

## 气候寒冷加速库存消化

### ---2010 年 1 月纺织行业投资策略

#### 核心观点:

- **出口型企业：缓慢复苏，关注原料价格大涨下结构性投资机会。**11 月纺织品服装出口数据依然低于大多数分析师预期；美国服装零售增速小幅好转、欧盟与日本零售增速低位徘徊使中国纺织品出口复苏之路将对缓慢。子行业中，棉花价格大幅上涨成为龙头企业价增量升的催化剂，关注高原料储备型企业。
- **原料价格短期滞涨，价格再度上涨需等待旺季来临。**328 级棉花价格 12 月小涨 110 元/吨至 1.485 万；粘胶短纤价格 12 月小涨 100 元/吨至 1.9 万；氨纶 40D 12 月价格维持在 4.8 万元/吨，企业订单呈现出淡季不淡的格局。建议投资者关注春节后、旺季来临前各产品价格提升对化纤企业带来的投资机会。
- **内销型企业：气候寒冷加速品牌服饰库存消化。**本月中旬公布的 11 月份服装零售数据验证了我们上月看法：即 11 月全国大范围降雪带动各企业冬装销售。12 月份的气候继续延续 11 月份特征，全国大范围降雪、气候寒冷加速品牌服饰库存消化，为 2010 年 3 月份各家秋冬季订货会奠定良好基础。
- **2010 年 1 月份行业投资策略：**我们继续维持出口型企业“中性”投资评级，对品牌服饰维持“推荐”投资评级（预计 2010 年重新回到渠道扩张、提价双轮驱动时代）。除建议长线投资者增持估值相对较低的七匹狼、美邦服饰、报喜鸟外，2010 年 1 月份投资组合---白马型公司中，我们重点推荐鲁泰 A、伟星股份、雅戈尔。

**中 性** (出口)      维持评级  
**推 荐** (内销)      维持评级

#### 分析师

马 莉

✉: Mali\_yj@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8489

#### 相关研究

1. 品牌服饰：重回渠道扩张、提价双轮驱动时代 2009.12.24
2. 2009.12 月行业投资策略：行业景气复苏中 2009.11.30
3. 报喜鸟深度研究：精耕细作，稳健发展 2009.11.23
4. 鲁泰 A：长绒棉价格锁定，订单量增价升 2009.11.30
5. 七匹狼深度研究：期待精细化管理下的持续成长 2009.04.08

#### 本月重点推荐上市公司

| 票名称   | 股票代码   | EPS(元) |       |       | PE (X) |       |       | 09-11EPS | ROE    | 合理估值区间 (元) |
|-------|--------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|----------|--------|------------|
|       |        | 2009E  | 2010E | 2011E | 2009E  | 2010E | 2011E | CAGR     | 2009E  |            |
| 鲁 泰 A | 000726 | 0.58   | 0.70  | 0.71  | 20.38  | 16.89 | 16.65 | 10.90%   | 14.70% | 14-16      |
| 伟星股份  | 002003 | 0.90   | 1.07  | 1.23  | 23.41  | 19.69 | 17.13 | 15.40%   | 17.75% | 24-26      |
| 雅 戈 尔 | 600177 | 1.04   | 0.68  | 0.81  | 13.62  | 20.82 | 17.48 | 23.50%   | 19.75% | 16-18      |

