

休闲服业务增长压力逐步加大

研究结论

- **2011 年经营形势：**在行业竞争日益激烈的情况下，2011 年公司在较大体量基础上的增长压力逐步加大，渠道外延扩张的速度有所放缓，同时上市后的期间费用比率明显增长，我们预计公司 2011 年的报表整体表现为盈利增长低于收入增长。特别是受今年四季度受暖冬和春节提前等因素影响，公司四季度的报表销售收入和盈利增速环比可能进一步下滑。
- **2012 年春夏订货会情况：**我们预计森马品牌订货金额在 20%—25%之间，单价提升在 5%—10%之间，整体缺乏亮点。我们预计 2011 年巴拉巴拉品牌的收入增幅在 45%左右，2012 年春夏订货会金额在 40%左右，其中单价增长在 10%左右，基本符合预期。
- 公司森马品牌休闲服业务目前面临的增长压力逐步加大，这也是 2011 年开始公司整体增速方面面临的最大的挑战。作为中间层级的休闲品牌，公司日益感觉到来自国际品牌和本土低端品牌的围攻，再加上终端层面的存货和出货不理想，表现在公司经营上下半年的增长挑战逐步加大，前期终端层面的存货、代理商的资金压力和暖冬等因素进一步加剧了这态势。针对目前的形势，公司也在通过寻求新的策略调整，包括进一步丰富产品品类以适应行业需求的细分化，同时进一步延伸目标人群的覆盖范围获得更大更持续的增长空间等，但后续经营效果有待跟踪。我们目前对森马品牌 2011—2013 年的销售收入增速预计分别为 21%、19%和 16%。
- 公司巴拉巴拉品牌童装业务凭借差异化的品牌定位和先发优势，2011 年仍然维持了预期之中的快速增长。我们预计在目前不大的规模基数上，公司未来童装业务仍将保持较高的增长速度，其增长主要来自于渠道的快速扩张（数量扩张、单店面积提升和平效提高）和品类的日益丰富。根据最新的跟踪调研，我们目前对巴拉巴拉品牌 2011—2013 年的销售收入增速预计分别为 46%、41%和 35%，渠道扩张速度分别为 31%、26%和 21%。
- **盈利预测和投资评级：**依据以上分析，我们主要下调了森马品牌的收入和盈利增长预期，同时小幅上调了公司 2012—2013 年的期间费用比率。我们预计公司 2011—2013 年的每股收益分别为 1.84 元、2.36 元和 2.92 元（原预测为 1.94 元、2.65 元和 3.48 元）。参考同行业品牌服饰企业的估值水平，考虑到成人休闲和童装两个子行业不同的发展阶段、竞争态势、增速和容量，以 2012 年每股收益为参考（成人休闲和童装的盈利比重分别为 2/3 和 1/3 左右），分别给予两块业务 18 倍和 25 倍的估值，对应目标价为 51.9 元，下调公司评级至“增持”。
- **投资风险：**国内宏观经济波动对服饰消费的影响，森马品牌策略改进后的实际效果以及终端渠道层面货品的消化低于预期。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

施红梅

8621-63325888×6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010014

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (下调)

股价（2011 年 12 月 12 日） 42.73 元

目标价格 51.90 元

总股本/A 股（百万股） 670/70

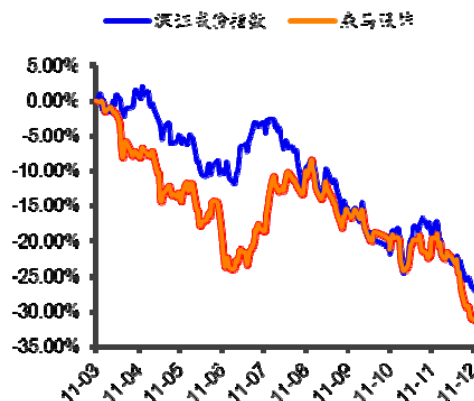
A 股市值（亿元） 29.91

国家/地区 中国

行业 纺织服装

报告发布日期 2011 年 12 月 13 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6287	8014	10025	12322
同比(%)	48	27	25	23
归属母公司净利润	1001	1234	1581	1955
同比(%)	46	23	28	24
毛利率(%)	35.8	36.1	36.2	36.4
ROE(%)	49.9	16.0	17.0	17.4
每股收益(元)	1.67	1.84	2.36	2.92
P/E (倍)	25.62	23.21	18.11	14.65
P/B (倍)	12.80	3.72	3.09	2.55
EV/EBITDA (倍)	20	16	13	10

