

## 贬值促进纺企业绩改善，海外转移无惧贸易摩擦

### 行业动态信息

贬值促进纺企业绩改善，海外转移无惧贸易摩擦。二季度以来，人民币兑美元中间价累计贬值 7.6%，我们认为人民币贬值对纺织制造企业的影响主要分为两个方面：1. 人民币贬值带来人民币计价收入和毛利率的提升；2. 纺企外币资产受益于人民币贬值产生汇兑收益。从纺企的长期投资价值看，纺织品直接出口美国占比低，中美贸易战影响有限；国内服装出口企业可以通过海外产能布局减少贸易战、汇率波动的负面影响，而海外布局门槛较高，海外扩充产能带动龙头集中度提升。

在线时尚零售商美丽说、蘑菇街母公司美丽联合集团于 7 月 19 日向美证券交易委员会递交上市招股书，据有消息人士透露，此次 IPO 募资规模最高或达 5 亿美元。美丽联合集团投资人包括腾讯控股、纪源资本、红杉资本等。欧舒丹 FY2018 集团销售净额达 13.19 亿欧元，按固定汇率计算增长 4.6%。其中，中国内地销售净额达 1.59 亿欧元，按固定汇率计算同增 20.5%，对集团整体增长贡献了 46.6%。欧舒丹方面将中国内地的高增长归因于明星营销效应与多品牌策略。联合利华 2018H1 实现 263.52 亿欧元收入，同比下滑 5.0%，固定汇率下增幅 5.7%；净利润 32.37 亿欧元，同比下降 2.4%，固定汇率下增长 8.1%，毛利率为 43.7%，同比增加 0.6pct；美妆及个人护理部门收入 101 亿欧元，同比增长 2.7%，营业利润率改善 0.7pct，毛利率改善 0.6pct 至 43.7%。原材料方面，本周国内棉价小幅下调。2018 年 7 月 20 日，328 中国棉花价格指数 16181 元/吨（较 2018 年 7 月 13 日下跌 0.07%）；2018 年 7 月 20 日，cotlookA 指数 97.45 美分/磅（较 2018 年 7 月 13 日下跌 0.26%）。本周棉纱价格继续下跌。2018 年 7 月 20 日，中国纱线价格指数 CYIndexC32S 报 23830 元/吨（0.00%），CYIndex JC40S 报 26910 元/吨（-0.04%），CYIndexOEC10S 报 14540 元/吨（-0.21%）。化纤类原材料类别间表现各异，棉纱期货交易热度持续降低。人民币汇率方面，本周人民币继续加速贬值，人民币兑美元汇率中间价从 7 月 16 日 6.6758 上升至 7 月 20 日 6.7671，人民币兑美元周内贬值 1.37%，年内贬值 3.98%，7 月以来累计贬值 2.29%。人民币 4 月以来持续贬值，近期贬值速度加快，对于依赖出口的纺织服装行业构成利好。

## 纺织服装

维持

增持

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

研究助理：邱季

qiuji@csc.com.cn

18101205631

发布日期：2018 年 07 月 23 日

### 市场表现



## 本周研究总结

### 1. 贬值促进纺企业绩改善，海外转移无惧贸易摩擦

## 标的推荐

年初以来，纺服板块龙头海澜、森马涨幅亮眼，我们认为主要是 2016Q4 以来一直向好的基本面、估值持续调整至底部带来的预期差。在零售高景气度背景下，品牌龙头企业聚焦品牌+渠道+营销变革，不断修炼内功，我们认为，龙头已进入一轮新的高质量成长期。在近期市场波动比较大的情况下，我们建议配置强防御性龙头。

**主线一：精选赛道，坚守龙头！**

### 1、运动板块：重点关注安踏体育

(1) 市场空间大，增长步入快车道。2017 年运动鞋服市场规模突破 2000 亿元，2012-17CAGR 达 8.8%。

(2) 竞争格局良好，龙头强者恒强。运动鞋服强功能性，进入壁垒及行业集中度较高，利好龙头。

(3) 我们看好多品牌齐发力，业绩增长弹性及确定性高的运动龙头安踏体育。

### 2、童装板块：重点关注森马服饰

(1) 消费升级叠加二胎红利，童装市场高速增长。2017 年我国童装市场规模为 1796 亿元，受益于二胎政策全面开放和消费升级大趋势，2012-17 年童装市场 CAGR 达 11.14%。

(2) 行业集中度上升，龙头优势显著。2017 年，我国童装品牌 CR5、CR10 分别为 8.5%、14.9%，较 2012 年分别提升 2.1pct、3.5pct，近年呈稳步集中趋势。

(3) 森马服饰旗下巴拉巴拉深耕大众市场，整合 TCP 与 Kidiliz 集团，金字塔品牌矩阵搭建完成，童装龙头地位再次稳固，供应链及品牌优势凸显。

### 3.羽绒服板块：重点关注波司登

(1) 羽绒行业规模稳步提升。2017 年羽绒服市场规模达到 963.5 亿元，2022 年预期稳步上升至 1621.8 亿元，CAGR 达 11%。

(2) 竞争格局稳定，龙头集中度高。波司登为国内羽绒服第一品牌，2015 财年波司登旗下品牌市占率合计达 26.2%。上游因环保等因素集中度提升，中小品牌受困成本压力得以出清，龙头强者恒强。

(3) 我们看好调整逐步到位，业绩稳健复苏，品牌、渠道、供应链多维发力的羽绒服龙头波司登。

**主线二：细分领域挖掘小而美标的**

**1、中高端品牌：**(1) 16Q4 以来迎来复苏，消费者线下为主粘性高，受益于传统百货渠道回暖，龙头构建多品牌矩阵逐步见效。(2) 我们看好“股权激励+员工持股+店长制”三层激励到位，六大品牌渐趋成熟，品牌运营能力获验证的**安正时尚**。

**2、家纺板块：**(1) 受益于三四线城市消费升级，带动家纺行业 17 年规模同增 6.5%至 2168.3 亿元。17 年

以来原材料成本上升压缩中小企业生产空间，龙头市长率进一步提升。(2) 家纺产品具标品属性，电商发力迅猛。2017 年家纺龙头罗莱、水星、富安娜线上营收增速超 35%。(3) 我们看好电商团队先发优势强，品牌定位中档，渠道深耕三四线市场的水星家纺。

**3、化妆品板块：**(1) 人均收入增长，行业逐步扩张。得益于中产阶级的壮大及人均可支配收入的提高，2017 年中国美容与个人护理市场规模同增 9.6% 至 3615 亿元，位居世界第二，2012-17 年 CAGR 达 7.7%。(2) “品牌+研发+营销+渠道”齐发力，本土品牌崛起加速。本土品牌持续缩小与国外品牌研发差距，借助线上渠道降低营销门槛，助力本土品牌形象重塑，且加速推进产品高端化，依靠粉丝经济提升品消费粘性。我们推荐与国际品牌定位及渠道布局错位的**珀莱雅**；多品类延伸且具备较强品牌力的**上海家化**。