资料来源：中国银河证券研究所（当前价格为 2009 年 12 月 30 日收盘价，雅戈尔未考虑 2010 年及以后投资收益）

## 一、出口复苏趋势相对缓慢

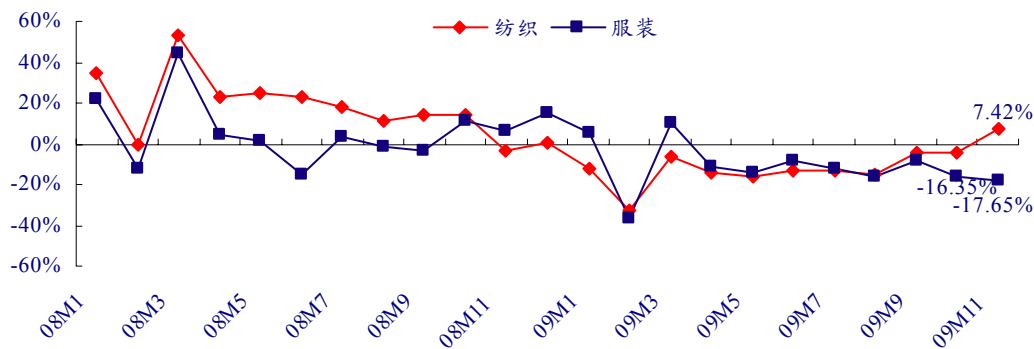
### (一) 11 月份纺织品出口好转明显，服装出口尚无改善

11 月份出口快报数据如下：(1) 纺织品 11 月份单月出口额 53.66 亿美元，同比增 7.42%；1-11 月累计出口额 537.6 亿美元，同比增-11.2%。(2) 服装 11 月份单月出口额 85.93 亿美元，同比增-17.65%；1-11 月份累计出口额 964.86 亿美元，同比增-11.6%。(3) 纺织品+服装 11 月份单月出口额 139.6 亿美元，同比增-9.53%；1-11 月份累计出口额 1502.46 亿元，同比增-11.18%。

以上数据反映以下特征：(1) 纺织品出口情况远好于服装，自 8 月份以来，纺织品出口逐月好转，11 月份首次实现正增长。(2) 行业出口复苏之路较为漫长，低于市场众多分析师预期。

从国外需求数据看，美国衣着零售 10 月份首次出现正增长；而欧盟、日本零售数据依然低位徘徊。我们认为 12 月份出口数据大体延续 11 月份特征，难以出现突发性根本改善。

图 1 2009 年以来逐月出口增速（海关快报数据）



资料来源：海关总署 中国银河证券研究所

### (二) 企业追踪：订单好转，原料价格影响价格涨幅

表 1：出口龙头企业订单追踪

| 上市公司 | 订单量及订单价格情况                                            |
|------|-------------------------------------------------------|
| 鲁泰 A | 色织布订单接至 10 年 3 月份，价格提升 5%；衬衫订单接至 10 年 4 月份，价格小幅提升     |
| 瑞贝卡  | 女装假发接至 10 年 4 月份，化纤发条接至 1 月份，工艺发条接至 10 年 1 月；价格几乎没有变化 |
| 孚日股份 | 毛巾订单接至 10 年 5 月份，订单价格提升 3%                            |
| 大杨创世 | 订单接至 3 月份，除个别市场如韩国外，订单价格基本不变                          |
| 华孚色纺 | 由于季节性原因，交单期有所延长，订单价格上涨 10%，覆盖棉花价格上涨带来影响               |

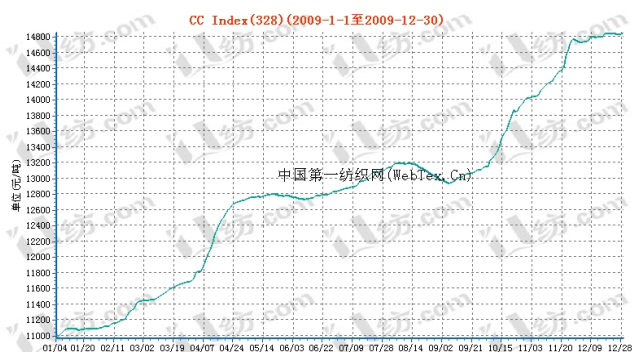
资料来源：中国银河证券研究所（以上资料为 2009 年 12 月中旬追踪）

我们对行业内重点出口企业近期接单情况进行追踪：龙头企业鲁泰 A、瑞贝卡、孚日股份、大杨创世、华孚色纺订单均较为饱满；而产品价格，上游原料为棉花的鲁泰 A、孚日股份、华孚色纺在成本推动下，提升显著；而瑞贝卡、大杨创世短期内尚无提价预期。

