

2010 年 8 月 16 日

服装行业

关注内销自主品牌服装的上市公司

评级：增持

投资要点：

■ **2010 年 1~6 月份服装出口同比增长 16.00%：**2010 年 1~6 月份纺织服装行业累计出口 888.78 亿美元，同比增长 22.09%；其中纺织品、服装出口分别同比增长了 32.30%和 16.00%。今年出口数据明显好转一方面海外补库存需要，另一方面则是由于去年出口数量基数较低。分地区来看，美日欧等传统市场占比均出现一定程度的下降，而新兴市场占比提升较快，已逐渐成为我国纺织服装出口的重要市场。但在欧债危机、和人民币升值压力和出口退税的逐步退出背景下，未来出口形势日趋温和，内需将成为推动行业增长的更大动力。

■ **国内消费前景广阔，三大动力助推内销增长：**04 年开始内销服装进入快速发展的黄金阶段，年均增速在 20%以上，而同期出口却受到金融危机、人民币升值等不利因素的影响，增速持续下降；2007 年起内销增速连续三年超过出口，国内消费对行业的整体影响力正逐步显现。从长期来看，国内服装消费市场前景广阔，主要是因为居民消费水平的提高、城镇化的推进和中西部地区经济快速发展。

■ **行业景气度提升，生产成本明显上涨：**纺织服装行业增加值增长速度自 09 年一季度大幅波动以后逐步企稳回升，进入复苏通道，2010 年 3~6 月已基本恢复至危机前水平。其中，服装业增速明显快于纺织业，行业景气度相对更高。此外，除 2010 年一季度以外，服装行业固定资产投资额增速均快于纺织业，说明企业家对服装业拥有更高的投资意愿。与此同时，行业也面临劳动成本上涨和原材料价格的高位运行等不利因素的影响。

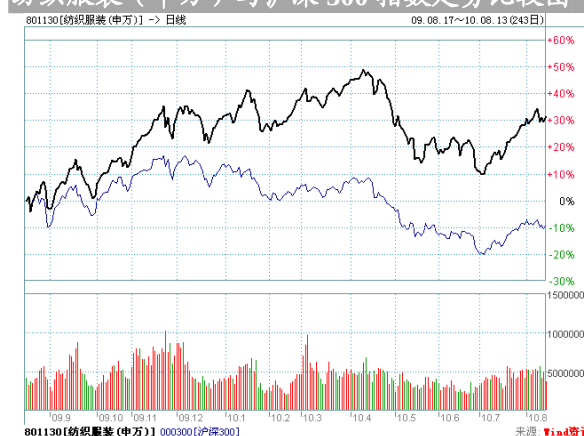
■ **行业投资策略：**看好内销型品牌服装企业。在此类企业中，我们倾向于选择品牌认可度高、营销渠道扩张快、控制力强的公司。根据 2010 年上半年各内销型品牌服装企业的市场表现，我们建议适当关注七匹狼（002029）、报喜鸟（002154）。

■ **风险提示：**提示投资者关注以下风险：1）原材料价格、劳动力成本大幅上涨挤压企业利润；2）国内经济复苏减缓抑制内需扩张；3）大盘下行风险。

分析师	黄海方
执业证书编号	S0600209060100
联系电话	0512-62938651
邮箱	huanghf@gsjq.com.cn

分析师	戴颢
联系电话	0512-62938661
邮箱	daiy@gsjq.com.cn

纺织服装（申万）与沪深 300 指数走势比较图



相关研究报告

2010 年 6 月 25 日

“品牌提升+营销拓展”助推业绩增长

1. 下半年出口复苏渐缓，国内市场前景广阔

1.1. 2010 年 1~6 月份服装出口同比增长 16.00%

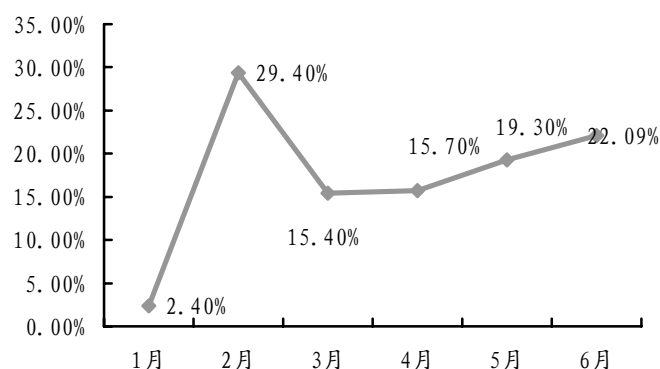
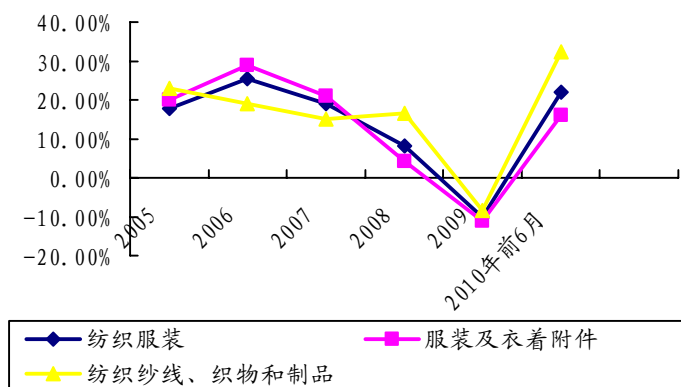
我国是纺织服装的出口大国，行业出口量约占全球贸易额的 40%。2008 年金融危机的爆发对我国出口行业影响颇大，09 年出口贸易量整体下滑了 16%左右，纺织服装全年出口 1670.24 亿美元，同比下降了 9.8%，其中纺织纱线、织物和制品出口 599.73 亿美元，同比下降 8.4%；服装及衣着附件出口 1070.51 亿美元，同比下降了 11%。

