

2018-5-27

行业研究 | 行业周报

评级 **看好** 维持

## 纺织品、服装与奢侈品行业

# BOSS 谈系列之二：从新兴渠道，看本土品牌发展新机遇和新价值

### 报告要点

#### ■ 本周专题

近日，长江纺织服装团队邀请了新一线城市研究所主编沈总以及睿意德业务线总经理杜总，探讨平行时空下不同线际城市的品牌服装消费差异，以及购物中心这一新兴渠道中本土品牌发展的新机遇、新价值。新一线城市研究所研究显示，国际品牌集中出现一、二线城市，三线及以下城市本土品牌数量开始明显占优。国际品牌及本土品牌在渠道结构上分别表现出极化与均化的特征。集合多业态的购物中心快速扩张，但竞争日渐加剧，大体量及低线化成为新开购物中心重点拓展的方向。内部业态来看，服装零售占比日渐下降，但伴随流量培育成熟，未来租金水平更高的零售业态占比有望提升。购物中心渠道对本土品牌偏好度明显提升，子品类出现一定分化：快时尚、潮牌、小众品牌更受青睐。伴随购物中心的快速扩张，服装品牌尤其优秀连锁品牌的议价力有所提升，在与渠道的合作中寻求发展新平衡，寻得新机遇。从新兴渠道角度，验证了我们此前对本土品牌外部环境趋于友好的判断，新的发展契机将为本土品牌尤其是大众品牌带来新的价值。1) 购物中心低线化拓展，国际品牌下沉难度大，为本土品牌提供发展新契机；2) 渠道竞争加剧背景下，优秀连锁熟牌或成为稀缺资源；3) 成熟购物中心开始去主力店化，本土品牌与小众品牌迎来发展春天。

#### ■ 行业观点

品牌服饰未来已来，纺织重迎布局良机，在持续看好服装家纺品牌的同时，我们建议关注棉纺子板块。建议配置低估值、业绩稳增长优质龙头：（1）受益消费环境正从早期“冲突”变得“友好”、有望崛起的本土大众品牌森马服饰、太平鸟和海澜之家；（2）前期显著滞涨的中高端女装品牌安正时尚、歌力思；（3）复苏强劲、业绩持续向好的罗莱生活、朗姿股份；（4）享受行业发展红利并推进产业链效率提升的跨境通、开润股份和南极电商；（5）纺织子板块建议关注华孚时尚、百隆东方、鲁泰 A 和航民股份。

#### ■ 行情回顾

上周，纺织服装行业板块下跌 1.58%，同期沪深 300 指数下跌 2.22%，纺织服装板块跑赢大盘 0.64 个百分点，排名第 15。个股方面，涨幅前五分别为：延江股份 (37.43%)、上海三毛 (10.17%)、欣龙控股 (7.66%)、日播时尚 (5.59%)、诺邦股份 (4.54%)；跌幅前五分别为：海澜之家 (-6.43%)、红豆股份 (-6.18%)、星期六 (-5.97%)、\*ST 中绒 (-5.53%)、际华集团 (-5.13%)。

**风险提示：** 1、终端零售环境恶化的风险；2、外延并购及内部整合不及预期的风险；3、棉花政策调整的风险；4、原材料价格及汇率大幅波动的风险。

分析师 于旭辉

☎ (8621) 61118735

✉ yuxh1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518020002

分析师 雷玉

☎ (8621) 61118735

✉ leiyu@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490511040005

联系人 马榕

☎ (8621) 61118735

✉ marong@cjsc.com.cn

联系人 李俐璇

☎ (8621) 61118735

✉ lilx2@cjsc.com.cn

#### 相关研究

《三问郑棉急涨背景下棉纺板块投资机会》  
2018-5-20

《品牌服饰未来已来，纺织重迎布局良机》  
2018-5-18

《复苏强劲、持续可期，中高端女装仍存上行空间》  
2018-5-13

## 目录

|   |    |
|---|----|
| BOSS 谈系列之二：从新兴渠道角度，看本土品牌发展新机遇及新价值 ..... | 4  |
| 数说渠道：本土品牌下沉力度大，低线城市区位占优 .....           | 4  |
| 购物中心：竞争加剧，双向拓展，零售比例或提升 .....            | 6  |
| 购物中心竞争加剧，大体量及低线化是发展方向 .....             | 6  |
| 服饰零售占比持续下降，未来有望提升 .....                 | 8  |
| 服装零售：国产偏好度提升，品牌与渠道寻找新平衡 .....           | 8  |
| 国产品牌偏好度提升，品类之间出现分化 .....                | 8  |
| 国际品牌下沉难度大，错位竞争提供良好契机 .....              | 10 |
| 本土品牌在与渠道的博弈合作中寻求发展新平衡 .....             | 10 |
| 从新兴渠道角度，看本土品牌发展新机遇及新价值 .....            | 11 |
| 行业观点 .....                              | 12 |
| 公司事件跟踪 .....                            | 13 |
| 行情回顾 .....                              | 15 |
| 数据追踪 .....                              | 15 |
| 宏观数据跟踪 .....                            | 15 |
| 原材料价格跟踪 .....                           | 16 |
| 国际纺织服装企业估值指标 .....                      | 17 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1：国际快时尚品牌纷纷于消费快速增长阶段进驻中国 .....            | 5  |
| 图 2：全球四大快时尚品牌在国内的门店数量及发展趋势 .....            | 5  |
| 图 3：H&M 周边 500 米范围内的门店数量均值 .....            | 5  |
| 图 4：各品牌在不同级别城市的联系度差异 .....                  | 5  |
| 图 5：各品牌的网络联系度最强的 TOP 20 城市 .....            | 6  |
| 图 6：购物中心零售额增速表现较优 .....                     | 7  |
| 图 7：2007-2016 年，购物中心建筑面积年复合增速为 14.6% .....  | 7  |
| 图 8：2017 年全国实际新开购物中心 504 个，开业率下降至 52% ..... | 7  |
| 图 9：10~15 万方体量的项目是 17 年新开购物中心中最多的商业规模 ..... | 7  |
| 图 10：2017 年，新开购物中心中三四线城市项目数量及体量占比最高 .....   | 8  |
| 图 11：以成熟万达广场为例，低线城市购物中心客流量增速更优 .....        | 8  |
| 图 12：2016 年，上海购物中心不同业态平均租金及增速水平 .....       | 8  |
| 图 13：2014-2017 年，购物中心服饰占零售业态的比重逐渐下降 .....   | 8  |
| 图 14：2014-2017 年，购物中心服饰细分业态占比及趋势 .....      | 9  |
| 图 15：本周行业涨跌幅 .....                          | 15 |

|  |    |
|--|----|
| 图 16: 年初至今行业涨跌幅 .....                                    | 15 |
| 图 17: 本周纺织服装行业上市公司涨跌幅前五名 .....                           | 15 |
| 图 18: 纺织服装板块 PE 历史走势 .....                               | 15 |
| 图 19: 4 月, 纺织纱线、织物及制品出口金额同比增长 6.95% .....                | 16 |
| 图 20: 4 月, 服装及衣着附件出口金额同比下降 7.55% .....                   | 16 |
| 图 21: 截至 5 月 25 日, 国内外棉价差为 1,191 元/吨 .....               | 16 |
| 图 22: 截至 5 月 25 日, 国内外纱线价差为 13 元吨 .....                  | 16 |
| 图 23: 第 11 周 (5.21-5.25) 抛储成交率达 100% .....               | 16 |
| 图 24: 地产棉成交率均价连续 3 周快速提升 .....                           | 16 |
| 图 25: 近 3 个月涤纶 POY/DTY/FDY 市场表现 (元/吨) .....              | 17 |
| 图 26: 近 3 个月粘胶短纤市场表现 (元/吨) .....                         | 17 |
| <br>   |    |
| 表 1: 2015-2018Q1, 最受购物中心关注服装品牌榜单 .....                   | 9  |
| 表 2: 未来两个月限售股解禁统计 (2018/05/26-2018/07/26) .....          | 13 |
| 表 3: 17 年以来增发实施及增发预案股价倒挂情况 (2017/01/01-2018/05/26) ..... | 13 |
| 表 4: 近一个月重要股东二级市场交易情况 (2018/04/26-2018/05/26) .....      | 14 |
| 表 5: 纺织服装板块 PE、剔除类现金资产后 PE 以及 PEG 由低到高排名前 10 的公司 .....   | 14 |
| 表 6: 纺织服装板块类现金资产占比前 10 的公司 .....                         | 14 |
| 表 7: 纺织服装板块股息率排名前 10 的公司 .....                           | 14 |
| 表 8: 国际纺织服装企业估值 .....                                    | 17 |