**4、上游棉纺：**(1) 中国增发棉花进口配额、中美贸易加征关税清单相继公布，中美贸易战再起波澜，棉价影响短期分化。一方面增发滑准税配额数量 80 万吨，消除纺织企业对新棉上市前皮棉供给不足的担心，短期市场供给量增加，国内棉花市场降温。另一方面中国是美棉出口主要目的国，7 月 6 日起中国对美棉加征关税，将短期抑制国际棉价上涨。(2) 长期供给偏紧促进棉价稳步上升，我国储备棉轮出结束后，国库预计将降至 300 多万吨，同时对美棉加征关税，以及增发配额或将转向采购澳棉、西非棉、巴西棉以及中亚棉等其他国棉花，将助推棉价。(3) 我们看好具竞争壁垒，成本转嫁能力强，棉花库存充足的色纺纱双寡头**华孚时尚**和**百隆东方**，以及包芯纱龙头且具估值修复空间的**天虹纺织**。

## 目录

本周研究总结 .....	1
1. 贬值促进纺企业绩改善，海外转移不惧贸易摩擦 .....	1
标的推荐 .....	1
(一) 板块涨跌幅 .....	4
(二) 行业市盈率 .....	4
二、本周主要资讯 .....	5
(一) 行业动态 .....	5
(二) 公司公告 .....	6
(三) 本周研究总结 .....	7
三、行业数据 .....	9
(一) 成本端：内棉、棉纱价格小幅下调，化纤原材料表现各异，棉纱期货热度持续降低 .....	9
(二) 人民币汇率：本周大幅贬值，中间价逼近 6.8 关口 .....	12

## 图目录

图 1：纺织服装板块周涨幅前十（%） .....	4
图 2：纺织服装板块周跌幅前十（%） .....	4
图 3：行业市盈率 .....	5
图 4：2009 年以来的 cotlookA 指数 .....	10
图 5：2009 年以来的 328 中国棉花价格指数 .....	10
图 6：2005 年以来涤纶价格走势 .....	10
图 7：2005 年以来粘胶价格走势 .....	10
图 8：2013 年以来纱线价格走势 .....	11
图 9：2012 年以来的长绒棉 137 价格走势 .....	11
图 10：2016 年以来的长绒棉 137 价格走势 .....	11
图 11：2012 年以来进口长绒棉价格走势 .....	11
图 12：2016 年以来进口长绒棉价格走势 .....	11
图 13：2012 年以来坯布价格走势 .....	12
图 14：2016 年以来坯布价格走势 .....	12
图 15：2012 年以来牛皮价格走势 .....	12
图 16：2016 年以来牛皮价格走势 .....	12
图 17：2010 年以来的人民币汇率走势 .....	13

## 表目录

表 1：行业涨跌幅情况（%） .....	4
表 2：主要纺企海外收入占比 .....	8
表 3：2010 年后纱线涨价弹性 .....	10

## 一、板块行情

### (一) 板块涨跌幅

本周沪深 300、上证综指、深证成指涨跌幅分别为-2.71%、-1.47%和-0.32%。纺织服装板块涨跌幅+2.40%，其中纺织制造涨跌幅为+3.19%，服装家纺涨跌幅为+1.97%；纺织服装板块本周强势上涨，总体表现优于大盘。

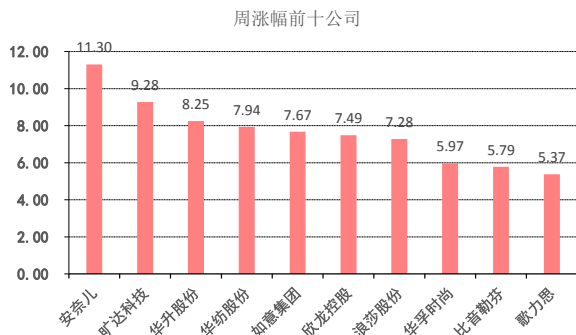
**表 1：行业涨跌幅情况（%）**

单位	近 1 周涨跌幅	近 1 月涨跌幅	近 1 年涨跌幅
沪深 300	0.01	-2.79	-6.32
上证综指	-0.07	-1.62	-12.62
深证成指	-0.81	-0.70	-10.74
SW 纺织服装	0.53	-0.48	-24.42
子类：纺织制造	2.26	0.80	-23.56
子类：服装家纺	-0.42	-1.22	-23.87

数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

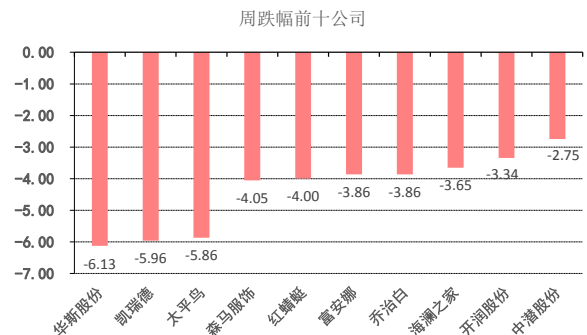
本周板块内涨幅前五的公司为安奈儿、旷达科技、华升股份、华纺股份、如意集团，最大涨幅为 11.30%；跌幅前五的公司为华斯股份、凯瑞德、太平鸟、森马服饰、红蜻蜓，最大跌幅为-6.13%。

**图 1：纺织服装板块周涨幅前十（%）**



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

**图 2：纺织服装板块周跌幅前十（%）**

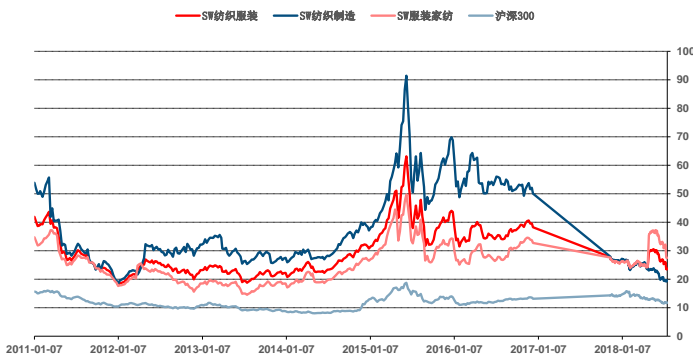


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

### (二) 行业市盈率

截止 2018 年 7 月 20 日，纺织服装行业市盈率为 23.69，其中纺织制造为 19.60 倍，服装家纺为 27.53 倍，全行业相对于大盘估值溢价约为 1 倍。