经历了艰难缓慢的复苏过程，2010 年 1~6 月份纺织服装行业累计出口 888.78 亿美元，同比增长 22.09%，较前五个月上涨了 2.79%。行业累计出口增速在经历了一季度的大幅震荡后，已平稳上涨了三个月。6 月份国内纺织服装出口 186.65 亿美元，较去年同期相比上涨了 29.99%，其中纺织品、服装出口分别同比增长了 44.43%和 28.07%。今年出口数据明显好转一方面是海外补库存需要，另一方面则是由于去年出口数量基数较低。

从纺织服装两大出口对象美国和欧盟来看，两地区纺织服装销售指标自 09 年以来稳步回升，趋势明显。美国库存销售比仍处于低位，这说明零售商较为谨慎，短期订单有望继续增加，未来补库存意愿强烈；欧盟服装销售量持续增长，销售额相对偏低，中低档消费形势明显好于高档消费。从海外需求的持续向好，我们可以判断未来纺织服装出口仍将维持一定的景气度。

图 1：2005~2010 年上半年纺织服装行业出口增速

图 2：2010 年 1~6 月纺织服装出口同比增速



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

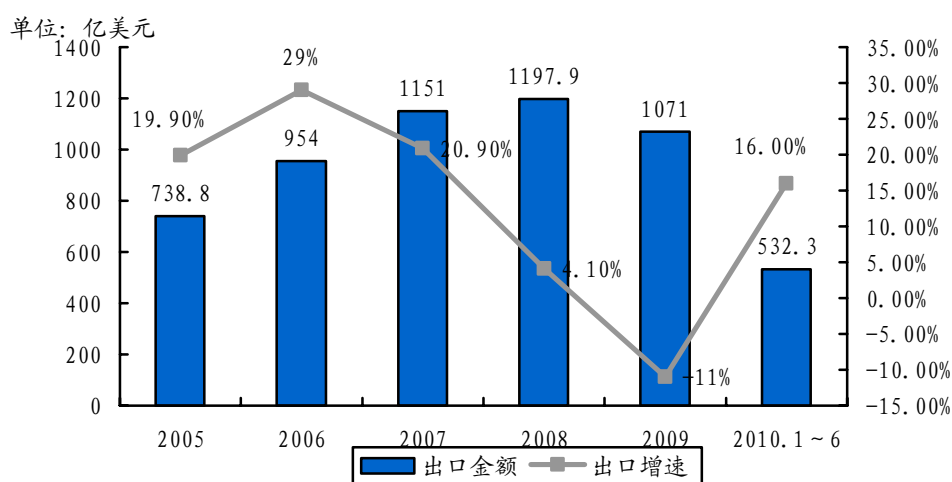
数据来源：第一纺织网，东吴证券研究所

2010 年上半年服装行业出口量有所回升，但增速明显慢于纺织品。这是因为服装出口主要是为了满足欧美地区的刚性需

求，09年的出口基数并未大幅下降，因此今年上半年同比增幅也不是很大。加之服装出口价格相对稳定，外销数量波动不大，所以服装出口增幅虽相对偏小，但未来增长趋势仍然可期。

在欧美市场需求逐步回升的基础上，国内出口型企业的订单有望继续增加。虽然当前经济仍存在二次探底的可能性，但就业率的企稳好转带来了消费需求的扩张，特别是在经历了一年多消费萎缩以后，服装需求将呈现更大的刚性需求拉动。因此未来国内服装出口型企业的订单并不会同比大幅下降。

图 3：服装及衣着附件历年出口情况



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

分地区来看，2010 年我国对东南亚和美国出口保持较快增长，1~4 月同比上涨分别为 21.7%和 20.3%；欧盟、香港次之；新兴市场发展迅速，同比上涨了 23%。日本市场表现萎靡，1~4 月同比下降了 4 个百分点。

今年 1~4 月纺织服装出口占比从高到低的分别是东南亚、欧盟、美国、日本和香港。新兴市场占比 22.8%，提高了近 2 个百分点。与 09 年相比，美日欧等传统市场占比均出现下降的现象，仅东南亚和部分新兴国家占比有所上升，其中新兴市场占比提升较快，已逐渐成为我国纺织服装出口的重要市场。

图 4：2010 年 1~4 月纺织服装出口各地区增速

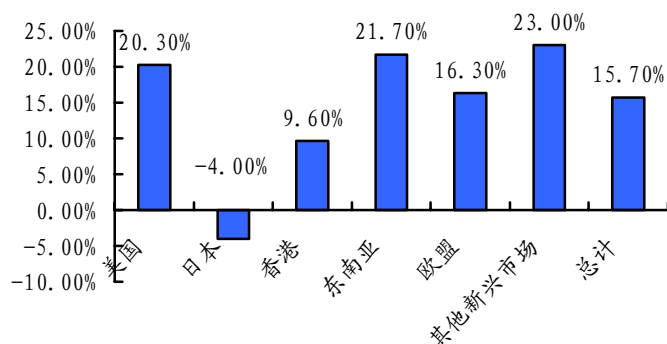
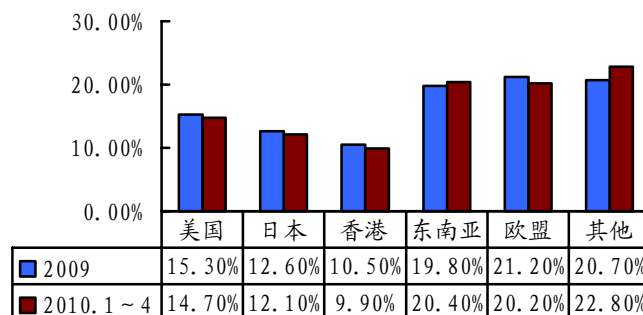


图 5：纺织服装出口各地区占比情况



数据来源：第一纺织网，东吴证券研究所

数据来源：第一纺织网，东吴证券研究所

但与此同时，服装出口也面临着一些不利因素。目前欧债危机的影响程度仍不容乐观，在欧元贬值和美元坚挺的背景下，短期内人民币升值的压力虽有所缓解，但在国民经济实力日趋提升和汇率改革的持续影响下仍面临着升值压力。一旦人民币升值将会压缩中小企业的利润空间，对中小企业产生较大的打击；但对拥有稳定客户群和较强议价能力的大型出口企业则影响相对较小。此外，出口退税政策的逐步退出也将使得毛利率普遍较低的纺织出口型企业面临更大负面影响。

