱迪尔	*ST 千足	浔兴股份	江苏阳光	华茂股份	摩登大道	棒杰股份	天创时尚
幅度(%)	-16.3	-14.6	-11.4	-11.1	-11.0	-10.4	-10.3	-9.0	-9.0	-8.3

数据来源：Wind、东方证券研究所

海外要闻

发力“超级食品”，雀巢联手 Fanc! 在日本推出思慕雪冲剂按期订购服务。瑞士食品巨头雀巢（Nestlé）旗下日本公司 Nestlé Japan 日前宣布，与日本美容和健康食品生产商 Fanc! Corp（芳珂）达成合作，双方将合作运营新推出的 nesQino 业务，开拓超级食品市场。

nesQino 于今年 12 月 17 日正式发售，商品包括：空气搅拌杯 Q-cup、三种搭配牛奶或燕麦的基础冲剂包、六种含有双歧杆菌混合的超级食品冲剂包，其中超级食品冲剂包有枸杞、奇亚籽、西印度群岛樱桃、螺旋藻、杏仁等口味选择。仅需在 Q-cup 中倒入清水、基础包和超级食品包，2 分钟后就能喝上一杯健康的思慕雪（1 秒为冷饮，3 秒为热饮）。按照个人喜好，这些饮品共计有 18 种风味组合。

本次合作中，雀巢日本负责搅拌杯、商品的开发和生产。今后，nesQino 将采用按期订购的商业模式，主要面向 30~40 多岁年龄段，希望过上积极健康生活方式的女性。

亚马逊推出“Made For You”在线服装定制服务。上周二，美国电商巨头 Amazon（亚马逊）推出一项名为“Made for You”的量身定制服务，消费者可以根据自己的身材尺码在线定制 T 恤。

与传统的使用应用程序扫描和测量身体数据不同，用户首先需要通过 Amazon 应用程序拍摄两张从头到脚的全身照，然后输入自己的身高、体重、体型数据，Amazon 将利用照片创建用户的“虚拟分身”形象。“虚拟分身”创建完成后将作为试衣模特，为用户呈现定制服装的上身效果。

用户可以自行选择服装的面料类型、颜色、长度、宽松程度、领口设计和袖子长度等，并且可以在标签上印自己的名字，每件 T 恤售价 25 美元，面向全美客户销售。

奢侈品电商 YNAP 将从 2021 年起为旗下自有品牌配备数字 ID。瑞士历峰集团旗下的欧洲奢侈品电商 YOOX NET-A-PORTER（以下简称“YNAP”）近日表示，从 2021 年起，旗下自有服装品牌的所有产品都将配备数字 ID，目前正在进行这项技术的试点工作。

YNAP 选择男装平台 MR PORTER 最新发布的 Mr P.系列服装，以及此前与英国王储查尔斯的王子基金会合作推出的可持续胶囊系列服装作为数字 ID 试点对象。

每一件服装上都将配备一个二维码标签，参与内测的客户只需要使用手机扫描二维码，就可以了解产品详细信息以及相关服务，例如：产品的设计理念、产地和原材料信息、服装保养和搭配建议等，此外，数字 ID 还可以记录服装是否有转售历史以及相关转售信息。

12/19~12/25 消费行业投融资情况：

1) 美妆新零售企业东点西点完成数千万元人民币 A 轮融资

12 月 18 日，美妆新零售企业东点西点宣布完成数千万元人民币 A 轮融资，投资方为浅石创投、宝捷会创新消费基金和仪菲集团，融资将主要用于系统升级和开店投入。东点西点成立于 2018 年 2 月，基于社区场景，采用线上线下融合的模式，为单店辐射半径 2~3 公里内的消费者提供美妆产品及社群直播互动服务。目前东点西点在上海、江苏、浙江、安徽等省市开设 51 家社区门店，以直营店为主。