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

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。

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。

我们认为公司目前成人休闲服业务目前面临较大挑战，第四季度乃至 2011 年全年整体增速可能要低于市场的一致预期，而童装业务基本保持之前的快速增长势头，以下是我们对公司两块主营业务及未来发展的一些最新判断和分析。

1、2011 年经营形势：盈利增速低于收入增速 四季度增长压力进一步加大

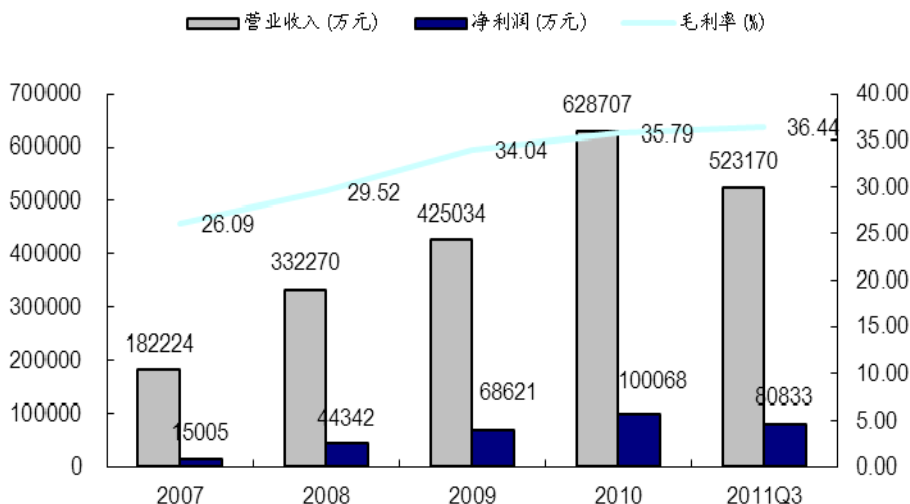
公司目前的主营业务包括‘森马’品牌休闲服饰和“巴拉巴拉”品牌儿童服饰的经营，根据 Euromonitor 的市场调查数据，以 2008 年度的终端销售收入计算，公司的森马品牌为国内第二大休闲服饰品牌（第一是美邦），巴拉巴拉品牌为国内第一大儿童服饰品牌。

公司于 2011 年 3 月上市，上市之前公司销售规模和渠道规模基础已经比较很大，2011 年营业收入近 63 亿元，两大品牌渠道总数达到了 6683 家。分析公司 2011 年以来的经营情况，我们发现在行业竞争日益激烈的情况下，公司在较大体量基础上的增长压力逐步加大，渠道外延扩张的速度有所放缓，同时上市后的期间费用比率明显增长（营业网络的拓展特别是直营门店的增加和新设子公司导致租金、折旧、人员薪酬的大幅增长，同时广告费用也有所增加），公司 2011 年开始的报表呈现整体表现为盈利增长低于收入增长，应收帐款和存货同比均有明显增加。

根据最新调研获得的信息，今年四季度受暖冬和春节提前等因素影响，服装行业销售普遍面临一定挑战，由于冬装销售占服装企业全年销售的 40%左右，因此冬装销售的不利形势将普遍影响服装企业四季度的补货情况，我们判断相当部分服装品牌四季度的最终销售增速可能不如前期订货会的增速数据，具体差距要看终端层面的存货情况，公司所在的休闲服饰行业我们认为终端存货还是普遍存在一定压力，因此预计四季度的报表销售收入和盈利增速环比可能进一步下滑。