综上所述，服装作为生活必需品，具有较强的刚性需求。随着下半年消费旺季的到来，行业可能面临新一波增长行情。但人民币升值压力的不断加大和出口退税政策的退出，可能使得未来服装生产基地逐渐向综合成本更低的地区转移，如印度、越南等。我国纺织服装出口的鼎盛时期已经过去，未来行业出口形势日趋温和，增速将逐步放缓，内需将是推动行业增长的更大动力。

1.2. 国内消费前景广阔，三大动力助推内销增长

根据国家统计局和工信部相关统计数据表明，2010 年 1~7 月我国社会消费品零售总额为 84922 亿元，较去年同比增长 18.2%，其中服装类零售额为 3141 亿元，同比增长 23.8%。自 2010 年以来，服装类零售额增速已多次超过 20%。服装类增速超过了社会消费品增速，说明其复苏弹性较大。

根据 CEIC 统计数据表明，自 2001 年中国加入 WTO 以来，纺织服装出口逐年激增，而内销服装消费则维持在 10%~15%；04 年开始内销服装进入快速发展的黄金阶段，年均增速在 20% 以上，而同期出口却受到金融危机、人民币升值等不利因素的影响，增速持续下降；2007 年起内销增速连续三年超过出口，国

内消费对于行业的整体影响力正逐步显现。

此外，宏观经济景气指数和国内消费者信心指数自 09 年一季度开始企稳上升，服装业行业景气指数也逐步触底回升，两者呈现一定的相关性。因此，我们认为在宏观经济和消费者信心日趋好转的情形下，行业景气度有望继续上升。

从长期来看，国内服装消费市场前景广阔，主要是因为国民经济正处于快速发展期，人均可支配收入提高，居民的消费意愿和能力都有了进一步增强；城镇化的推进将更多农村居民转变为城镇居民，收入水平和社会福利的逐步提高为服装消费提供了强劲动力；区域经济振兴使得中西部地区经济快速发展，居民收入普遍提高，服装类刚性需求消费品将面临一波新的行情。

图 6：宏观经济景气指数

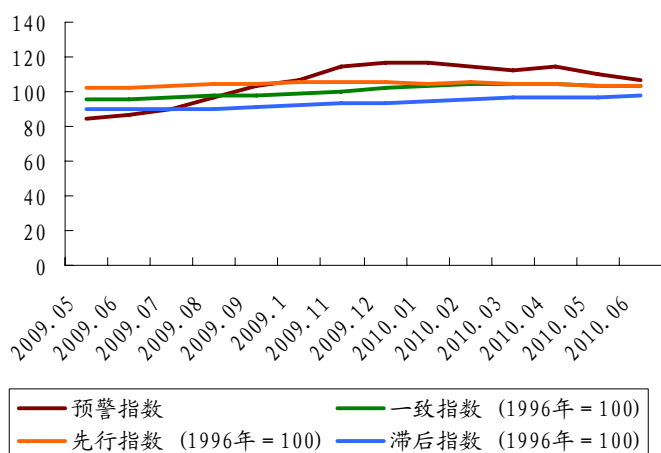
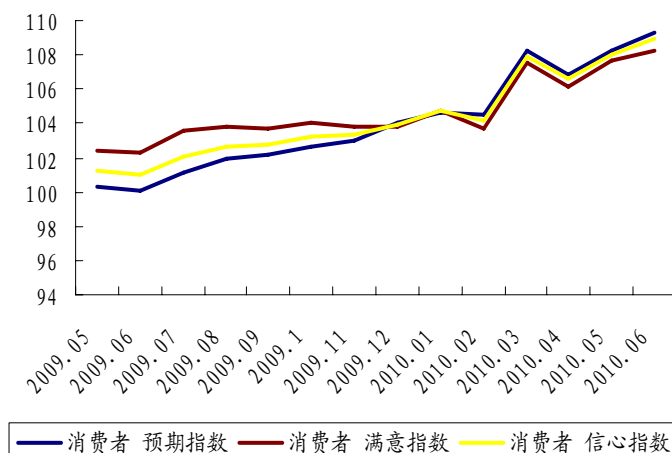