2) 护肤品牌神秘博士获数千万元人民币 Pre-A 轮融资

12 月 24 日，护肤品牌神秘博士宣布完成数千万元人民币 Pre-A 轮融资，投资方为顺为资本，融资将主要用于产品开发迭代、供应链建设和营销推广。神秘博士聚焦于医学成分精准护肤，面向 18~35 岁年轻群体，提供清洁、水、乳、精华、沐浴露等产品。品牌产品今年 4 月正式上线，包括第一代视黄醇精华乳、377 焕肤精华，星空沐浴油试水等，目前主要通过天猫和京东等平台销售。

3) 精品咖啡品牌 Manner 完成新一轮融资

12 月 24 日，精品咖啡品牌 Manner 宣布完成新一轮融资，投资方为 H Capital 和 Coatue，投后估值超 10 亿美元。Manner 咖啡最早从上海一家 2 平米的单窗口售卖小店起家，在获得今日资本 8000 万人民币投资后开始快速扩张，包括开设新店，拓展挂耳咖啡包、包装咖啡豆等品类，以及入驻天猫旗舰店。目前 Manner 在全国范围内共有 108 家门店。

A 股行业与公司重要信息

【老凤祥】公司监事会于 2020 年 12 月 25 日收到公司监事章周铭先生提交的书面辞职报告。章周铭先生因已到法定退休年龄申请辞去公司第十届监事会监事、监事长职务。该辞职自辞职报告送达监事会时生效。章周铭先生辞职后将不再担任公司监事长职务。公司对章周铭先生在任职期间为公司监事会的规范运作做出的努力表示感谢。

【红蜻蜓】公司及公司子公司自 2020 年 7 月 1 日至 2020 年 12 月 21 日，收到政府补助 1557.93 万元。

【安踏体育】公司出售 Amer Sports 旗下非核心品牌 Precor 资产(包括 Precor 股份及知识产权)，总现金代价为 4.2 亿美元(约相当于 32.686 港币)。通过此次出售，合营公司预计将回笼 3.6 亿美元资金，并且实现 2,000 万美元收益，对安踏集团的贡献将以 52.7%的比例折算，预计体现在 2021 的报表中。

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 10%、李宁 8%、珀莱雅-5%、森马服饰-4%和波司登 1%。

投资建议和投资标

临近年末市场表现分化明显，在流动性收紧的担忧下机构继续抱团消费白马与新能源等热门板块，其他个股则表现较弱，为 2021 年的配置打开空间。从行业基本面来看，经历了 11 月零售需求的短暂回调，12 月随着全国范围的普遍降温，服装消费单月进一步回暖，当前时点我们认为近期调整较多的低估值龙头公司值得关注，在经济复苏与消费回暖带动下，这些龙头基本面改善确定性大，今年四季度到明年上半年整体销售同比增速有望进一步抬升，净利润的弹性也将更大；另一方面考虑估值切换，多数龙头公司对应 2021 年的估值又回到了历史底部区域，市场关注度与机构持仓普遍较低，考虑估值的防御性与业绩的进攻性，这些低估值白马吸引力进一步提升。2021 年行业投资策略，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 1：2018—2019 年纺织服装行业部分公司回购预案