## BOSS 谈系列之二：从新兴渠道角度，看本土品牌发展新机遇及新价值

经营环境日新月异，为把脉行业趋势、倾听一线声音，长江纺服研究团队特推出《BOSS 谈》系列报告，以期通过与产业专家/企业家深度对话，获取最新行业趋势，通过产研互补以优化研究成果、映射投资。

近日，长江纺服团队邀请到新一线城市研究所主编沈总，以及睿意德租赁业务线总经理/上海购物中心协会品牌专业委员会秘书长杜总，分别从大数据及渠道的角度，探讨平行时空下的不同线际城市的品牌服装消费差异。本周专题，我们从新兴渠道角度，看本土品牌发展新机遇及新价值。

### 数说渠道：本土品牌下沉力度大，低线城市区位占优

以 H&M 为代表的国际快时尚品牌，在 2007 年前后，浩浩荡荡的进入中国市场，并快速实现门店扩张。截止 2017 财年，ITX/HMB/FR<sup>1</sup>在中国的门店数量（含多品牌）分别达到 593/506/555 家，从 2007 到 2017，年平均开店数量分别为 58/50/55 家；GAP 因其美国本土市场广阔，跨区域外延扩张的路径相对保守，截止 2017 财年，亚洲区门店数量仅为 372 家，年平均拓店速度为 24 家。国际快时尚品牌与电商渠道的双重夹击，加剧了国内大众品牌服饰市场的竞争形势。但近年来，国际快时尚品牌中国市场增速明显放缓，ITX 中国区门店数量 2017 年首次出现下降，一直拒绝第三方电商平台的 H&M 也开始于 2018 年 3 月开出天猫旗舰店；本土品牌痛定思痛，在店铺形象、产品、服务乃至背后的供应链方面不断提升，以低线城市为基础，逐渐向高线城市拓展。以此为契机，新一线城市研究所沈总从不同线际城市品牌布局的角度，分析了国际快时尚与本土品牌在国内大众品牌服饰这一竞争最为激烈领域的发展状况。

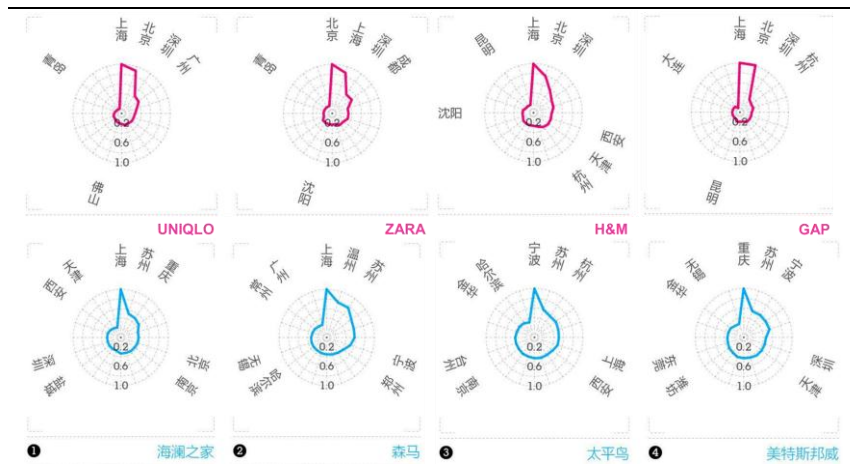
新一线城市研究所主编沈总表示：通过衡量 H&M 周边 500 米范围内的门店数量均值，展示出中国不同线际城市大致的服装品牌分布，以及竞争对手的差异。从渠道分布来看，除少数国际品牌（优衣库为代表）可以下沉到四线城市外，多数国际品牌均集中在二线及以上城市；伴随着城市深度加深，国际品牌的布局在快速下降。从三线城市开始，国产品牌数量开始明显占优，四、五线城市基本均为国产品牌的天下。而以 H&M 为代表的国际快时尚品牌，在一线及新一线城市中，更多与奢侈品、轻奢、国际快时尚品牌为邻，太平鸟、美邦、森马、海澜等本土大众品牌占比较少；从新一线开始，太平鸟为代表的本土品牌占比开始增加；二线城市中，热风、太平鸟、拉夏贝尔、海澜等品牌与国际品牌相对均衡；但从三线城市开始，太平鸟、拉夏贝尔、海澜之家、森马和美特斯邦威等开始逐渐成为 H&M 最主要的邻居。

<sup>1</sup> 分别用 ITX/HMB/FR 分别代表 ZARA、H&M、优衣库的母公司 Inditex、海恩斯莫里斯和迅销。



同类别的品牌之间，亦存在一定差异，通过分拆不同品牌网络联系度最高的 TOP20 城市。Zara、GAP 和优衣库的店铺重心几乎全部聚焦在头部城市，但佛山这一非省会城市在优衣库的网络联系度中排名靠前，表现优衣库在广东市场的活跃及在品牌下沉方面的领先。海澜之家、森马、太平鸟和美特斯邦威则在尾部城市有更均匀的布局。而目前还在尝试拓展新市场的 H&M 则处于两者之间的地带——它的网络中有 8 个节点城市在联系度上超过了 Gap 网络中排名第三位的深圳。

图 5：各品牌的网络联系度最强的 TOP 20 城市



资料来源：新一线城市研究所，长江证券研究所

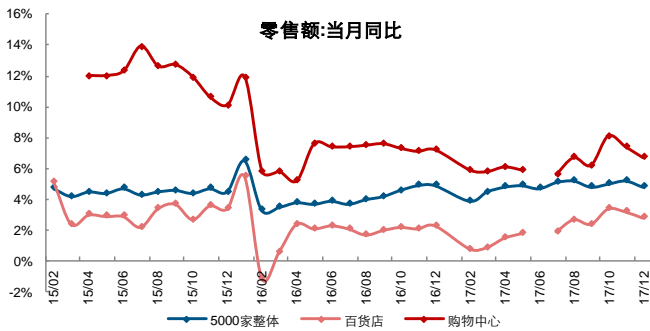
## 购物中心：竞争加剧，双向拓展，零售比例或提升

基于新一线城市研究所的数据，我们可以发现，大众品牌服饰市场的竞争，明显表现出一二线城市国际品牌更优，而三线及以下城市则更多是本土品牌的天下，存在一定错位竞争的状态。在中国这个全球发展空间最大、最具活力的服装市场中，国际品牌在现有核心区域趋于饱和后，开始向低线城市下沉，而国产品牌升级品牌形象或开发全新产品线，逐步布局高线城市，未来直面竞争将是不可避免的趋势。但各品牌无论是下沉或是上攻，快速发展的购物中心渠道都是品牌在线下布局中最重要的渠道。睿意德杜总从购物中心的角度，探讨了购物中心发展趋势、特征及方向，有助于了解这一新兴渠道的品牌发展情况。

### 购物中心竞争加剧，大体量及低线化是发展方向

#### ➤ 购物中心渠道快速扩张，挤压传统街店及百货客流

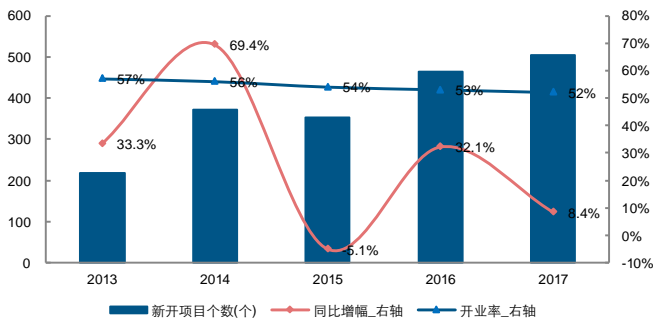
在体验式消费需求提升的背景下，集合餐饮、娱乐、购物等多功能于一体的购物中心业态的热度已超越传统街店与百货，表现出更高的增长与更快速的扩张。商务部统计数据 displays，购物中心零售额增速明显高于百货店零售增速。根据《万达购物中心新价值白皮书》披露的数据显示，截至 2016 年我国购物中心面积为 3.6 亿  $m^2$ ，2007-2016 年购物中心建筑面积年复合增速达 14.6%，2015 年和 2016 年购物中心面积扩张呈加速趋势。

