



纺织服装业

2010.12.02

通胀背景下看好品牌渠道类企业

——2011 年纺织服装行业策略报告

	张威	魏贞珍
	010-59312817	010-59312720
	zhangwei7452@gtjas.com	weizhenzhen008740@gtjas.com
	S0880109054290	S0880110100160

本报告导读：

通胀背景下看好品牌渠道型企业，重点推荐定位于三四线市场，市场空间大、成长迅速的搜于特，以及辅料行业龙头得兴股份、伟星股份。

摘要：

- 10 年 1-10 月，我国纺织品服装累计出口额为 1618.33 亿美元，同比增长 22.9%，增速较前 9 月下降 0.19 个百分点。
- 10 年 1-10 月，国内纺织品服装累计销售额 4581 亿元，同比增长 26.97%，快于同期社会消费品零售总额增速 3.38 个百分点。
- 前三季度品牌渠道类上市公司业绩突出，收入同比增长 43.5%，净利润同比增长 29.99%，分别快于板块增速 16.98 和 31.2 个百分点；综合毛利率达到 43.99%，高于板块毛利率 23.01 个百分点。
- 我们认为 11 年纺织品服装出口增速会较 10 年有明显回落，预计全年出口增速在 10% 左右。
- 随着居民收入的提升，以及成本增加推动的产品价格上涨，服装内销有望保持 20% 以上的增长速度。
- 我们认为 11 年的棉花价格会在目前价格水平上继续下跌，纱、布等产品的价格也会有下降。制造型企业会出现利用高价原材料生产低价产成品情况，利润率下降很难避免。
- 品牌服装企业很容易通过提价将成本的上涨转嫁出去，并能保持产品销量和利润率不变，通胀往往会带来销售收入和利润更快的增长。
- 给予纺织与服装制造业中性评级，建议短期回避以棉花为原材料的制造型企业，推荐辅料行业龙头伟星股份、得兴股份。
- 给予品牌服装及家纺行业增持评级，重点推荐定位于三四线市场，市场空间大、成长迅速的搜于特。
- 10 年年报可能实施高送配的公司按概率由高至低依次为搜于特、联发股份、凯撒股份、报喜鸟、华孚色纺和罗莱家纺。上市公司中搜于特最有可能在未来实施股权激励。

评级：

中性

上次评级：

中性

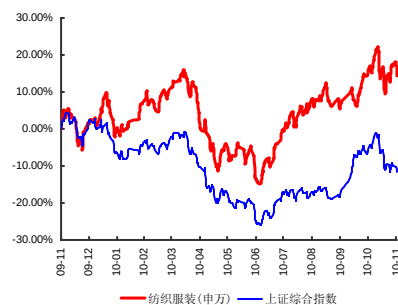
细分行业评级

品牌服装及家纺	增持
纺织及服装制造业	中性

重点公司评级

搜于特	增持
得兴股份	增持
伟星股份	增持
华孚色纺	增持
报喜鸟	增持
七匹狼	增持
美邦服饰	增持
鲁泰 A	增持
雅戈尔	增持
探路者	谨慎增持

纺织服装板块市场表现



数据来源：WIND 资讯

相关报告

纺织服装业：《消费升级推动户外行业大发展》

2010.11.11

纺织服装业：《棉价飙升的不利影响将在 2011 年体现》

2010.10.21

纺织服装业：《下半年国内外需求依然旺盛》

2010.09.08

纺织服装业：《劳动力成本、原料价格与汇率波动压缩行业利润》

2010.06.21

目 录

1. 10 年行业运行回顾.....	3
1.1. 出口内销双双高增长.....	3
1.2. 价格上涨推高成本.....	4
1.2.1. 棉花价格年内翻番.....	4
1.2.2. 劳动力价格持续上涨.....	5
1.2.3. 人民币重回升值轨道.....	5
1.1. 品牌渠道类公司业绩突出.....	6
2. 2011 年行业走势展望.....	6
2.1. 外销增速回落，内需无忧.....	6
2.2. 制造型企业利润率下滑不可避免.....	7
2.3. 品牌服装企业受益于通胀.....	8
3. 股权激励与高送配.....	8
4. 投资策略.....	10
5. 重点公司推荐.....	11
5.1. 搜于特：定位三四线市场的青春休闲服新星.....	11
5.2. 浔兴股份：收入增长、利润率提升推动业绩反转.....	11
5.3. 伟星股份：配股融资扩建产能，业绩重回高成长轨道.....	12

1. 10 年行业运行回顾

1.1. 出口内销双双高增长

10 年 1-10 月，我国纺织品服装累计出口额为 1618.33 亿美元，同比增长 22.9%，增速较前 9 月下降 0.19 个百分点。其中服装出口 981.61 亿美元，纺织品出口 636.72 亿美元，分别同比增长 18.8% 和 29.7%。