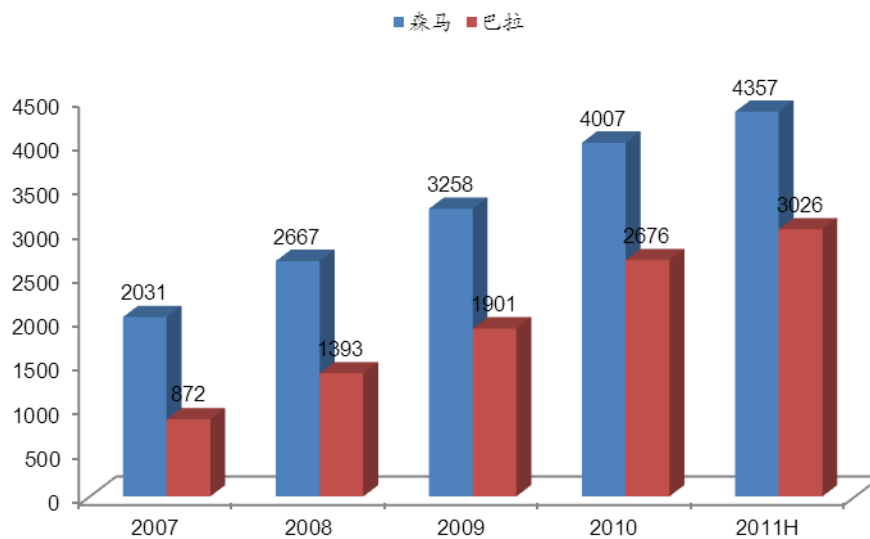
关于公司 2011 年的整体经营形势及判断具体见以下图表。

图 1 公司近年营业收入和净利润情况



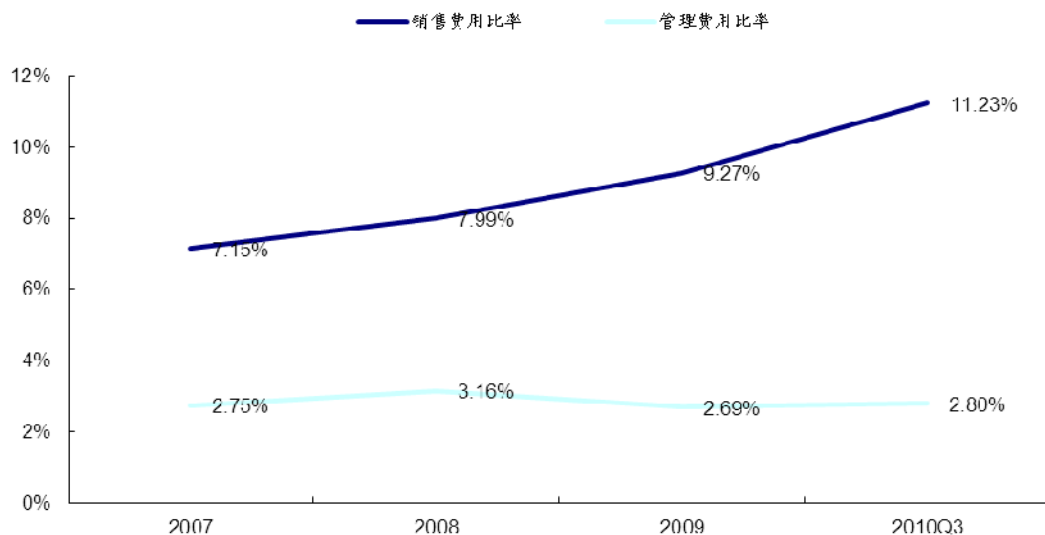
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 2 公司两大品牌渠道扩张情况



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 3 公司历年期间费用比率变动情况



资料来源：公司公告、东方证券研究所

表 1： 公司 2011 年各季度收入和盈利增长情况

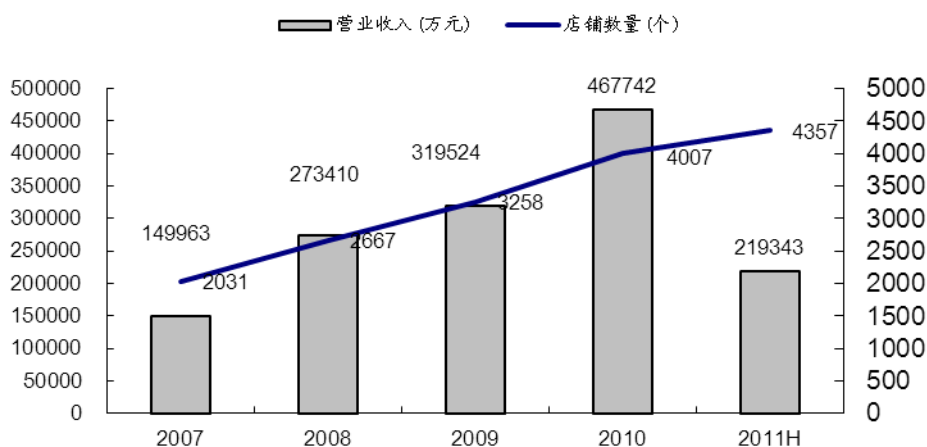
时间区间	收入同比增速	盈利同比增速
2011Q1	30%	28%
2011Q2	44%	30%
2011Q3	22%	23%
2011Q4E	23%	18%