## 二、原料价格滞涨，再次涨价需等待旺季来临

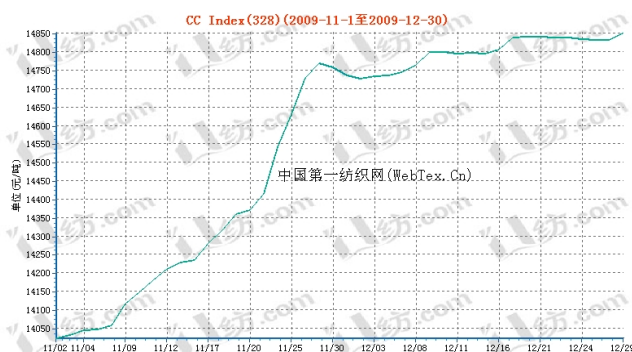
### (一) 棉花价格维持高位，涨幅趋缓

图 2：2009 年以来 328 级棉花价格指数



资料来源：第一纺织网 中国银河证券研究所

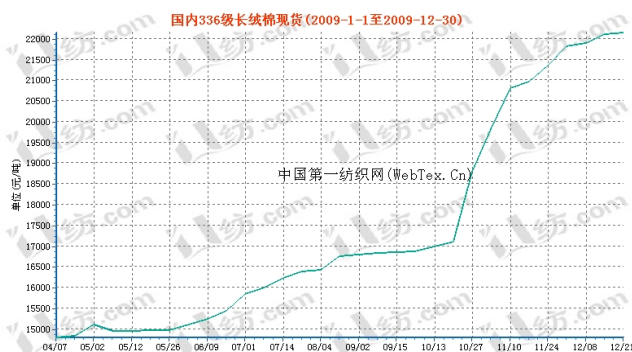
图 3：11 月份以来 328 级棉花价格指数



资料来源：第一纺织网 中国银河证券研究所

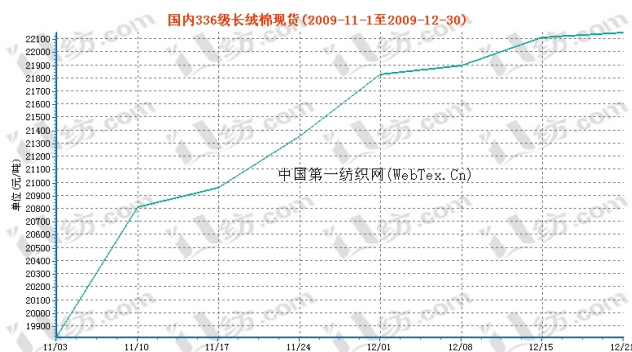
328 级棉花价格指数自 2009 年初 1.1 万/吨提升至 12 月 30 日 1.485 万/吨，全年涨幅 35%。11 月份 328 级棉花价格指数涨幅较快，约提高 700 元/吨，涨幅 5%；进入 12 月份，价格基本维持稳定，约上涨 110 元/吨左右。

图 4：2009 年以来 336 级长绒棉现货价格



资料来源：第一纺织网 中国银河证券研究所

图 5：11 月份以来 336 级长绒棉现货价格



资料来源：第一纺织网 中国银河证券研究所

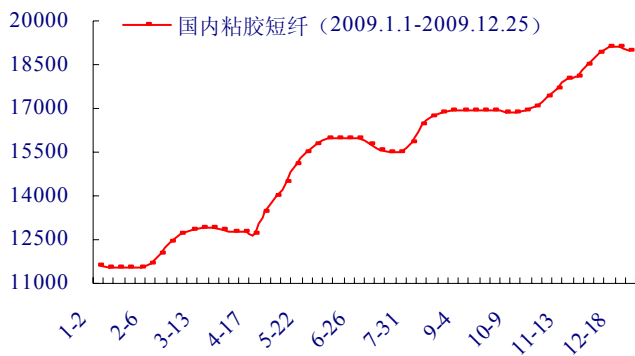
336 级长绒棉现货价格从 2009 年初 1.49 万/吨提升至 2.215 万/吨，全年涨幅约 49%。11 月份以来 336 级长绒棉价格自 1.98 万/吨提升至 2.215 万，涨幅 12.12%；进入 12 月份，价格基本维持稳定，约上涨 300 元/吨，涨幅 1.4%。