图 3：行业市盈率



数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

## 二、本周主要资讯

### （一）行业动态

- 1.据相关研究机构红研究室及凯度联合发布的报告称，去年中国唇部彩妆市场增长高达 96.87%，眼部彩妆市场增长 21.55%。随着国内消费者审美的不断提升，口红以及眼部彩妆等升级型品类已成为国内彩妆市场增长的主要动力，线上渠道成最大受益者。
- 2.在经历了一年的试运营之后，Louis Vuitton 7 月 15 日正式宣布品牌中国官方线上旗舰店成立。该线上旗舰店与境内实体专卖店同享最高等级服务及售后服务，正式运营后将服务范围由传统北上广等 12 个国内一二线城市拓展至全国所有城市，之前未能提供的微信支付方式也将得以实现。
- 3.7 月 17 日，拼多多更新了此前提交的招股书。据更新后的招股书，公司计划将 40%的募资款用于扩大现有业务，40%用于技术研发，剩余资金用于日常运营和潜在投资项目。公司将以每股 16-19 美元的价格发行 8560 万股美国存托股票（ADS），最高拟融资 18.7 亿美元。腾讯和红杉资本拟在 IPO 中分别增持 2.5 亿美元。
- 4.花王集团拟在 2021 年前将旗下化妆品品牌数量削减 40%至约 30 个，淘汰品牌包括佳丽宝旗下护肤品牌“DADA”、“RAPHAIE”等。这些品牌将在今后 4 年分阶段停止销售，其合计销售额约占化妆品业务的 10%。调整后，花王拟将营销投资集中于“SENSAI”、“KATE”等 11 个重点品牌，强化高端品牌发展战略。
- 5.据欧舒丹 7 月 17 日发布的年度报告，FY2018 集团销售净额达 13.19 亿欧元，按固定汇率计算增长 4.6%。其中，中国内地销售净额达 1.59 亿欧元，按固定汇率计算同增 20.5%，对集团整体增长贡献了 46.6%。欧舒丹方面将中国内地的高增长归因于明星营销效应与多品牌策略。
- 6.宝洁集团日前收购了专门针对皮肤老化、干燥等问题的护肤品牌 First Aid Beauty。有消息人士透露此次收购价格为 2.5 亿美元，该品牌每年将为宝洁创造 5000 万美元的收入。
- 7.Zara 母公司 Inditex 集团 CEO 于年度大会上透露，集团过去 5 年销售额累积增幅达 59%，主要得益于产品更

新周期缩短及线上线下渠道整合等措施。集团去年线上销售额增幅为 41%，占总销售额 12%，线上选购服务已扩展至 49 个市场。

8.联合利华 2018H1 实现 263.52 亿欧元收入，同比下滑 5.0%，固定汇率增幅 5.7%；净利润 32.37 亿欧元，同比下降 2.4%，固定汇率下增长 8.1%，毛利率为 43.7%，同比增加 0.6pct；美妆及个人护理部门收入 101 亿欧元，同比增长 2.7%，营业利润率改善 0.7pct，毛利率改善 0.6pct 至 43.7%。

9.在线时尚零售商美丽说、蘑菇街母公司美丽联合集团于 7 月 19 日向美证券交易委员会递交上市招股书，据有消息人士透露，此次 IPO 募资规模最高或达 5 亿美元。美丽联合集团投资人包括腾讯控股、纪源资本、红杉资本等。

10.据意大利奢侈品牌 Prada 最新发布的声明显示，Prada 在 2018 年迎来良好开端，集团将分配超过 1.919 亿欧元的股息，并对开启新一轮增长充满信心。据悉，Prada 将于 8 月 1 日发布上半年财报。

## （二）公司公告

1.【地素时尚：2018 年半年度报告】截至 2018.6.30，公司 2018H1 营收同增 8.81%至 9.71 亿元，其中品牌 DAZZLE 、DIAMOND DAZZLE 、d'zzit 营收分别同增 9.3%、13.75%、5.86%。2018H1 零售终端较上年同期净增加 67 家，电商渠道营收同增 82.08%。归属于上市公司股东净利润同增 23.07%至 3.36 亿元。

2.【潮宏基：非公开发行限售股解禁上市流通公告】本次解除限售股份数量为 4824.12 万股，占公司总股本的 5.33%，上市流通日为 2018 年 7 月 20 日。

3.【搜于特：2018Q1 报告的补充公告】补充报告中 2018H1 预计的经营业绩情况：2018H1 归属于上市公司股东净利润约为 3610.482 万元-41520.54 万元，变动幅度约为 0%-15%。

4.【汇洁股份：设立美国子公司公告】为推进海外发展战略，公司出资 200 万美元在美国设立全资子公司，经营范围为服装、鞋、箱包等相关产品设计、开发与销售。

5.【鹿港文化：2017 年年度权益分派实施公告】公司每股派发现金红利 0.11 元（含税），共计派发 9834.75 万元。股权登记、除权除息日为 2018 年 7 月 23、24 日。

6.【报喜鸟：控股股东及实际控制人变更公告】7 月 11-12 日，公司股东吴婷婷女士增持 236.36 万股。增持完成后，公司第一大股东吴志泽先生及其一致行动人吴婷婷女士、上海金纱合计持有 2.53 亿股，达公司总股本 20%。吴志泽先生成为公司控股股东，并与其一致行动人吴婷婷女士、上海金纱成为公司实际控制人。

7.【旷达科技：2018 年 H1 利润分配预案预披露公告】公司控股股东、实际控制人沈介良先生提议向全体股东每股派发现金红利 0.2 元（含税），不送红股，不以资本公积金转增股本。

8.【旷达科技：回购报告书】公司拟以自有资金回购股份并注销，回购资金总额不低于 5000 万元，且不超过 3 亿元，每股价格不超过 7 元。按回购资金及价格上限计算，回购数量约为 4285.71 万股，占总股本 2.85%。

9.【星期六：对外签署《战略合作框架协议》的公告】公司与汇洁股份签署协议，拟在品牌、渠道、客户资源等方面进行深度整合，进一步提高双方市场影响力。

10.【海澜之家：公开发行可转换公司债券发行结果公告】本次发行原股东优先配售 162.31 万手，配售金额 16.23

亿元；网上社会公众投资者认购 97.55 万手，认购金额 9.75 亿元；保荐机构包销 40.14 万手，包销金额 4.01 亿元，包销比例为 13.38%。

11. 【维格娜丝：监事提前终止减持股份计划公告】2018.5.22 公司披露监事张玉英女士拟于 2018.6.12-12.7 减持不超过 2.5 万股公司股票，占总股本比例不超过 0.01%。截至本公告日，张玉英女士未实施本次减持股份计划。近日公司收到其《辞职报告》，根据规定本次减持计划提前终止。

12. 【摩登大道：控股股东、实际控制人暨部分董事减持计划期间届满进展公告】截至本公告日，股东林永飞先生减持股份数量累计达 890.65 万股，约占公司总股本 2%；股东瑞丰集团在减持计划期间未减持股份。

13. 【华孚时尚：控股股东及一致行动人增持股份及后续增持计划公告】华孚控股一致行动人安徽飞亚于 7 月 18-19 日已增持 310.25 万股，占公司总股本 0.2%。华孚控股和安徽飞亚计划自 7 月 20 日起 6 个月内增持股数占总股本比例不低于 1%，不高于 2%（含本次已增持部分）。