预案披露时间	公司	回购价格	回购金额	回购用途
18.3.6	鲁泰A（回购B股）	不高于9.90港元/股，折合8.01元人民币/股	不超过6亿元人民币	注销
18.5.12	探路者	不超过人民币6.00元/股	不超过人民币5000万元（含5000万元）且不低于3000万元（含3000万元）	员工持股计划或股权激励计划
18.7.1	潮宏基	不超过 10元/股	不超过人民币2亿元	股权激励计划或员工持股计划
18.7.1	搜于特	不高于人民币5元/股（含5元/股）	不低于人民币1亿元、最高不超过人民币3亿元	员工持股计划或股权激励计划
18.8.28	孚日股份	不超过人民币7元/股	不超过人民币3亿元（含）	公司员工持股计划、股权激励计划或依法注销减少注册资本等
18.8.3	摩登大道	不超过 15.5 元/股	不低于人民币 0.75 亿元且不超过人民币 1.5 亿元	实施员工持股计划或股权激励计划或减少注册资本
18.8.4	奥康国际	不超过人民币 15.00 元/股	不低于人民币 1.5 亿元，不超过人民币 3 亿元	50%-60%用作股权激励，剩余40%-50%用作员工持股计划；若公司未能将回购的股份全部用于上述用途，未使用部分将依法予以注销。
18.9.11	歌力思	不超过人民币21.00元/股	不低于人民币5000万元，不超过人民币2亿元	注销
18.9.13	浙江富润	不超过8.00元/股（含8.00元/股）	不低于人民币1.00亿元，不超过人民币2.00亿元	拟回购的股份将用于公司股权激励计划。若公司未能实施股权激励计划，则公司回购的股份将依法予以注销
18.9.19	南极电商	不超过人民币11元/股（含11元/股）	不低于1.5亿元、不超过3亿元人民币	实施股权激励或员工持股计划
18.9.29	梦洁股份	不超过人民币7.06元/股，不高于第四届董事会第二十七次会议通过回购决议的前三十个交易日公司股票交易均价的150%	不低于人民币 15,000 万元，不超过人民币 30,000 万元	注销以减少公司注册资本和用于股权激励计划
18.10.22	华孚时尚	不超过10.00元/股	不少于人民币3亿元,不超过人民币6亿元	全部用于转换成公司发行的可转换为股票的公司债券
18.10.23	太平鸟	不超过人民币25元/股	最低不低于人民币5,000万元，最高不超过人民币10,000万元	股权激励计划或员工持股计划
18.10.24	棒杰股份	不超过 5 元/股（含）	不低于人民币 5,000 万元（含），不超过人民币 10,000 万元（含）	依法注销、股权激励或员工持股计划及法律法规许可的其他用途
18.10.31	比音勒芬	不超过42元/股	不低于人民币5,000万元，不超过人民币10,000万元	员工持股计划、股权激励计划或减少注册资本及国家政策法规允许范围内的其他用途
18.12.2	富安娜	不超过人民币11元/股	不低于人民币1亿元（含），不超过人民币2亿元（含）	不限于减少公司注册资本，为维护公司价值及股东权益所必需等法律法规允许的其他情形
18.12.27	天创时尚	不超过人民币14元/股	不低于人民币10,000万元（含），不超过人民币20,000万元（含）	实施员工持股计划或股权激励计划、用于转换公司发行的可转换为股票的公司债券
19.1.16	拉夏贝尔	人民币7.31元/股—13.50元/股	不超过人民币8,000万元、不低于人民币5,000万元	公司股权激励和员工持股计划
19.2.2	安正时尚	不超过人民币15元/股（含15元/股）	不低于人民币4,000万元（含4,000万元），不高于人民币8,000万元（含8,000万元）	股权激励及员工持股计划

数据来源：公司公告、Wind、东方证券研究所

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	
A 股市场													
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%
香港市场													
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/A /A	#N/A/ 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/A /A	#N/A/ A	174	16	7.64%
1913.HK	普拉达	-	40.10	13238.83	0.88	(0.12)	0.62	0.94	#N/A /A	#N/A/ A	63	43	0.38%

海外市场												
MC.PA	LVMH											
	Moet											
	Hennessy	498.20	305882.70	14.25	8.24	14.01	16.23	20	60	36	31	4.56%
	Louis											
RMS.PA	Hermes											
	International	831.40	106772.71	14.66	10.78	15.12	17.41	36	77	55	48	5.99%
CDL.PA	Christian											
	Dior	440.20	96662.38	16.29	9.08	15.55	19.30	23	48	28	23	5.82%
HSMB.SG	Hennes &											
	Mauritz	187.50	36778.50	8.12	0.98	7.12	8.51	22	191	26	22	1.66%
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											
	Brands, Inc.	0.38	10657.04	(1.33)	2.31	2.72	2.99	15	17	14	13	- 231.81%
BRBY.L	Burberry											
	Group PLC	1803.00	9832.67	0.30	0.51	0.72	0.81	25	35	25	22	39.55%
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.											
	Corporation	0.86	33626.16	1.72	1.32	2.91	3.39	#N/AN /A	65	30	25	23.82%
BOS.DE	Hugo Boss											
	AG	27.48	2353.43	2.97	(1.57)	1.36	2.00	16	#N/AN/ A	20	14	-7.04%
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