我们判断：由于棉花减产、棉花需求量相对刚性，棉花价格难以下降；而目前的相对高位下，国家抛储、发放棉花配额、棉花相对历史高价格短期内也抑制了中间商做多棉价热情。

在全年棉花价格暴涨过程中，由于纺织行业以中小型企业为主，大多数中小企业原料储备不多，即棉花快速涨价，为下游产品提价提供了基础。在这种情况下，具备高原料储备的上市公司将会受益。其中，鲁泰 A 因为高原料储备（长绒棉储备基本满足一年所需），受益明显，华孚色纺也因为 3-4 个月棉花储备而受益。

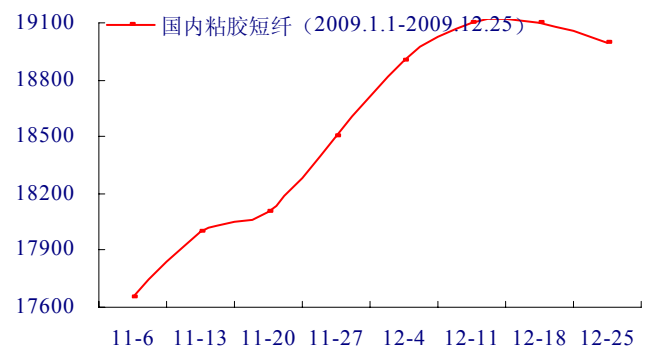
## (二) 粘胶短纤价格维持高位，短期出现滞涨

图 6：2009 年以来粘胶短纤均价走势



资料来源: WIND 中国银河证券研究所

图 7：11 月份以来粘胶短纤均价走势



资料来源: WIND 中国银河证券研究所

粘胶短纤价格自 2009 年初的 1.16 万元/吨上涨至 1.9 万/吨，涨幅约 63.8%；进入 11 月份，粘胶价格自 1.765 万/吨提升至 1.89 万元，单月提价幅度约 7.1%；12 月初，在上游棉浆粕价格上涨带动下，粘胶短纤价格一度上涨至 1.91 万/吨，12 月最后一周略有回调，降至 1.9 万/吨。

粘胶短纤价格大幅提升很大程度上受上游浆粕价格提升带动；随着棉花价格稳定，我们预计上游原料浆粕上涨的压力也将有所减弱；但不排除旺季到来之际，2-3 月份价格再度上涨。我们预期在当前 1.9 万/吨市场价格下，毛利率约 13%。表 2 对各家上市公司每万股对应权益产能进行测算。

表 2：粘胶价格变动对上市公司业绩弹性影响

|              | 澳洋科技 (002172.SZ) | 山东海龙 (000677.SZ) | 新乡化纤 (000949.SZ) |
|--------------|------------------|------------------|------------------|
| 产能 (吨)       | 172000(权益)       | 214000 (权益)      | 约 50000          |
| 吨收入 (税前, 万元) | 1.9              | 1.9              | 1.9              |
| 吨收入 (税后, 万元) | 1.62             | 1.62             | 1.62             |
| 吨毛利 (万元)     | 0.21             | 0.21             | 0.21             |
| 总股本 (万股)     | 34800            | 86398            | 58869            |
| 吨产能/万股       | 4.94             | 2.48             | 0.85             |

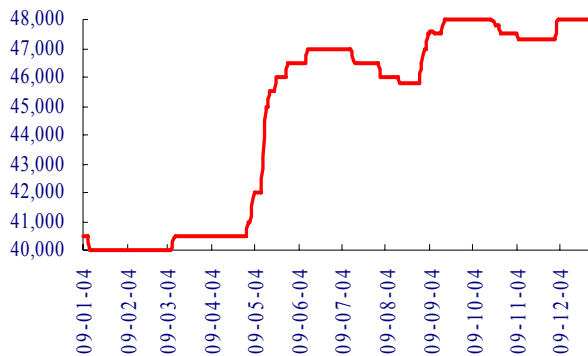
资料来源: 各公司公告 中国银河证券研究所

## (三) 氨纶价格维持在 48000 元，整体呈现淡季不淡格局

与棉花、粘胶短纤相比，氨纶 40D 价格全年涨幅相对较慢，自年初 4 万/吨提升至目前 4.8 万元/吨，上涨幅度为 20%。其中，11 月份氨纶 40D 约提价 700 元/吨，进入 12 月份以后，价格维持在 4.8 万元，在该价位下，企业订单呈现出淡季不淡的格局。