14. 【柏堡龙：持股 5% 以上股东减持预披露公告】一致行动人北信瑞丰、华泰柏瑞拟以集中竞价方式合计减持不超过 721.37 万股，占公司总股本 2%，以大宗交易方式合计减持不超过 1442.75 万股，占公司总股本 4%。

15. 【富安娜：第一限制性股票激励计划解限股份上市流通公告】该期激励计划第四个解锁期解锁条件成就，激励对象为 164 名，解锁限制性股票数量为 280.11 万股，占解锁前总股本 0.32%，上市流通日为 2018.7.23。

16. 【上海家化：2017 年年度权益分派实施公告】公司每股派发现金红利 0.18 元（含税），共计派发 1.21 亿元，股权登记、除权除息日为 7 月 25、26 日。

17. 【红豆股份：回购公司股份公告】公司拟以不超过人民币 5.8 亿元的回购资金、不超过 5.8 元/股的价格回购公司股份。按回购资金、回购价格上限计算，最大可回购股份为 1 亿股，占目前公司总股本 3.95%。

18. 【旷达科技：首次实施回购公司股份公告】公司于 7 月 20 日回购公司股份 285 万股，占公司总股本 0.19%，回购总金额为 1060 万元。

### （三）本周研究总结

#### 1. 贬值促进纺企业绩改善，海外转移无惧贸易摩擦

2018 年 4 月以来，在强势美元背景下，人民币兑美元出现一定程度贬值（人民币兑美元中间价累计贬值 7.6%）。人民币贬值主要对纺织制造板块的经营产生影响，尤其是出口业务占比较高的企业，比如健盛集团、申洲国际出口占比达到 70-80%，其次为联发、鲁泰、孚日均在 60%，新澳和百隆在 40%，华孚较低为 30%。而下游品牌主要以内销为主，影响可以忽略不计。

**表2：主要纺企海外收入占比**

健盛集团	82.2%
联发股份	68.4%
鲁泰 A	63.3%
孚日股份	60.7%
百隆东方	47.1%
新澳股份	39.1%
华孚时尚	26.7%

资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

### 人民币贬值对纺织制造企业的影响主要为两个方面：

(1) 一般纺企签订订单以美元计价，生产成本以人民币计价，当订单完成后收入确认为人民币，如果期间人民币贬值，表现为报表销售收入增加，毛利率提升。由于订单从签订到结算会有一定的周期，因此在人民币快速贬值的阶段，毛利率的改善效果最为显著。

但是，如果有布局海外产能时，一般会存在生产成本以外币计价的情况，从而对冲人民币贬值带来的销售收入的增长，减少毛利率提升影响，但同时也会减少人民币升值过程中，毛利率的下降速度。因此我们认为，海外产能布局，会减少毛利率随汇率影响的波动性。

另外，在人民币贬值周期中，国内纺企的成本优势增强，使得订单获取能力提升。

(2) 一般纺企的出口业务、海外投资业务均以美元计价，在报告期末，需要将报表中的外币资产折算为人民币，当人民币贬值时，报表结转会产生汇兑收益，增厚利润。当人民币升值时，会产生汇兑损失，削减利润，因此从历史情况看，汇兑对于利润影响较大。

如果纺企在海外融资，往往会增加汇兑变化的不一致性，比如 2015 年人民币贬值阶段，正常应该产生汇兑收益增厚利润，但百隆于 2015 年发行美元债，导致产生近 1 亿元汇兑损失。

当然，出口型纺企一般会通过远期、汇率互换、本金互换等方式套保，以锁定汇率波动风险。但纺企往往会考虑套保所付出的成本，并且由于缺乏相应的专业金融人员操作，因此在实际过程中，纺企套保的比例相对较低。

### 如何看待上游纺企的长期投资价值：

(1) 目前纺织制造企业出口美国占比最高为 30% (申洲 12%、鲁泰 20%、孚日 30%、联发 20%、健盛 10%)。由于大部分纺织制造板块以生产纺纱等原材料为主，一般需要先出口至东南亚进行成衣制造，因此纺织品直接出口美国的占比要更低，中美贸易战影响相对有限。

当中美贸易战波及成衣出口企业时，企业可通过降低国内出口，提升国外出口比重应对冲击。目前从东南亚产能占比情况看，申洲国际成衣 30%、面料 50%；鲁泰色织布 12%、衬衣 25%；健盛集团在越南建设 2.3 亿双棉袜产能；联发股份在柬埔寨/埃塞俄比亚衬衣产能 700 万件。国内服装出口企业主要通过海外产能布局以减小负面影响。但海外布局门槛较高，比如初始投资额度、人员跨国管理、环保成本高等方面。中美贸易战对于

海外扩产的龙头影响有限，反而会促进龙头通过外延等方式加快海外投资步伐。对于行业而言，会加快行业整合，改变行业格局；提高进入门槛，带动龙头集中度提升。

(2) 我们提到纺服中上游板块，涵盖纺纱、织布、印染、制衣四大环节。

我们认为，能够垂直整合的纺织企业具有龙头潜质。一体化生产能够保障产品品质稳定；提高生产效率，加快交货周期；能够获得优质大客户青睐，保障订单稳定性；赚取多环节利润，提升盈利能力。针织龙头申洲国际 10 年市值上涨超过 100 倍，全球纺织企业市值排名第一。另外鲁泰也是一体化布局，但相比针织，梭织类生产延展性差且正装需求偏弱。

如果不具备垂直整合的条件下（下游延伸利益冲突），把握“纺纱、织布与印染”细分龙头，这些环节更重视功能与品质，资本性投入重（智能设备等）、纤维/面料研发/环保投入要求高，工艺技术复杂（需精益管理），迫使中小企业退出，而引领产业升级方向的龙头，核心竞争优势将进一步增强。关注色纺纱双寡头百隆与华孚、包芯丝龙头天虹、印染龙头航民股份。

相对而言，制衣制造环节对时尚性要求高，下游品牌高度分散，消费者需求多元化，目前仍为劳动密集型产业，导致进入门槛相对较低。近年我国劳动成本逐年上涨，而复杂工艺流程仍需依赖人操作，目前还没有完全自动化设备替代，因此越南、柬埔寨等东南亚国家凭借廉价劳动力与多重税收优惠，吸引大量成衣产业转移布局，在服装出口方面与我国形成激励竞争，但从体量来看，目前我国仍是纺织品出口大国（越南仅是我国的 11%），而且由于越南产业链配套不完善，对我国纺织品的依赖度非常高，利好我国纺织品出口企业。

(3) 建议配置具有长期逻辑的细分龙头。此外，中美贸易战负面影响逐渐消化充分，估值具有吸引力，安全边际高。18PE 华孚 12X，百隆 11X，健盛 17X，鲁泰/孚日/联发不到 10X。还可以关注港股申洲国际与天虹纺织。