资料来源： 公司公告、东方证券研究所

2、森马休闲服业务：行业竞争日趋激烈 未来需要新突破

公司森马休闲服业务主要定位于 16-25 岁的青少年，属于休闲服大行业中的青春休闲服子行业。该领域的消费空间巨大，同时经历了快速增长的过程。根据中国纺织规划研究会撰写的《国内青春休闲服行业及市场分析报告》，我国青春休闲服零售行业从 2001 年开始进入高速增长阶段，2001 至 2008 年的年均复合增长率为 17.18%。2008 年我国青春休闲服市场零售总额约 2468 亿元，预计到 2012 年我国青春休闲服的零售总额将超过 4000 亿元。

森马品牌休闲服自创立以来，在国内休闲服消费快速增长的大背景下，借助差异化的品牌定位和以加盟代理为主的快速扩张方式获得了高速增长。

图 4 公司森马休闲服销售和渠道扩张情况


资料来源： 公司公告、东方证券研究所

从国内外的**发展趋势看，我们认为国内青春休闲服子行业目前具有以下特征：整体市场空间巨大，未来仍将保持持续较快增长，但行业进入壁垒相对较低，进入者众多，行业集中度十分分散。再加上近年来国外巨头都相继进入中国市场，本土领先品牌在达到一定规模基数 未来成长压力进一步加大，行业的需求特点也从原先单纯的休闲化转向对产品品类要求更丰富（划分不同场合的搭配需求）、周转速度更快、时尚度要求更高等特征，因此对本土品牌而言也提出了更高的要求。

根据我们跟踪调研和对市场草根调研的信息，2011 年的休闲服行业竞争还在加剧，一/二线城市有国际品牌 ZARA、H&M 和 UNIQLO 等国际品牌不断加快布局，同时还有原先的一些老牌休闲服饰如丹麦绫致公司旗下的 ONLY、JACK & JONES、VERO MODA 等品牌由于竞争压力进行更多的价格竞争、三/四线城市又有潮流前线等更低价位的大众品牌也在加快扩张，加剧行业竞争，对于公司的森马休闲服而言，原先 70%—80% 的收入和盈利都来自于二/三线城市，在规模基数达到目前体量的情况下，未来在渠道上需要进一步向一线城市布局，同时加快向三/四线城市的拓展，**作为中间层级的休闲品牌，公司日益感觉到来自国际品牌和本土低端品牌的围攻，再加上终端层面的存货和出货不理想，表现在公司经营上下半年的增长挑战逐步加大，特别是四季度暖冬和春节提前也加剧了这一情况。**另外在国内宏观经济整体减速和商业成本日益提高、税收制度等日益完善的大趋势下，公司代理商也面临更大的资金压力，这也是挑战公司森马品牌未来发展的重要因素之一。

针对国内外品牌的竞争，公司也在通过寻求新的策略调整，包括进一步丰富产品品类以适应行业需求的细分化，同时进一步延伸目标人群的覆盖范围获得更大更持续的增长空间。森马品牌的目标人群将由之前的 16-25 岁拓展到 16—29 岁，产品系列也将由原先主要的“活力+时尚”为主添加商务休闲、淑女、甜美等更多元素系列，相应 SKU 也将大幅增加，从已经结束的公司 2012 年春季和夏季订货会的情况看，我们预计公司 2012 年森马品牌 SKU 数量同比将增加 30% 达到 10000 款左右。除了品类丰富提升之外，公司另一大战略核心是提升供应链效率，这是项中长期的任务，也是决定公司在行业中长期竞争实力的关键因素之一，这也是本土休闲服品牌与国际同行相比的普遍弱点。另外在订货制度方面，公司从 2012 年开始也会考虑一些相应的调整，针对产品品类的丰富和周转率的加快，公司除了原有的订货制度外，也会考虑一定的配货，以缩短反应速度、提高周转能力。**品类的丰富、周转的加快和整体供应链的提升等等最终的目的是提升森马品牌的平效，目前公司成熟门店的平均平效在 1.5 万元左右，与国际同行 5 万元左右的平均水平仍存在较大提升空间。**另外在外延扩张方面，公司一方面会利用募集资金加快在一线城市的直营开店，同时针对代理商或加盟商的资金压力，公司将利用充沛的募集资金在退/换货、信用帐期、新开店支持等方面进行适度的放松支持，鼓励和支持代理商或加盟商积极开店，同时在品牌投入上也会继续加大，以塑造和提升品牌整体的影响力。