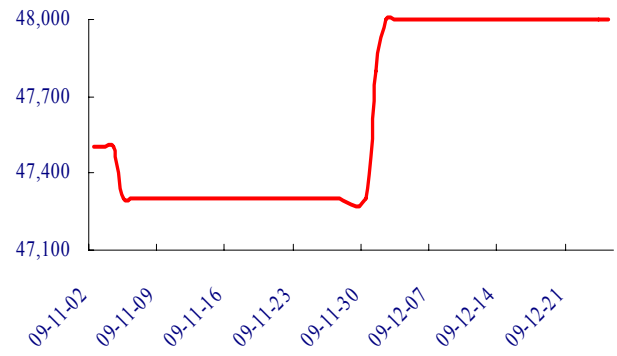
我们预期 2-3 月份旺季来临之际（春节过后），氨纶具有提价预期。在当前 4.8 万/吨市场价格下，我们测算毛利率约 23%。表 3 对各家上市公司每万股对应权益产能进行测算，结果显示：如果氨纶价格上涨，烟台氨纶每股 EPS 弹性最大。

图 8: 2009 年以来氨纶 40D 价格走势



资料来源: 第一纺织网 中国银河证券研究所

图 9: 11 月以来氨纶 40D 均价走势



资料来源: 第一纺织网 中国银河证券研究所

表 3: 氨纶价格变动对上市公司业绩弹性影响

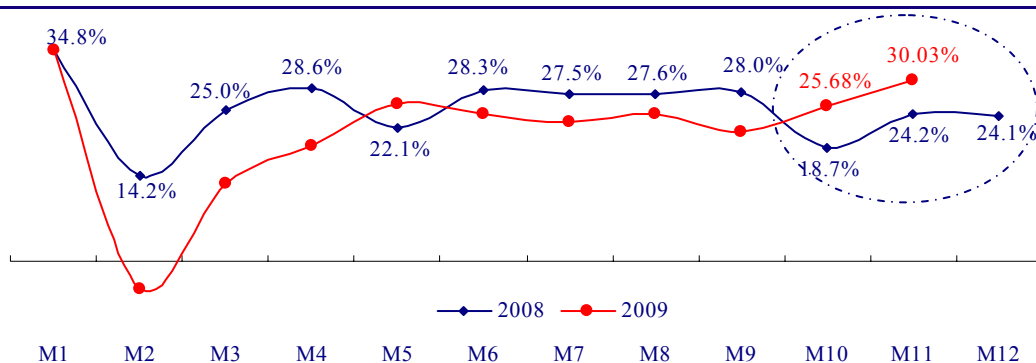
|              | 烟台氨纶 (002254.SZ) | 华峰氨纶 (002064.SZ) | 友利控股 (000584.SZ) |
|--------------|------------------|------------------|------------------|
| 产能 (吨)       | 22000            | 42000            | 22500            |
| 吨收入 (税前, 万元) | 4.8              | 4.8              | 4.8              |
| 吨收入 (税后, 万元) | 4.10             | 4.10             | 4.10             |
| 吨毛利 (万元)     | 0.94             | 0.94             | 0.94             |
| 总股本 (万股)     | 16315            | 36920            | 40888            |
| 吨产能/万股       | 1.35             | 1.14             | 0.55             |