8 月以来，纺织品服装累计出口增速连续两月下降，其中纺织品增速回落快于服装。

图 1：纺织品服装月度出口额及同比增速

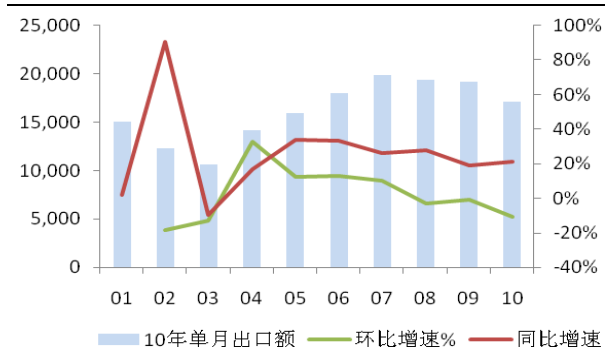


图 2：纺织品服装累计出口额及同比增速

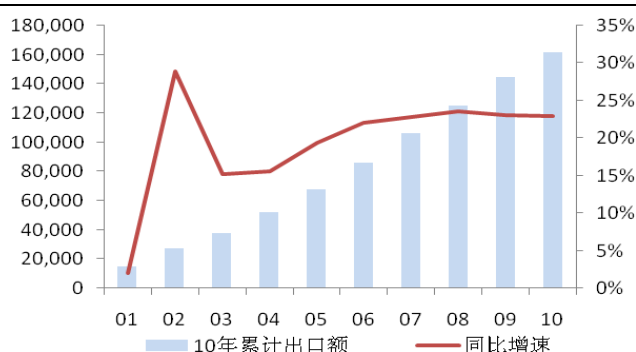


图 3：09-10 年总出口与纺织品服装出口总额及增速

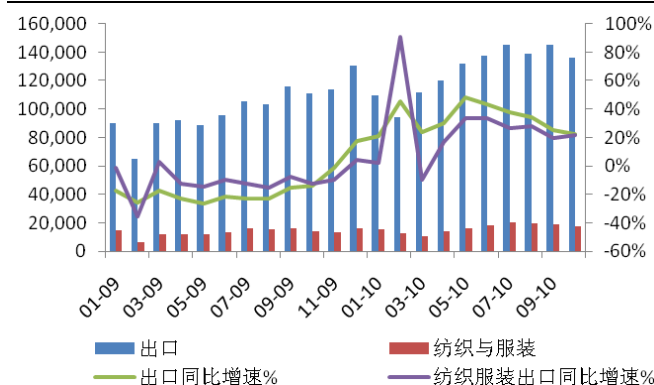
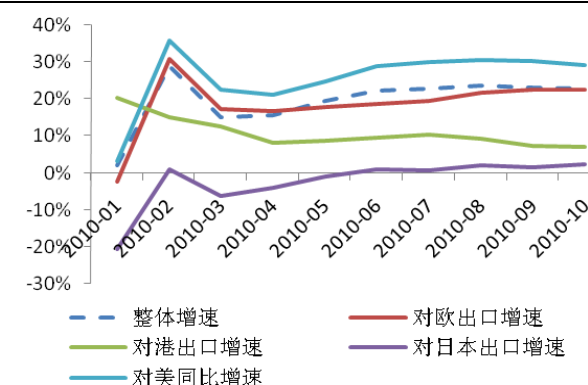


图 4：10 年纺织服装对主要出口地区增速



数据来源：CEIC，国泰君安证券研究

10 年 1-10 月，国内纺织品服装累计销售额 4581 亿元，同比增长 26.97%，快于同期社会消费品零售总额增速 3.38 个百分点，其中 10 月单月服装销售额为 581 亿元，同比上涨 36.29%；

前 10 月内销增速快于出口 4.07 个百分点。我们认为 10 年后两个月出口增速会继续回落，而内销仍将维持高景气，预计 10 年全年内销同比增长 28%、出口同比增长 21.5%，二者增速差将拉大至 7 个百分点。