## 三、行业数据

### （一）成本端：内棉、棉纱价格小幅下调，化纤原材料表现各异，棉纱期货热度持续降低

原材料方面，本周国内棉价小幅下调。2018年7月20日，328中国棉花价格指数16181元/吨（较2018年7月13日下跌0.07%）；2018年7月20日，cotlookA指数97.45美分/磅（较2018年7月13日下跌0.26%）。

本周棉纱价格继续下跌。2018年7月20日，中国纱线价格指数CYIndexC32S报23830元/吨（0.00%），CYIndexJC40S报26910元/吨（-0.04%），CYIndexOEC10S报14540元/吨（-0.21%）。

化纤类原材料类别间存在差异。粘胶长丝37750元/吨（0.00%），粘胶短纤14550元/吨（-1.02%）；涤纶短纤8756.67元/吨（-0.27%）、涤纶POY 9550元/吨（+1.54%）、涤纶DTY 11025元/吨（+0.92%）。

棉纱期货交易热度持续降低。截至2018年7月20日，周成交总量18826手，较上周下跌41.77%。周五末持仓数3508手，较上周五末下跌12.52%。

表3：2010年后纱线涨价弹性

年份	中国棉花价格指数 328	21 支普梳纯棉纱 (C21S)	32 支普梳纯棉纱 (C32S)	32 支精梳纯棉纱 (JC32S)	40 支精梳纯棉纱 (JC40S)	60 支精梳纯棉纱 (JC60S)
2010	84.88%	68.32%	66.67%	69.17%	67.20%	59.68%
2011	-30.32%	-27.94%	-27.61%	-26.85%	-26.56%	-26.26%
2012	-0.03%	-2.04%	0.39%	-1.01%	0.00%	-2.47%
2013	1.70%	0.00%	-0.78%	-1.02%	-0.65%	1.12%
2014	-30.32%	-10.42%	-12.11%	-14.09%	-14.75%	-5.83%
2015	-5.00%	-11.16%	-11.11%	-10.00%	-9.62%	-8.85%
2016	22.54%	12.57%	14.00%	9.78%	8.51%	4.21%
2017	-0.61%	1.09%	1.32%	-0.47%	-0.64%	0.63%
2018 年初至今	3.08%	1.97%	3.48%	1.65%	1.36%	0.66%
本周:	-0.07%	-0.09%	0.00%	0.00%	-0.04%	0.00%

2018.7.16-2018.7.20

资料来源: WIND, 中国棉花信息网, 中信建投证券研究发展部

图 4：2009 年以来的 cotlookA 指数



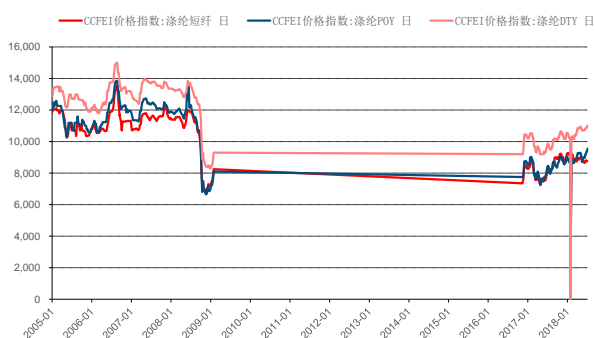
资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

图 5：2009 年以来的 328 中国棉花价格指数



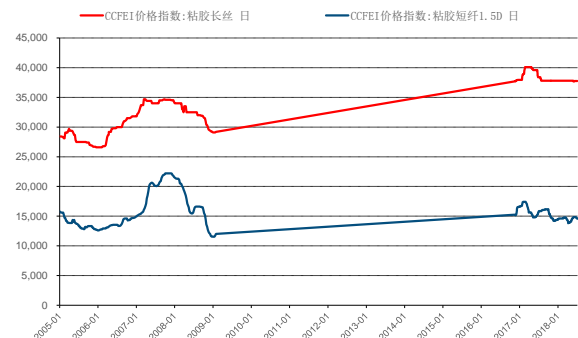
资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

图 6：2005 年以来涤纶价格走势



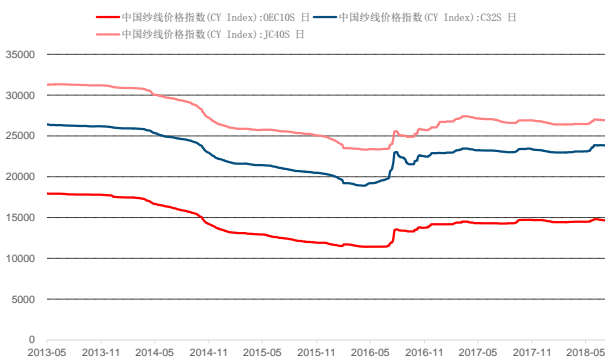
资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

图 7：2005 年以来粘胶价格走势



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

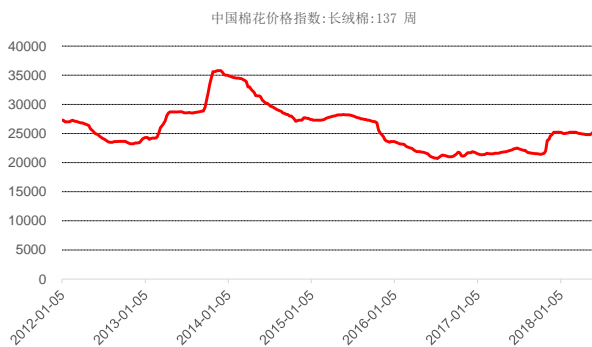
图 8：2013 年以来纱线价格走势



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

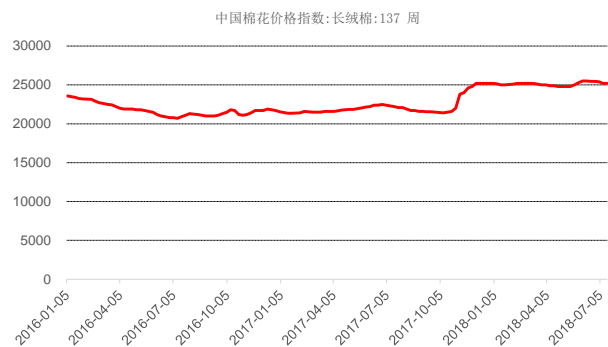
长绒棉（137 级）：本周均价 25200 元/吨，与上周持平，过去一月下跌 250 元/吨，过去一年累计上升 3000 元/吨。