资料来源: 各公司公告 中国银河证券研究所

### 三、内销型企业：天气寒冷加速经销商库存消化

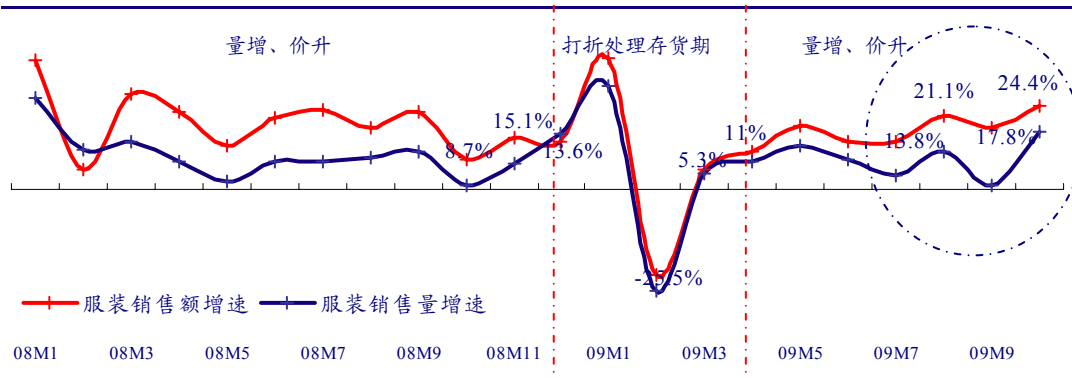
#### (一) 11 月份服装零售数据显示：内销继续景气回升

图 10：限额以上批发和零售业零售额——服装鞋帽针纺织品



资料来源：WIND 中国银河证券研究所

图 11：全国重点大型百货商场服装销售额及销售量增速



资料来源：中华商业信息网 中国银河证券研究所

- 11 月份全国限额以上批发和零售业零售额——服装鞋帽针纺织品类达到 476.3 亿，比上年同期增长 30.03%；增速自 10 月份起已经连续两个月高于 2008 年同期水平。
- 金融危机以来全国重点大型百货商场服装销售增速：图 11 显示，2009M7 起，服装销售增速逐步回升；5 月份以来服装开始提价。
- 10 月份全国重点大型百货商场服装类单月零售额 117.9 亿元，同比增加 24.4%；实现服装销售 3772 万件，同比增 16.53%；整体体现价格比上年同期也有一定提升。

#### (二) 11 月、12 月份寒冷气候带动各服饰企业冬装大卖

在 12 月份投资策略中，我们指出：“与往年不同，2009 年全国在 11 月初出现大范围降雪，天气骤冷，为各品牌服饰冬装大卖提供了条件，部分企业热销款出现断货。据此推测，我们判断 12 月中旬公布的 11 月份服装零售增速好于前几个月。”

最终公布的数据（图 10）论证了我们上文的推论。12 月份的气候继续延续 11 月份特征，河南、安徽、江苏、浙江、山东、湖北、上海等地区出现大范围降雪，气温相对偏低。这种气候特征继续为冬装大卖提供条件，从而加速加盟商库存消化，为 2010 年 3 月份各家秋冬季订货会奠定良好基础。在此基础上，我们预计 12 月份限额以上服装零售增速继续延续 11 月份高速增长特征。

### （三）各品牌服装库存压力比 2008 年大为缓解

2009 年秋冬季订货会、2010 年春夏季订货会上，大多品牌服饰均采取较为宽松的政策，以休养生息，让下游经销商消化 2008 年因过于乐观带来的大规模库存。结合 11、12 月份终端零售数据，各家品牌服饰企业体系中库存状况在 2009 年得到有效消化，为 2010 年发展奠定良好的基础。

结合各公司订货会制度角度，终端库存消化情况、以及品牌运营商对加盟商政策（2009H2、2010H1 是否压货）直接决定 2010H2 订货会弹性（关于订货会制度的助涨助跌特征分析，请参考我们有关七匹狼深度报告，我们看好休闲服行业中的美邦服饰、七匹狼：

- 美邦服饰 2010 年 Q2 召开的 2010H2 订货会增速有望达到 30%+，主要原因在于 1）加大对终端加盟商扶持，2）加盟商 09M9-10 出现缺货现象，3）ME CITY 可能会引进加盟商模式。
- 七匹狼 2010 年 M3 召开的 2010H2 订货会增速有望达到 20%+，主要原因在于：1）公司修养生息政策，2）2009M10-M11 天气寒冷带来冬装大卖为 10H2 订货额增加打下基础，3）需求增速上行，公司充裕现金储备为扶持加盟商开店提供基础。

