

## 2018Q2 公募基金持仓比重持续提升

纺织服装行业

推荐

核心观点 (07.23-07.29):

### 1. 本周行业热点

2018年1-6月份,社会消费品零售总额18万亿元,同比增长9.4%,较去年同期下滑1PCT。2018年6月,社会消费品零售总额3.08万亿元,同比名义增长9.0%(扣除价格因素实际增长7.0%)。服装鞋帽6月零售额增速10%,较上月回暖上涨3.4PCT。

自2010年公募基金重仓持股市值占总重仓持仓比重来看,在16Q1起呈现持续下降的趋势,在17Q3达到最低值0.23%,17Q4开始逐步上升,18Q2为0.65%,比历史平均0.78%低0.13%,比18Q1增加0.25%。目前公募基金重仓持股市值占总重仓持仓比重低于历史平均水平,呈现明显的上升趋势。

### 2. 最新观点

本周SW纺织服装板块小幅上涨0.94%,其中服装家纺子版块指数本周上涨0.59%,纺织制造子版块指数本周上涨1.55%。受益于“消费升级+行业回暖”趋势,组合推荐:森马服饰、海澜之家、比音勒芬。本周组合收益-2.87%,截止当前我们核心推荐组合自入选(2018/7/2)以来累计收益-3.57%,跑输SW纺织服装指数2.27PCT;入选至今,我们的核心推荐组合夏普比率为-2.57,高于SW纺织服装指数的夏普比率(-4.00)。

板块走势方面表现,前期由于服装类企业普遍进入调整期、电商渠道调整等原因使得行业自14年以来进入调整。部分低估值子行业龙头表现相对突出。我们认为前期通过公司内部治理、改善后利润持续改善、积极布局的龙头企业是未来的投资方向。随着人均可支配收入的不断提高、消费升级、消费观念不断提升的背景下,龙头企业发展会更加具有优势。行情结构变化后建议关注纺织服装板块中业绩增长确定、估值较低、布局合理的子行业龙头。

### 3. 核心组合本周表现

表 1: 核心组合本周表现

证券代码	证券简称	周涨幅	累计涨幅 (入选至今)	相对收益率 (入选至今)	市盈率 (TTM)
002563.SZ	森马服饰	-5.32%	-9.22%	-7.91%	29.14
600398.SH	海澜之家	-4.04%	-9.09%	-7.79%	14.85
002832.SZ	比音勒芬	0.44%	7.59%	8.90%	34.56

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

风险提示: 终端消费回暖不及预期, 汇率大幅波动带来的风险等。

分析师

李昂

☎: 8610-83574538

✉: liang\_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517040001

特此鸣谢:

林相宜

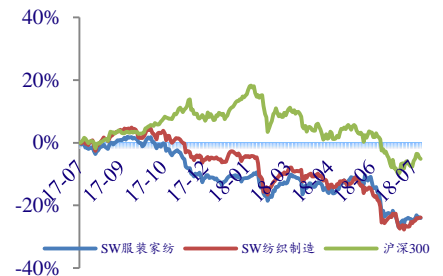
☎: 8610-66568843

✉: linxiangyi\_yj@chinastock.com.cn

对本报告编制提供信息

相对沪深300表现图

2018-7-27



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【银河纺织】纺织服装行业深度报告暨2018年中期投资策略-“服装智造”:分化行情下,坚守龙头价值

## 目录

<b>1. 最新研究观点</b> .....	<b>2</b>
1.1 本周热点动态跟踪 .....	2
1.2 最新观点 .....	2
1.3 核心组合 .....	3
1.4 国内外行业及公司估值情况 .....	5
1.5 风险提示 .....	10
<b>附录:</b> .....	<b>11</b>
1. 投资观点——2018Q2 公募基金持仓比重持续提升 .....	11
2. 银河活动——调研情况 .....	11
3. 行情跟踪——行业&个股行情 .....	11
4. 行业数据跟踪——6月零售总体表现向好，上游纱线及纱制品出口增长稳健 .....	13
5. 上市公司动态 .....	17

## 1. 最新研究观点

### 1.1 本周热点动态跟踪

表 2：热点事件及分析

重点事件	我们的理解
国家统计局发布最新社会消费品零售数据	2018 年 1-6 月份，社会消费品零售总额 18 万亿元，同比增长 9.4%，较去年同期下滑 1PCT。2018 年 6 月，社会消费品零售总额 3.08 万亿元，同比名义增长 9.0%（扣除价格因素实际增长 7.0%）。服装鞋帽 6 月零售额增速 10%，较上月回暖上涨 3.4PCT。
ZARA 首次被判抄袭快时尚侵权现弊端（中国经营网）	Diesel（迪塞尔）、Mami 的母公司 OTB（意大利时尚集团）针对 ZARA 母公司 Inditex 集团（西班牙时装集团）长达 3 年的设计抄袭诉讼终于取得胜利，这是 ZARA 首次在这类案件中败诉，米兰法院要求 Inditex 集团召回侵权物并停止销售，为每件产品支付 235 美元的赔偿金。 <b>屡陷抄袭风波在一定程度上显示了 ZARA 这类快时尚品牌商业模式中的弊端。</b> 款式多、推新快、价格低等是快时尚服装品牌的特点，它们往往比原创品牌以更快的速度给到市场想要的实惠的产品，这大大满足了消费者追求的新鲜感。不过，如果全部原创设计，则无法满足这样的商业模式，“抄袭”成为很自然的选择。 <b>我们认为在各国服装设计品牌未被全面保护的背景下，我国品牌服饰企业若想进一步提升品牌影响力及国际影响力，各子行业龙头企业由于设计师培养和设计投入相对较多，将优先受益于消费者逐渐注重品牌原创设计的趋势，进一步提高市场份额。</b>
中消协：上半年商品类投诉持续走高 消费警惕“十大坑”（人民网）	上半年共受理服装鞋帽类投诉 22915 件，投诉个案平均金额虽小，但让消费者很困扰。主要问题有：质量不过硬；经营者不履行承诺的“三包”；以不实宣传手段销售产品；部分商家为满足市场多元化、变化快的需求，生产小批量的新型材质、款式的服装鞋帽，对质量稳定性控制不足。 <b>我们认为，在消费升级的背景下，消费者越来越关注除品质外的设计、服务等方面，一些小型、服装质量不合格的小企业将逐渐被淘汰，上市公司以其优质的质量控制、供应链管理将进一步提升市场占有率。</b>
打破餐饮壁垒-美团外卖牵手海澜之家，T 恤裤子最快半小时送达（搜狐）	此次入驻美团外卖前，海澜之家已于今年 2 月入驻了大众点评网，该项服务能帮消费者解决诸如马上就要见重要客户、衣服突然沾上明显污渍需要更换；穿着休闲服的周五，临时被通知去重要商务场合，需要着正装等突发问题。 <b>美团闪购可以从营销、配送、科技三方面助力海澜之家实现业态升级。</b> 在营销方面，美团闪购可以帮助品牌覆盖更多消费人群、触达美团点评生态的海量用户。同时通过数据分析，美团点评还可针对品牌的用户特点、商圈特点、商品特点为其推荐专业的运营方案，帮助提升营销转化；配送方面，美团点评拥有 53 万骑手和智能调度系统。我们认为随着休闲服饰品牌与外卖平台合作，将优化渠道布局，进一步提升销售能力。