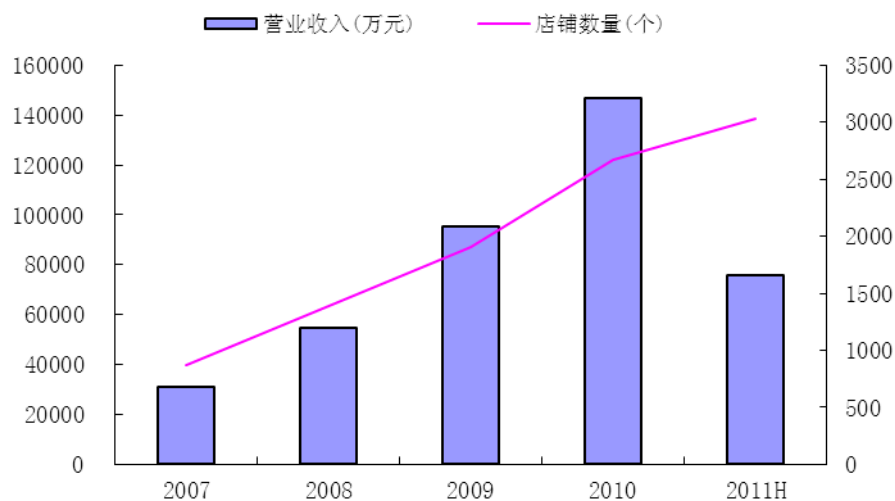
从之前结束的 2012 年春季和夏季订货会看，我们预计森马品牌订货金额在 20%—25% 之间，单价提升在 5%—10% 之间，整体缺乏亮点。我们认为 2012 年森马品牌的实际销售还取决于国内宏观经济的变化以及公司策略调整后的尝试和不断修正，2012 年的森马品牌是面临调整和完善的一年，实际的经营效果需要进一步的跟踪。根据最新的跟踪调研，我们目前对森马品牌 2011—2013 年的销售收入增速预计分别为 21%、19% 和 16%，渠道扩张速度分别为 16%、13% 和 11%。需要特别指出的上，我们认为在森马品牌目前较为庞大的基数上，要获得新的腾飞可能需要一些外延扩张的因素，包括与国外品牌的联手合作等，公司目前的优势在于拥有充沛的资金、上市的良好平台和多年深耕国内市场的运营经验，对此我们也将保持密切关注。

3、巴拉巴拉童装业务：差异化和先发优势明显 延续快速增长

根据 Euromonitor 的市场数据，2003-2010 年，我国童装消费额从 524 亿元增长到 1039 亿元，年均复合增长率达 10.37%，呈两位数增长，童装已成了服装业发展的一个新增长点，随着我国新一轮生育高峰的来临，居民消费能力的提升，特别是童装的消费需求从满足基本生活需求向追求美观、个性时尚转变，我们预计 2011-2015 年，童装市场将继续保持稳步增长，童装消费额的年均复合增长率将达 10.06%，至 2015 年，市场规模将达到 1578 亿元。我们认为目前国内市场上国内童装市场具有以下特点：消费人群以 3-12 岁人群为主、产品方面以高性价比的中档市场需求巨大、行业整体集中度低，童装消费的品牌化趋势日益明显，在竞争格局上，一线城市外资或合资品牌进入较为明显，在二/三/四线城市还是以本土品牌为主。

巴拉巴拉是公司在 2002 年创建的童装品牌，以童装休闲为切入点，产品涵盖了年龄在 3-12 岁的小童和中童，据 Euromonitor 的市场数据分析，2008 年巴拉巴拉品牌以 1.07% 的市场占有率在国内市场独占鳌头，其他品牌的市场占有率均低于 1%。在国内童装消费整体蓬勃发展的大趋势下，借助加盟扩张，巴拉巴拉品牌从成立开始呈现出持续增长的势头。