表 4：“品牌运营+批发”型企业订货会制度及订货会历史数据

|      | 2009H1  |        | 2009H2  |        | 2010H1 |        | 2010H2 <sup>E</sup> |
|------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|---------------------|
|      | Q1      | Q2     | Q3      | Q4     | Q1     | Q2     |                     |
| 美邦服饰 | 30%+    |        | 负增长     |        | 0.00%  | 30.00% | 30%+                |
| 七匹狼  | 10%-20% |        | 10%-15% |        | 5%-10% |        | 20%+                |
| 利郎   |         |        |         |        | 20%+   |        | 20%+                |
| 报喜鸟  | 20.00%  |        | 16.00%  |        | 20.00% |        | 20%+                |
| 罗莱家纺 |         |        |         |        | 50%+   |        | 订货大概占全年订单 50%       |
| 富安娜  |         |        |         |        | 50%+   |        | 订货大概占全年订单 50%       |
| 探路者  |         |        | 40%+    |        | 40.00% |        | 40%+                |
| 李宁   | 37.00%  | 31.60% | 12.70%  | 14.50% | 11.60% | 15.40% | 20%+                |
| 安踏   | 40%-50% | 30.00% | 5%-10%  | 20-25% | 18.00% | 16.00% | 20%+                |
| 中国动向 | 30%+    | 31.00% | 8.00%   | 21.00% | 15.80% | 22.00% | 20%+                |

资料来源：中国银河证券研究所（A 股上市公司订货会数据为我们推测数据）

## 四、维持出口企业“中性”评级，品牌内销企业“推荐”评级

表 5: 12 月份涨幅前十名、涨幅后十名企业

| 前十名   | 12.29 收盘价 | 11.30 收盘价 | 涨幅     | 后十名  | 12.29 收盘价 | 11.30 收盘价 | 涨幅      |
|-------|-----------|-----------|--------|------|-----------|-----------|---------|
| 常山股份  | 8.83      | 7.13      | 23.84% | 鄂尔多斯 | 13.13     | 13.67     | -3.95%  |
| 华芳纺织  | 13.51     | 11        | 22.82% | 华茂股份 | 8.35      | 8.7       | -4.02%  |
| 深纺织 A | 14.8      | 12.12     | 22.11% | 海欣股份 | 5.84      | 6.11      | -4.42%  |
| 华纺股份  | 6.91      | 5.66      | 22.08% | 澳洋科技 | 13.38     | 14.05     | -4.77%  |
| 中银绒业  | 11.33     | 9.38      | 20.79% | 凯诺科技 | 5.53      | 5.87      | -5.79%  |
| 新民科技  | 12.99     | 11.09     | 17.13% | 德棉股份 | 9.96      | 10.78     | -7.61%  |
| 三房巷   | 7.64      | 6.62      | 15.41% | 孚日股份 | 8.96      | 9.73      | -7.91%  |
| 中国服装  | 7.51      | 6.54      | 14.83% | 江苏阳光 | 5.77      | 6.29      | -8.27%  |
| 宏达经编  | 13.38     | 11.7      | 14.36% | 探路者  | 42.33     | 50.2      | -15.68% |
| 新野纺织  | 7         | 6.35      | 10.24% | 霞客环保 | 11.06     | 13.4      | -17.46% |

资料来源: WIND 中国银河证券研究所

12 月份行业涨幅居前依然以题材股为主, 主要包括: 常山股份 (整体搬迁带来的地产整合概念)、华芳纺织 (新能源)、深纺织 (偏光片生产)、华纺纺织 (资产重组)、中银绒业等, 上涨原因各不相同; 而涨幅后五位主要有霞客环保、探路者、江苏阳光、孚日股份及德棉股份, 主要原因在于前期涨幅过高, 价格偏离基本面。

