

### 中信证券研究部



薛缘

首席纺织服装分析师

S1010514080007



联系人：郑一鸣

### 核心观点

上周，我们深入申洲越南&柬埔寨工厂进行调研，公司最新情况如下：**越南成衣二期预计 2019 年下半年投产；柬埔寨 1.3 万人新产能土地进展顺利，预计 2020 年投产；越南三期在越南 & 柬埔寨产能稳步投产后继续推进。综合看，我们预计公司 2018-2020 年产量增速为接近 15% / 高单位数-10%/10%-15%，公司仍在按照产能规划和节奏有序扩张。伴随增长，壁垒也愈发深厚：管理层优秀且稳定，并搭建起完善的中层管理人员培养体系，不断扩张管理和产能半径，同时面料/设备/生产工艺深度研发能力持续夯实，拉大同后来者差距，验证未来增长的可持续性。维持“买入”评级，昨天股价出现调整迎来配置良机，继续坚定看好。**

**■ 海外经营现状：成衣有序扩张，面料持续超预期。**（1）成衣领域，柬埔寨地区 2018 年新车间投产+老车间提效推动一期产能 20%+，二期完成土地储备、2020 年望投产；越南 2018 年一期延续高增（预计 2018 年同增 60%+），二期/三期稳步释放料将推动 2019-2020 年增长。（2）面料方面，越南地区持续扩张，至 2018 年底产能规模已达 270 吨/天，目前已拿到足够排污牌照，预计至 2020 年底有望达到 350 吨/天。

**■ 柬埔寨关税调整影响有限，中长期增长明确。**欧盟提出柬埔寨关税优惠政策的重新审议，假设优惠取消，预计最终影响出厂价的 5%-10%、且由客户承担，相对于最终成品几百元销售价极为有限，且公司正在积极调整部分产能至越南。2018 年下半年耐克等运动品牌销售旺盛带动订单快速增长，我们预计全年收入/净利润分别增长 15%左右/20%+，2019 年公司继续保持产能有序释放（内生效率提升+越南二期部分产能释放），预计同增高个位数-10%，2020-2021 年柬埔寨二期+越南二期/三期产能释放接力成长。

**■ 全面深度研发&管理，从面料到生产设备和工艺。**① 公司对新产品面料研发周期相比同业往往快 1-2 周，并且可以在客户需求当天给予相应反馈。同时上游原材料供应商会优先给公司提供最新原材料。② 公司注重生产设备的研发和改进，实现与供应商联合研发，采购申洲专用设备。③ 专业的工业工程师团队专门负责整个环节流程的优化，通过各个环节的最优匹配，最终实现产能最优利用、时间&成本消耗最小。

**■ 管理和扩张半径在哪里？看中层管理人员和设备获取的难度。**① 一方面，多年投入搭建起完善的管理人员培养机制，培养了一批出色的中高层管理人员，数量庞大（每个成衣厂数百名专业管理人员）、技能突出且对公司忠诚度高。相比之下，其他同业竞争对手往往缺乏相应稳定的优厚待遇+持续扩张的规模化产能，因而缺乏诞生大规模培养管理层的土壤。② 另一方面，公司的产能扩张需要全球顶级的生产设备厂商支持，而全球顶级的成衣设备供应集中、每年提供设备数量有限；申洲能够凭借产能规模大、订单稳定且可以推动供应商改善设备等优势，获得优质设备供应商的最先倾斜。

**■ 风险因素：**下游订单波动风险；产能拓展不及预期；汇率波动风险。

**■ 投资建议：**公司作为垂直一体化成衣制造龙头，料将持续巩固竞争壁垒，看好稳健成长。维持 2018/2019/2020 年 EPS 预测为 3.01/3.55/4.19 元（对应 3.43/4.05/4.78 港元），当前股价对应 2019 年 21 倍 PE；维持“买入”评级，目标价 105.6 港元，对应 2019 年 26 倍 PE。

申洲国际	02313.HK
评级	买入（维持）
当前价	85.80 港元
目标价	105.6 港元
总股本	1,503 百万股
港股流通股本	1,503 百万股
52 周最高/最低价	103.0/70.55 港元
近 1 月绝对涨幅	-9.25%
近 6 月绝对涨幅	-9.90%
近 12 月绝对涨幅	20.30%