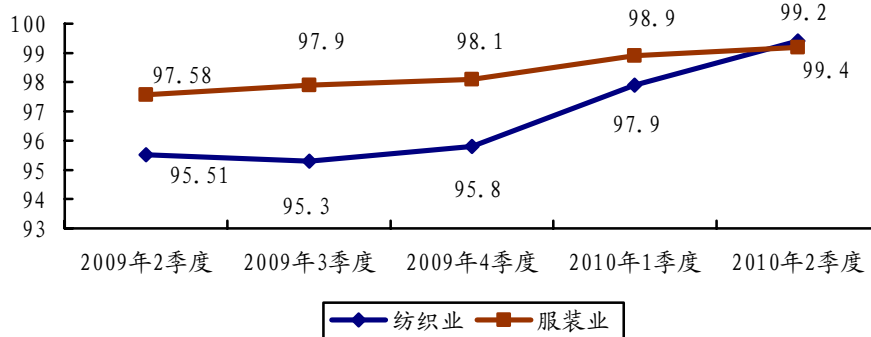
图 7：消费者信心指数



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 8：纺织服装行业景气指数

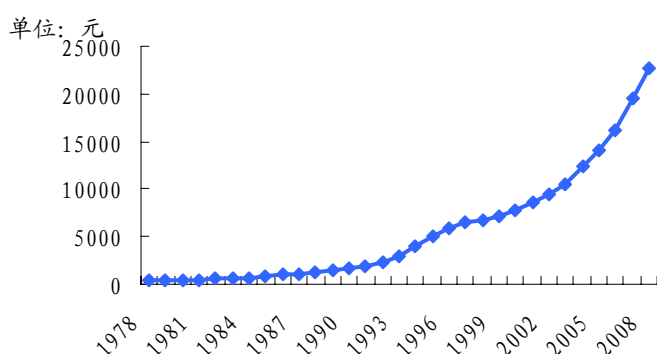


数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

1.2.1. 居民收入提高

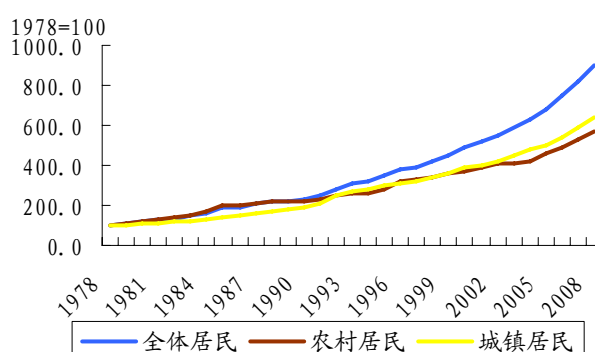
2008 年我国人均国内生产总值已突破 3000 美元大关，居民消费水平也逐年递增。根据国际经验，当人均 GDP 超过 3000 美元后，居民的消费结构和消费习惯将会有所改变，会开始追求具有品牌效应和时尚元素的产品。目前我国已进入服装类消费，特别是品牌服饰消费快速发展的黄金阶段。据此，我们估计未来几年内销服装需求增幅将维持在 20% 以上。

图 9：人均 GDP



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 10：居民消费水平



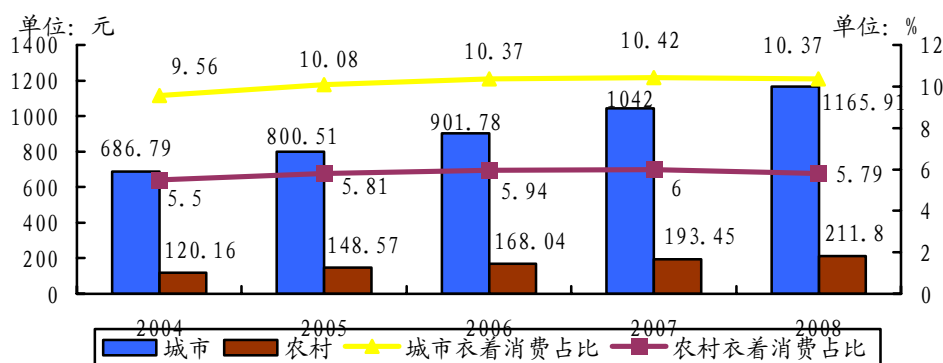
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

1.2.2. 城镇化进程加快

目前我国城乡居民之间的服装消费差距明显。2008 年城市人均衣着类消费支出为 1165.91 元，农村仅为 211.8 元，农村人均衣着消费是城市的 18.17%；城市人均衣着类支出占消费性支出的 10.37%，而农村仅占 5.79%。但从图 11 中可以看出，城市和农村地区居民用于衣着类消费支出增长都较为显著。

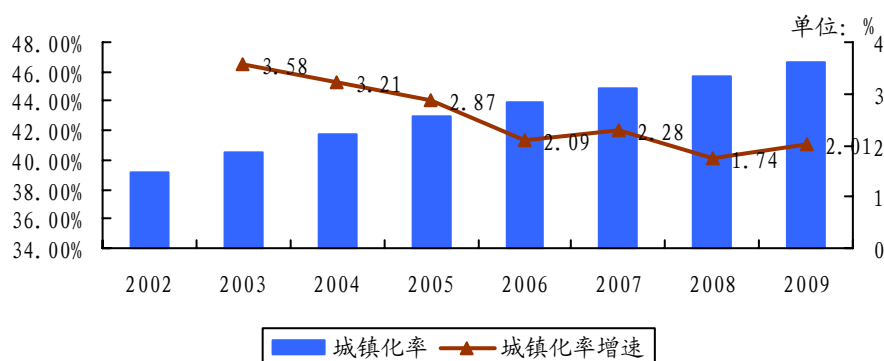
根据相关统计数据表明，城镇化率在 30%~70% 之间是城镇高速发展的阶段。2009 年我国城镇化率为 46.6%，虽然增速有所放缓，但仍维持上升态势，我国正迎来城镇快速发展的时代，而城镇化的推进必将催生服装需求的刚性上扬。因此，我们预计随着城镇化进程的逐步加快、城乡居民收入差距的不断缩小，未来农村地区 and 三四线城市将会释放出巨大的消费潜力。