图 9：2012 年以来的长绒棉 137 价格走势



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

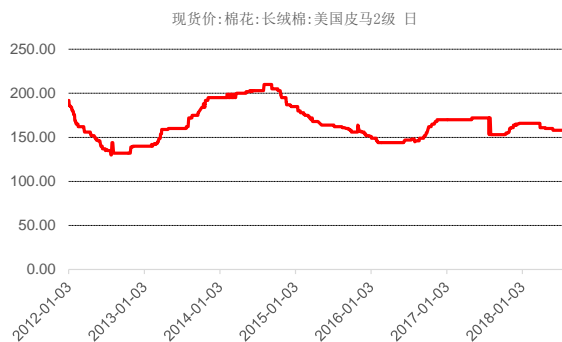
图 10：2016 年以来的长绒棉 137 价格走势



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

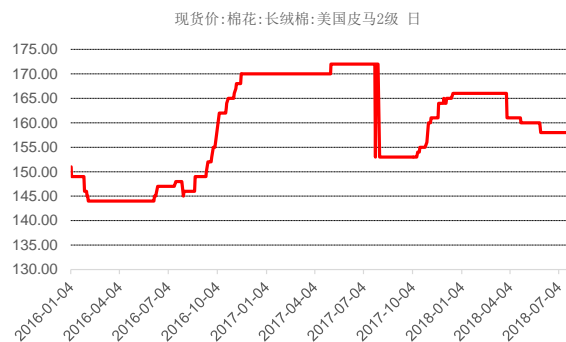
进口长绒棉（美国 PIMA2 级）：截止 7 月 19 日价格 158 美分/磅，本周价格持平，过去一月价格未变化，过去一年累计下跌 14 美分/磅。

图 11：2012 年以来进口长绒棉价格走势



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

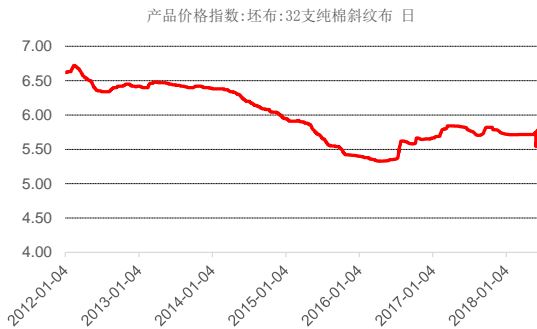
图 12：2016 年以来进口长绒棉价格走势



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

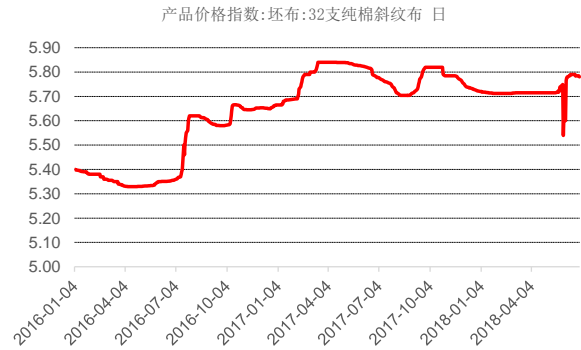
**坯布：**截止7月20日，32支纯棉斜纹布最新价格5.75元/米，本周价格下跌0.01元/米，过去一月下跌0.04元/米，过去一年下跌0.01元/米。

图 13：2012 年以来坯布价格走势



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

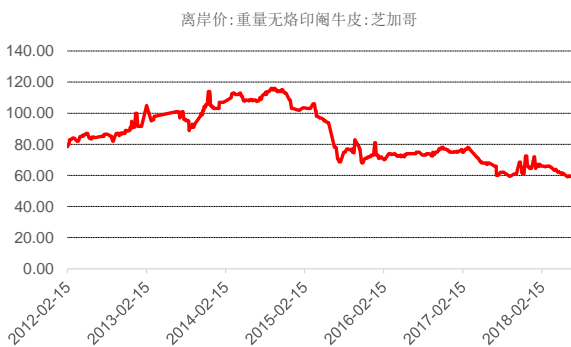
图 14：2016 年以来坯布价格走势



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

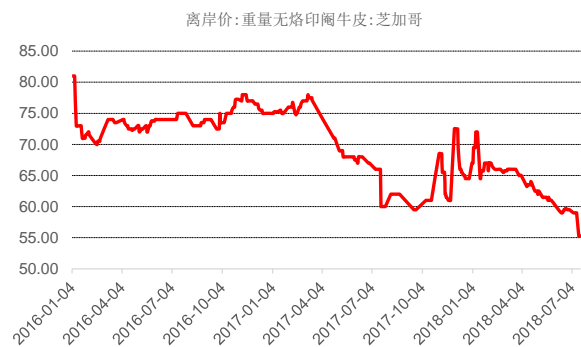
**牛皮价格：**截止7月19日，芝加哥重量无烙印牛皮最新离岸价格55.25美分/磅，过去一周下跌3.75美分/磅，过去一月下跌4.25美分/磅，过去一年下跌10.75美分/磅。

图 15：2012 年以来牛皮价格走势



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 16：2016 年以来牛皮价格走势



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

## （二）人民币汇率：本周大幅贬值，中间价逼近 6.8 关口

本周人民币继续贬值，人民币兑美元汇率中间价从 7 月 16 日 6.6758 上升至 7 月 20 日 6.7671，人民币兑美元周内贬值 1.37%，年内贬值 3.98%，7 月以来累计贬值 2.29%。人民币 4 月以来持续贬值，近期贬值速度加快，对于依赖出口的纺织服装行业构成利好。