**图 6：购物中心零售额增速表现较优**


资料来源：商务部，长江证券研究所

### ➤ 竞争加剧，开业率持续下降，大体量的购物中心成为趋势

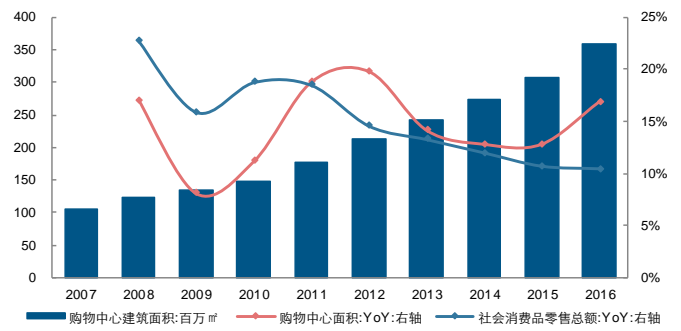
据赢商大数据中心统计，2017 年全国计划开业购物中心 970 个，实际新开 504 个，开业数量创历史新高，但同时，466 个项目延期开业，开业率下降至 52%，连续 5 年微幅下跌，购物中心竞争日渐加剧。联商网数据显示，2017 年全国新开业的大型商业项目高达 323 家，大型项目平均建面近 13 万平方米，大体量化逐渐成为发展趋势。

**图 8：2017 年全国实际新开购物中心 504 个，开业率下降至 52%**


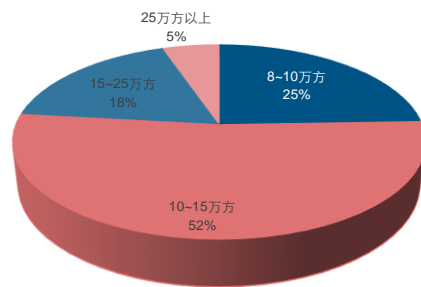
资料来源：赢商网，长江证券研究所

### ➤ 低线城市成为购物中心拓展的新方向

根据赢商网数据显示，2017 年新增购物中心主要集中在三四线城市，其新开项目数量、体量占比均最高，逼近 60%。《万达购物中心新价值白皮书》披露数据显示，2013-2016 年一线、二线、三线、四线及以下城市购物中心客流量年复合增速分别为 0.5%、4.2%、2.0%、8.5%。人流量增速更优的低线城市逐步成为购物中心拓展的新方向。

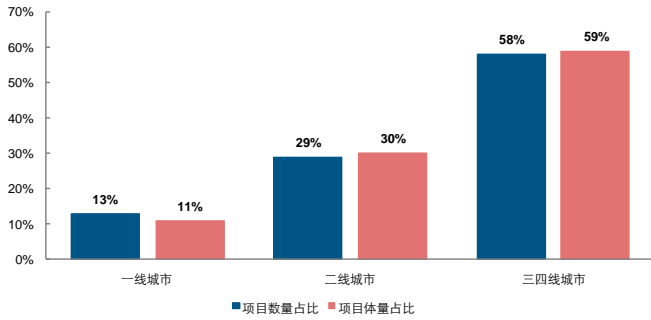
**图 7：2007-2016 年，购物中心建筑面积年复合增速为 14.6%**


资料来源：《万达购物中心新价值白皮书》，长江证券研究所

**图 9：10~15 万方体量的项目是 17 年新开购物中心中最大的商业规模**


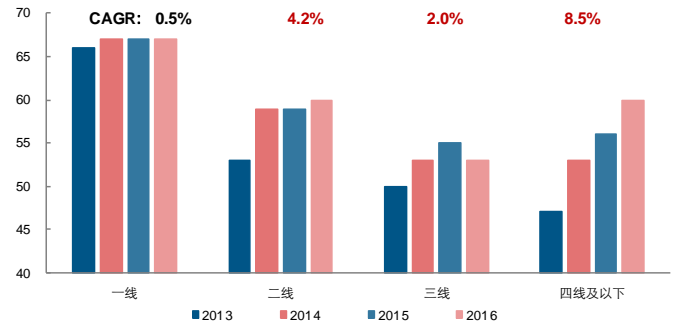
资料来源：联商网，长江证券研究所

图 10：2017 年，新开购物中心中三四线城市项目数量及体量占比最高



资料来源：赢商网，长江证券研究所

图 11：以成熟万达广场为例，低线城市购物中心客流量增速更优



资料来源：《万达广场购物中心新价值白皮书》，长江证券研究所

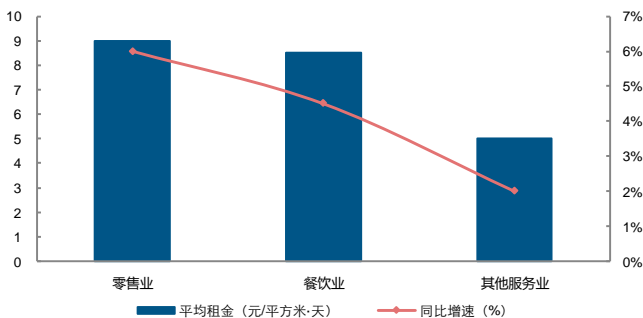
## 服饰零售占比持续下降，未来有望提升

体验式消费需求提升背景下，购物中心中零售业态的占比日渐降低。2017 年新开购物中心业态占比中，零售业占比为 52%。服饰仍为零售业态中最重要的品类，但呈现出逐年下降的趋势，服饰占比逐渐从 2014 年的 49.70% 下降至 2017 年的 47.50%。针对于购物中心中服饰业态品牌及店铺数量的下降，睿意德杜总认为：

1) 快时尚品牌的出现，涵盖了男装、女装、童装、配饰、鞋帽等多品类，致使各品类中品牌数量减少；2) 受电商冲击严重，购物中心倾向于去选择电商不能完成购买的非标准品或服务；3) 纯粹的服装零售店铺在减少，而集文化、娱乐、休闲等跨界集合店的形式有望增加。

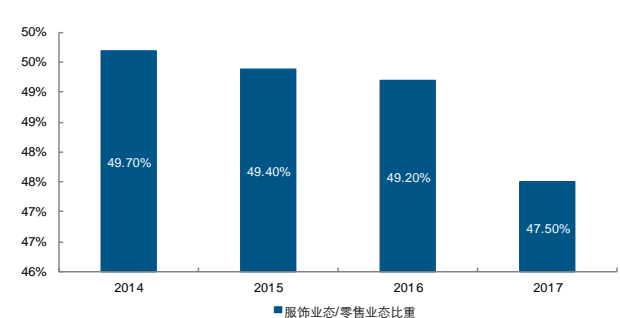
由于高速扩张，需要更多的体验型业态培育流量，因此早期的购物中心中零售业态占比下降，但未来零售以及服饰业态的比例有望提升。随着购物中心逐渐培育成熟，商业地产出于盈利的考虑，会逐渐增加租金水平更高的零售业态占比。例如通过去主力店的手段，依靠多个面积在 800-1000 m<sup>2</sup> 的中型店替代，主打面积在 100 m<sup>2</sup> 左右的小型店中店，引入已有一定品牌影响力的熟牌等，带来租金水平的提升。典型代表是上海人民广场来福士，于 2014 年迎史上最大品牌调整，关停 NOVO 百货、运动 100 等面积在 1000-2000 平米之间的次主力店，将其分割成为 10 多个店铺，带来商场租金大涨。