图 11: 人均衣着类消费支出情况



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 12: 2002 ~ 2009 年我国城镇化率

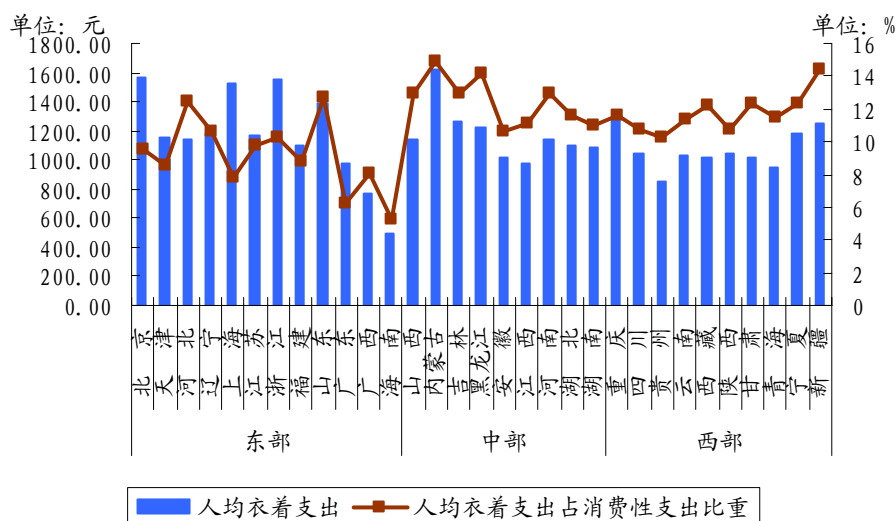


数据来源：住房和城乡建设部，东吴证券研究所

1.2.3. 中西部地区经济快速发展

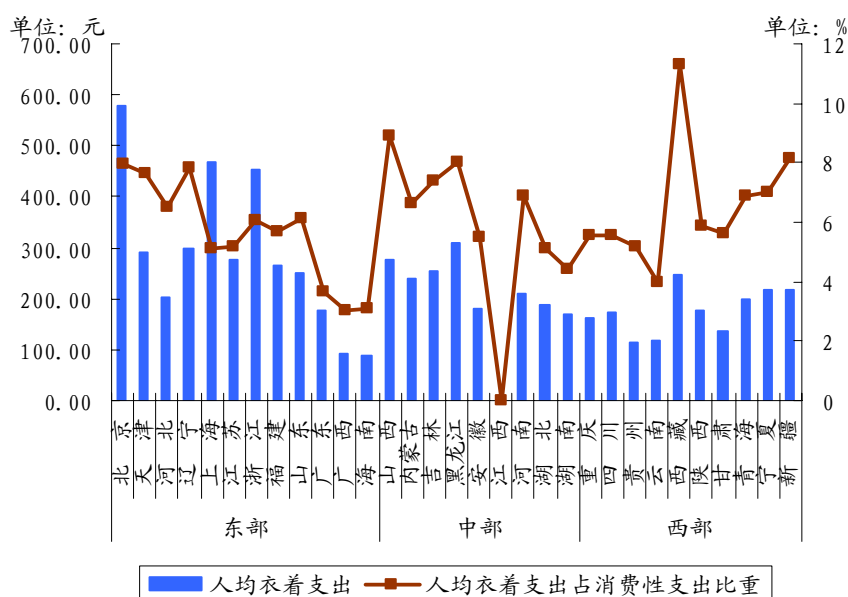
我国不同地区衣着消费也存在较大差异。人均衣着支出较高的地区主要集中在东部沿海，而中西部内陆地区居民则相对支出较少。分城乡来看，东中西部农村地区人均衣着消费支出差距更为明显，东部人均衣着支出最高的北京农村为 577.81 元，西部人均支出最低的贵州则为 112.46 元，最高地区为最低地区的 5.14 倍。随着城镇化水平的逐步提高和中西部地区的日益崛起，基数较低的中西部地区，尤其是中西部农村地区将具备更高的服装消费潜力。

图 13: 2008 年东中西部城镇人均衣着消费支出情况



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 14: 2008 年东中西部农村人均衣着消费支出情况



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

居民收入水平的普遍提高、城镇化进程的加快以及中西部地区的崛起等因素将有效推动服装行业的快速发展,充分说明内销服装具备较大的成长性,未来发展前景广阔。

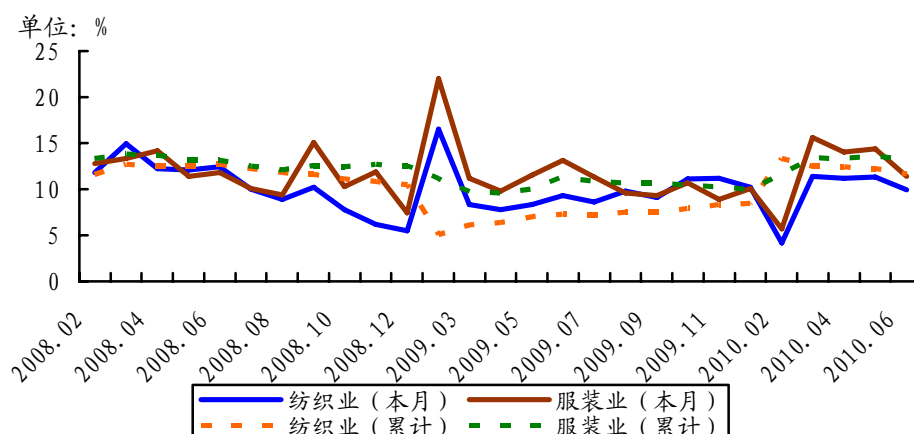
2. 行业景气度提升，生产成本明显上涨

2.1. 行业逐步回暖

纺织服装行业增加值增长速度自 09 年一季度大幅波动以后逐步企稳回升，进入复苏通道，2010 年 3~6 月已基本恢复至

危机前水平。其中，服装业增速明显快于纺织业，行业景气度相对更高。随着出口黄金期的结束和下半年消费旺季的到来，内需将成为推动行业发展的最大动力，内销品牌服装有望成为行业整体效益提升的最大贡献者。

图 15: 纺织服装行业增加值增长速度

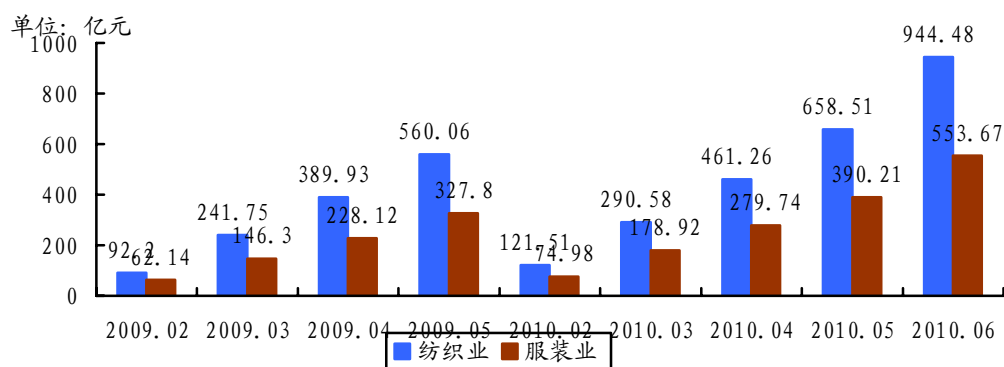


数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

从行业固定资产投资额来看, 受金融危机的影响, 08 年纺织服装行业累计完成投资额 2430.06 亿元, 同比增长 6.44%, 而 09 年一季度延续了加速下跌的态势, 至 4 月份开始逐步企稳回升。2010 年 1~6 月, 纺织业累计完成固定资产投资 944.48 亿元, 同比增长 21.0%; 服装业累计投资 553.67 亿元, 同比增长 22.9%。除 2010 年一季度以外, 服装行业固定资产投资额增速均快于纺织业, 说明企业家对服装业拥有更高的投资意愿。