资料来源：中国银河证券研究院整理

### 1.2 最新观点

本周 SW 纺织服装板块小幅上涨 0.94%，其中服装家纺子版块指数本周上涨 0.59%，纺织制造子版块指数本周上涨 1.55%。受益于“消费升级+行业回暖”趋势，组合推荐：森马服饰、海澜之家、比音勒芬。本周组合收益-2.87%，截止当前我们核心推荐组合自入选（2018/7/2）以来累计收益-3.57%，跑输 SW 纺服指数 2.27PCT；入选至今，我们的核心推荐组合夏普比率为-2.57，高于 SW 纺织服装指数的夏普比率（-4.00）。

板块走势方面表现，前期由于服装类企业普遍进入调整期、电商渠道调整等原因使得行业自 14 年以来进入调整。部分低估值子行业龙头表现相对突出。我们认为前期通过公司内部治

理、改善后利润持续改善、积极布局的龙头企业是未来的投资方向。随着人均可支配收入的不断提高、消费升级、消费观念不断提升的背景下，龙头企业发展会更加具有优势。行情结构变化后建议关注纺织服装板块中业绩增长确定、估值较低、布局合理的子行业龙头。

板块投资观点上，我们维持行业推荐评级，我们认为纺织服装板块仍将以结构性和个股行机会为特征。我们对于纺织服装板块的投资策略如下：

**1) 高端服饰**，由于大部分公司在 2015 年以来陆续上市，期间板块估值较高，但公司的内生增速未与估值匹配；同时高端服饰上市公司普遍并购动作较多，2015 年以来市场对较多并购的公司利润增长存在质疑，导致高端服饰上市公司自上市以来表现不佳。我们认为，应重点分析高端服饰上市公司除并购公司并表提供利润增长外的内生增长因素及公司布局的合理性问题。**建议关注歌力思、安正时尚等；**

**2) 休闲服饰**，行业上涨空间大、竞争激烈，从国际经验发展来看，休闲服饰行业具备巨头诞生的条件。目前国际快时尚消费品牌对于国内休闲服饰行业的冲击犹在，国内品牌仍处在继续优化供应链、提高产品设计阶段，高库存量挤占利润空间，森马服饰率先战略转型走出低迷行情，在其休闲服饰业务稳步复苏的同时，积极布局增长潜力较大的童装领域，公司基本保持持续改善，**我们建议重点关注森马服饰等；**

**3) 男装**，男装行业仍处于低迷行情，部分品牌还未找到成功转型方向，盈利能力较弱。男装龙头海澜之家布局多品牌化定位已初有成效，市场占有率逐年提高，利润回报明显，虽需要继续强化渠道效率，但仍不可忽视龙头所产生的马太效应带来的靓丽预期；

**4) 运动户外**，我们认为国内运动户外行业需借鉴国际运动品牌巨头的经营发展之路，深挖产品创新、技术改革、供应链管理、营销宣传转化率等方面，以提高市场占有率，优化盈利能力。在此背景下，**我们建议关注高尔夫子行业的龙头服饰企业比音勒芬**，主营自主品牌比音勒芬高尔夫服饰，分为生活系列、时尚系列、高尔夫系列和度假旅游系列。公司作为高尔夫子行业的龙头企业，将优先受益于行业高速增长的红利；

**5) 纺织制造**，我国纺织制造板块企业相继进入成熟期，长期来看，在产业链分工持续精细化的驱使下，逐渐显现跨区域产能扩张规划清晰、积极向产业链上下游延伸的细分子领域龙头。由于下游品牌服饰企业逐步将业务重心转向品牌设计、渠道销售、品牌宣传等环节，上游的生产环节大多外包以降低成本，故从棉花、纱线、面料、成衣、供应链等上游细分领域诞生多家优质企业，伴随消费升级和产业链优化，预计龙头企业（如鲁泰、华孚时尚、新野纺织、联发股份、航民股份等）马太效应将逐渐得到市场认可。

### 1.3 核心组合

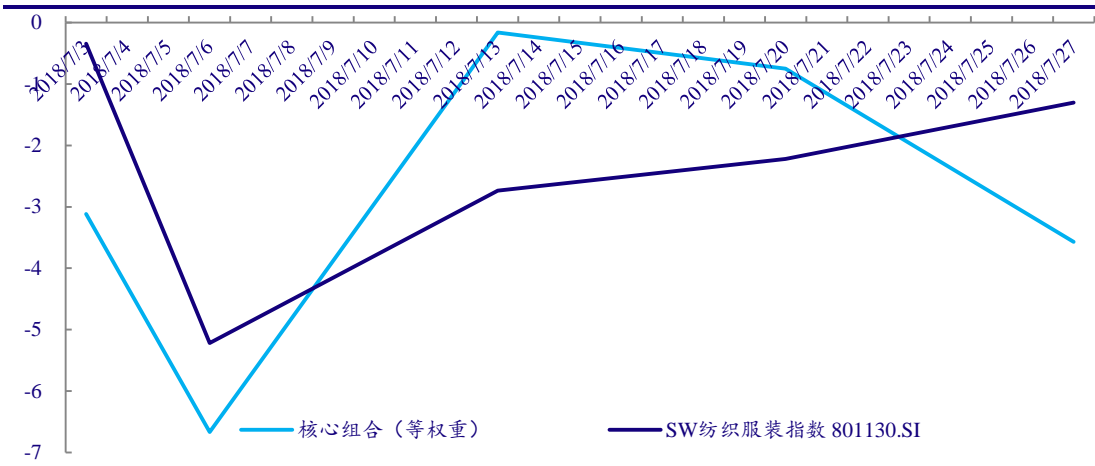
本周 SW 纺织服装指数上涨 0.94%，我们的核心推荐组合下跌-2.84%。本周组合收益-2.87%，截止当前我们核心推荐组合自入选（2018/7/2）以来累计收益-3.57%，跑输 SW 纺织服装指数 2.27PCT；入选至今，我们的核心推荐组合夏普比率为-2.57，高于 SW 纺织服装指数的夏普比率（-4.00）。