图 12：2016 年，上海购物中心不同业态平均租金及增速水平



资料来源：睿意德，长江证券研究所

图 13：2014-2017 年，购物中心服饰占零售业态的比重逐渐下降



资料来源：赢商大数据中心，长江证券研究所

## 服装零售：国产偏好度提升，品牌与渠道寻找新平衡

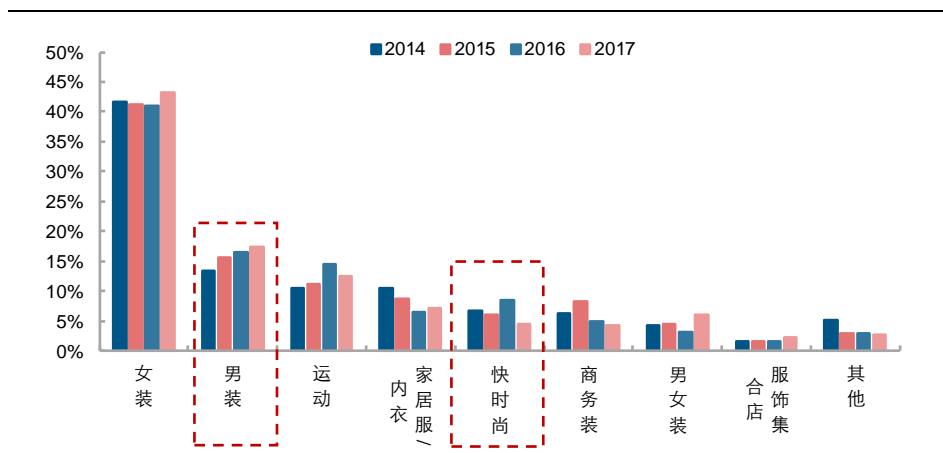
### 国产品牌偏好度提升，品类之间出现分化



在一二线城市的招商中，购物中心偏好快时尚品牌成为主力业态，如 Zara、MUJI、优衣库、H&M、C&A、UR 等，其中国际品牌占据主导地位。其楼层基本分布 1-2F，单店需求面积较大，且展示面等要求较高。而在低线城市购物中心招商中，更加偏好跨界集合店，如 MJstyle、热风、海澜之家等，面积 500-1200 m<sup>2</sup> 不等，以 1+2F 为主。同时，在次主力店的位置，购物中心会偏好一些连锁品牌，如 ELAND、绫致、拉夏贝尔、太平鸟等品牌的集合店，位于 2F 或者 3F 以下，面积 200-400/500-800 m<sup>2</sup>。根据赢商网评选的最受购物中心关注的服装品牌榜单中，我们可以看到，2015-2018Q1 榜单中本土品牌的数量出现提升。18Q1，前期主要以街店渠道为主的森马和太平鸟也进入榜单，受到新兴渠道的欢迎。

根据赢商大数据显示（主要覆盖一线及新一线城市）<sup>3</sup>，从购物中心服饰细分业态占比及趋势来看，女装仍是购物中心服饰业态中最主要的品类，女装、男装、运动服、服饰集合店占比均呈上涨趋势。大批本土原创设计、轻奢等类型女装品牌开始进入购物中心；男装经过转型升级后，产品设计愈发潮流化及年轻化，符合新一代消费者的需求，带动男装占比由 2014 年的 13.4% 逐年上升至 2017 年的 17.4%，年均增长率达 1.3%；而家居服/内衣、快时尚及商务装占比则出现显著下降，其中，2017 年，快时尚品类由上年同期 6.7% 下降至 4.5%，一定程度验证上线城市购物中心逐渐去主力店的趋势。

图 14：2014-2017 年，购物中心服饰细分业态占比及趋势



资料来源：赢商大数据，长江证券研究所

表 1：2015-2018Q1，最受购物中心关注服装品牌榜单

|   | 2015    | 2016      | 2017    | 2018Q1 |
|---|---------|-----------|---------|--------|
| 1 | 优衣库     | ZARA      | 优衣库     | 优衣库    |
| 2 | MJstyle | 拉夏贝尔      | 江南布衣    | ZARA   |
| 3 | ZARA    | 优衣库       | 太平鸟     | adidas |
| 4 | UR      | 热风        | 杰克琼斯    | 太平鸟    |
| 5 | 巴拉巴拉    | ONLY      | MJstyle | JNBY   |
| 6 | 热风      | MJstyle   | ZARA    | 杰克琼斯   |
| 7 | C&A     | VERO MODA | Lily    | 森马     |

<sup>3</sup> 数据统计标准：深圳、上海、广州、成都、苏州、沈阳、天津、西安、郑州、杭州、武汉、重庆 12 大城市，2014-2017 年开业、商业面积 5-15 万 m<sup>2</sup> 的 160 个购物中心，业态占比均为品牌数量占比。

|    |             |          |          |               |
|----|-------------|----------|----------|---------------|
| 8  | H:CONNECT   | SELECTED | UR       | Teenie weenie |
| 9  | 6IXTY 8IGHT | adidas   | GXG      | VANS          |
| 10 | MISS SIXTY  | H&M      | Skechers | Annil         |

资料来源：赢商大数据，长江证券研究所，标灰色为国产品牌

## 国际品牌下沉难度大，错位竞争提供良好契机

国际品牌在国内市场增速逐渐放缓，与其向低线城市下沉难度较大、外延扩张受阻存在一定关系。睿意德杜总从消费力、品牌力、入驻条件、代理商等角度，分析了国际品牌下沉难度较大的主要原因。

**消费力：**国际品牌有着非常严格的选址条件，在渠道下沉时考虑品牌自身定位，会要求商场配套与自身品牌定位匹配的其他品牌，如同档次的快时尚品牌、星巴克、MUJI 等，低线城市的消费力不足以支撑如此多国际品牌的同时入驻，下沉就会相对谨慎。

**品牌力：**低线城市对于时尚的感知度相对较弱，会更加看重产品品质，部分主打时尚的国际品牌性价比偏低，产品定价和品牌调性也会倾向于被认为是“正式着装”，难以满足低线城市的消费需求，不具备其在一线城市同等的品牌力。

**入驻条件：**国际快时尚品牌进入国内早期相对稀缺，担当购物中心的引流重任，具备非常强的渠道议价权（包括主力店位置、装修补贴、运营补贴、极低的扣点/租金水平等），并且还会要求旗下多品牌打包入驻。而伴随着其店铺数量的增加及电商渠道的快速壮大，引流效果下降，加之其入驻条件苛刻，对于渠道商的吸引力出现下降。

**代理商：**部分国际品牌因为不熟悉低线城市市场，在门店拓展上会相对谨慎，会将其低线城市的门店拓展交给相对本土化的代理商。在品牌力没有得到验证的情况下，部分渠道商会倾向于去选择没有代理商运作、在低线城市具有一定影响力的本土连锁品牌。

## 本土品牌在与渠道的博弈合作中寻求发展新平衡

渠道商与品牌商之间，不存在绝对强势与弱势的关系，而是受购物中心业态发展的成熟度、单一商业体不同发展阶段等多因素影响，双方在博弈与合作中逐渐寻找平衡。

### ➤ 购物中心业态发展的成熟度

购物中心作为一种相对新兴的渠道模式，其多元化的业态组合，在体验式消费快速发展的背景下，快速抢占了百货及街边店的人流。在发展初期因其相对稀缺，渠道商具备着较强的议价权，倾向于去挑选知名度较高的国际品牌入驻；而在购物中心快速扩张的背景下竞争加剧，招商难开始成为购物中心面临的现实问题。预计截止 2017 年，我国购物中心数量已经突破 5000 家，而森马/海澜之家/太平鸟（男装+女装）17 年末门店数量分别为 3628/ 4503/2752 家，购物中心店规模则更少，意味着本土优秀连锁品牌逐渐成为稀缺资源，在该新兴渠道中具有较大的发展空间。

### ➤ 单一商业体不同发展阶段

不同于街边店渠道，均为发展相对成熟的商圈，自带流量；作为全新商业体，新开业的购物中心更依赖国际品牌，因此一般会给予国际品牌较好的优惠政策及位置，吸引其入驻。这主要源于，一方面购物中心需要依靠国际品牌光环吸引客流，另一方面国际品牌拥有标准化的购物中心店铺模型及丰富的 SKU 数量，可以快速复制上千方的大型主力店；同时，主力店入驻后，对于其他面积较小的品牌入驻也能带来示范和集聚效应。但

伴随着单一购物中心发展的逐渐成熟，拥有相对稳定的客流，购物中心会开始逐渐考虑盈利目标，对品牌进行调整，通过去主力店的方式，增加面积较小的品牌，提升租金水平，而这也为尚不能大规模开出大型主力店的本土品牌提供了发展机会和空间。