图 17：2010 年以来的人民币汇率走势



数据来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

**附表 1：2018 年纺织服装行业重点公司估值表**

细分板块	名称	股价	总股本 (百万股)	总市值 (亿元)	EPS			PE			BVPS	PB
					17A	18E	19E	17A	18E	19E		
印染	三房巷	2.93	797.24	23.36	0.06	-	-	50.17	-	-	1.60	1.83
	华纺股份	4.00	524.85	20.99	0.02	-	-	200.00	-	-	2.76	1.45
	旺能环境	44.80	245.04	109.78	0.20	-	-	224.00	-	-	13.80	3.25
	航民股份	11.57	635.31	73.51	0.85	0.90	1.06	13.61	12.86	10.92	5.74	2.02
纱线及坯布	新野纺织	4.75	816.79	38.80	0.27	0.37	0.44	17.46	12.84	10.80	4.04	1.17
	华茂股份	4.17	943.67	39.35	0.10	-	-	41.70	-	-	4.53	0.92
	华孚时尚	12.77	1,012.92	129.35	0.58	0.70	0.91	22.02	18.24	14.03	6.98	1.83
	百隆东方	4.90	1,500.00	73.50	0.40	0.43	0.50	12.25	11.40	9.80	4.84	1.01
织造	鲁泰 A	10.47	922.60	88.36	0.85	0.99	1.08	12.32	10.58	9.69	7.99	1.31
	孚日股份	5.43	908.00	49.30	0.42	0.55	0.63	12.93	9.87	8.62	3.76	1.45
	联发股份	10.78	323.70	34.89	1.22	1.17	1.38	8.84	9.21	7.81	9.56	1.13
	凤竹纺织	7.23	272.00	19.67	0.21	-	-	34.86	-	-	2.59	2.79
	黑牡丹	6.41	1,047.10	67.12	0.35	0.33	0.46	18.31	19.28	13.81	7.28	0.86
毛纺	三毛派神	13.47	186.44	25.11	0.07	-	-	191.34	-	-	1.60	8.41
	如意集团	16.16	261.72	42.29	0.13	-	-	124.31	-	-	9.72	1.66
	江苏阳光	2.63	1,783.34	46.90	0.09	-	-	30.69	-	-	1.14	2.30
	鹿港文化	6.41	894.07	57.31	0.20	0.30	0.43	32.05	21.06	14.81	2.91	2.20
	新澳股份	12.84	393.65	50.54	0.50	0.53	0.63	25.68	24.23	20.38	5.75	2.23
辅料	伟星股份	12.00	583.09	69.97	0.70	0.60	0.71	17.14	19.84	16.95	4.14	2.90
	浔兴股份	16.33	358.00	58.46	0.33	0.40	0.63	49.48	40.69	25.95	3.42	4.78
	兴业科技	10.31	302.08	31.14	0.24	0.25	0.34	42.64	41.17	30.34	7.31	1.32
家纺	罗莱生活	13.86	744.73	103.22	0.45	0.53	0.62	30.66	26.08	22.35	4.79	2.89
	富安娜	10.57	871.16	92.08	0.52	0.54	0.63	20.33	19.51	16.77	3.73	2.84
	水星家纺	23.19	266.67	61.84	0.99	0.98	1.25	23.42	23.66	18.55	7.91	2.93
	梦洁股份	6.01	763.26	45.87	0.14	0.17	0.21	42.93	35.86	29.17	2.67	2.25
休闲及童装	森马服饰	11.59	2,689.45	311.71	0.53	0.48	0.57	21.87	24.15	20.33	3.87	2.99
	金发拉比	15.63	203.78	31.85	0.36	0.40	0.46	43.42	39.08	33.98	4.83	3.24
	太平鸟	30.55	480.93	146.92	1.02	0.94	1.35	29.95	32.50	22.63	7.19	4.25
	比音勒芬	70.20	106.67	74.88	1.66	1.63	2.01	42.29	43.04	35.01	14.32	4.90
运动及户外	贵人鸟	24.79	628.60	155.83	0.48	0.45	0.55	52.01	54.76	44.82	3.84	6.46
	三夫户外	18.00	112.35	20.22	0.52	-	-	34.62	-	-	5.67	3.18
	探路者	4.57	891.29	40.73	0.30	0.18	0.21	15.48	24.95	22.25	2.88	1.59
男装	七匹狼	8.73	755.67	65.97	0.35	0.40	0.45	24.94	21.83	19.40	7.35	1.19
	报喜鸟	3.14	1,263.29	39.67	-0.33	-0.08	0.02	-	-	138.94	2.00	1.57
	希努尔	25.70	320.00	82.24	0.02	0.02	0.02	1103.00	1647.44	1367.02	6.26	4.10
	步森股份	18.57	140.01	26.00	0.05	-	-	371.40	-	-	3.47	5.36

请参阅最后一页的重要声明

	摩登大道	15.93	445.32	70.94	-0.80	0.31	0.17	-	51.55	95.50	5.34	2.98
	乔治白	6.38	354.85	22.64	0.18	-	-	35.44	-	-	2.89	2.21
	雅戈尔	8.15	3,581.45	291.89	1.51	1.13	1.20	5.40	7.23	6.81	6.93	1.18
	海澜之家	12.65	4,492.76	568.33	0.70	0.74	0.80	18.07	17.09	15.81	2.74	4.61
	红豆股份	6.30	1,809.47	114.00	0.11	-	-	57.27	-	-	2.33	2.49
	九牧王	16.22	574.64	93.21	0.74	0.85	0.93	21.92	19.08	17.44	9.20	1.76
<b>女装</b>	朗姿股份	12.13	400.00	48.52	0.41	0.52	0.62	29.59	23.33	19.56	6.73	1.76
	维格娜丝	21.66	180.55	39.11	0.68	1.15	1.84	31.85	18.86	11.80	12.10	1.79
	安正时尚	23.82	289.04	68.85	1.10	0.96	1.26	21.65	24.72	18.90	9.23	2.58
	商赢环球	28.27	469.97	132.86	0.11	0.89	1.84	261.76	31.76	15.36	6.49	4.36
	歌力思	21.48	337.30	72.45	0.82	0.84	1.10	26.20	25.57	19.53	6.41	3.35
<b>服装设计</b>	柏堡龙	20.45	240.46	49.17	0.55	0.63	0.89	37.18	32.29	22.91	9.25	2.21
<b>供应链管理 及跨境电商</b>	江苏国泰	7.40	1,576.19	116.64	0.75	0.51	0.67	9.87	14.51	11.04	4.64	1.59
	跨境通	20.19	1,547.24	312.39	0.29	0.50	0.75	69.62	40.38	26.92	4.28	4.72
	搜于特	4.13	3,124.19	129.03	0.26	0.25	0.34	15.88	16.77	12.26	1.85	2.24
<b>箱包</b>	开润股份	76.80	120.76	92.75	1.68	1.06	1.55	45.71	72.45	49.55	4.34	17.68
	万里马	7.46	312.00	23.28	0.21	-	-	36.28	-	-	1.45	5.15
<b>鞋帽</b>	奥康国际	13.73	400.98	55.05	0.76	0.85	1.02	18.04	16.17	13.50	10.47	1.31
	星期六	5.78	398.92	23.06	0.05	0.06	0.07	115.60	98.63	82.10	3.79	1.53
	红蜻蜓	14.57	417.20	60.79	0.68	0.74	0.79	21.43	19.73	18.42	8.57	1.70
	天创时尚	10.34	431.65	44.63	0.44	0.40	0.48	23.50	25.85	21.54	4.83	2.14
	哈森股份	14.11	219.91	31.03	0.42	0.19	0.20	33.36	74.81	69.71	5.40	2.61
<b>其他纺织</b>	欣龙控股	5.32	538.40	28.64	0.06	-	-	89.41	-	-	1.33	4.01
	宏达高科	13.30	176.76	23.51	0.57	-	-	23.33	-	-	9.41	1.41
	旷达科技	4.52	1,502.39	67.91	0.23	0.25	0.27	19.62	18.12	16.87	2.75	1.64
	嘉欣丝绸	6.59	577.67	38.07	0.19	0.31	0.26	34.68	20.97	24.93	2.86	2.31
	嘉麟杰	4.08	832.00	33.95	0.01	-	-	285.31	-	-	1.13	3.62
	华升股份	4.30	402.11	17.29	0.02	-	-	182.20	-	-	1.52	2.83
<b>内衣与鞋袜</b>	金鹰股份	5.91	364.72	21.55	0.08	-	-	73.88	-	-	3.20	1.84
	棒杰股份	5.55	461.00	25.59	0.09	-	-	61.67	-	-	1.51	3.68
	汇洁股份	12.36	388.80	48.06	0.85	0.65	0.79	14.54	18.90	15.71	4.80	2.58
	健盛集团	10.26	416.36	42.72	0.29	0.37	0.60	35.38	27.73	17.10	6.73	1.52
<b>其他服装</b>	浪莎股份	18.99	97.22	18.46	0.14	-	-	137.61	-	-	4.95	3.84
	华斯股份	7.23	385.56	27.88	0.04	0.05	0.08	180.75	146.95	96.27	4.96	1.46
	中潜股份	19.25	171.46	33.01	0.49	0.33	0.47	39.29	58.23	41.07	3.10	6.20
	际华集团	4.60	4,391.63	202.01	0.32	-	-	14.38	-	-	4.32	1.07