图 5: 纺织服装销售额单月值 (亿元) 及同比增速 图 6: 纺织服装销售额累计值 (亿元) 及同比增速

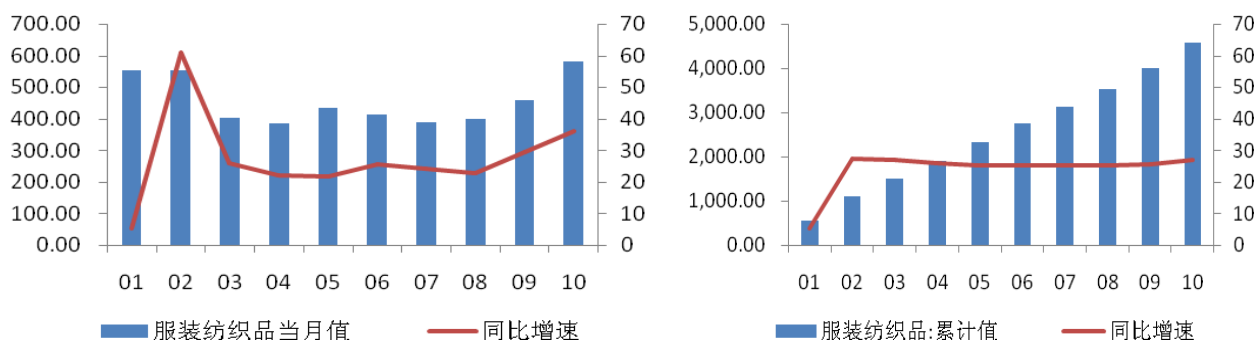
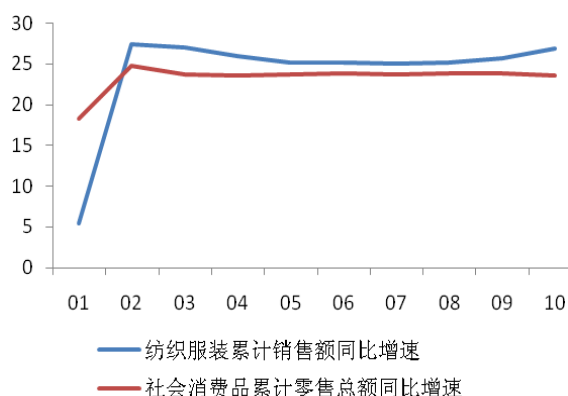


图 7: 10 年纺织服装与社会消费品累计同比增速比较 (%)



数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究

1.2. 价格上涨推高成本

1.2.1. 棉花价格年内翻番

10 年国内外棉价均出现明显上涨。国内 328 级棉花由年初的 15000 元/吨上涨至 11 月的 31000 元/吨以上, 涨幅超过 100%, 特别是 9 月新棉上市之后, 棉价上涨加速, 形成了一日一价的暴涨局面, 不到 3 个月的时间里, 由 18000 元/吨涨到 31000 元/吨。此轮棉价上涨, 我们认为实际的供需缺口、各环节的惜售、投机资金的炒作共同推动导致的。

11 月以来, 棉价急剧回落, 两周内跌幅达到 22.8%。我们预计棉价下跌趋势仍将持续, 但考虑到供需缺口依然存在, 棉花库存量也处于历史低位, 下跌空间有限。

图 8: 10 年以来内棉与外棉价格走势 (元/吨, 美分/磅)

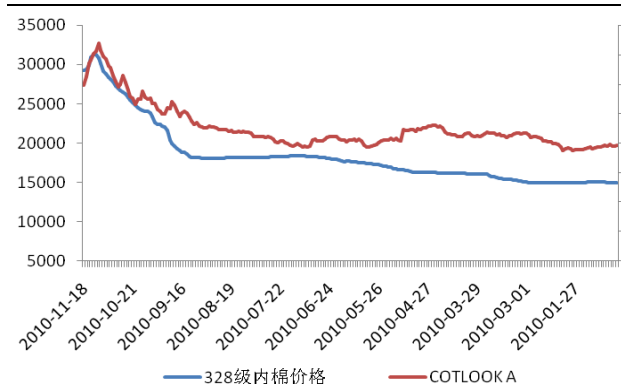


图 9: 02-10 年内棉与外棉价格走势 (元/吨, 美分/磅)

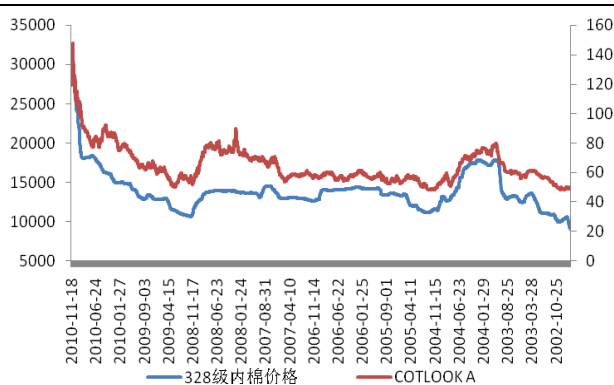


图 10: 10 年郑棉期货价格 (元/吨)

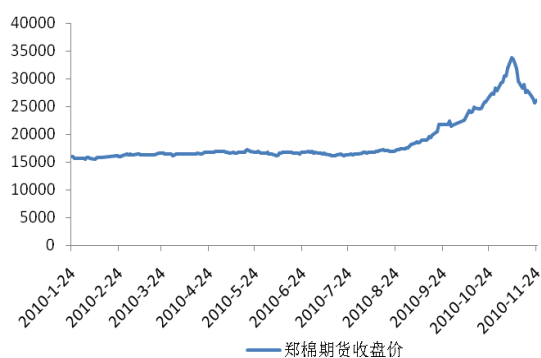
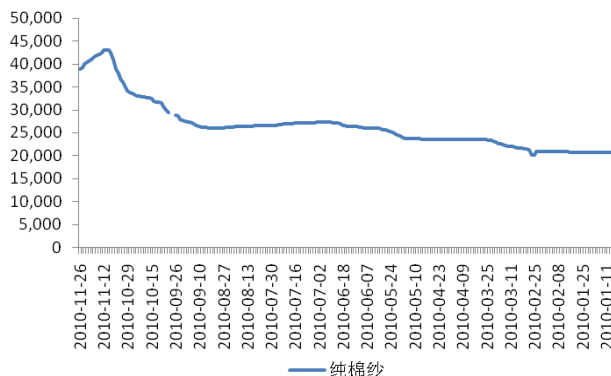


图 11: 10 年纱线价格走势



数据来源: CEIC, WIND, 第一纺织网, 国泰君安证券研究

1.2.2. 劳动力价格持续上涨

10 年江浙、山东、广东等纺织产业集群的用工成本平均上涨了 20%-30%，即便如此，企业依然面临招工难的问题。从我们选取的几家典型上市公司情况看，10 年前三季度的工资支出增速均远远高于同期的收入增速。如果目前高企的 CPI 如不得得到有效抑制，会进一步推高劳动力价格，出现二者螺旋上升的局面。

表 1: 部分重点上市公司 10 年前三季度收入增速与工资支出增速对比

上市公司	收入同比增速%	工资支出同比增速%
中银绒业	88.15%	139.78%
探路者	42.15%	87.00%
大杨创世	15.48%	19.89%
梦洁家纺	29.64%	31.46%
报喜鸟	26.44%	31.73%
七匹狼	8.37%	21.91%
华孚色纺	46.64%	63.05%
众和股份	17.86%	32.30%
航民股份	25.45%	32.59%

数据来源: 上市公司公告、国泰君安证券研究

1.2.3. 人民币重回升值轨道

10 年上半年人民币对美元汇率比较稳定，维持在 6.82 至 6.83 之间，6 月底起人民币对美元开始大幅升值，到 11 月 25 日已经升至 6.65 元/美元。随着美国定量宽松政策的实施，以及中国货币政策的逐步收紧，预计 11 年人民币对美元仍将维持升势。

图 12: 10 年以来人民币对美元即期汇率走势



图 13: 10 年以来美元指数走势



数据来源: bloomberg, 国泰君安证券研究

1.3. 品牌渠道类公司业绩突出

前三季度品牌渠道类上市公司业绩突出, 收入同比增长 43.5%, 净利润同比增长 29.99%, 分别快于板块增速 16.98 和 31.2 个百分点; 综合毛利率达到 43.99%, 高于板块毛利率 23.01 个百分点。

表 2: 10 年前三季度品牌上市公司与全部纺织服装上市公司盈利能力对比

	营业收入同比增速%	净利润同比增速%
品牌渠道类公司	43.5%	29.99%
全部纺织服装上市公司	26.52%	-1.21%

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

表 3: 品牌公司、优质制造公司与规模以上企业 10 年前三季度毛利率对比

公司品类	10 年 Q1-Q3 平均毛利率水平	构成
全部上市公司	20.98%	全部上市纺织服装类股票
品牌服装类上市公司	43.99%	七匹狼、报喜鸟、美邦服饰、星期六、探路者、凯撒股份、希努尔、搜于特、罗莱家纺、富安娜和梦洁家纺
高端制造类上市公司	25.69%	华孚色纺、鲁泰 A、联发股份、航民股份、众和股份、浔兴股份、伟星股份、大杨创世、雅戈尔、嘉麟杰、华斯股份
规模以上纺织企业	12.63%	全国规模以上纺织类企业
规模以上服装制造企业	16.94%	全国规模以上服装类企业

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

2. 2011 年行业走势展望

2.1. 外销增速回落, 内需无忧

我们认为 11 年纺织品服装出口增速会较 10 年有明显回落, 基于以下几个原因: 一是欧美金融危机后的补库存基本结束, 后续消费增长乏力; 二是棉价的大幅波动对买卖双方均意味着风险增加, 会影响企业接单量; 三是行业出口 10 年高增长后基数提高。预计全年出口增速在 10% 左右。

11 年的国内消费环境与 10 年相比没有明显变化, 随着居民收入的提升,

以及成本增加推动的产品价格上涨,服装内销有望保持 20%以上的增长速度。

图 14: 城镇居民人均可支配收入及同比增速

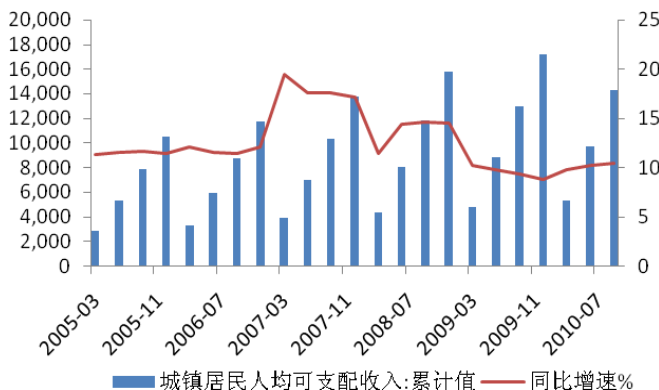
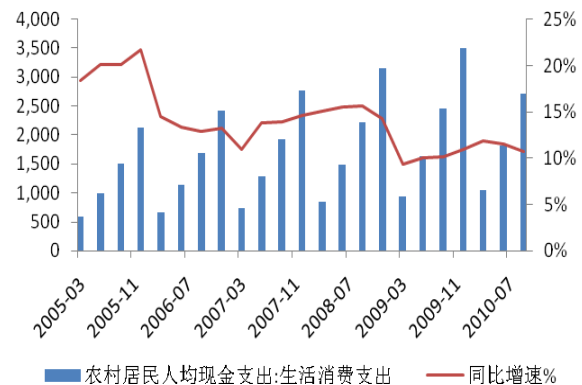


图 15: 农村居民生活消费支出及同比增速



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

2.2. 制造型企业利润率下滑不可避免

10 年 1-8 月纺织业收入同比增长 24.69%，利润总额同比增长 55.14%；服装制造行业收入和利润分别增长 22.32% 和 28.33%。利润率均有提高，纺织业尤为明显。

利润率提升的原因：一是纱、布的产品价格涨幅超过成本涨幅，10 年初至 11 月 18 日，棉价上涨 93.91%，按纯棉纱成本中棉花占 80%，纯棉布成本中纯棉纱占 70%测算，在其他成本不变的条件下，棉纱和布价格只需分别上涨 75%和 66%即可覆盖成本的上涨，而实际纱和布的价格涨幅达到了 100%和 74%；二是一些先知先觉的企业在棉价较低的时候储备了大量的棉花原材料，利用低价原材料生产高价产成品，进一步扩大了利润率。

我们认为 11 年的棉花价格会在目前价格水平上继续下跌，纱、布等产品的价格也会有下降。制造型企业会面临与 10 年相反的情况，即利用高价原材料生产低价产成品，利润率下降很难避免，但下降的程度会视企业的经营能力而有所不同。从长期来看，棉价的此轮暴涨暴跌会造成大量的中小企业因为无法接单而停产倒闭，有利于生存下来的优质企业扩大市场份额，促进行业集中度提升。

图 16: 09-10 年 PPI 同比增速 (%)

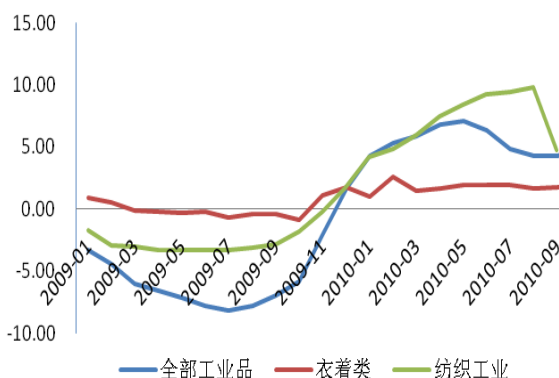


图 17: 08-10 年纺织行业收入与利润增速

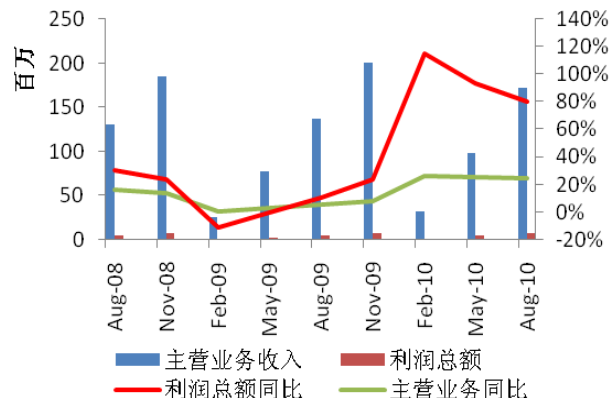


图 18: 07-10 年服装业收入与利润同比增速

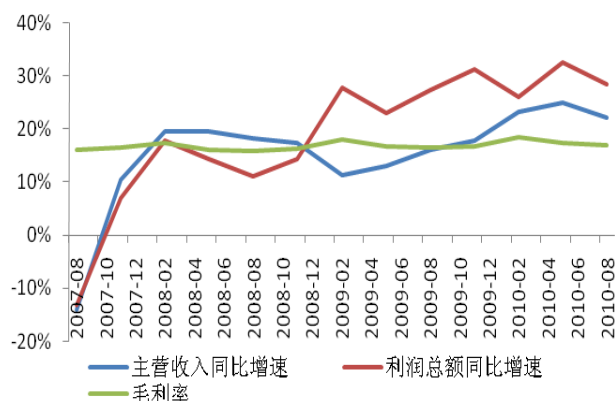
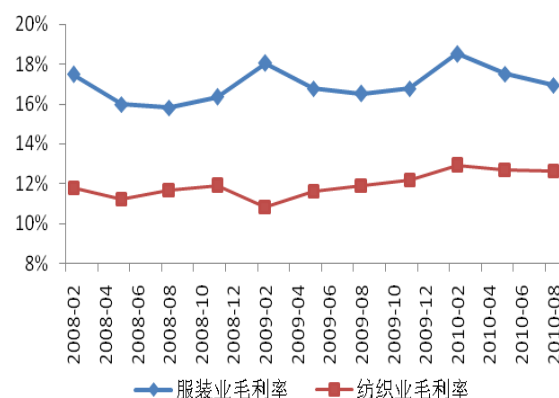
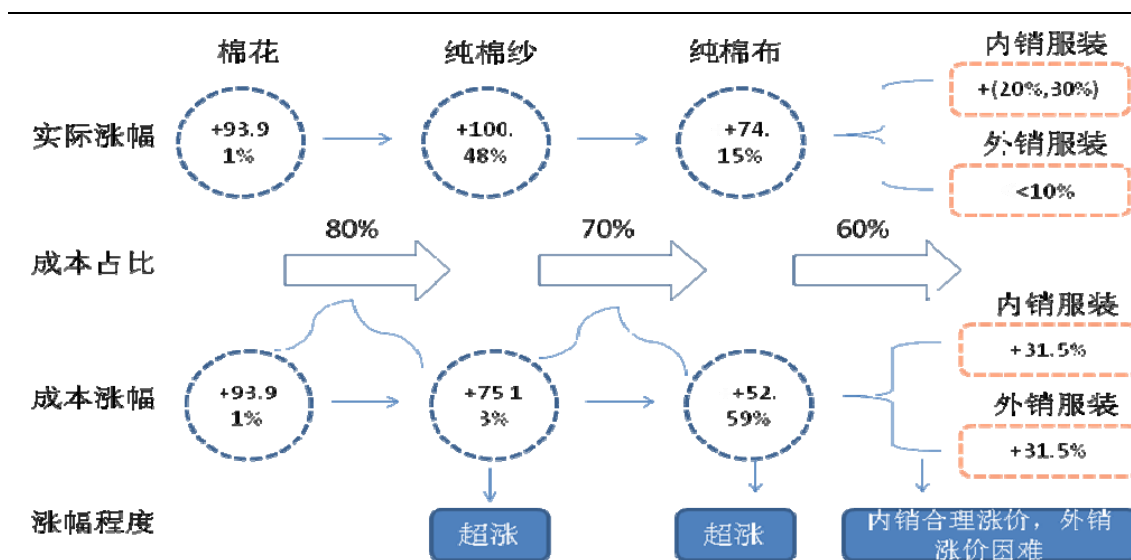


图 19: 服装业毛利率与纺织业毛利率对比



数据来源: 第一纺织网、国泰君安证券研究

图 20: 产业链实际涨价水平与应涨水平对比



数据来源: 国泰君安证券研究

2.3. 品牌服装企业受益于通胀

品牌服装的生产制造成本占终端售价的比重很低 (15%-20%之间), 下游消费者对价格敏感度也不高。企业很容易通过提价将成本的上涨转嫁出去, 并能保持产品销量和利润率不变。因此对于品牌服装企业而言, 通胀往往会带来销售收入和利润更快的增长。

3. 股权激励与高送配

上市公司的股权激励方案本身不直接影响基本面。但其中明确了两重信息, 一是行权条件中对业绩的考核要求, 二是高管的持股成本 (一般为二十日均价与前日收盘价孰高)。因此上市公司公布股权激励方案后股价往往会有上涨。以纺织板块为例, 10 年公告股权激励方案的 5 家公司半年涨幅都远远高于同期的板块涨幅和沪深 300 涨幅 (见表 4)。

表 4: 10 年上市公司股权激励方案及股价表现

公司简称	股票代码	股权激励方案 公布时间	行权价格	公布后 6 个月股 价涨幅	同期纺织服装 行业涨幅	同期沪深 300 涨 幅
探路者	300005.SZ	2010-5-25	22.35 元	82.32%	24.36%	10.56%
七匹狼	002029.SZ	2010-3-10	24.83 元	31.13%	-0.19%	-11.29%
浔兴股份	002098.SZ	2010-10-25	11.73 元	12.87%	4.43%	-5.44%
美邦服饰	002269.SZ	2010-10-12	24.95 元	26.79%	5.83%	1.98%
富安娜	002327.SZ	2010-07-22	34.24 元	25.03%	23.04%	14.69%
凯撒	002425.SZ	2010-11-24	18.38 元	-2.5%	1.9%	0.41%

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

我们认为符合以下特点的上市公司实施股权激励可能性较大: 现有股权结构集中, 高管未直接或间接持有公司股份; 未来业绩有能力满足股权激励要求的行权条件 (一般利润增速不低于 20%、ROE 不低于 10%); 高管薪酬明显低于同业。基于以上标准, 我们认为新股搜于特未来最有可能实施股权激励。

表 5: 存在实施股权激励可能的上市公司

公司简称	股票代码	股权结构	业绩增速	高管薪酬
搜于特	002503.SZ	股权结构集中, 除总经理 外的高管未持股	高增长, 净利润增速 08 年 150.75%, 09 年 78.62%, 10 年 Q3 增速为 75.54%	高管薪酬在 12-16 万之间

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

高送配同样不会影响企业的基本面, 但在 A 股市场上, 有高送配预期的公司在公告前往往会有较好的股价表现, 而送配完成后又经常出现“填权”行情。因此存在高送配可能的公司也值得关注。

我们认为具备以下特点的公司 10 年报可能实施高送配 (10 股送 8 股以上) 可能较大: 公司刚刚完成资本市场融资或已公布融资预案, 超募资金比例较高, 资本公积金转增基数较大; 09 年年报、10 年中报未实施高送配; 股价高, 每股收益高。基于以上选择标准, 我们判断板块内存在高送配可能的公司按概率由高至低依次为搜于特、联发股份、凯撒股份、报喜鸟、华孚色纺和罗莱家纺。

表 6: 10 年年报存在高送配可能的公司列表

公司简称	股票代码	融资情况	09 年报、10 中报送配情况	股价及 EPS 情况
华孚色纺	002042.SZ	2010 年 10 月 27 日, 非公开发行股票申请获得通过, 拟发 6,000 万股股份, 发行价不低于 16.56 元/股	未送配	现价 27.39 元, EPS (10E) 1.48 元
搜于特	002503.SZ	2010-11-17, 以每股 75 元发行 2000 万股	未送配	现价 88.63 元, EPS (10E) 1.10 元
联发股份	002394.SZ	2010-4-13 日 IPO 上市, 以 45 元/股发行 2700 万股	未送配	现价 50.52 元, EPS (10E) 1.72 元
凯撒股份	002425.SZ	2010-6-8 IPO 新股上市, 以 22	未送配	现价 41.31 元, EPS (10E) 0.72 元

元/股发行 2700 万股

报喜鸟	002154.SZ	2009-12-8 增发新股 4008 万股，募集资金总额为 7.99 亿元	未送配	现价 32.70 元，EPS（10E）0.88 元
罗莱家纺	002293.SZ	2009-9-10，IPO 以每股 27.16 元发行 3510 万股。	未送配	现价 76.15 元，EPS（10E）1.48 元

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

4. 投资策略

我们认为 2011 年行业出口增速会回落至 10% 左右，而国内消费仍能保持 20% 以上的高速增长。受原材料、劳动力价格上涨、加息、升值等多因素共同作用，制造型企业的利润率会较 10 年有明显下降，给予纺织与服装制造业中性评级，建议短期回避以棉花为原材料的制造型企业，推荐辅料行业龙头伟星股份、浔兴股份。

坚定看好国内的品牌服装消费的发展前景，快速的城市化进程以及中西部地区的高速发展将成为服装消费增长的重要推动力，未来十年国内的服装消费将迎来黄金增长期。A 股市场现有的品牌服装及家纺企业均将从行业的高成长中显著受益。就 11 年来看，品牌渠道企业将受益于通胀迎来收入与利润的加速增长。给予品牌服装及家纺行业增持评级，重点推荐定位于三四线市场，市场空间大、成长迅速的搜于特。

表 7：重点公司盈利预测及投资评级

类别	股票简称	11/29 日价格	净资产	PB	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	11PE	投资建议
制造型企业	华孚色纺	27.02	5.99	4.51	0.69	1.48	1.68	39.16	18.26	16.08	增持
	伟星股份	29.97	4.92	6.09	0.84	1.17	1.52	35.68	25.62	19.72	增持
	浔兴股份	13.40	3.57	3.75	0.20	0.38	0.55	67.00	35.26	24.36	增持
	鲁泰 A	10.06	4.05	2.48	0.57	0.76	0.85	17.65	13.24	11.84	增持
	雅戈尔	11.90	5.20	2.29	1.47	0.72	0.95	8.10	16.53	12.53	增持
	联发股份	50.45	16.38	3.08	1.49	1.72	2.12	33.86	29.33	23.80	谨慎增持
	华斯股份	32.45			0.33	0.48	0.64	98.33	67.60	50.70	谨慎增持
	嘉麟杰	15.08	4.27	3.53	0.21	0.30	0.34	71.81	50.27	44.35	谨慎增持
	山东如意	17.39	4.04	4.30	0.31	0.33	0.64	56.10	52.70	27.17	谨慎增持
品牌型企业	中银绒业	15.05	1.55	9.71	0.23	0.56	0.73	65.43	26.88	20.62	谨慎增持
	搜于特	88.68			0.67	1.10	1.80	132.36	80.62	49.27	增持
	报喜鸟	33.00	5.65	5.84	0.64	0.88	1.14	51.56	37.50	28.95	增持
	七匹狼	37.11	5.18	7.16	0.72	0.95	1.18	51.54	39.06	31.45	增持
	美邦服饰	37.54	2.60	14.44	0.60	0.75	1.15	62.57	50.05	32.64	增持
	探路者	37.36	3.54	10.55	0.33	0.40	0.67	113.21	93.40	55.76	谨慎增持
	罗莱家纺	77.00	9.31	8.27	1.03	1.48	1.92	74.76	52.03	40.10	谨慎增持
	富安娜	41.96	8.14	5.15	0.64	0.85	1.11	65.56	49.36	37.80	谨慎增持

数据来源：国泰君安证券研究

5. 重点公司推荐

5.1. 搜于特：定位三四线市场的青春休闲服新星

经营“潮流前线”品牌青春休闲服的设计与销售，定位于“大众时尚”，目标客户为 15-29 岁的青少年人群，80%以上的营销渠道分布在三四线市场，华东华南市场是其主要市场。采用生产外包，主抓产品设计与渠道经营的运营模式。

07-09 年，公司店铺复合增长 77.53%、销售收入复合增长 83.14%、净利润复合增长 111.63%；门店数量由 257 家增长至 982 家。

在渠道网点布局战略上，搜于特注重开发三四类市场，即除了直辖市、省会城市和沿海中心城市之外的地级市、县城和乡镇地区，形成了独具特色的“农村包围城市”的发展战略。

根据中国纺织规划研究会的统计，服装三四类市场覆盖了我国 333 个地级市，2,859 个县城及发达城市的城郊结合部，该市场 15-29 岁年龄段人口目前超过 2.81 亿，2008 年三四类市场的青春休闲服销售额达到 1,500 亿元，预计 2012 年将超过 2,600 亿元，而公司 09 年收入仅 3.8 亿元，增长空间巨大。

三四线城市租金低，服装销售折扣少，因此加盟商的利润率高，开店积极性也相应较高，有利于公司门店的迅速扩张。

预计公司 10-12 年 EPS 分别为 1.1 元、1.8 元和 3.06 元，复合增长率接近 70%，“增持”评级。

5.2. 浔兴股份：收入增长、利润率提升推动业绩反转

公司主营金属、尼龙、塑钢三大类拉链、拉头及配件的生产与销售，建有福建、上海、天津、东莞、成都五大生产基地，是国内规模最大、品种最齐全的拉链制造企业，多年来产品产销量保持国内第一。

公司 08、09 年业绩大幅下降，原因主要在于：大规模快速扩张新增了大量的费用（主要是人力成本和折旧），而由于内外部原因（金融危机和投产进度慢）收入不达预期，费用增长快于收入，各项费用率大幅提高，导致营业利润率下降。但同时公司毛利率并未受到太大的影响，09 年还创下新高，体现公司产品竞争力仍在不断增强。

在目前行业需求向好的情况下，公司现有产能可以保证收入未来两年 25%以上的复合增长；销量的增加将摊薄折旧等固定成本，提升利润率，利润增长将快于收入且呈非线性增长。公司业绩将在收入增长与利润率提升双引擎驱动下自 10 年开始迎来反转。

预计 10-12 年 EPS 分别为 0.38 元、0.55 元和 0.8 元，复合增长率 58.6%。“增持”评级。

5.3. 伟星股份：配股融资扩建产能，业绩重回高成长轨道

公司 01-09 年收入复合增长率 31.07%、净利润复合增长率 36.89%；平均 ROE19%。纽扣毛利率超过 40%、拉链毛利率由 20%提升至 30%。绝大多数年份经营性现金流超过净利润。

近些年国内服装消费一直处于高速增长阶段、10 年开始外需也有所复苏。纽扣、拉链等产品作为重要的服装辅料，应能实现与服装行业的同步增长。而且由于客户群体涉及到服装领域的各个子行业，消费潮流变化对行业影响不大，风险要低于单一细分领域的服装制造和经销商。此前抑制公司成长性的因素是产能瓶颈，此次配股融资扩建纽扣与拉链生产线很好的解决了这一问题。公司近些年投入资本回报率仍处于上升趋势，说明扩产的边际效应递增，产能规模仍有继续扩大的空间。

公司高利润率水平可以维持。原因包括：原因包括：辅料在服装成本中占比不高，客户对价格不敏感；公司产品新品比例高、差异化程度高；新增产能多数仍对原有客户销售，增加收入的同时并没有多出费用；公司辅料产品齐全，“一站式采购”，重视营销，客户愿意为获得的便利支付更高的价格。

预计公司 10-12 年 EPS 分别为 1.17 元、1.52 元和 1.85 元，复合增长率 30.5%，目前股价对应 11 年 20 倍 PE，仍处于行业内较低水平，“增持”评级。

作者简介:

张威: 清华大学工学学士，中央财经大学经济学硕士，国泰君安证券纺织服装行业及新兴能源行业研究员。
08、09 年新财富纺织服装行业最佳分析师第三名。

魏贞珍: 北京大学金融学硕士，国泰君安纺织服装行业助理研究员。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		