## 从新兴渠道角度，看本土品牌发展新机遇及新价值

基于购物中心发展趋势、特征、方向等角度，我们重申本土品牌外部环境趋于友好的判断，本土品牌在购物中心这一新兴渠道中的机会主要来自三方面。1) 购物中心正向发展潜力更大的低线城市拓展，加之国际品牌渠道下沉难度较大，为本土品牌的新渠道转型发展提供了新契机；2) 商业地产竞争加剧，渠道商倾向于去选择连锁熟牌，优秀本土品牌成为稀缺资源，有望获取更好的入驻机会和条件；3) 考虑到盈利目的，成熟购物中心开始逐渐去主力店化，为扣点或租金贡献较大的本土品牌提供更多拓展空间，同时也是潮牌、小众设计师品牌的发展机遇。

从品牌自身发展角度来看，品牌商可从以下几个方向进行升级，顺应渠道发展趋势：

- **多品类集合店仍是大众品牌升级的重要方向。**相比于部分发展相对成熟的一线/新一线城市购物中心开始去主力店化，低线城市快速扩张的购物中心仍然需要多品类、大面积、能提供一站式购物的主力店入驻，国际品牌较难下沉的背景下，为能够率先实现产品及门店升级的本土品牌提供了良好的发展契机：大店、集合店，以及包含体验业态的跨界店铺是大众品牌获取购物中心主力店的主要形式。以 MJ style 为例，这家 2011 年才成立的国产快时尚品牌正是抓住这一契机，通过提供涵盖男女服饰、童装、鞋袜、箱包、家居用品等多品类的一站式购物场景，以 1000-3000 平的大店形式实现了快速扩张。2017 年品牌门店数量突破 300 家，受到低线城市购物中心的欢迎，可以拿到媲美国际品牌的招商条件以及低于本土品牌的扣点/租金水平。热风在一线、新一线、二线城市的成功拓展也与此不无关系。
- **多品牌运作，提升渠道议价能力。**体验化、去标准化是购物中心品牌招商中的一大原则。在千禧一代成为购物中心主流人群的背景下，迎合年轻人个性化、潮流化的品牌服饰需求，是国产品牌可以重点去拓展的方向。同时，多品牌运作，尤其是收购该领域的国际品牌，有望明显提升品牌商对渠道的议价能力，实现集团多品牌在购物中心的批量入驻。
- **发挥本土化优势，实现差异化运营。**国际品牌一盘货实现全市场覆盖的策略已经开始显现颓势。国际品牌的优势更多体现在时尚度与设计感，而本土品牌可发挥本土化的优势，通过精耕细分人群，实现差异化运作，依靠面料、品质、服务、性价比等取胜，带来品牌竞争力的提升。

综上，购物中心这一新兴渠道的出现打破了原来线下街店和百货的简单二元对立，在其逐渐成为主流消费渠道的背景下，本土品牌迎来了发展的新契机。购物中心的快速发展、成熟后的盈利需求以及本土优秀连锁品牌的相对稀缺性，是我们判断本土尤其是大众品牌迎来春天的重要基础，也是未来估值修复的重要依据所在。当然，我们更希望持续看到的是本土品牌革故鼎新，不断在店铺形象、产品、服务、供应链上做出突破，以适应和挖掘这一难得的渠道红利。我们已经看到了 UR、MJstyle 等本土快时尚品牌的快速崛起，也观察到太平鸟、巴拉巴拉在购物中心渠道顺利转型和快速扩张，而森马、海澜等传统大众品牌正依托三、四线的市场基础，开始向高线城市布局，这些都是积极的信号，前景值得期待。

## 行业观点

近期，我们发布深度《品牌服饰未来已来，纺织重迎布局良机》，全面解析纺服板块投资逻辑。在业绩确定性背景下，我们持续看好服装零售板块表现。同时建议开始关注棉纺子板块，纺织制造或重迎布局良机：制造端成本汇率压力缓释，棉价中期上行利好收入端改善。

我们持续看好未来纺服板块表现，建议配置低估值、业绩稳增长的优质龙头：（1）受益消费环境正从早期“冲突”变得“友好”、有望崛起的本土大众品牌森马服饰、太平鸟和海澜之家；（2）前期显著滞涨的中高端女装品牌安正时尚、歌力思；（3）复苏强劲、业绩持续向好的罗莱生活、朗姿股份；（4）享受行业发展红利并推进产业链效率提升的跨境通、开润股份和南极电商；（5）纺织子板块建议关注华孚时尚、百隆东方、鲁泰 A 和航民股份。

## 公司事件跟踪

表 2: 未来两个月限售股解禁统计 (2018/05/26-2018/07/26)

| 代码        | 简称   | 解禁日期       | 解禁数量<br>(万股) | 变动前(万股)    |           |       | 变动后(万股)    |           |        |
|-----------|------|------------|--------------|------------|-----------|-------|------------|-----------|--------|
|           |      |            |              | 总股本        | 流通 A 股    | 占比(%) | 总股本        | 流通 A 股    | 占比(%)  |
| 002640.SZ | 跨境通  | 2018-05-29 | 540.00       | 154,724.13 | 97,152.88 | 62.79 | 154,724.13 | 97,692.88 | 63.14  |
| 603196.SH | 日播时尚 | 2018-05-31 | 540.00       | 24,000.00  | 6,000.00  | 25.00 | 24,000.00  | 6,540.00  | 27.25  |
| 002875.SZ | 安奈儿  | 2018-06-01 | 637.65       | 10,163.01  | 2,500.00  | 24.60 | 10,163.01  | 3,137.65  | 30.87  |
| 300658.SZ | 延江股份 | 2018-06-04 | 450.00       | 15,000.00  | 3,750.00  | 25.00 | 15,000.00  | 4,200.00  | 28.00  |
| 002293.SZ | 罗莱生活 | 2018-06-06 | 123.60       | 74,472.91  | 69,931.27 | 93.90 | 74,472.91  | 70,054.87 | 94.07  |
| 002656.SZ | 摩登大道 | 2018-06-11 | 3,322.03     | 44,532.49  | 27,395.00 | 61.52 | 44,532.49  | 30,717.03 | 68.98  |
| 002761.SZ | 多喜爱  | 2018-06-11 | 6,101.79     | 12,000.00  | 5,603.21  | 46.69 | 12,000.00  | 11,705.00 | 97.54  |
| 002762.SZ | 金发拉比 | 2018-06-11 | 12,881.75    | 20,378.00  | 6,955.29  | 34.13 | 20,378.00  | 19,837.04 | 97.35  |
| 002763.SZ | 汇洁股份 | 2018-06-11 | 27,234.00    | 38,880.00  | 11,646.00 | 29.95 | 38,880.00  | 38,880.00 | 100.00 |
| 002776.SZ | 柏堡龙  | 2018-06-26 | 13,510.00    | 24,045.82  | 10,535.82 | 43.82 | 24,045.82  | 24,045.82 | 100.00 |
| 603116.SH | 红蜻蜓  | 2018-07-02 | 22,809.43    | 41,720.00  | 18,070.57 | 43.31 | 41,720.00  | 40,880.00 | 97.99  |
| 002291.SZ | 星期六  | 2018-07-06 | 3,557.19     | 39,892.19  | 36,335.00 | 91.08 | 39,892.19  | 39,892.19 | 100.00 |
| 002699.SZ | 美盛文化 | 2018-07-09 | 6,228.00     | 90,957.27  | 72,829.75 | 80.07 | 90,957.27  | 79,057.75 | 86.92  |