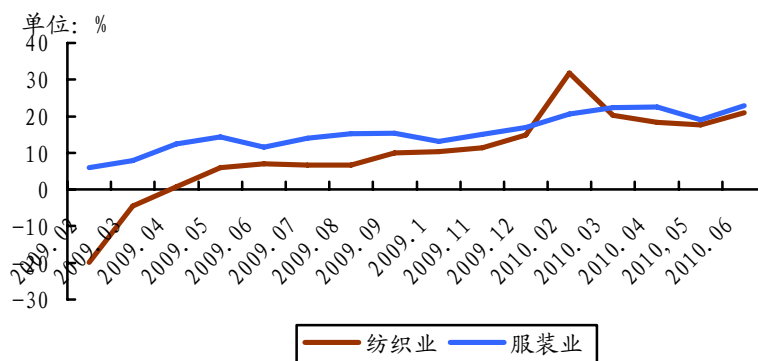
随着我国纺织服装产业基地逐渐向中西部地区转移, 加上行业技术革新和设备升级的需要, 未来纺织服装的固定资产投资额将维持较高水平, 这也说明行业景气度将继续提升。

图 16: 2009~2010 年上半年纺织服装行业固定资产投资额累计完成情况



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图 17: 2009 ~ 2010 年纺织服装行业固定资产投资额增速



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

2.2. 生产成本显著提高

2.2.1. 各地上调最低工资标准, 劳动力成本上升明显

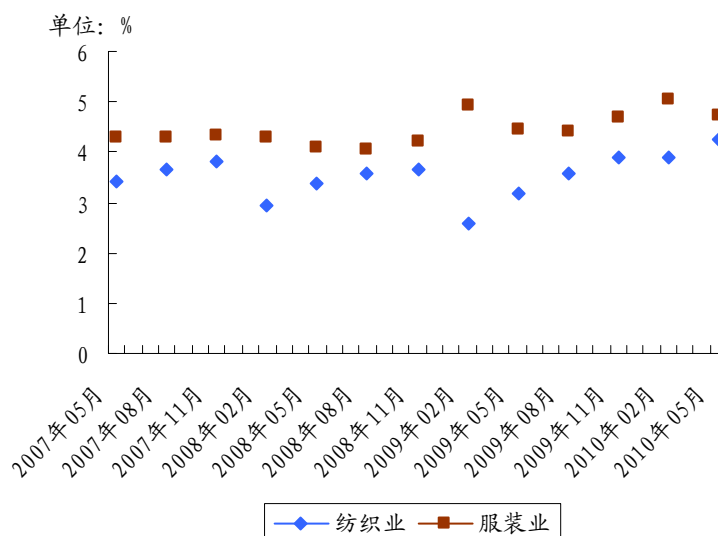
2010 年 7 月 1 日, 北京、深圳、海南等地正式上调最低工资标准, 劳动力成本上升已经成为低端制造业的大趋势。对于服装这类劳动密集型产业, 劳动力成本的上升将有利有弊。

其一, 上调最低工资标准可以提高居民、特别是中低收入者的收入水平, 这将直接拉升生活必需品和中低档可选消费品的需求量, 服装这类刚性需求消费品将直接受益;

其二, 劳动力成本的上升将大大压榨服装行业利润。对于品牌服饰而言, 产品附加值主要体现在品牌效应和渠道建设中, 劳动力成本占比相对较低, 上涨对企业影响不大; 对于议价能力弱、劳动力成本占比高和缺乏技术壁垒的低端加工服装制造业则影响较大。

纺织服装行业尤其是服装制造业是低端劳动密集型产业, 劳动力成本约占生产成本的 15% ~ 30%。其中, 服装企业劳动力占比约为 25% ~ 30%。在劳动成本普遍提高的情形下, 纺织服装行业生产成本将有所上升, 平均涨幅为 3% ~ 6%, 这对大多数制造企业形成了不小的压力。目前纺织业的平均利润率为 3.88%, 服装业为 5.04%。对于大多数处于平均利润率以下的中小企业而言, 3% ~ 6% 的成本上升将导致企业亏损; 但对平均利润率在 10% 以上的龙头企业来说, 短期劳动成本上升必然带来利润的下降, 但就长期而言, 随着中小企业的淘汰退出, 企业的销售量将在原有基础上有所增加, 市场份额会有所上升, 龙头企业会面临较好的发展前景。