表 6: 12 月份推荐上市公司及纺织板块重点关注上市公司

|             | 12.29<br>收盘价 | 11.30<br>收盘价 | 12 月<br>涨幅    | EPS         |             |             | PE           |              |              |
|-------------|--------------|--------------|---------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
|             |              |              |               | 2009E       | 2010E       | 2011E       | 2009E        | 2010E        | 2011E        |
| <b>鲁泰 A</b> | <b>11.93</b> | <b>11.3</b>  | <b>5.58%</b>  | <b>0.58</b> | <b>0.70</b> | <b>0.71</b> | <b>20.38</b> | <b>16.89</b> | <b>16.65</b> |
| 瑞贝卡         | 11.51        | 11.04        | 4.26%         | 0.24        | 0.40        | 0.55        | 47.58        | 28.55        | 20.76        |
| <b>报喜鸟</b>  | <b>22.45</b> | <b>21.93</b> | <b>2.37%</b>  | <b>0.66</b> | <b>0.90</b> | <b>1.13</b> | <b>34.06</b> | <b>24.98</b> | <b>19.89</b> |
| 华孚色纺        | 18.41        | 18.12        | 1.60%         | 0.70        | 0.88        | 1.04        | 27.06        | 21.52        | 18.21        |
| 七匹狼         | 23.11        | 22.86        | 1.09%         | 0.69        | 0.91        | 1.13        | 33.22        | 25.19        | 20.28        |
| <b>伟星股份</b> | <b>20.63</b> | <b>20.7</b>  | <b>-0.34%</b> | <b>0.90</b> | <b>1.07</b> | <b>1.23</b> | <b>23.41</b> | <b>19.69</b> | <b>17.13</b> |
| <b>雅戈尔</b>  | <b>14.16</b> | <b>14.28</b> | <b>-0.84%</b> | <b>1.04</b> | <b>0.68</b> | <b>0.81</b> | <b>13.62</b> | <b>20.82</b> | <b>17.48</b> |
| 星期六         | 24.13        | 24.4         | -1.11%        | 0.57        | 0.74        | 1.01        | 41.49        | 31.96        | 23.42        |
| 罗莱家纺        | 41.49        | 42.25        | -1.80%        | 1.00        | 1.25        | 1.58        | 40.58        | 32.46        | 25.68        |
| 美邦服饰        | 23.4         | 23.91        | -2.13%        | 0.60        | 0.80        | 1.07        | 38.42        | 28.81        | 21.54        |
| 大杨创世        | 16.71        | 17.31        | -3.47%        | 0.52        | 0.56        | 0.64        | 32.15        | 29.86        | 26.13        |
| 探路者         | 42.33        | 50.2         | -15.68%       | 0.57        | 0.77        | 1.09        | 75.47        | 55.87        | 39.47        |

资料来源: WIND 中国银河证券研究所

12 月份纺织服装板块投资策略中, 我们重点推荐鲁泰 A (估值偏低、高长绒棉储备)、报喜鸟 (估值偏低, 补涨), 涨幅位居本板块白马型企业中前列。

对于 2010 年 1 月份行业策略角度，我们继续维持出口型企业“中性”投资评级，对品牌服饰维持“推荐”投资评级（预计 2010 年重新回到渠道扩张、提价双轮驱动时代）。除建议长线投资者增持估值相对较低的七匹狼、美邦服饰、报喜鸟外，1 月份投资组合---白马型公司中，我们推荐鲁泰 A、伟星股份、雅戈尔：

- 鲁泰 A：由于公司具有充足的长绒棉储备，在长绒棉价格迅速由 1.7 万/吨提升至 2.2-2.3 万/吨过程中，市场整体价格提升为鲁泰产品提价打下坚实基础。而公司 2010 年提价增产的规划将提振市场信心，成为股价表现催化剂。
- 伟星股份：公司是目前纺织服装板块难得的成长性较好、而估值水平偏低的上市公司。我们预计随着各品牌服饰终端销售好转，伟星股份作为这类企业的辅配料供应商，收入也将随之出现好转。
- 雅戈尔：公司服装内销、地产、股权投资各项主业均发展良好，同时具有高分红、低 PE 特征。

从催化剂角度看，1 月份预计市场主要关注高配送、预增型企业，其中，我们预计华孚色纺、报喜鸟可能会有高配送预期，不排除雅戈尔会预增。

## 分析师简介

马莉

中国银河证券研究所纺织行业分析师。中国社会科学院产业经济学博士，2007 年加入银河证券中国银河证券研究所，负责纺织行业研究。曾任职于中国纺织工业协会产业部，具有 4 年纺织行业研究经验。

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

**中国银河证券股份有限公司 研究所**

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

**机构请致电：**

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908