资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 3: 17 年以来增发实施及增发预案股价倒挂情况 (2017/01/01-2018/05/26)

| 增发实施      |      |            |            |             |              |            |               |              |                  |
|-----------|------|------------|------------|-------------|--------------|------------|---------------|--------------|------------------|
| 代码        | 名称   | 发行日期       | 定增股份上市日    | 发行方式        | 发行价格<br>(元)  | 最新价<br>(元) | 自发行价涨跌幅(%后复权) | 增发数量<br>(万股) | 实际募集资金总额<br>(亿元) |
| 600448.SH | 华纺股份 | 2017-11-15 | 2017-11-29 | 定向          | 5.91         | 3.95       | -33.16        | 10,248.56    | 6.06             |
| 002397.SZ | 梦洁股份 | 2017-12-20 | 2018-01-12 | 定向          | 7.48         | 5.66       | -24.33        | 7,624.06     | 5.70             |
| 601718.SH | 际华集团 | 2017-04-11 | 2017-04-24 | 定向          | 8.19         | 4.62       | -43.25        | 53,462.94    | 43.79            |
| 002780.SZ | 三夫户外 | 2017-12-08 | 2017-12-21 | 定向          | 23.38        | 19.23      | -17.75        | 1,114.09     | 2.60             |
| 603558.SH | 健盛集团 | 2017-11-13 | 2017-12-01 | 定向          | 14.00        | 9.76       | -30.29        | 1,373.82     | 1.92             |
| 002404.SZ | 嘉欣丝绸 | 2018-01-31 | 2018-03-06 | 定向          | 7.19         | 6.77       | -3.28         | 5,702.36     | 4.10             |
| 603608.SH | 天创时尚 | 2017-11-30 | 2017-12-25 | 定向          | 14.37        | 11.00      | -23.45        | 3,573.42     | 5.13             |
| 603558.SH | 健盛集团 | 2017-08-14 | 2017-08-31 | 定向          | 21.67        | 9.76       | -54.96        | 3,211.81     | 6.96             |
| 增发预案      |      |            |            |             |              |            |               |              |                  |
| 代码        | 名称   | 最新公告日      | 方案进度       | 增发价格<br>(元) | 预案价下<br>限(元) | 最新价<br>(元) | 预案差价率<br>(%)  | 增发数量<br>(万股) | 预计募集资金<br>(亿元)   |
| 300526.SZ | 中潜股份 | 2018-05-19 | 股东大会通过     |             |              | 18.50      |               | 3,300.00     | 4.90             |
| 603608.SH | 天创时尚 | 2017-11-07 | 证监会核准      |             |              | 11.00      |               | 7,918.40     | 2.37             |
| 600146.SH | 商赢环球 | 2017-06-06 | 董事会预案      | 27.22       |              | 26.59      | -2.31         | 6,238.06     | 16.98            |
| 600146.SH | 商赢环球 | 2017-06-06 | 董事会预案      |             |              | 26.59      |               | 9,399.40     | 4.12             |
| 600626.SH | 申达股份 | 2018-04-28 | 国资委批准      |             |              | 6.54       |               | 14,204.85    | 19.95            |
| 600987.SH | 航民股份 | 2018-05-03 | 董事会预案      | 9.72        |              | 10.78      | 10.91         | 11,008.23    | 10.70            |

资料来源: Wind, 长江证券研究所 (个股最新价为 5 月 18 日收盘价)

表 4: 近一个月重要股东二级市场交易情况 (2018/04/26-2018/05/26)

| 代码        | 名称   | 变动次数 | 涉及股东人数 | 总变动方向 | 均价(元) | 代码        | 名称   | 变动次数 | 涉及股东人数 | 总变动方向 | 均价(元) |
|-----------|------|------|--------|-------|-------|-----------|------|------|--------|-------|-------|
| 603889.SH | 新澳股份 | 1    | 1      | 减持    | 12.95 | 002404.SZ | 嘉欣丝绸 | 18   | 2      | 增持    | 6.75  |
| 603518.SH | 维格娜丝 | 1    | 1      | 增持    | 24.00 | 002394.SZ | 联发股份 | 4    | 1      | 增持    | 11.32 |
| 601718.SH | 际华集团 | 1    | 1      | 减持    | 4.78  | 002327.SZ | 富安娜  | 1    | 1      | 减持    | 9.90  |
| 300526.SZ | 中潜股份 | 2    | 2      | 减持    | 19.34 | 002154.SZ | 报喜鸟  | 7    | 1      | 增持    | 3.25  |
| 002780.SZ | 三夫户外 | 2    | 1      | 增持    | 18.12 | 002083.SZ | 孚日股份 | 1    | 1      | 增持    | 5.68  |
| 002569.SZ | 步森股份 | 4    | 1      | 减持    | 17.50 | 002042.SZ | 华孚时尚 | 1    | 1      | 减持    | 13.12 |

资料来源: Wind, 长江证券研究所 (均价为根据减值市值与股本数量粗略测算的均值)

表 5: 纺织服装板块 PE、剔除类现金资产后 PE 以及 PEG 由低到高排名前 10 的公司

| 代码        | 简称   | PE (2018E) | 代码        | 简称   | 除类现金资产后 PE (2018E) | 代码        | 简称   | PEG (2018E) |
|-----------|------|------------|-----------|------|--------------------|-----------|------|-------------|
| 000726.SZ | 鲁泰A  | 9.81       | 002029.SZ | 七匹狼  | 6.88               | 600177.SH | 雅戈尔  | 0.03        |
| 002394.SZ | 联发股份 | 9.90       | 002394.SZ | 联发股份 | 7.72               | 002699.SZ | 美盛文化 | 0.11        |
| 002083.SZ | 孚日股份 | 10.45      | 002087.SZ | 新野纺织 | 7.80               | 300005.SZ | 探路者  | 0.17        |
| 002087.SZ | 新野纺织 | 10.60      | 600987.SH | 航民股份 | 8.24               | 002397.SZ | 梦洁股份 | 0.22        |
| 600987.SH | 航民股份 | 11.04      | 600177.SH | 雅戈尔  | 8.35               | 603558.SH | 健盛集团 | 0.24        |
| 601339.SH | 百隆东方 | 12.88      | 000726.SZ | 鲁泰A  | 9.07               | 603518.SH | 维格娜丝 | 0.30        |
| 603157.SH | 拉夏贝尔 | 14.42      | 002083.SZ | 孚日股份 | 9.28               | 603608.SH | 天创时尚 | 0.31        |
| 603518.SH | 维格娜丝 | 14.65      | 601339.SH | 百隆东方 | 10.84              | 002087.SZ | 新野纺织 | 0.32        |
| 002042.SZ | 华孚时尚 | 15.46      | 603518.SH | 维格娜丝 | 12.32              | 002640.SZ | 跨境通  | 0.36        |
| 600398.SH | 海澜之家 | 15.50      | 603157.SH | 拉夏贝尔 | 12.74              | 002154.SZ | 报喜鸟  | 0.37        |

资料来源: Wind, 长江证券研究所 (类现金资产=货币资金+理财产品, 其中理财产品包括“其他流动资产”、“一年内到期的非流动资产”中的“理财产品”、“基金产品”、“国债逆回购”、“供应链融资借款”、“银行结构性存款”、“可供出售金融资产”、“结构性存款”。)

表 6: 纺织服装板块类现金资产占比前 10 的公司

| 代码        | 简称   | 市值(百万元)   | 类现金资产/市值 |
|-----------|------|-----------|----------|
| 002029.SZ | 七匹狼  | 6,846.37  | 62.66%   |
| 600177.SH | 雅戈尔  | 29,797.64 | 47.50%   |
| 600448.SH | 华纺股份 | 2,073.16  | 46.66%   |
| 300005.SZ | 探路者  | 4,055.39  | 34.74%   |
| 600626.SH | 申达股份 | 4,644.99  | 33.68%   |
| 601718.SH | 际华集团 | 20,289.33 | 32.33%   |
| 002193.SZ | 如意集团 | 4,195.30  | 30.13%   |
| 603116.SH | 红蜻蜓  | 6,262.17  | 28.99%   |
| 002674.SZ | 兴业科技 | 3,322.90  | 27.11%   |
| 603001.SH | 奥康国际 | 5,790.15  | 27.11%   |