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	15099	18085	20673	24040	27951
变化 (%)	19.46	19.78	14.31	16.29	16.27
净利润(百万元)	2948	3763	4518	5343	6304
变化 (%)	25.18	27.65	20.08	18.24	18.00
每股收益 (元)	1.96	2.50	3.01	3.55	4.19
毛利率%	32.5	31.4	32.5	33.0	33.0
净资产收益率 ROE%	20.76	22.81	23.95	24.69	25.12
PE	38	30	25	21	18
PB	4	4	3	3	3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2018 年 12 月 27 日收盘价（单位：人民币）

## 目录

写在前面 .....	1
<b>海外经营现状：成衣有序扩张，面料持续超预期</b> .....	1
成衣：柬埔寨二期完成土地储备，越南二期/三期产能迭代接力增长 .....	1
面料：越南面料进一步扩张，宁波技改顺利推进、未来仍有提升空间 .....	2
<b>一些感悟：优秀的管理层+全面的深度研发体系奠定未来增长之基</b> .....	2

## ■ 写在前面

2018年12月17-19日，中信证券研究部纺服团队再次深入柬埔寨&越南地区，调研申洲国际位于柬埔寨原成衣工厂/新成衣工厂、越南面料工厂和两期成衣工厂。在去年调研的基础上，我们进行了众多经营情况的更新。以下为调研核心结论：

## ■ 海外经营现状：成衣有序扩张，面料持续超预期

**成衣：柬埔寨二期完成土地储备，越南二期/三期产能迭代接力增长**

**柬埔寨：2018年新车间投产+老车间提效推动一期产能同增20%+，二期完成土地储备、2020年望投产**

**2018年新车间投产+老车间提效，推动一期产能增长20%+。**柬埔寨成衣工厂一期位于首都金边市安达工业园区内，距离机场/金边市中心分别5/8公里。目前公司有申洲工厂（2005年8月成立）、大千工厂（2012年12月成立）、荣德工厂（2018年9月成立）三个工厂合计11个专用生产车间，分别为耐克（4个，2018年新增一个）、阿迪达斯（4个，2017年新增一个吊挂生产车间）、彪马（3个）进行代工生产。合计占地面积/建筑面积分别为25.45/13.92万平方米，合计拥有海外干部220人、本地员工11500+人。

**二期土地储备完成，预计2020年下半年投产、规划产能接近一期。**除一期产能平稳内生增长外，公司已于柬埔寨最大的工业区——金边经济特区内获得新土地，且相比一期每三年续期，二期土地为五十年可免费续租的永久租赁合同。二期规划产能5800万件，将新设12个车间，员工约1.3万人，预计将于2019年5月开始建设，于2020年8月开始投产。同时，二期新工厂将充分受益经济特区内的政策倾斜、完善的基础设施（独立电厂、污水处理和物流中心）等优势。

图1：柬埔寨二期规划土地



资料来源：中信证券研究部

## 越南：2018 年一期延续高增，二期/三期稳步释放推动 2019-2020 年增长

越南一期世通工厂建设于 2014 年 8 月，目前产能 6000+万件(2018 年预计同增 60%+)。拥有员工合计 11000+人，占地面积为 60 万平方米左右。裁剪车间、印花车间、缝纫等车间呈一条直线布局，保证相互运输距离最短。

**二期/三期产能稳步迭代。**二期成衣工厂位于德利面料工厂附近，预计于 2019 年上半年开始招工、逐步形成产能，规划人数 6000 人；同时，公司已于一期附近拿到新土地，待二期工厂产能稳定后进行下一步扩张，预计规划 6000 人左右。

整体来看，2018 年下半年耐克等运动品牌销售表现良好，全年产销量增长存超预期可能，根据未来产能释放节奏，2019-2021 年预计产量复合增速保持在 10%-15%，增长具备高确定性。我们认为，2019 年产量增速保守估计为高单位数~10%左右，仍符合公司长期的产能扩张节奏。

## 面料：越南面料进一步扩张，宁波技改顺利推进、未来仍有提升空间

**越南：**原有产能规划为年底达 250 吨/天，但实际产能更高，预计明年有望提升至 350 吨/天，目前污水处理/环保指标已经达到 350 吨/天的规模。

**宁波：**技改预计 2019 年完成，完成后产能有望逐渐提升，最终至 350 吨/天甚至更高。

面料的研发能力及领先的生产规模是公司持续获取优质订单的基石，而公司也一直保持领先成衣 1-2 年的面料扩产节奏。更长远看，由于公司始终坚持高环保投入，在环保指标方面远超越越南当地标准，未来也更容易获得更多排污指标，存跟随下游订单需求进行继续扩张的空间。