图 18: 纺织服装行业销售利润率

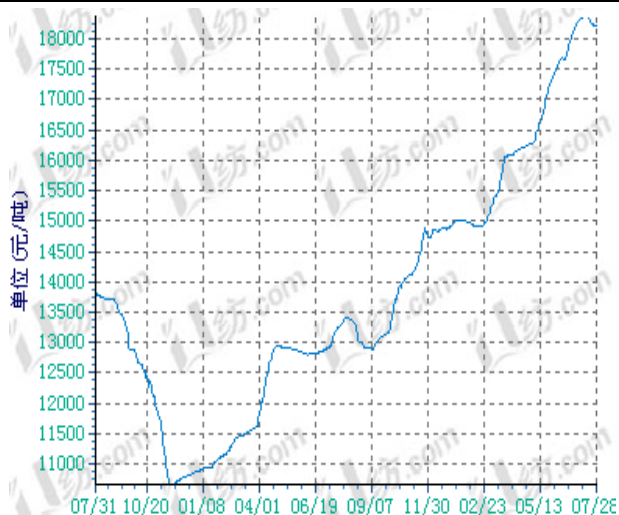


数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2.2.2. 原材料价格高位运行

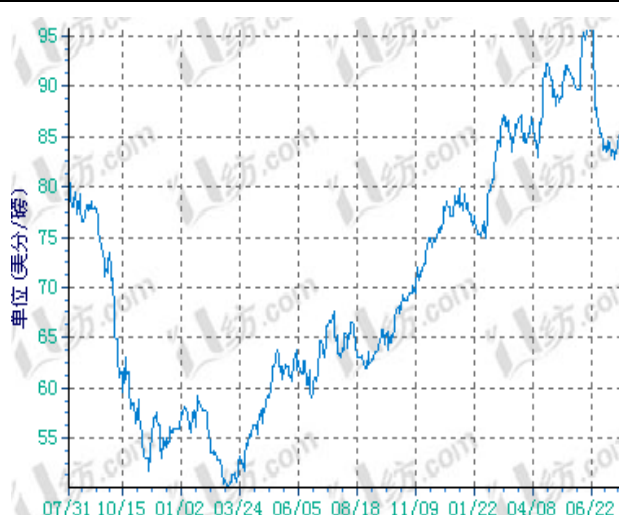
在纺织需求旺盛、大宗农产品价格上涨以及国际价格推动等一系列因素的影响下，棉花价格再度飞涨。7月底，328级棉花现货价格已达18230元/吨，较去年同期相比上涨了5099元/吨，涨幅为38.8%。受自然灾害频发和全球棉花种植面积减少的影响，美国棉花价格也大幅上涨，截至7月底CotlookA(FE)指数为85.20元/吨。

图 19: 国内 328 级棉花价格走势



数据来源：第一纺织网，东吴证券研究所

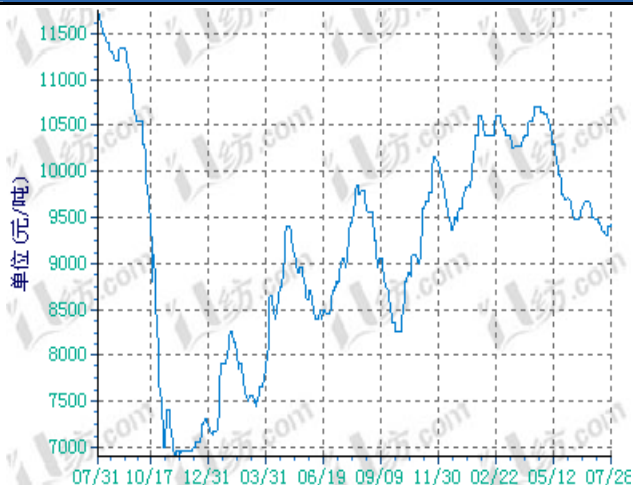
图 20: 美国 CotlookA(FE)指数走势



数据来源：第一纺织网，东吴证券研究所

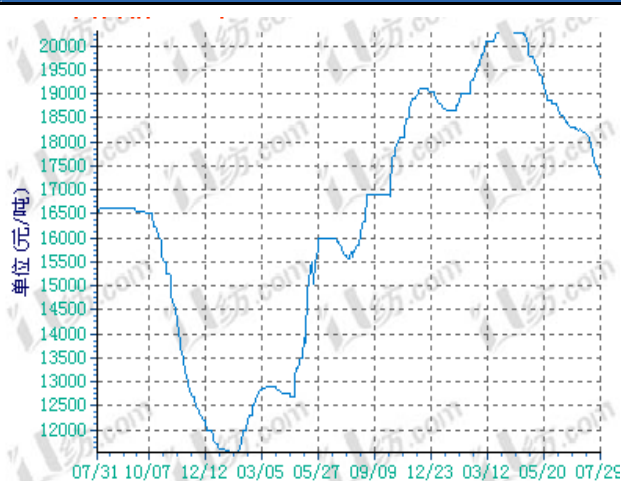
国内涤纶短纤和粘胶短纤价格分别自 08 年底和 09 年初经历低谷后触底回升，09 年年底涤纶短纤和粘胶短纤价格分别达到 9600 元/吨和 18850 元/吨，较 08 年同期分别上涨 33.33%和 62.5%，涨势明显。虽然目前两者价格均有所回落，但仍处于相对高位。我们预计下半年棉花等原材料价格将继续维持高位震荡的态势。

图 21: 国内涤纶短纤价格走势



数据来源: 第一纺织网, 东吴证券研究所

图 22: 国内粘胶短纤价格走势



数据来源: 第一纺织网, 东吴证券研究所

3. 行业投资策略

随着国外经济的逐步复苏，纺织服装行业出口形势日趋好转。2010 年 1~6 月份纺织服装行业累计出口 888.78 亿美元，同比增长 22.09%，较前五个月上涨了 2.79%。其中，服装出口同比增长 16.00%。由于服装类消费属于刚性需求，且海外新兴市场发展迅速，预计服装订单不会大幅减少。但与此同时，受欧债危机、人民币升值压力和出口退税政策的不利影响，未来行业出口仍不容乐观，特别是传统的制造型企业可能会面临发展瓶颈。我们维持纺织服装制造业的中性评级，认为下半年不存在行业性的投资机会。

自 04 年以来，内销服装进入快速发展的黄金期，年均增幅达到 20%以上；而同期出口却受到种种不利因素的影响，增速持续下降；2007 年起，内销服装增速连续三年超过出口，国内消费对纺织服装行业的贡献正逐步显现。随着居民消费水平的提升、城镇化进程加快以及中西部地区经济的发展，未来以内销为主的品牌服装企业将面临需求大幅攀升的发展机遇，因此我们给予内销品牌服装行业增持评级。目前，该行业面临的主要不利因

素是劳动力成本上升和原材料价格的上涨。

在劳动成本不断提升、原材料价格高位运行的背景下，我们认为，服装企业转移成本的能力尤为重要。纺织服装属于劳动密集型行业，劳动力成本的上升会对传统制造型企业产生较大冲击，原材料价格的上涨可能会进一步压缩企业利润，对企业业绩产生巨大影响。而具有规模效应、品牌优势以及完善销售渠道的上市公司，具备较强的议价和成本转移能力，可以通过提高产品售价和附加值将成本压力传导给消费者，业绩影响相对较小。

因此，我们看好内销型品牌服装企业。在此类企业中，我们倾向于选择品牌认可度高、营销渠道扩张快、控制力强的公司。根据 2010 年上半年各内销型品牌服装企业的市场表现，我们建议适当关注七匹狼（002029）、报喜鸟（002154）。