资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 7: 纺织服装板块股息率排名前 10 的公司

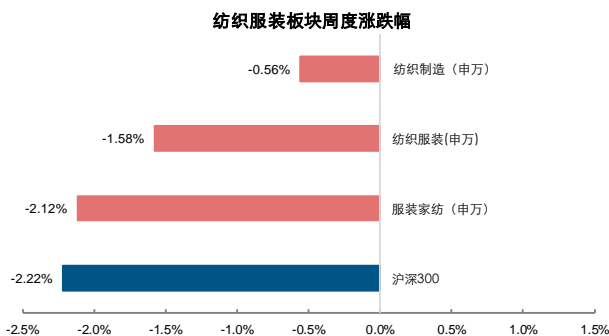
| 代码        | 简称   | 股息率(2017A) |
|-----------|------|------------|
| 601566.SH | 九牧王  | 7.04%      |
| 600398.SH | 海澜之家 | 4.95%      |
| 002674.SZ | 兴业科技 | 4.85%      |
| 601339.SH | 百隆东方 | 4.61%      |
| 000726.SZ | 鲁泰A  | 4.57%      |
| 002083.SZ | 孚日股份 | 4.49%      |
| 002003.SZ | 伟星股份 | 4.37%      |
| 600177.SH | 雅戈尔  | 4.36%      |
| 002394.SZ | 联发股份 | 4.13%      |
| 601566.SH | 九牧王  | 7.04%      |

资料来源: Wind, 长江证券研究所 (其中, 百隆东方股息率计算依据为 2017 年年中、年末两次分红加总。)

## 行情回顾

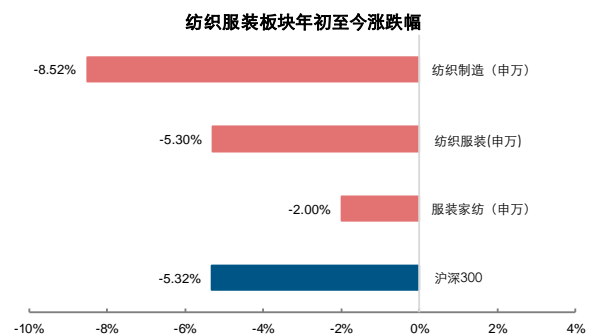
上周，纺织服装行业板块下跌 1.58%，同期沪深 300 指数下跌 2.22%，纺织服装板块跑赢大盘 0.64 个百分点，排名第 15。个股方面，涨幅前五分别为：延江股份 (37.43%)、上海三毛 (10.17%)、欣龙控股 (7.66%)、日播时尚 (5.59%)、诺邦股份 (4.54%)；跌幅前五分别为：海澜之家 (-6.43%)、红豆股份 (-6.18%)、星期六 (-5.97%)、\*ST 中绒 (-5.53%)、际华集团 (-5.13%)。

图 15：本周行业涨跌幅



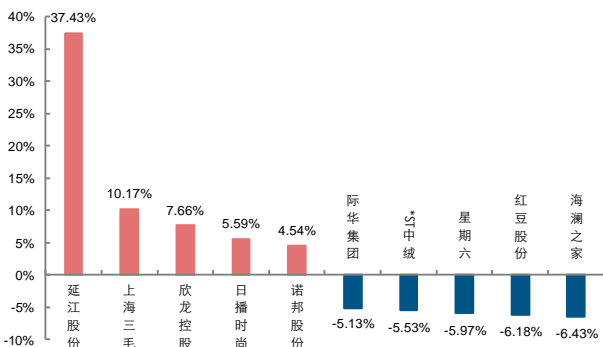
资料来源：Wind,长江证券研究所

图 16：年初至今行业涨跌幅



资料来源：Wind,长江证券研究所

图 17：本周纺织服装行业上市公司涨跌幅前五名



资料来源：Wind,长江证券研究所

图 18：纺织服装板块 PE 历史走势<sup>4</sup>



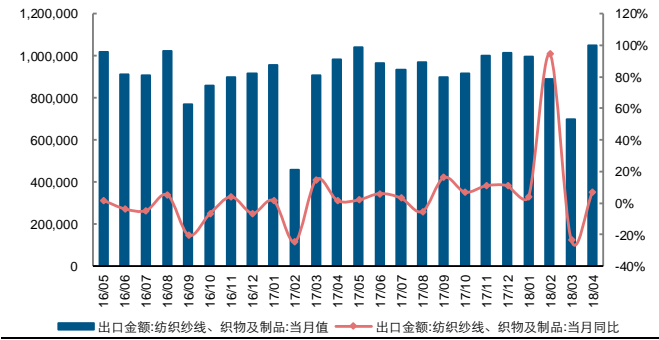
资料来源：Wind,长江证券研究所。

## 数据追踪

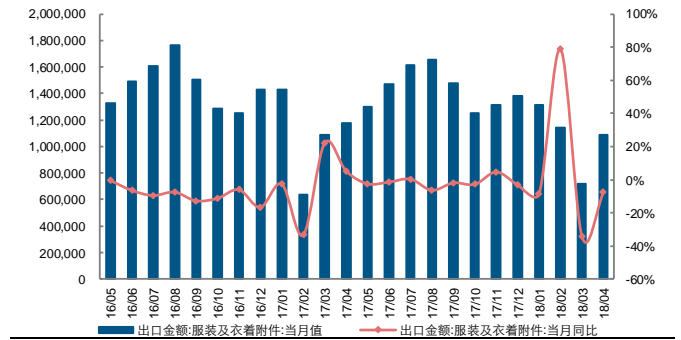
### 宏观数据跟踪

2018 年 4 月，纺织纱线、织物及制品出口金额为 104.96 亿美元、同比增长 6.95%；同期，服装及衣着附件出口金额为 109.07 亿美元、同比下降 7.55%。2018 年 1-4 月，纺织纱线、织物及制品累计出口金额为 363.39 亿美元、同比增长 11.30%；同期，服装及衣着附件累计出口金额为 424.64 亿美元、同比下降 1.40%

<sup>4</sup> 标的中剔除了截至 2018 年 2 月 26 日 PE (TTM) 在 50 以上、新模式 (跨境通、南极电商、开润股份) 以及 2017 年 6 月以后上市的公司。

**图 19: 4 月, 纺织纱线、织物及制品出口金额同比增长 6.95%**


资料来源: Wind, 长江证券研究所 (单位: %)

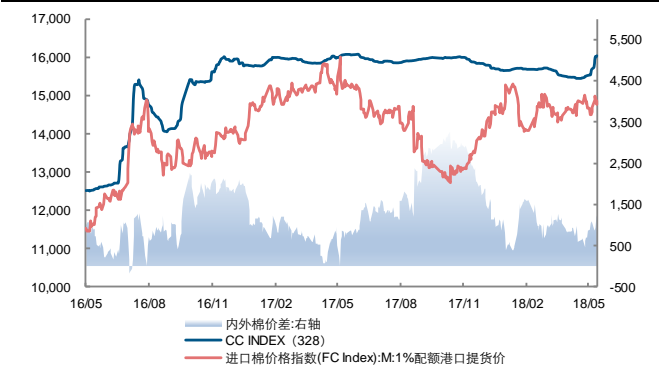
**图 20: 4 月, 服装及衣着附件出口金额同比下降 7.55%**


资料来源: Wind, 长江证券研究所 (单位: %)

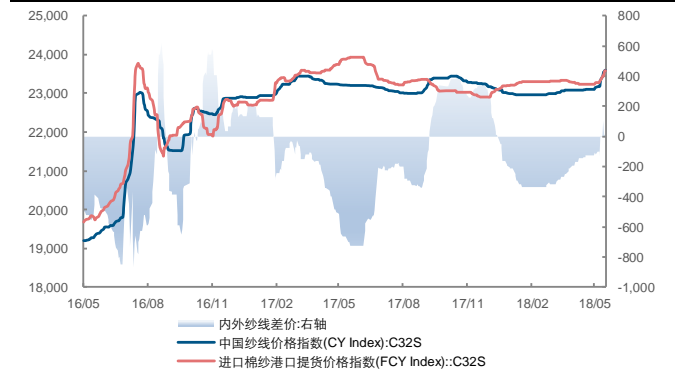
## 原材料价格跟踪

截至 5 月 25 日, 国内 328 级棉花现货收报 16,043.00 元/吨, 较 5 月 18 日上涨 2.21%; 进口棉 (M) 1% 配额港口提货价 14,852.00 元/吨, 国内外棉价差 1,191.00 元/吨, 较 5 月 18 日扩大 178 元/吨。