图 5 公司巴拉巴拉童装业务销售和渠道扩张情况



资料来源：公司公告、东方证券研究所

我们认为巴拉巴拉品牌的核心竞争力在于其差异化的品牌定位和先发优势。作为国内同行业销量第一的品牌，巴拉巴拉品牌在规模、渠道和品牌影响力等方面已经积累的先发优势，同时品牌定位于占童装消费 80% 以上的主力人群，产品以高性价比为重要特征之一，渠道上在以消费人群最广泛的二/三四线城市为主要布局点，面临外资品牌的竞争相对较小，具有巨大的发展空间和渗透能力。

巴拉巴拉 2011 年的发展态势和 2012 年春季和夏季订货会的形势也反映出该品牌仍在延续快速发展的势头，我们预计 2011 年巴拉巴拉品牌的收入增幅在 45% 左右，2012 年春夏订货会金额在 40% 左右，其中单价增长在 10% 左右。我们目前维持之前研究报告中的观点：在目前不大的规模基数上，预计公司未来童装业务仍将保持较高的增长速度，其增速将明显超过公司的森马品牌休闲服装的增长。我们认为巴拉

巴拉品牌未来的增长主要来自于渠道的快速扩张（数量扩张、单店面积提升和平效提高）和品类的日益丰富。根据最新的跟踪调研，我们目前对巴拉巴拉品牌 2011—2013 年的销售收入增速预计分别为 46%、41%和 35%，渠道扩张速度分别为 31%、26%和 21%。

4、盈利预测与投资评级

综合以上的分析，我们认为公司森马品牌在目前庞大的基数和休闲行业竞争日趋激烈的大背景下，未来将寻求策略调整后的新提升，其中运营质量的提升是关键（产品开发、供应链提升等）、同时关注对加盟商开店支持力度加大带来的外延扩张效果和战略上可能的资本运作，而巴拉巴拉品牌在目前小基数上凭借差异化和先发优势仍将保持相对更快的外延扩张和同店提升（平效的增长、平均单店面积的提高）。根据最新跟踪的信息，我们主要下调了森马品牌的收入和盈利增长预期，同时小幅上调了公司 2012—2013 年的期间费用比率。我们预计森马品牌 2011—2013 年的销售收入增速预计分别为 21%、19%和 16%，渠道扩张速度分别为 16%、13%和 11%，毛利率基本维持在 36%—37%左右的水平。我们预计巴拉巴拉品牌 2011—2013 年的销售收入增速预计分别为 46%、41%和 35%，渠道扩张速度分别为 31%、26%和 21%。期间费用方面，我们预计公司 2011—2013 年销售费用比率和管理费用比率分别在 11%和 2.8%左右。我们对公司的盈利预测进行了一定下调，预计公司 2011—2013 年的每股收益分别为 1.84 元、2.36 元和 2.92 元（之前的预测分别为 1.94 元、2.65 元和 3.48 元），未来三年的盈利复合增长率为 25%。参考同行业品牌服饰企业的估值水平（见表 2，其中报喜鸟和七匹狼还未考虑未来的增发因素），考虑到成人休闲和童装两个子行业不同的发展阶段、竞争态势、增速和容量，以 2012 年每股收益为参考（成人休闲和童装的盈利比重分别为 2/3 和 1/3 左右），分别给予两块业务 18 倍和 25 倍的估值，对应目标价为 51.9 元，下调公司评级至“增持”。

表 2：相关品牌公司的业绩及估值水平

股票名称	2010 年 EPS	2011 年 EPS	2012 年 EPS	2010 年 PE	2011 年 PE	2012 年 PE	三年盈利 复合增长 率	投资评级
报喜鸟	0.41	0.60	0.78	29.27	20.00	15.38	34%	增持
七匹狼	1.00	1.40	1.85	37.30	26.64	20.16	33%	买入
美邦服饰	0.75	1.22	1.65	35.32	21.71	16.05	42%	买入
富安娜	0.95	1.62	2.24	52.51	30.79	22.27	47%	买入
梦洁家纺	0.61	0.93	1.27	46.80	30.70	22.48	42%	增持
星期六	0.28	0.32	0.42	34.46	30.16	22.98	27%	增持
探路者	0.20	0.38	0.63	89.80	47.26	28.51	68%	增持
九牧王	0.63	0.91	1.22	38.57	26.70	19.92	30%	买入
希努尔	0.72	0.96	1.32	29.86	22.40	16.29	35%	增持
搜于特	0.72	0.97	1.48	44.78	33.24	21.78	52%	买入