需求方面，2018 年客户订单仍然极为旺盛，保持有序增长，根据我们对需求的跟踪，拆分客户订单来看，预计耐克/阿迪达斯/彪马/优衣库 2018 年订单增速分别为 20%左右/10%左右/20%左右/单位数增长，而其他客户，包括拉夫劳伦等预计也保持较高速度增长。

## 一些感悟：优秀的管理层+全面的深度研发体系奠定未来增长之基

公司是我们一直看好和推荐的最为优质大型服装龙头供应商，具备两个核心壁垒：①超强的面料研发能力，②一站式解决、快速反应能力，是 Nike、Adidas、优衣库等品牌争抢的优质供应商资源。公司品牌客户结构（Nike、Adidas、优衣库、Puma、其他品牌合计 5 部分均衡分布）、市场结构（欧、美、日、中均衡分布）、产能布局（大陆 7 成、东南亚 3 成）均非常合理，因此既能享受超越运动行业较快增长的红利，又能避免承担品牌经营波动的风险。而此次越南&柬埔寨之行，也验证了不断夯实的公司能力，此外，我们将一些新增的感悟分享如下：

**管理层的年龄、格局、专业程度决定公司的发展上限。**公司创始人马宝兴与现任董事

长马建荣都出身纺织行业，行业深耕多年、积累了极为丰富的生产和管理经验，同时其他高层管理人员在创始之初就加入公司，同公司一同栉风沐雨近 30 年。专业、执行力强、远见性强的管理层集团奠定了过去 10 年稳定增长的基础。

**全面深度研发&管理，从面料到生产设备和工艺是核心驱动力。**① 公司对新产品面料研发周期相比同业往往快 1-2 周，并且可以在客户需求当天给与相应反馈。同时上游原材料供应商会优先给公司提供最新原材料。② 公司注重生产设备的研发和改进，实现与供应商联合研发，采购申洲专用设备。③ 专业的工业工程师团队专门负责整个环节流程的优化，通过各个环节的最优匹配，最终实现产能最优利用、时间&成本消耗最小。

**看未来，管理和扩张半径在哪里？看中层管理人员和设备获取的难度。**①一方面，多年投入搭建起完善的管理人员培养机制，培养了一批出色的中高层管理人员，数量庞大（每个成衣厂数百名专业管理人员）、技能突出且对公司忠诚度高。相比之下，其他同业竞争对手往往缺乏相应稳定的优厚待遇+持续扩张的规模化产能，因而缺乏诞生大规模培养管理层的土壤。②另一方面，公司的产能扩张需要全球顶级的生产设备厂商支持，而全球顶级的成衣设备供应集中、每年提供设备数量有限；申洲能够凭借产能规模大、订单稳定且可以推动供应商改善设备等优势，获得优质设备供应商的优先倾斜。

## ■ 相关研究

- 申洲国际（02313.HK）2018 年中报点评—不畏浮云遮望眼，登高远望风景依旧  
(2018-8-28)
- 申洲国际（02313.HK）2017 年年报点评—扩产提效&税率改善，年终考交出靓丽答卷  
(2018-3-27)
- 申洲国际（02313.HK）深度报告—从越南/柬埔寨之行，到十年百倍股的未来之路  
(2018-1-8)
- 申洲国际（02313.HK）投资价值分析报告—隐形巨头，优质成长  
(2017-8-21)



**利润表 (百万元)**

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	15099.1	18085.4	20673.0	24039.9	27950.8
销售及劳务成本	-10189.6	-12406.6	-13954.3	-16106.7	-18727.0
毛利	4909.4	5678.8	6718.7	7933.2	9223.8
其它收入	22.7	168.0	168.0	176.0	70.5
销售及推广费用	-353.7	-461.4	-583.6	-708.7	-726.7
其它经营费用	-795.5	-1063.2	-1350.1	-1612.1	-1681.7
其他收益及亏损	261.3	197.0	152.0	204.5	194.5
经营利润	4044.3	4519.3	5104.9	5992.9	7080.3
应占联营公司溢利	2.5	3.0	4.0	4.0	4.0
税前利润	3642.9	4292.3	5076.9	5964.9	7038.4
所得税开支	-695.3	-529.5	-558.5	-622.3	-734.4
少数股东权益	0.0	-0.6	-0.3	-0.4	-0.6
股东应占利润	2947.7	3762.7	4518.1	5342.1	6303.4
EBITDA	4438.2	5189.1	6058.6	7114.2	8065.5
EBIT	3762.8	4414.3	5108.9	5996.9	7084.3