表 1：2010 年上半年内销型品牌服装企业市场表现

证券代码	证券简称	收盘价（元）	区间涨跌幅（%）	市盈率 (PE, TTM)
002029.SZ	七匹狼	34.03	47.5198	42.0286
002154.SZ	报喜鸟	26.5	18.2814	40.45
600884.SH	杉杉股份	17.66	5.2014	74.1054
002425.SZ	凯撒股份	26.13	4.8976	44.7129
300005.SZ	探路者	23.81	10.7898	69.8067
002269.SZ	美邦服饰	23.4	5.5228	50.4844
600398.SH	凯诺科技	5.05	-9.1191	39.8894
600400.SH	红豆股份	5.68	-13.3471	66.3374
600137.SH	浪莎股份	14.93	-21.9958	56.1192
600107.SH	美尔雅	10.75	-30.013	247.6253

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

注：收盘日为 2010 年 8 月 13 日

4. 重点上市公司分析及投资建议

4.1. 七匹狼（002029）

公司是国内著名休闲男装“七匹狼”品牌运营商，致力于“七匹狼”的品牌塑造、渠道建设、商品组织和供应链管理，主要产品为男士休闲服、休闲裤、T 恤、衬衫和毛衫等。2009 年，在中央一系列经济振兴计划下，国内经济开始呈现触底回升的迹象，进出口逐步恢复，国民经济顺利实现“保八”目标，终端消费也在经历低谷后呈现回暖态势。在此背景下，公司努力强化品牌推广和营销渠道的建设，加强产品的设计研发和供应链管理，

使得销售规模不断扩大，09 年营业收入、净利润均大幅增长。消费复苏有利于公司消化库存，预计 2010 年销售收入将继续有所增长。

09 年公司确定了未来几年以“追逐人生，男人不止一面”为品牌沟通基点，并在此基础上策划多形式的品牌表现，注重从精神层面传递品牌价值，提升品牌形象。突破长期沉寂的品牌代言策略，顺利启用孙红雷、胡军、张涵予、张震等四位当红影帝出任代言人，开创品牌代言创新模式的新纪元。

截至 09 年年底，公司拥有终端门店 3249 家，与 08 年相比门店数量增加了 17.33%；门店发展开始逐步呈现“规模化”趋势。在销售渠道建设上，公司坚持围绕优化经销商管理和直营店稳健扩张两方面，推进公司营销网络的整合优化。

公司于 2009 年 3 月公布股权激励计划，该计划有利于激发管理层的活力与动力，有利于保障公司业绩持续稳定地增长。此外，高新技术企业认证使得公司将享受 15% 的优惠所得税率。

2005 ~ 2009 年间，公司营业收入和净利润分别保持年均 54.35% 和 49.36% 的增长速度。展望未来，公司凭借品牌优势和营销渠道，业绩有望稳步提升，经营能力将不断改善；加之股权激励计划和所得税优惠的影响，下半年业绩增长稳定性较为确定，盈利可期。预计公司 2010 年 ~ 2012 年的 EPS 分别为 0.87 元、1.00 元、1.27 元。按当前报价 34.03 元/股来看，对照市盈率分别为 39.11 倍、34.03 倍和 26.80 倍。目前处于较为合理的估值区间，建议适当关注。

4.2. 报喜鸟 (002154)

2009 年国内外经济形势逐步回暖，但外围市场不稳定和国内经济增速放缓等问题依然存在，加之全球产能过剩、生产要素价格上涨以及人民币汇率改革等影响，国内出口型服装企业面临巨大挑战。在此背景下，部分出口型服装加工企业转战国内，使得国内品牌服饰企业的竞争日益白热化。

在服装消费升级的大趋势下，部分产品质量差、生产效率低、经济实力薄弱的中小企业将面临淘汰或被兼并的命运，而具备品牌优势和规模效益，且营销渠道顺畅的龙头企业将迎来市场占有率的进一步提升，未来业绩有望持续释放。报喜鸟作为已具备一定生产规模、品牌运营日趋成熟、管理逐渐完善的服饰企业在加大投入的基础上实现扩张，力求实现业绩增长。2009 年公司实现全年营业收入 1091.85 百万元，同比增长 16.41%；归属母公

司股东净利润 184.98 百万元，同比增长 50.51%。

公司看点主要集中在以下几个方面：首先，产品品牌策略。通过代言人对公司品牌形象的传播、VIP 俱乐部的推广、报喜鸟高校联盟活动和报喜鸟新锐人物评选等活动，报喜鸟品牌获得了稳健增长；圣捷罗（S.ANGELO）正式启用古天乐为形象代言人，提高品牌附加值；产品子系列 A（经典系列）、B（商务系列）、C（休闲系列）、D（皮具系列）的系列化研发和销售已初成体系，未来将继续稳步发展。其次，营销渠道建设。公司营销网络不断升级、完善。截至 2009 年底，报喜鸟品牌网点达到 665 家，圣捷罗品牌为 83 家，公司卖场总面积达到 10.2 万平方米。再次，宝鸟公司经营绩效前低后高，上半年受金融危机和国内企事业单位减少福利开支影响，职业装订单减少。下半年国内市场职业装订单回升较快。未来公司将着力提高职业装接单质量，积极拓展业务领域，努力将经营绩效恢复至危机前水平。最后，公司具备品牌优势，可以通过提高产品售价来转嫁生产要素价格上涨带来的风险。此外，6 月 18 日公司发布了股权激励计划第一期行权公告，显示高管对公司未来的股价走势充满信心。

总体而言，公司具备业绩增长的实力和潜力，品牌优势和渠道建设也为公司带来新的增长动力。我们预计 2010~2012 年公司 EPS 分别为 0.85 元、1.11 元和 1.34 元。按照当前股价，对照市盈率分别为 31.18 倍、23.87 倍和 19.78 倍，建议给予“增持”评级。

5. 风险提示

提示投资者关注以下风险：1）原材料价格、劳动力成本大幅上涨挤压企业利润；2）国内经济复苏减缓抑制内需扩张；3）大盘下行风险。

免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区翠园路 181 号
邮政编码：215028
传真：（0512）62938663
公司网址：<http://www.dwjq.com.cn>