资料来源：公司公告、东方证券研究所

5、投资风险

- (1) 宏观经济波动对消费的影响
- (2) 森马品牌策略改进后的实际效果低于预期，需要重点关注其产品开发能力的提升效果，终端渠道层面货品的消化以及应对国内外休闲品牌挑战的情况。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2681	7609	8743	10863	营业收入	6287	8014	10025	12322
现金	1004	5385	5973	7459	营业成本	4037	5122	6392	7843
应收账款	182	243	305	374	营业税金及附加	39	49	60	74
其它应收款	142	181	228	279	营业费用	583	882	1103	1355
预付账款	318	359	447	549	管理费用	169	224	281	345
存货	1034	1441	1790	2201	财务费用	-13	-39	-72	-85
其他	0	0	0	0	资产减值损失	93	121	145	174
非流动资产	858	2003	2994	3439	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3	0	3	3	投资净收益	-5	-5	-5	-5
固定资产	520	1649	2565	3058	营业利润	1374	1650	2111	2611
无形资产	98	95	92	88	营业外收入	1	1	1	1
其他	237	259	334	289	营业外支出	7	7	5	6
资产总计	3539	9612	11737	14301	利润总额	1369	1645	2108	2606
流动负债	1524	1919	2464	3073	所得税	368	411	527	652
短期借款	0	0	0	0	净利润	1001	1234	1581	1955
应付账款	491	615	767	941	少数股东损益	0	0	0	0
其他	1033	1305	1696	2132	归属于母公司净利润	1001	1234	1581	1955
非流动负债	11	0	0	0	EBITDA	1402	1681	2176	2713
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.67	1.84	2.36	2.92
其他	11	0	0	0					
负债合计	1535	1919	2464	3073	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	600	670	670	670	成长能力				
资本公积	5	4390	4390	4390	营业收入	47.9%	27.5%	25.1%	22.9%
留存收益	1399	2632	4213	6167	营业利润	50.2%	20.1%	27.9%	23.7%
归属母公司股东权益合计	2003	7693	9273	11228	净利润	45.7%	23.3%	28.1%	23.7%
负债和股东权益	3539	9612	11737	14301	获利能力				
					毛利率	35.8%	36.1%	36.2%	36.4%
现金流量表					净利率	15.9%	15.4%	15.8%	15.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	49.9%	16.0%	17.0%	17.4%
经营活动现金流	814	1090	1627	2009	ROIC	51.0%	15.7%	16.5%	16.9%
净利润	1001	1234	1581	1955	偿债能力				
折旧摊销	41	71	137	188	资产负债率	43.4%	20.0%	21.0%	21.5%
财务费用	-13	-39	-72	-85	净负债比率				
投资损失	5	5	5	5	流动比率	1.76	3.96	3.55	3.53
营运资金变动	-309	-181	-42	-60	速动比率	1.03	3.16	2.77	2.77
其它	89	1	19	7	营运能力				
投资活动现金流	814	-1204	-1111	-608	总资产周转率	2.27	1.22	0.94	0.95
资本支出	507	1200	1100	600	应收账款周转率	48	36	35	34
长期投资	0	-3	3	0	应付账款周转率	9.16	9.27	9.25	9.18
其他	1321	-7	-8	-8	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-21	4495	72	85	每股收益	1.67	1.84	2.36	2.92
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流	1.36	1.63	2.43	3.00
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	3.34	11.48	13.84	16.76
普通股增加	0	70	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	4386	0	0	P/E	25.62	23.21	18.11	14.65
其他	-21	39	72	85	P/B	12.80	3.72	3.09	2.55
现金净增加额	294	4381	588	1486	EV/EBITDA	20	16	13	10

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，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，未给予投资评级等相关信息。

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。

本研究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。

本研究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报告之外，绝大多数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，投资者需自行承担风险。

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。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn