

安正时尚（603839）&太平鸟（603877）跟踪报告

# 为什么建议关注安正时尚&太平鸟的布局机会



**中信证券**  
CITIC SECURITIES

中信证券研究部

2017年9月12日

薛缘

电话：021-20262134

邮件：xueyuan@citics.com

执业证书编号：S1010514080007

安正时尚和太平鸟拥有三点相似：

1. **次新股**：太平鸟于2017年1月9日上市、安正时尚于2017年2月14日上市。

2. **股权激励计划**：

✓ **太平鸟**：2017年7月5日公司推出股票激励计划，考核目标2017/2018/2019年公司净利润分别不低于4.5亿/6.5亿/8.5亿，增速分别达5.14%/44.44%/30.77%。

✓ **安正时尚**：2017年8月1日公司推出股权激励计划，考核目标为2017/2018/2019年净利润分别不低于2.75/3.60/4.70亿元，增速分别达16.5%/30.9%/30.6%。

3. 按照激励目标，两家公司PEG均小于1：

✓ **太平鸟**：2017-2019业绩目标CAGR=37%，现价对应2017/2018年PE 29/20倍，PEG=0.78；

✓ **安正时尚**：2017-2019业绩目标CAGR=31%，现价对应2017/2018年PE 26/20倍，PEG=0.84。

## 关于业绩目标兑现的思考

### 主营业务拆分

基于对两家公司现有主业的详细拆分，我们认为在相对乐观的预期下，两家公司有望通过内生发展基本实现业绩承诺。具体拆分如下：

#### ✓ 安正时尚

➤ **玖姿**自2016年底渠道调整完毕门店开始净增长，预计截至2017年底门店近700家，2018/2019年每年新开门店40-50家叠加店效提升，预计2017/2018/2019年收入增长11%/9%/8%。

➤ **尹默**持续高增长，预计2018/2019年每年净增30-40家门店，预计2017/2018/2019年收入增长26%/32%/23%。

➤ **斐娜晨**持续快速增长，预计每年新增门店40+，2017/2018/2019年收入增长94%/77%/47%。

➤ **摩萨克**新风格产品门店2018年正式推出并大力发展加盟渠道（预测开店70+家），因此预测2017调整增速12%，2018/2019年61%/79%。

➤ **安正男装**店效+门店快速增长，预计每年开店20家、2017/2018/2019年收入增长27%/52%/35%。

表 1：安正时尚分品牌盈利预测

	2016	2017E	2018E	2019E
<b>玖姿</b>				
门店数	630	695	740	785
收入（万元）	84,726.89	94,046.85	102,511.06	110,711.95
<b>尹默</b>				
门店数	88	120	150	178
收入（万元）	19,336.31	24,403.15	32,132.81	39,528.41
<b>摩萨克</b>				
直营门店数	25	25	25	25
加盟店数量			60.00	110.00
收入合计	3,062.65	3,418.77	5,495.74	9,817.02
<b>斐娜晨</b>				
门店数	42	82	127	172
收入（万元）	5,313.48	10,329.01	18,306.44	26,890.33
<b>安正</b>				
门店数	32	52	72	92
收入（万元）	5,454.98	6,939.81	10,531.58	14,264.25
<b>其他</b>				
收入（万元）	2,722.92	3,403.65	4,254.56	5,318.20
<b>总收入</b>	<b>120,617</b>	<b>142,541</b>	<b>173,232</b>	<b>206,530</b>
<b>增速</b>	<b>-1%</b>	<b>18%</b>	<b>22%</b>	<b>19%</b>
<b>净利润</b>	<b>23604</b>	<b>28693</b>	<b>36384</b>	<b>47192</b>
<b>增速</b>		<b>22%</b>	<b>27%</b>	<b>30%</b>

资料来源：中信证券研究部预测

## ✓ 太平鸟

- **PeaceBird 女装和男装**：在线下好转线上持续增长的情况下预计维持高单位数增长；
- **乐町**：发展逐步成熟，预计未来三年可维持高双位数增长；
- **童装和 MG**：继续高速增长，预计维持 30%/50%+ 增长。

表 2：太平鸟分品牌盈利预测

	2016	2017E	2018E	2019E
PEACEBIRD 女装收入（万元）	242404.27	261796.61	282740.34	305359.57
PEACEBIRD 男装收入（万元）	226,412.38	244,525.37	264087.40	285214.39
乐町 LED' IN 收入（万元）	88,797.29	106,556.75	125736.96	148369.62
Mini Peace 收入（万元）	51,581.55	77,372.33	112,189.87	151,456.33
MATERIAL GIRL 收入（万元）	9,648.08	19,296.16	34,733.09	52,099.63
其他收入（万元）	11574.44	12153.16	12,760.82	13,398.86
<b>总体营业收入（万元）</b>	<b>632036.9</b>	<b>721700.4</b>	<b>832248.5</b>	<b>955898.4</b>
总收入增长率	7.1%	14.2%	15.3%	14.9%
<b>净利润（万元）</b>	<b>42754</b>	<b>45438</b>	<b>65069</b>	<b>85157</b>
净利润增长率	-20.2%	6.3%	43.2%	30.9%

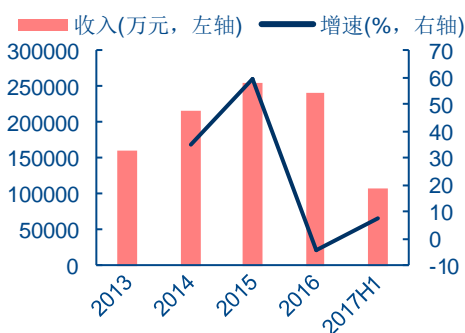
资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

**高业绩目标的支撑要素：主品牌调整落地恢复增长，多品牌精心培育步入快速发展****1) 主品牌发展稳健，调整顺利，步入复苏增长期。**

**安正时尚**：主品牌玖姿以加盟模式为主，前期由于门店拓展速度过快导致门店平均质量下滑，加之山西、内蒙古及四川等地经济下滑导致终端门店表现不佳、门店关闭，整体使得玖姿品牌 2015/2016 年步入下滑期。同时公司不断推进终端加盟商调整，保留核心质优供应商，保障加盟店质量，调整效果逐渐显现，至 2017H1 玖姿品牌实现收入 3.89 亿元，同比增长 5.89%，收入恢复增长。

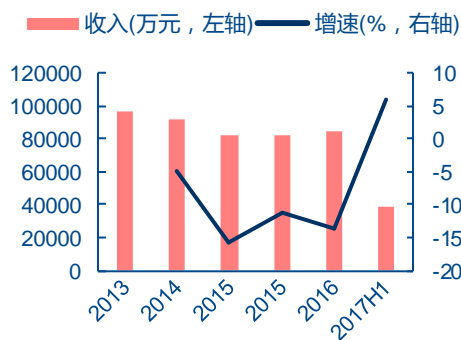
**太平鸟：**公司主品牌 PB 男女装定位 25-30 岁都市男女装，但由于设计惯性等因素，主品牌产品设计逐渐成熟化、偏离品牌年轻化定位，因此公司先后推进了男女装产品调整。2016 年由于女装品牌调整导致原有客户流失、新客户引进缓慢，使得 PB 女装整体出现下滑。但随着产品营销逐步推广、新客户的广泛拓展，2017H1 女装品牌调整效果开始显现，上半年实现收入 10.68 亿元，同增 7.36%。

图 1：太平鸟 PB 女装的收入及增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：安正时尚玖姿品牌收入及增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

2) 在上市前两家公司均已内部孕育、外部收购搭建了特色鲜明的多品牌矩阵，表现均较为成功，截至目前已初步完成品牌摸索打造阶段，品牌也逐步受到渠道欢迎，即将进入快速发展期。

**安正时尚：**尹默（2008）定位 28-35 岁高端中淑装，目前发展已较为成熟，尚处高速增长长期；斐娜晨（2014）主打精致玩味的年轻化中淑装品牌，产品深受渠道喜欢，正处高速增长长期；摩萨克（2014）2018 年产品/渠道重新调整，打造高性价比法式风格中淑装，有望协同玖姿加盟资源快速扩张；安正男装（2012）定位 35-45 岁高端男装品牌，终端表现出色，门店拓展推动品牌规模持续扩大。

**太平鸟：**乐町（2008）定位 18-25 岁活力四射的都市少女，目前发展已较为成熟，O2O 等模式给品牌不断注入活力；Mini Peace（2011）正处快速成长长期；Material Girl（2013）定位 18-25 岁新时代少女仍处培育阶段。

### 其他因素提升业绩目标确定性

#### 1) 两家公司都有发展多品牌、多品类的考虑。

考虑到公司现有多品牌发展情况，期待安正时尚/太平鸟进一步外延并购的可能性。

#### 2) 太平鸟存货跌价准备。

太平鸟由于 2015H2+2016H1 存货过多，导致 2016H2、2017H1 存货跌价准备计提较大，其中 2017H1 公司产生资产减值损失 1.73 亿元，同增 109.87%，导致 2015H。随着存货跌价准备充分计提，公司存货减值损失有望逐年下降；同时随着公司新老货品处理能力增强，原计提部分存货存在转回可能，存在提升公司业绩可能性。

### 关于投资的思考

#### 板块估值回归，建议关注低 PEG 次新股

年初至今服装纺织板块指数跌幅达 13.8%，在中信证券 29 个行业指数中跌幅最大，目前估值约 28 倍，处于近三年来最低水平，经过 2-3 年的调整，纺织服装板块估值回到相对

合理水平。同时 2017 年中高端服饰销售回暖显著，1-7 月 200 家服饰销售总额同比+3.5%、增速同比+0.2PCTs；8 月 50 家服装零售同比+11.6%，增速同比+11.9pcts、环比+4.8pcts，单月增速创 2017 年新高。

在行业白马海澜之家、森马服饰已有所表现的情况下，我们建议关注 PEG<1 的次新股（安正时尚、太平鸟）的基本面改善及投资机会。

## 安正时尚&太平鸟：上有空间，下有支撑

### ✓ 向上有空间：

- 目前两家公司业绩目标增速较高，PEG<1，具备一定向上修复的空间。
- 考虑到公司 2018/2019 年业绩目标增速均超 30%，在估值修复后仍可从未来业绩成长中获益。
- 从更长期看，如果跟踪研究公司真的具备内生运营、外延布局、协同增长的能力，安正时尚拥有发展多品牌时尚集团可能性、太平鸟拥有快时尚龙头潜质，那么公司还有估值提升的可能。

从短期来看，股价还是取决于市场短期情绪的波动和关注度的提升。

### ✓ 向下有支撑：

- 次新股筹码优势；
- 安正时尚/太平鸟现价对应 2018 年业绩目标 PE 均为 20 倍，估值具备一定安全边际。

## 业绩承诺期后两家公司会怎样？

1、我们认为品牌服饰公司比拼三个要素：终端运营、供应链管理、产品设计/品牌沉淀，三者同样重要。但从竞争角度看，通常首先比拼的是终端运营的能力，随着销售提升、规模优势显现，公司才能更好地去整合供应链，进而有资本加速产品设计和品牌沉淀。

- ✓ 太平鸟主品牌转型比较成功（个人认为尤其是男装产品和风格的转型）、深受渠道欢迎，并不断提升终端运营和供应链能力，国内快时尚竞争中有望始终保持一席之地并具龙头潜质。
- ✓ 安正时尚主品牌玖姿定位风格成熟、价格适中，具备更大开店空间，为公司提供好的现金流和业绩稳健支撑，而尹默、斐娜晨、安正男装定位高端、各具特色、深受渠道欢迎，初具多品牌时尚集团雏形。

### 2、未来两家公司都有做多品牌/多品类的预期，基于此我们的观点是：

- ✓ 已有业务能否顺利较快增长是核心，如果可以逐季验证扩张的效果和可持续性，会让我们更加坚定看好公司未来可能的布局。
- ✓ 多品牌扩展将为公司打开更大的想象空间，当然这需要公司在内生增长前提下，不断迭代品牌运营能力、投资孵化能力和协同整合能力等。
- ✓ 登陆资本市场给与两家公司更多可能：1）推行员工股权激励计划，稳定公司经营团队、激发员工工作激情，实现内部二次创业；2）借助资本市场运作，丰富公司融资手段，打开未来想象空间。

**3、最悲观的情况。**之前中国品牌服装市场由于粗放式扩张、盲目争抢市占率导致了渠道压货、过度开店、库存积压等问题，此后经历了较长时间的调整阶段。在吸取了这些经验教训之后，现在的经营者变得更加理性与谨慎。

所以安正时尚和太平鸟的开店扩张，并非是为了增长而增长的过度透支，我们认为，即使出现经济或消费下行等情况，公司也不会因为之前激进的扩张带来大幅倒退和调整。

当然我们更期待看到的是，时间能够逐渐验证安正时尚和太平鸟的品牌运营能力的提升、品牌魅力的沉淀，两家公司有能力驾驭更多优质品牌，从而走向更好的格局。

## 盈利预测

**安正时尚：**预计公司 2017/2018/2019 年收入增长 18%/22%/19%，随着成熟品牌稳健增值，新兴品牌逐渐贡献业绩，预计公司 2017/2018/2019 年净利润增长 22%/27%/30%。维持公司 2017/2018/2019 年 EPS 预测 1.01/1.28/1.66 元，现价对应 PE 分别为 25/20/15 倍，维持“买入”评级。

表 3：公司盈利预测总表

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1225	1206	1425	1732	2065
增长率 YoY %	4.5	-1.5	18.2	21.5	19.2
净利润（百万元）	244	236	287	364	472
增长率 YoY %	6.6	-3.2	21.7	26.6	29.7
每股收益（全面摊薄）（元）	0.86	0.83	1.01	1.28	1.66
毛利率（%）	68.6	70.6	71.1	71.8	72.4
市盈率（倍）	30	31	25	20	15
市净率（倍）	6.3	5.6	2.8	2.6	2.4

资料来源：中信量化投资分析系统。注：股价为 2017 年 9 月 11 日收盘价

**太平鸟：**预计公司 2017/2018/2019 年净利润增长 7%/44%/31%，维持公司 2017/2018/2019 年 EPS 预测 0.96/1.37/1.79 元，现价对应 PE 分别为 28/20/15 倍，维持“增持”评级。

表 4：公司盈利预测总表

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	5903	6320	7217	8322	9559
增长率 YoY %	18.1	7.1	14.2	15.3	14.9
净利润（百万元）	536	427.54	454.394	650.70	851.55
增长率 YoY %	22.7	-20.2	6.3	43.2	30.9
每股收益（全面摊薄）（元）	1.13	0.90	0.96	1.37	1.79
毛利率（%）	54.2	54.9	55.8	55.8	55.7
市盈率（倍）	24	30	28	20	15
市净率（倍）	7.2	6.4	3.8	3.5	3.1

资料来源：中信量化投资分析系统。注：股价为 2017 年 9 月 11 日收盘价

风险因素： 1. 市场竞争加剧风险； 2. 多品牌运作不及预期风险。

## 安正时尚

利润表 (百万元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,225	1,206	1,425	1,732	2,065
营业成本	384	354	412	488	571
毛利率	68.61%	70.63%	71.10%	71.83%	72.36%
营业税金及附加	16	20	24	28	33
营业费用	327	347	359	464	563
营业费用率	26.73%	28.78%	25.22%	26.80%	27.24%
管理费用	169	166	186	218	245
管理费用率	13.80%	13.75%	13.07%	12.57%	11.86%
财务费用	5	5	-11	-11	-13
财务费用率	0.42%	0.42%	-0.76%	-0.65%	-0.63%
投资收益	14	8	10	12	12
营业利润	250	262	322	409	534
营业利润率	20.39%	21.71%	22.59%	23.62%	25.85%
营业外收入	35	9	9	10	10
营业外支出	1	1	1	1	2
利润总额	283	271	330	418	542
所得税	39	34	43	54	70
所得税率	13.90%	12.74%	13.00%	13.00%	13.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	244	236	287	364	472
净利率	19.91%	19.57%	20.15%	20.99%	22.84%
每股收益 (元) (摊薄)	0.86	0.83	1.01	1.28	1.66

现金流量表 (百万元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	244	236	287	364	472
少数股东损益	0	0	0	0	0
折旧和摊销	0	0	97	100	102
营运资金变动	0	0	-236	-109	-42
其他	21	103	6	12	4
经营现金流	265	339	154	367	536
资本支出	-173	-67	-130	-128	-127
投资收益	14	8	10	12	12
资产变卖	1	1	0	0	0
其他	-115	-129	0	0	0
投资现金流	-273	-187	-120	-116	-115
发行股票	0	0	1,115	0	0
负债变化	70	-4	-66	0	0
股息支出	-122	-84	-124	-159	-213
其他	0	0	11	11	13
融资现金流	-52	-88	935	-148	-200
现金净增加额	-60	65	969	103	221

资料来源: 中信量化投资分析系统

资产负债表 (百万元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	44	110	1,079	1,183	1,403
存货	404	381	448	531	596
应收账款	114	93	135	164	184
其他流动资产	192	322	463	463	471
流动资产	754	905	2,125	2,341	2,654
固定资产	483	544	577	605	631
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	78	74	72	71	70
其他长期资产	311	262	283	302	320
非流动资产	872	880	933	979	1,020
资产总计	1,626	1,785	3,058	3,320	3,674
短期借款	70	66	0	0	0
应付账款	115	122	141	160	193
其他流动负债	298	314	357	394	457
流动负债	483	502	498	555	650
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
非流动性负债	0	0	0	0	0
负债合计	483	502	498	555	650
股本	214	214	285	285	285
资本公积	5	5	1,048	1,048	1,048
股东权益合计	1,142	1,282	2,560	2,764	3,024
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益总计	1,626	1,785	3,058	3,320	3,674

主要财务指标

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
增长率 (%)					
营业收入	4.5	-1.5	18.2	21.5	19.2
营业利润	-2.3	4.9	23.0	27.1	30.5
净利润	6.6	-3.2	21.7	26.6	29.7
利润率 (%)					
毛利率	68.6	70.6	71.1	71.8	72.4
EBIT Margin	26.8	26.4	31.1	30.9	31.7
EBITDA Margin	26.8	26.4	37.9	36.6	36.6
净利率	19.9	19.6	20.1	21.0	22.8
回报率 (%)					
净资产收益率	21.3	19.5	15.0	13.7	16.3
总资产收益率	15.0	13.8	11.9	11.4	13.5
其他 (%)					
资产负债率	29.7	28.1	16.3	16.7	17.7
所得税率	13.9	12.7	13.0	13.0	13.0
股利支付率	39.4	48.3	43.3	43.7	45.1



## 太平鸟

利润表 (百万元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,903	6,320	7,217	8,322	9,559
营业成本	2,701	2,847	3,187	3,680	4,232
毛利率	54.24%	54.95%	55.85%	55.78%	55.73%
营业税金及附加	51	55	72	83	96
营业费用	1,853	2,202	2,533	2,896	3,288
营业费用率	31.38%	34.84%	35.10%	34.80%	34.40%
管理费用	464	513	604	689	757
管理费用率	7.85%	8.12%	8.37%	8.28%	7.92%
财务费用	28	37	16	2	-1
财务费用率	0.48%	0.58%	0.23%	0.02%	-0.01%
投资收益	-1	-2	0	0	0
营业利润	638	440	540	786	1,031
营业利润率	10.80%	6.96%	7.48%	9.44%	10.78%
营业外收入	99	110	65	65	80
营业外支出	11	11	10	10	10
利润总额	726	539	595	841	1,101
所得税	193	117	137	185	242
所得税率	26.54%	21.78%	23.00%	22.00%	22.00%
少数股东损益	-3	-6	4	5	7
归属于母公司股东的净利润	536	428	454	651	852
净利率	9.08%	6.76%	6.30%	7.82%	8.91%
每股收益(元)(摊薄)	1.13	0.90	0.96	1.37	1.79

现金流量表 (百万元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	536	428	454	651	852
少数股东损益	-3	-6	4	5	7
折旧和摊销	154	174	147	156	165
营运资金变动	-603	-140	-395	-186	-85
其他	153	174	281	188	156
经营现金流	237	630	492	814	1,095
资本支出	-242	-230	-167	-161	-162
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	11	1	0	-6	0
其他	-37	17	0	0	0
投资现金流	-268	-212	-167	-166	-162
发行股票	0	0	1,090	0	0
负债变化	145	217	-340	0	0
股息支出	-210	-239	-204	-293	-383
其他	0	0	-16	-2	1
融资现金流	-65	-21	529	-294	-382
现金净增加额	-96	396	854	353	550

资料来源：中信量化投资分析系统

资产负债表 (百万元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	704	1,110	1,965	2,318	2,868
存货	1,509	1,621	1,769	2,014	2,251
应收账款	373	376	456	504	562
其他流动资产	414	415	450	498	511
流动资产	3,000	3,522	4,640	5,333	6,192
固定资产	480	446	483	511	529
长期股权投资	33	31	31	31	31
无形资产	216	212	208	203	198
其他长期资产	375	513	503	491	475
非流动资产	1,103	1,203	1,225	1,236	1,233
资产总计	4,103	4,725	5,865	6,569	7,425
短期借款	120	340	0	0	0
应付账款	1,080	1,212	1,263	1,499	1,734
其他流动负债	857	916	1,000	1,106	1,252
流动负债	2,056	2,468	2,264	2,605	2,986
长期负债	275	272	272	272	272
其他长期负债	0	2	2	2	2
非流动性负债	275	274	274	274	274
负债合计	2,331	2,742	2,537	2,879	3,259
股本	420	420	475	475	475
资本公积	308	308	1,343	1,343	1,343
股东权益合计	1,779	1,997	3,337	3,695	4,163
少数股东权益	-7	-13	-10	-5	2
负债股东权益总计	4,103	4,725	5,865	6,569	7,425

主要财务指标

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
增长率 (%)					
营业收入	18.1	7.1	14.2	15.3	14.9
营业利润	4.9	-31.0	22.8	45.6	31.1
净利润	22.7	-20.2	6.3	43.2	30.9
利润率 (%)					
毛利率	54.2	54.9	55.8	55.8	55.7
EBIT Margin	14.1	11.1	11.4	11.7	12.4
EBITDA Margin	16.8	13.9	13.4	13.6	14.1
净利率	9.1	6.8	6.3	7.8	8.9
回报率 (%)					
净资产收益率	30.1	22.6	17.0	18.5	21.7
总资产收益率	13.0	9.7	8.6	10.5	12.2
其他 (%)					
资产负债率	56.8	58.0	43.3	43.8	43.9
所得税率	26.5	21.8	23.0	22.0	22.0
股利支付率	4.8	0.0	45.0	45.0	45.0

## 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。	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；
	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

**中国：**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。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSASingaporePteLtd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 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”提供证券服务。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) 033 11 2016。

## 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范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“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分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**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该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。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的分析，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均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。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 2017 版权所有。保留一切权利。