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	2105.2	2551.5	2882.3	3361.8	3907.0
应收贸易账款及其他应收款项	3327.8	4076.9	4549.0	5307.9	5933.0
存货	3699.1	4528.4	5163.1	6040.0	6929.0
其他流动资产	3703.5	4053.5	3972.3	3501.6	3434.3
流动资产合计	12835.5	15210.3	16566.7	18211.3	20203.4
物业、厂房及设备	7013.0	8225.2	9075.5	9458.2	9677.1
权益性投资	7.2	9.6	12.2	15.0	17.8
商誉及无形资产	105.2	106.3	107.5	106.8	107.4
其他非流动资产	1855.1	1998.6	1979.2	1851.6	1824.8
非流动资产合计	8980.6	10339.7	11174.4	11431.7	11627.1
总资产	21816.1	25550.0	27741.1	29643.0	31830.4
应付账款票据及其他应付款	1439.0	1677.0	1882.9	2121.4	2386.5
短期借贷及长期借贷当期到期部分	1241.4	5809.6	5390.3	3768.0	1929.7
其他流动负债	414.1	365.6	417.7	503.6	553.1
流动负债合计	3094.5	7852.2	7690.9	6393.0	4869.3
长期借贷	3410.1	10.1	10.1	10.1	10.1
其他非流动负债	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
非流动负债合计	3412.0	12.0	12.0	12.0	12.0
总负债	6506.5	7864.2	7702.8	6405.0	4881.3
普通股股本	142.1	150.3	150.3	150.3	150.3
储备	14763.8	17081.7	19383.8	22490.9	26137.3
股东权益合计	15309.6	17685.8	20038.2	23238.0	26949.2
总负债及总权益	21816.1	25550.0	27741.1	29643.0	31830.4

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	3642.9	4292.3	5076.9	5964.9	7038.5
营运资金变动	-849.3	-1738.9	-767.6	-840.8	-1132.2
折旧及摊销	675.4	774.8	949.6	1117.3	981.1
其他	-407.7	-453.7	-505.3	-591.6	-739.0
经营现金流	3061.4	2874.4	4753.6	5649.8	6148.4
资本支出	-2098.2	-1988.1	-1801.2	-1499.3	-1200.5
资产变卖	1.5	0.0	0.0	0.0	0.0
其它	-390.6	-142.9	16.8	124.8	24.0
投资现金流	-2487.3	-2131.0	-1784.3	-1374.6	-1176.5
发行普通股的所得款项	0.0	266.6	0.0	0.0	0.0
借贷变化	584.6	1168.2	-419.4	-1622.3	-1838.2
已付股息	-1572.6	-1739.1	-2220.0	-2259.1	-2671.1
其它	-2504.1	-3501.0	-4439.2	-4442.6	-5269.4
融资现金流	-346.9	-327.1	-2638.5	-3805.8	-4436.6
外汇汇率变动之影响	62.3	30.0	0.0	10.0	10.0
变动净现金流	289.5	446.4	330.8	479.4	545.3

**主要财务指标**

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率 (%)					
毛利	27.6	15.7	18.3	18.1	16.3
除息、税、折旧及摊销前利润(不计联营贡献)	26.5	16.9	16.8	17.4	13.4
除息、税前利润(不计联营贡献)	26.0	17.3	15.7	17.4	18.1
股东应占利润	25.2	27.7	20.1	18.2	18.0
利润率 (%)					
毛利	32.5	31.4	32.5	33.0	33.0
除息、税、折旧及摊销前利润(不计联营贡献)	29.4	28.7	29.3	29.6	28.9
除息、税前利润(不计联营贡献)	24.9	24.4	24.7	24.9	25.3
股东应占利润	19.5	20.8	21.9	22.2	22.6

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测 (单位: 人民币)

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。