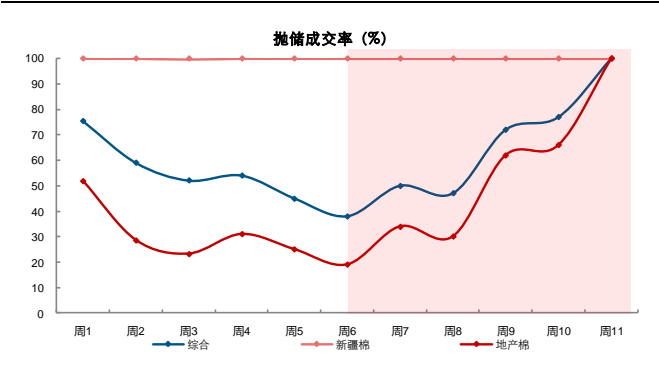
截至 5 月 25 日, 国内纱线价格 23,600 元/吨, 较上周上涨 250 元/吨; 进口纱线港口提货价为 23,587 元/吨, 较上周上涨 241 元/吨; 国内外纱线价差为 13 元/吨, 较上周扩大 9 元/吨。截至 5 月 24 日, 坯布价格为 5.72 元/米, 与上周持平。

**图 21: 截至 5 月 25 日, 国内外棉价差为 1,191 元/吨**


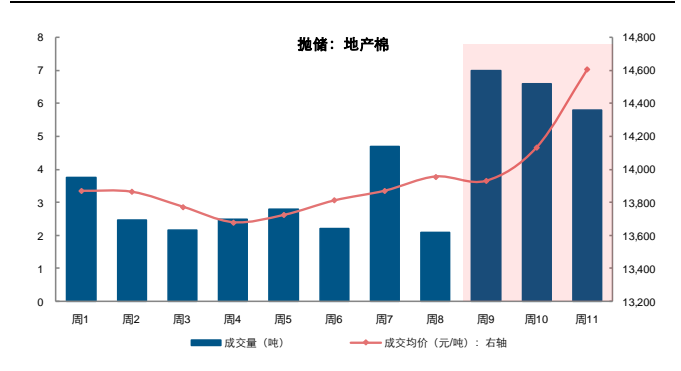
资料来源: Wind, 长江证券研究所

**图 22: 截至 5 月 25 日, 国内外纱线价差为 13 元/吨**


资料来源: Wind, 长江证券研究所

**图 23: 第 11 周 (5.21-5.25) 抛储成交率达 100%**


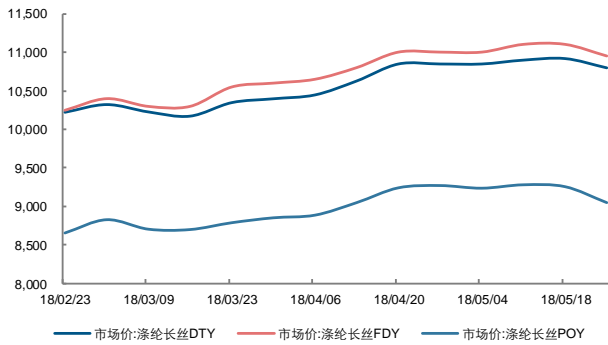
资料来源: Wind, 长江证券研究所

**图 24: 地产棉成交率均价连续 3 周快速提升**


资料来源: Wind, 长江证券研究所

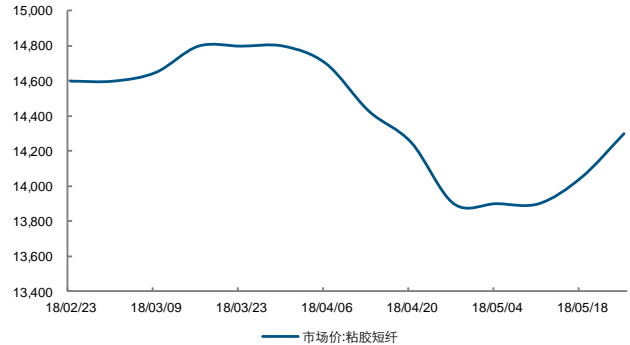


图 25: 近 3 个月涤纶 POY/DTY/FDY 市场表现 (元/吨)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 26: 近 3 个月粘胶短纤市场表现 (元/吨)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 国际纺织服装企业估值指标

表 8: 国际纺织服装企业估值

| 类别        | 公司简称                           | 昨日<br>收盘价 | 调整市值<br>(百万美元) | EPS     |         |         | PE   |      |      |
|-----------|--------------------------------|-----------|----------------|---------|---------|---------|------|------|------|
|           |                                |           |                | 上一年度    | 当前年度    | 下一年度    | 上一年度 | 当前年度 | 下一年度 |
| 运动<br>休闲  | Nike Inc (美元)                  | 72.18     | 116,401        | 2.56    | 2.35    | 2.68    | 28   | 31   | 27   |
|           | adidas (欧元)                    | 194.15    | 47,370         | 5.42    | 8.17    | 9.56    | 36   | 24   | 20   |
|           | Puma (欧元)                      | 470.50    | 8,663          | 9.09    | 13.06   | 16.90   | 52   | 36   | 28   |
|           | Lululemon Athletica (美元)       | 106.41    | 14,405         | 1.90    | 3.09    | 3.54    | 56   | 34   | 30   |
|           | 李宁 (港元)                        | 9.08      | 2,553          | 0.21    | 0.29    | 0.38    | 43   | 31   | 24   |
|           | 安踏体育 (港元)                      | 44.90     | 15,519         | 1.17    | 1.39    | 1.68    | 38   | 32   | 27   |
| 奢侈<br>品   | LVMH (欧元)                      | 305.05    | 180,764        | 10.21   | 11.42   | 12.50   | 30   | 27   | 24   |
|           | Hermes International (欧元)      | 607.80    | 74,854         | 11.70   | 12.38   | 13.43   | 52   | 49   | 45   |
|           | Coach Inc (美元)                 | 44.57     | 12,808         | 2.11    | 2.59    | 2.85    | 21   | 17   | 16   |
|           | Michael Kors Holdings Ltd (美元) | 68.37     | 10,489         | 3.33    | 4.50    | 4.73    | 21   | 15   | 14   |
|           | Ralph Lauren Corp (美元)         | 134.80    | 11,088         | 1.99    | 6.29    | 6.86    | 68   | 21   | 20   |
|           | Burberry Group (英镑)            | 19.70     | 11,115         | 0.69    | 0.78    | 0.83    | 29   | 25   | 24   |
|           | PVH Corp (美元)                  | 158.54    | 12,213         | 6.93    | 9.12    | 10.36   | 23   | 17   | 15   |
| 大众<br>品牌  | KERING (欧元)                    | 487.10    | 71,807         | 14.17   | 19.52   | 22.24   | 34   | 25   | 22   |
|           | Fast Retailing Co Ltd (日元)     | 47,320.00 | 46,342         | 1169.70 | 1357.58 | 1556.03 | 40   | 35   | 30   |
|           | Inditex (欧元)                   | 28.36     | 102,788        | 1.08    | 1.14    | 1.26    | 26   | 25   | 23   |
|           | Gap Inc (美元)                   | 32.95     | 11,232         | 2.16    | 2.58    | 2.72    | 15   | 13   | 12   |
|           | H&M (克朗)                       | 144.08    | 26,668         | 9.78    | 8.81    | 9.01    | 15   | 16   | 16   |
|           | TJX Cos Inc (美元)               | 88.74     | 55,527         | 4.10    | 4.85    | 5.33    | 22   | 18   | 17   |
|           | Abercrombie & Fitch Co (美元)    | 25.93     | 1,724          | 0.10    | 0.76    | 0.94    | 259  | 34   | 28   |
| 中国利郎 (港元) | 11.22                          | 1,721     | 0.51           | 0.62    | 0.71    | 22      | 18   | 16   |      |

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

## 投资评级说明

|       |   |
|-------|---|
| 行业评级  | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：   |
| 看好    | 相对表现优于市场  |
| 中性    | 相对表现与市场持平   |
| 看淡    | 相对表现弱于市场  |
| 公司评级  | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：       |
| 买入    | 相对大盘涨幅大于 10%  |
| 增持    | 相对大盘涨幅在 5%~10%之间  |
| 中性    | 相对大盘涨幅在-5%~5%之间   |
| 减持    | 相对大盘涨幅小于-5%   |
| 无投资评级 | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼 (518000)

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。