数据来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

**附表 2：纺织服装行业股价安全边际测算**

股票代码	公司简称	类别	公司成本价	最新价	空间	备注
603001.SH	奥康国际	股份增持	28.3	13.84	-51.10%	16/1/10 完成
002154.SZ	报喜鸟	股权激励	1.88	3.08	63.83%	17/7/18 完成
		股份增持	3.41	3.08	-9.68%	17/12/29 完成
002569.SZ	步森股份	非公开发行	16.88	20.11	19.14%	17/9/30 终止
000158.SZ	常山股份	非公开发行	4.92	7.86	59.76%	15/7/23 完成
002327.SZ	富安娜	股权激励	4.59	10.95	138.56%	17/1/23 调整
		股权回购注销	4.7	10.95	132.98%	17/11/7 完成
603808.SH	歌力思	股权激励	15.39	22.74	47.76%	17/5/22 登记
600398.SH	海澜之家	股份增持	10.87	13.25	21.90%	16/9/1 增持完毕
600987.SH	航民股份	股权增持	11.2	11.57	3.30%	17/11/23 增持
600400.SH	红豆股份	股权增持	7.2	4.31	-40.14%	18/1/8 增持完毕
		股权增持	7.14	4.31	-39.64%	18/1/9 增持开始
603116.SH	红蜻蜓	股权激励	8.86	14.72	66.14%	17/10/19 登记
600448.SH	华纺股份	非公开发行	5.91	4.03	-31.81%	17/11/29 发行
002042.SZ	华孚时尚	股权激励	4.24	13.13	209.67%	17/8/23 调整
		非公开发行	12.62	13.13	4.04%	17/2/23 调整
002494.SZ	华斯股份	非公开发行	16.18	7.67	-52.60%	16/11/11 完成
601718.SH	际华集团	非公开发行	8.19	4.76	-41.88%	17/4/27 完成
002404.SZ	嘉欣丝绸	非公开发行	7.34	6.74	-8.17%	17/1/23 预案
603558.SH	健盛集团	股权增持	16.08	10.44	-35.07%	17/7/24 完成增持
		股权激励	3.53	7.94	124.93%	17/6/9 调整
002091.SZ	江苏国泰	非公开发行	13.52	7.94	-41.27%	16/12/6 核准
		股权激励	12.35	16.70	35.22%	17/7/27 完成
300577.SZ	开润股份	股权激励	27.96	79.72	185.12%	17/9/8 完成
002425.SZ	凯撒文化	股权增持	9.28	7.03	-24.25%	17/7/28 完成
002640.SZ	跨境通	非公开发行	14.81	19.44	31.26%	17/10/31 完成
		股权激励	20.22	19.44	-3.86%	17/12/5 完成
002516.SZ	旷达科技	非公开发行	6.52	4.46	-31.60%	16/10/20 完成
		股份增持	11.53	4.46	-61.32%	16/5/5 完成
002612.SZ	朗姿股份	非公开发行	15.68	12.56	-19.90%	17/9/27 终止
600137.SH	浪莎股份	股权增持	47.06	19.26	-59.07%	17/2/21 完成增持
		股票激励	4.77	5.58	16.98%	16/10/28 授予
601599.SH	鹿港文化	非公开发行	15.35	5.58	-63.65%	16/3/4 完成
		股权激励	4.77	5.58	16.98%	16/11/24 完成
002293.SZ	罗莱生活	股权激励	6.46	14.86	130.03%	17/6/8 调整
		非公开发行	12.04	14.86	23.42%	17/8/11 核准
002269.SZ	美邦服饰	股权增持	6.71	3.12	-53.50%	16/1/9 完成
002397.SZ	梦洁股份	股份增持	6.77	5.89	-13.00%	17/12/12 完成

		非公开发行	7.48	5.89	-21.26%	18/1/12 完成
002656.SZ	摩登大道	非公开发行	15.71	16.20	3.12%	17/9/4 完成
002029.SZ	七匹狼	股份增持	13.01	8.84	-32.05%	15/12/25 完成
		股份增持	15	8.84	-41.07%	16/1/12 完成
002193.SZ	如意集团	非公开发行	18.07	16.07	-11.07%	16/7/26 完成
		非公开发行	18.07	16.07	-11.07%	16/8/17 完成
000779.SZ	三毛派神	非公开发行	13.73	13.47	-1.89%	16/12/21 终止
		股份增持	14.23	13.47	-5.34%	17/10/13 结束
002563.SZ	森马服饰	股权回购注销	5.92	11.55	95.10%	17/6/7 完成
600626.SH	申达股份	非公开发行	未定价	6.31	-	17/12/13 预案
002503.SZ	搜于特	股权激励	7.2	4.29	-40.42%	17/1/19 完成
603877.SH	太平鸟	股权增持	26.26	33.90	29.09%	17/12/6 增持
		股权激励	13.96	33.90	142.84%	17/9/4 完成
603608.SH	天创时尚	股份增持	10.64	10.98	3.20%	17/12/28 完成增持
		股份增持	10.59	10.98	3.68%	17/11/28 增持
002034.SZ	旺能环境	非公开发行	37.28	47.79	28.19%	17/12/14 完成
603518.SH	维格娜丝	股权激励	13.13	22.28	69.69%	17/10/30 登记
002003.SZ	伟星股份	股权激励	6.39	11.89	86.07%	16/7/15 授予
		非公开发行	12.09	11.89	-1.65%	16/5/16 调整
603889.SH	新澳股份	非公开发行	13.01	13.04	0.23%	17/7/28 完成
		非公开发行	11	13.04	18.55%	16/8/24 受理
		非公开发行	13.01	13.04	0.23%	17/6/16 核准发行
		股权激励	7.17	13.04	81.87%	16/12/12 完成
002087.SZ	新野纺织	非公开发行	7.01	4.81	-31.38%	16/7/6 完成
002291.SZ	星期六	股票增持	9.49	6.30	-33.61%	17/7/20 完成
002674.SZ	兴业科技	股份增持	10.64	10.66	0.19%	17/12/13 完成
002098.SZ	浔兴股份	非公开发行	6.45	16.33	153.18%	15/12/15 完成
600070.SH	浙江富润	股份增持	12.59	9.52	-24.38%	17/12/21 完成

数据来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

## 分析师介绍

**史琨：**CFA，金融学硕士，2017年7月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

## 报告贡献人

**邱季** 18101205631 qiuji@csc.com.cn

## 研究服务

社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859