表 3: 核心推荐组合及推荐理由

证券代码	证券简称	推荐理由	周涨幅	累计涨幅 (入选至今)	相对收益率 (入选至今)	入选时间
002563.SZ	森马服饰	休闲服饰板块持续复苏，童装板块内生外延双向高速增长，供应链管理优化+线上线下渠道深度融合，基本面持续改善。	-5.32%	-9.22%	-7.91%	2018/7/2
600398.SH	海澜之家	公司发行 30 亿元可转债，为公司产业链信息化+物流+研发品牌设计提供坚实基础；有效整合产业上下游资源，多品牌“平台型”快速发展，稳步布局与数字化改革双管齐下，业绩增长可期。	-4.04%	-9.09%	-7.79%	2018/7/2
002832.SZ	比音勒芬	公司作为专注高尔夫服饰领域的新兴龙头，品牌定位高端，客户粘性高，在消费升级的大背景下业绩增长可期。	0.44%	7.59%	8.90%	2018/7/2

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院整理

图 1: 核心组合年初至今收益率变动



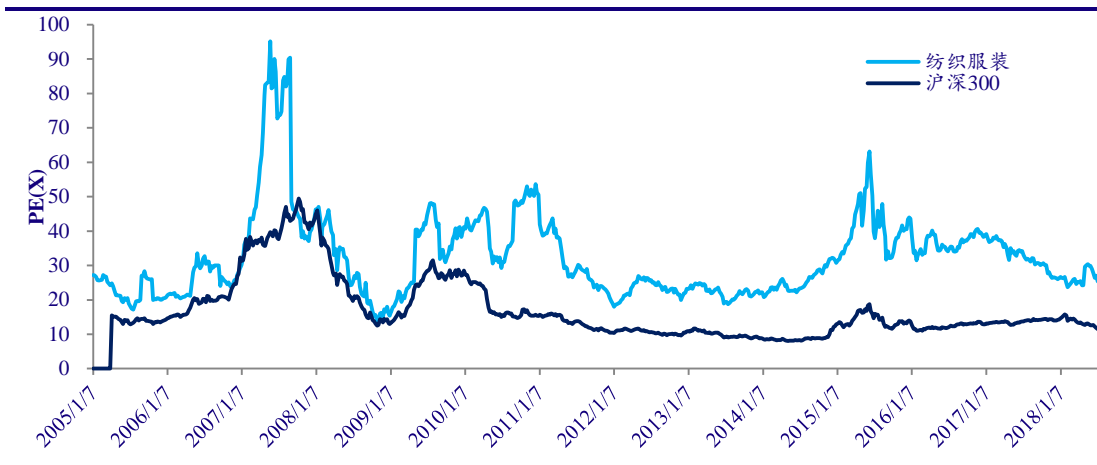
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

## 1.4 国内外行业及公司估值情况

### 1.4.1 国内与国际纺服行业估值及对比

本周纺织服装板块绝对估值小幅上涨。截至 2018 年 7 月 27 日，纺织服装行业市盈率为 23.98 倍（TTM，指数法），与上一周相比上涨 0.29PCT。

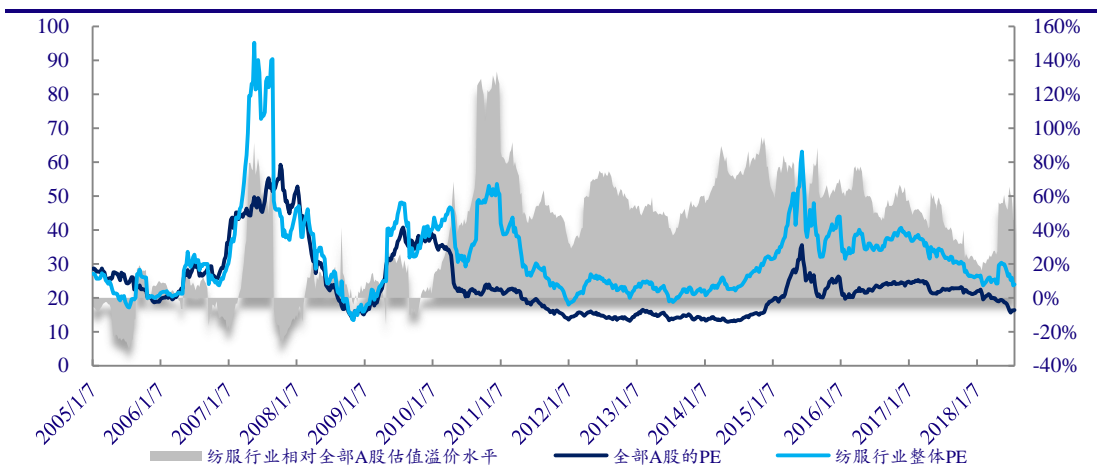
图 2：2005 年至今纺织服装板块估值水平变化



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

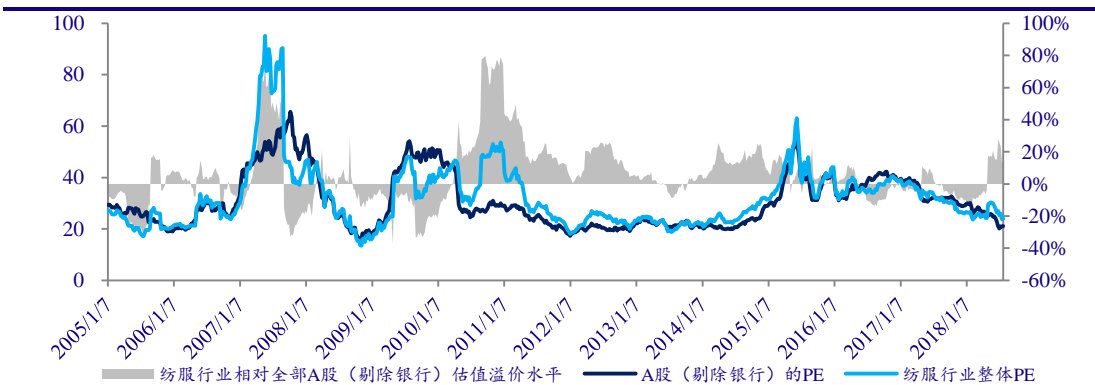
相对估值方面，本周纺织服装行业估值溢价较上周上涨 0.52PCT，较上上周下降 13.02PCT。截至 2018 年 7 月 27 日，纺织服装行业一年滚动市盈率为 23.98 倍（TTM 整体法，剔除负值），全部 A 股为 16.39 倍，分别较 2005 年以来的历史均值低 8.32/7.66 个单位。纺服股估值溢价率（A 股剔除银行股后）为 13.77%，历史均值为 5.90%，行业估值溢价率较 2005 年以来的平均值上涨 7.88PCT，位于相对较低位置。

图 3：纺织服装股票估值溢价情况



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 4：纺织服装股票估值溢价情况-剔除银行股



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

国内纺织服装板块市盈率高于美日，相对溢价率处于较低水平。以 2018 年 7 月 27 日收盘价计算，国内纺织服装板块的动态市盈率为 23.98 倍 (TTM)，同期美国纺织服装板块为 21.17 倍，日本纺织服装板块为 15.22 倍，我国纺织服装板块 PE 高于美国和日本。以 SW 纺织服装对各国纺织服装板块的 PE 溢价率计算，国内相对美国纺织服装板块的溢价率较历史平均水平低 46.38%，当前值为 13.29%，历史均值为 59.67%；国内相对日本纺织服装板块的溢价率较历史平均水平高 4.76%，当前值为 57.53%，历史均值为 52.76%。我们认为国内纺织服装指数市盈率估值水平普遍高于国际纺织服装指数的原因主要是国内纺织服装上市公司整体增速高于全球服装市场增速，国内上市公司整体增速在 20-25%，而全球纺织服装市场增速在 8% 左右。

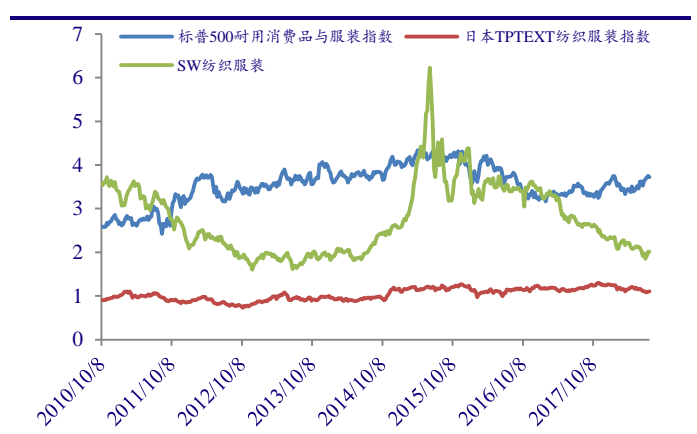
目前国内纺织服装板块市净率低于美国，高于日本，相对溢价率处于历史平均水平。以 2018 年 7 月 27 日收盘价计算，国内纺织服装板块的市净率为 2.04 倍，同期美国纺织服装板块为 3.72 倍，日本纺织服装板块为 1.10 倍，我国纺织服装板块 PB 低于美国，略高于日本。以 SW 纺织服装对各国纺织服装板块的 PB 溢价率计算，国内相对美国纺织服装板块的溢价率较历史平均水平低 24.06%，当前值为 -45.15%，历史均值为 -21.09%；国内相对日本纺织服装板块的溢价率较历史平均水平低 78.73%，当前值为 85.20%，历史均值为 163.93%。我们认为国内纺织服装指数市净率估值水平低于美国，略高于日本的原因主要是美国服装市场较为成熟，盈利能力明显强于中国和日本的服装企业。

图 5：美、日、中三国纺织服装板块 PE 比较



资料来源：Bloomberg，WIND，中国银河证券研究院

图 6：美、日、中三国纺织服装板块 PB 比较



资料来源：Bloomberg，WIND，中国银河证券研究院

## 1.4.2 国内与国际重点公司估值及对比

我们筛选全球市值在 20 亿美元以上（及接近 20 亿美元）的国际巨头及在细分领域具有代表性的共计 38 家国际纺织服装龙头公司，计算了其收入、净利润增速及估值等。从过去五年收入的 CAGR 来看，平均为 2.01%，中位数为 7.71%；从过去五年净利润的 CAGR 来看，平均为 5.03%，中位数为 4.25%。其所对应估值 PE 平均数为 64.46 倍，估值中位数为 26.35 倍。

A 股市场，我们列示了纺织服装子行业市值居前的 32 只白马股及重点覆盖公司如下表。从过去五年收入的 CAGR 来看，平均为 14.23%，中位数为 10.85%；从过去五年净利润的 CAGR 来看，平均为 9.44%，中位数为 12.72%。其所对应估值 PE 平均数为 23.75 倍，PE 中位数为 20.38 倍。

表 4：国际纺织服装龙头业绩与估值（市值单位：亿美元；截止 2018.7.27）

证券代码	公司名称	CAGR (过去五年)		净利率	股息率	估值			市值
		收入增速	利润增速			PE (TTM)	PS	PB	
MCFP	LVMH 集团	8.69	8.42	12.03	1.76	25.59	3.44	5.13	1,802.69
NKEUS	耐克	7.53	-4.80	5.31	1.02	32.73	3.49	12.75	1,250.83
CDIFP	迪奥	N/A	N/A	5.13	1.45	26.20	1.50	5.22	780.33
KERFP	开云集团	9.71	11.24	11.54	1.19	28.90	4.33	5.31	739.44
RMSFP	爱马仕国际	9.76	10.55	22.01	0.75	46.75	10.29	11.46	672.27
CFRSW	历峰集团	1.58	-9.52	11.12	2.18	34.97	3.87	2.90	503.33
ADSGR	阿迪达斯	7.35	15.84	5.17	1.38	26.53	1.81	5.62	457.70
VFCUS	威富公司	1.59	-8.70	6.21	1.96	29.81	3.09	9.99	372.10
UHRSW	斯沃琪集团	0.42	-14.41	9.21	1.62	26.50	2.87	2.31	250.19
1913.HK	普拉达	3.64	-10.44	8.14	1.83	42.35	3.45	3.90	126.01
PVHUS	PVH 集团	8.09	5.00	6.03	0.10	18.41	1.32	2.18	121.41
BRBYLN	巴宝莉	6.46	2.91	10.74	1.93	30.86	3.33	6.30	116.36
TTANIN	TITAN	9.74	9.27	7.09	0.43	68.43	4.86	15.22	112.77
RLUS	拉尔夫 劳伦	-2.30	-26.33	2.63	1.83	23.16	1.81	3.21	111.63
KORSUS	MK	16.68	8.28	12.54	N/A	15.14	2.20	5.07	102.53
UAAUS	安德玛	22.08	N/A	-0.97	N/A	142.12	1.90	5.15	94.40
HBIUS	哈尼斯	7.41	-17.78	0.96	2.73	11.52	1.22	11.24	79.32
PUMGR	彪马	4.81	14.11	3.28	N/A	40.15	1.51	3.89	76.85
GOOSCN	加拿大鹅	N/A	N/A	16.25	N/A	94.53	14.75	36.14	67.79
COLMUS	哥伦比亚	8.11	1.03	4.26	0.95	26.01	2.48	3.95	64.77
1910HK	新秀丽	14.53	17.63	9.58	1.91	16.59	1.57	3.09	57.77
1402TT	远东新世纪	-1.65	10.40	3.70	3.72	17.67	0.75	0.86	56.41
GILCN	吉登运动服饰	7.14	19.54	13.17	1.67	15.74	2.14	2.83	55.68
CRIUS	CARTER'S	7.38	13.56	8.90	1.66	18.32	1.49	6.24	50.46
PAGIN	PAGE 工业	23.87	25.26	13.78	0.44	93.96	12.95	38.48	47.47
SKXUS	斯凯奇	21.69	79.89	4.30	N/A	14.83	0.97	2.25	44.33
SFERIM	菲格拉慕	3.86	2.37	8.51	1.92	28.14	2.40	4.62	38.90

9910TT	丰泰	9.93	21.21	7.50	2.91	24.70	1.92	8.12	37.54
WWWUS	狐狼世界	7.45	-67.20	0.01	0.87	20.78	1.50	3.66	34.81
9904TT	宝成集团	0.18	4.81	4.64	5.72	7.73	0.37	1.16	33.63
7936JP	ASICSCORP	10.06	0.55	3.24	1.31	38.84	0.89	1.85	32.91
SHOOUS	史蒂夫·马登	4.73	-0.28	7.63	1.45	23.82	1.93	4.01	32.24
1476TT	儒鸿企业	12.30	11.23	12.60	2.72	26.05	3.73	5.91	31.29
BCIM	BrunelloCucinelli	12.51	17.85	10.15	0.75	48.16	4.89	9.50	28.67
AINUS	奥巴马国际	2.57	1.34	3.83	1.01	49.15	2.41	3.65	21.59
TODIM	TOD'S	0.00	-13.36	7.37	2.59	25.18	1.86	1.65	20.83
SMCPFP	SMCP	N/A	N/A	0.80	N/A	1,167.51	11.19	1.63	20.61
3591JP	华歌尔	2.01	5.03	4.98	2.31	21.83	1.08	0.90	19.87
	<b>均值</b>	7.71	4.25	7.46	1.75	64.46	3.36	6.77	225.47
	<b>中位数</b>	7.41	5.02	7.23	1.66	26.35	2.17	4.32	66.28
	<b>最小值</b>	-2.30	-67.20	-0.97	0.10	7.73	0.37	0.86	19.87
	<b>最大值</b>	23.87	79.89	22.01	5.72	1,167.51	14.75	38.48	1,802.69

注：N/A 表示 5 年前还未上市。

资料来源：Bloomberg, Wind, 中国银河证券研究院整理

表 5：港股龙头业绩及估值（市值单位：亿美元；截止 2018.7.27）

证券代码	公司名称	CAGR (过去五年)		净利率	股息率	估值			市值
		收入增速	利润增速			PE (TTM)	PS	PB	
0589.HK	宝国际	0.69	-31.03	2.70	-	32.26	0.81	0.87	2.80
0210.HK	达芙妮国际	-13.23	-194.71	-14.19	-	-0.88	0.12	0.22	0.82
0999.HK	I.T	4.91	2.14	5.15	3.42	14.44	0.74	1.75	7.92
0709.HK	佐丹奴	-1.07	-9.70	10.38	7.85	14.07	1.28	2.41	8.96
2313.HK	申洲国际	14.26	17.44	20.77	1.51	32.13	6.68	6.16	184.28
2299.HK	百宏实业	2.14	-7.93	7.32	1.35	36.42	2.67	3.43	28.65
1234.HK	利郎	-3.34	-1.28	24.94	4.18	17.23	4.30	3.35	16.05
2331.HK	李宁	4.87	-175.81	5.79	-	32.28	1.87	3.28	25.35
3818.HK	中国动向	-6.00	34.37	59.06	24.36	8.13	4.83	0.68	9.98
2020.HK	安踏体育	16.00	16.93	18.92	2.35	30.35	5.61	6.84	142.84
3306.HK	江南布衣	20.02	35.61	14.21	2.94	19.87	3.08	6.30	12.59
2298.HK	都市丽人	14.06	9.61	6.95	1.47	24.10	1.68	2.28	11.65
1086.HK	好孩子	9.16	-0.37	2.58	1.19	39.06	0.98	1.37	8.93
0551.HK	裕元集团	4.47	0.51	5.97	20.92	10.20	0.53	1.17	49.80
3998.HK	波司登	-1.04	-10.67	7.19	6.30	16.55	1.15	1.06	16.20
2678.HK	天虹	16.41	17.89	7.20	3.62	8.26	0.58	1.61	14.50
1382.HK	互太	-1.86	-4.47	11.69	6.66	13.14	1.58	2.91	12.46

资料来源：Bloomberg, Wind, 中国银河证券研究院整理

表 6: 国内纺织服装白马股及重点跟踪公司业绩增速与估值 (市值单位: 亿人民币元; 截止 2018.7.27)

行业	证券代码	证券简称	CAGR (过去五年)		净利率	净利率	估值			市值
			收入增速	利润增速			PE (TTM)	PS	PB	
高端服饰	002612.SZ	朗姿股份	16.06%	-3.56%	8.2005	1.35	20.90	1.81	1.65	44.48
	603808.SH	歌力思	27.93%	23.72%	17.2676	1.18	22.96	3.23	3.57	74.01
	603518.SH	维格娜丝	33.80%	18.58%	8.6668	0.82	15.52	1.16	1.60	34.99
	603839.SH	安正时尚	7.07%	1.95%	19.2214	2.91	23.59	4.62	2.75	69.45
	603196.SH	日播时尚	6.65%	-9.90%	7.1722	1.02	28.14	2.21	2.66	24.62
	603587.SH	地素时尚	16.57%	22.36%	24.6709	-	27.58	7.40	4.61	149.73
男装	002029.SZ	七匹狼	-2.36%	-9.51%	11.1266	1.31	17.52	1.81	1.05	57.73
	601566.SH	九牧王	-0.27%	-5.93%	19.1949	6.96	15.63	3.12	1.75	82.52
	002154.SZ	报喜鸟	2.91%	-42.13%	1.1698	0.28	94.51	1.60	1.77	44.47
大众服饰	002563.SZ	森马服饰	11.23%	8.24%	9.4000	1.82	30.78	2.96	3.80	368.73
	600398.SH	海澜之家	67.80%	98.74%	18.2929	4.04	15.47	2.83	5.25	533.74
	603877.SH	太平鸟	22.72%	35.18%	6.3407	2.25	28.22	2.03	4.80	149.76
	603157.SH	拉夏贝尔	25.30%	15.67%	5.9724	2.99	18.59	1.09	2.57	100.83
家纺	002293.SZ	罗莱生活	11.34%	3.47%	9.7187	2.43	22.91	2.24	3.24	107.09
	603365.SH	水星家纺	N/A	N/A	10.4533	2.18	22.48	2.37	3.09	61.07
	002327.SZ	富安娜	8.04%	13.65%	18.8619	2.57	16.55	3.09	2.79	84.59
	002397.SZ	梦洁股份	10.01%	7.58%	4.1801	1.27	55.75	1.75	1.80	36.80
童装	002875.SZ	安奈儿	13.26%	11.79%	6.6771	1.11	33.50	2.19	3.01	23.79
	603557.SH	起步股份	N/A	N/A	14.5145	0.47	30.67	4.48	4.31	60.44
鞋类	603001.SH	奥康国际	-1.15%	-15.19%	6.9065	4.36	19.85	1.42	1.15	46.03
	603608.SH	天创时尚	6.06%	8.61%	10.7124	2.78	16.90	2.12	1.97	38.83
户外	300005.SZ	探路者	22.37%	-193.13%	-3.8873	-	-28.58	1.13	1.26	32.26
	002832.SZ	比音勒芬	18.26%	17.03%	17.0921	2.57	34.41	6.19	4.97	70.60
新模式	300577.SZ	开润股份	32.98%	46.88%	12.2011	0.81	62.80	6.50	17.99	88.16
纺织制造	002087.SZ	新野纺织	10.47%	29.60%	5.6415	1.05	9.68	0.58	0.95	31.12
	601339.SH	百隆东方	4.53%	14.18%	8.1943	4.09	18.09	1.41	1.17	83.55
	002042.SZ	华孚时尚	17.05%	50.29%	5.5779	7.23	14.40	0.79	1.60	105.14
	000726.SZ	鲁泰 A	1.67%	4.29%	13.7820	4.73	11.56	1.46	1.41	97.43
	002083.SZ	孚日股份	1.53%	91.69%	8.5870	7.13	13.87	1.03	1.62	50.94
	002394.SZ	联发股份	7.95%	8.24%	8.8917	6.88	9.54	0.80	1.12	32.92
	603558.SH	健盛集团	20.68%	15.03%	11.5558	1.66	26.42	2.93	1.37	37.60
	600987.SH	航民股份	6.53%	15.75%	18.9620	3.16	9.66	1.56	1.62	56.35
		<b>均值</b>	14.23%	9.44%	10.79	2.61	23.75	2.50	2.95	89.99
		<b>中位数</b>	10.85%	12.72%	9.56	2.22	20.38	2.07	1.89	60.75
		<b>最小值</b>	-2.36%	-193.13%	-3.89	-	-28.58	0.58	0.95	23.79
		<b>最大值</b>	67.80%	98.74%	24.67	7.23	94.51	7.40	17.99	533.74

注：N/A 表示 5 年前还未上市。

资料来源：WIND，中国银河证券研究院整理

## 1.5 风险提示

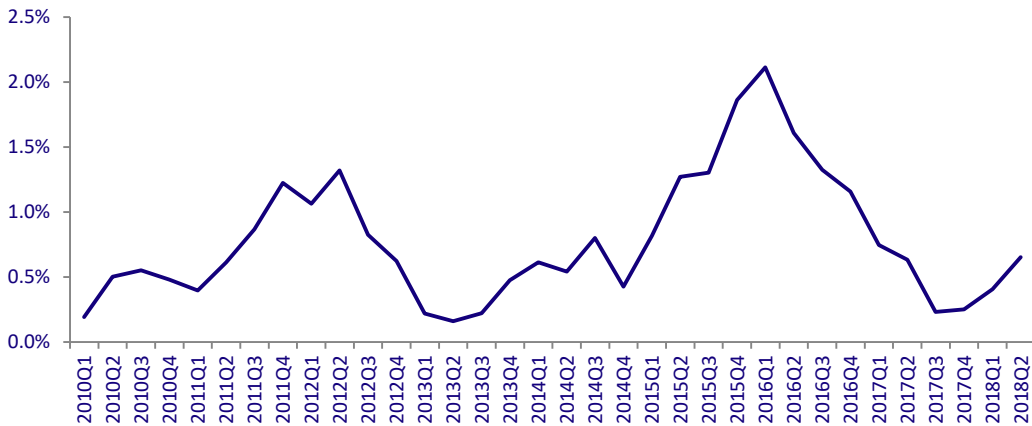
终端消费回暖不及预期；存货减值风险；汇率波动风险；棉价下跌或大幅波动的风险；部分公司解禁压力。

## 附录：

### 1. 投资观点——2018Q2 公募基金持仓比重持续提升

- 根据 Wind 公募基金 2018Q2 数据，我们以 2010 年以来 SW 纺织服装每季度成本股为基础，对公募基金的纺织服装重仓持股情况及其变化趋势进行了分析，且我们筛选了公募基金仅重仓持股的 A 股市值（未包括港股）。因公募基金季报只公布持有的股票组合中市值前十名的股票持仓情况。因此，重仓持股情况不能完全反映公募基金对于各股票的持仓情况。
- 自 2010 年公募基金重仓持股市值占总重仓持仓比重来看，在 16Q1 起呈现持续下降的趋势，在 17Q3 达到最低值 0.23%，17Q4 开始逐步上升，18Q2 为 0.65%，比历史平均 0.78% 低 0.13%，比 18Q1 增加 0.25%。目前公募基金重仓持股市值占总重仓持仓比重低于历史平均水平，呈现明显的上升趋势。

图 7： 纺织服装行业公募基金重仓持股市值占总重仓持仓比重



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

### 2. 银河活动——调研情况

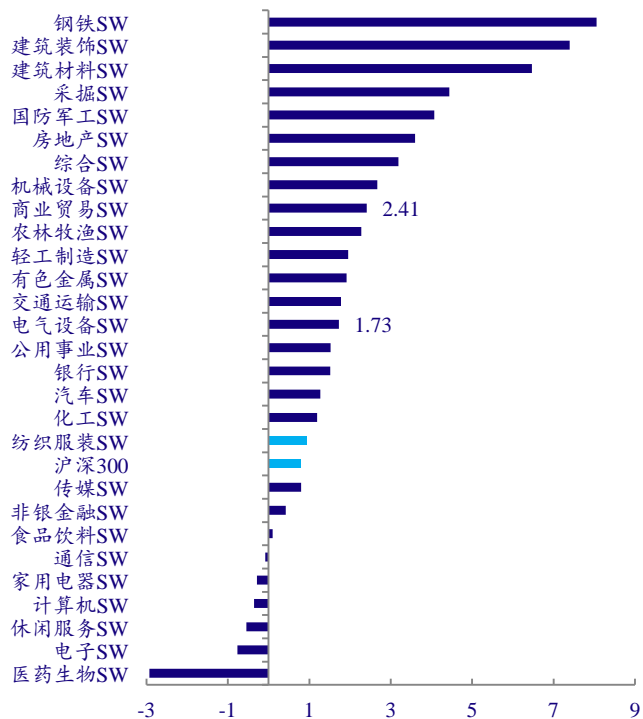
- 下周调研：海澜之家（2018.8.1）
- 近期调研：维格娜丝。欢迎电话交流。

### 3. 行情跟踪——行业&个股行情

#### 3.1 行业行情

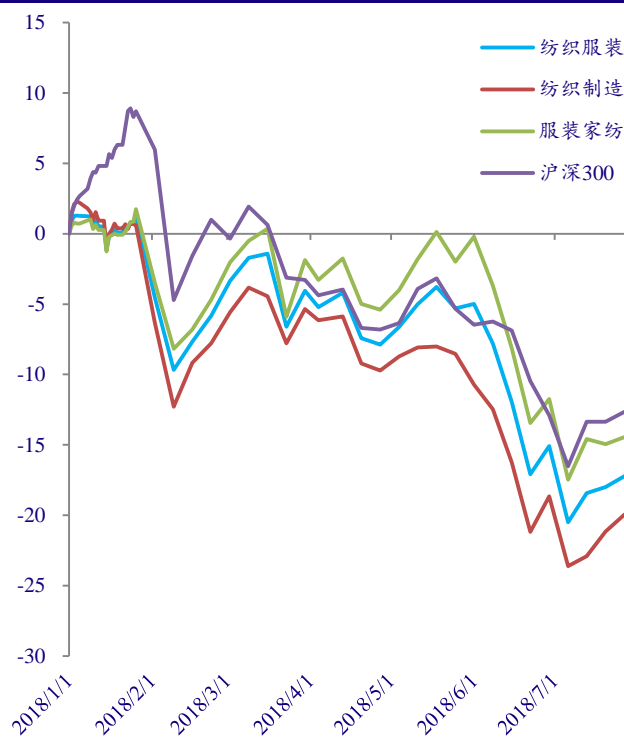
- 本周 SW 纺织服装板块上涨 0.94%，而沪深 300 指数 0.81%。年初至今纺织服装板块下跌 17.21%，整体表现不及沪深 300（-12.64%）。

图 8：本周各行业涨跌幅



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 9：纺织服装行业及其子行业年初以来市场表现



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

### 3.2 个股行情

表 7：本周纺织服装板块涨幅前十

公司	涨跌幅	备注
欣龙控股	61.19%	
龙头股份	10.35%	
红豆股份	10.03%	
美尔雅	9.67%	
康隆达	9.09%	
新澳股份	7.32%	
鹿港文化	6.63%	
搜于特	6.01%	
际华集团	5.69%	
江苏阳光	5.69%	

资料来源：WIND，中国银河证券研究院

表 8：本周纺织服装板块跌幅前十

公司	涨跌幅	备注
诺邦股份	-9.13%	
拉夏贝尔	-9.02%	
振静股份	-8.69%	
延江股份	-7.19%	
如意集团	-6.81%	
森马服饰	-5.32%	
华纺股份	-5.04%	
嘉欣丝绸	-4.76%	
地素时尚	-4.31%	
海澜之家	-4.04%	

资料来源：WIND，中国银河证券研究院

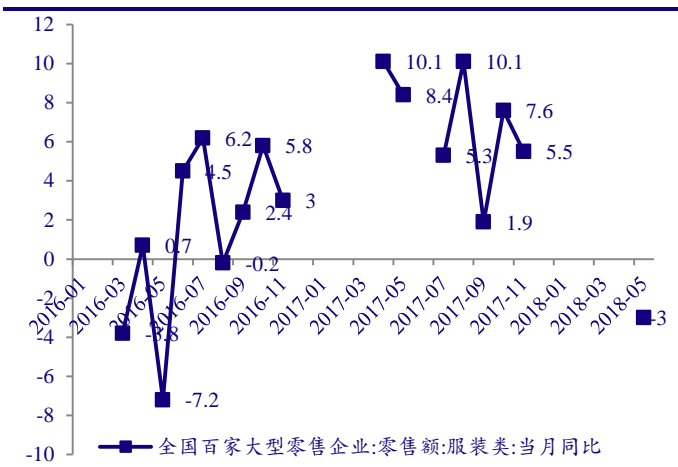
## 4. 行业数据跟踪——6月零售总体表现向好，上游纱线及纱制品出口增长稳健

### 4.1 零售端：6月限额以上服装鞋帽针织品类零售同比增10%

截至2018年5月份，全国百家大型零售企业零售额同比下跌3%，50家重点大型零售企业零售额同比下跌4.2%，总体呈下跌趋势。

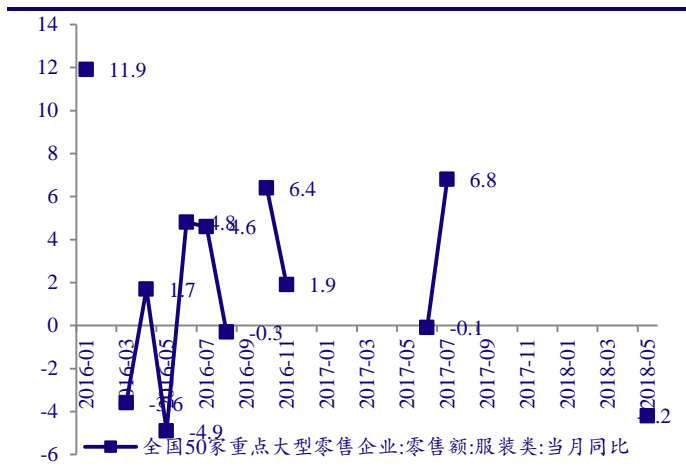
截至2018年6月份，社会消费品零售总额同比增长9.0%，限额以上企业消费品零售总额服装鞋帽针织品类同比增长10%，较上月回暖3.4PCT。

图 10: 2016 年以来全国百家大型零售企业零售额当月同比 (%)



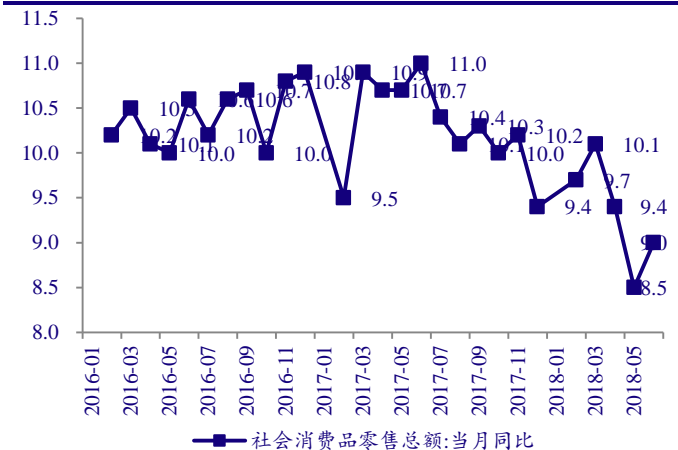
资料来源：中华商业信息网，中国银河证券研究院

图 11: 2016 年以来全国 50 家大型零售企业零售额当月同比 (%)



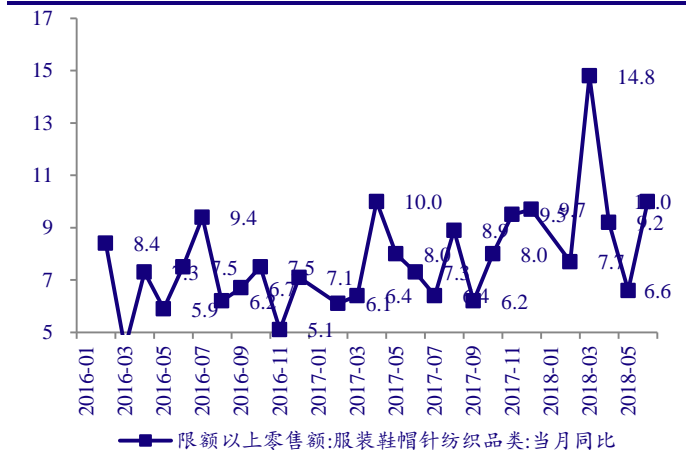
资料来源：中华商业信息网，中国银河证券研究院

图 12: 2016 年至今社会消费品零售总额当月同比 (%)



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 13: 服装鞋帽针织品类限额以上零售额当月同比 (%)

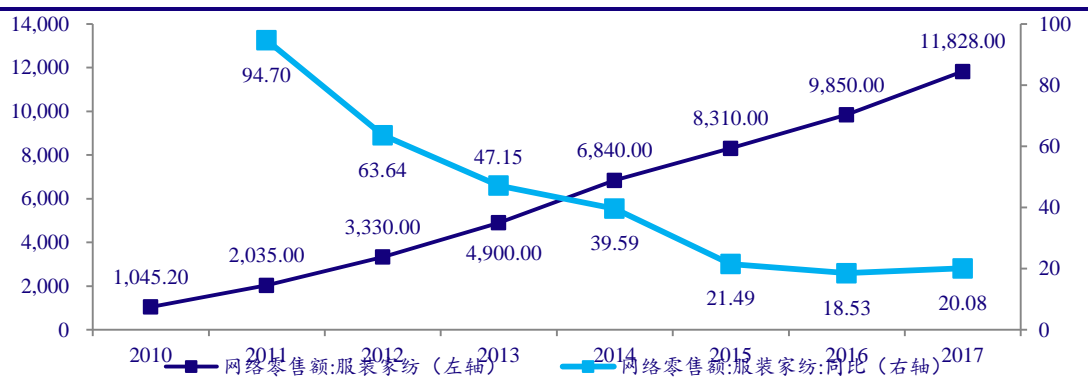


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

### 4.2 电商数据：服装家纺网络零售额逐年升高，增速下降趋势在 2017 年有所缓解

根据中国纺织工业联合会数据统计，2017年服装家纺网络零售额达11,828亿元，同比增速20.08%，增速下降趋势在2017年有所缓解。

图 14: 服装家纺网络零售额 (亿元) 及同比增速 (%)

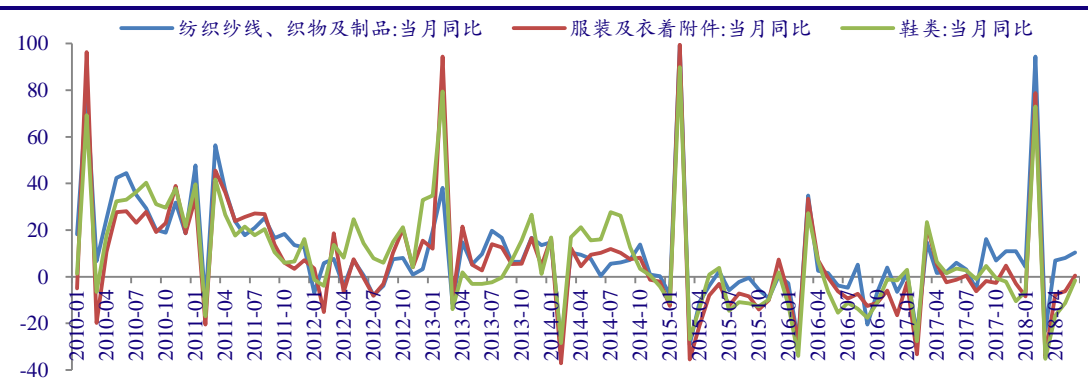


资料来源: 中国纺织工业联合会, 中国银河证券研究院

### 4.3 出口端: 18 年 6 月上游纺织纱线、织物及制品与服装及衣着附件等出口稳步增长, 鞋类出口增速仍为负值

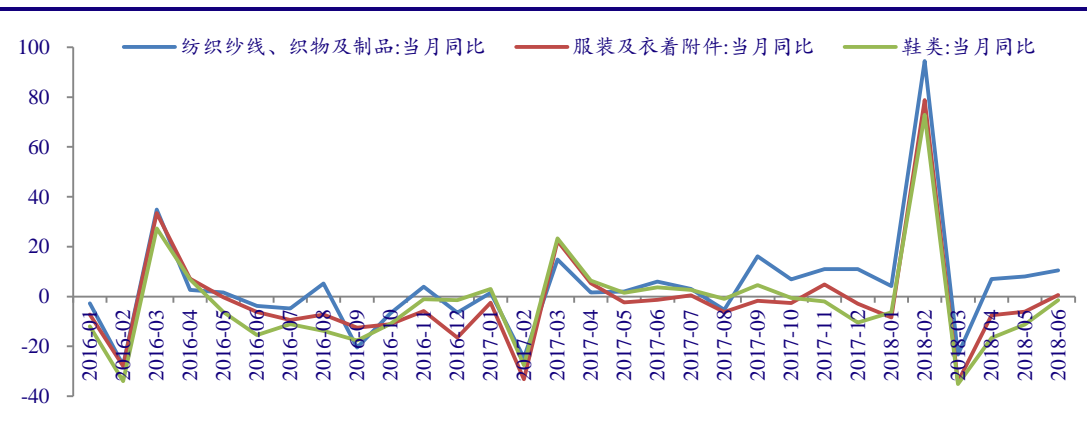
出口方面, 纺织纱线、织物及制品/服装及衣着附件 6 月单月同比增长 10.46%/0.56%, 鞋类单月同比下降 1.49%。累计来看, 1-6 月出口累计同比变化 10.2%/-2.10%/-5.10%, 波动在正常区间内, 出口较为平稳。

图 15: 纺织品、服装、鞋类出口增速 (分月同比) (%)



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

图 16: 2016 年 1 月至今纺织品、服装、鞋类出口增速 (分月同比) (%)

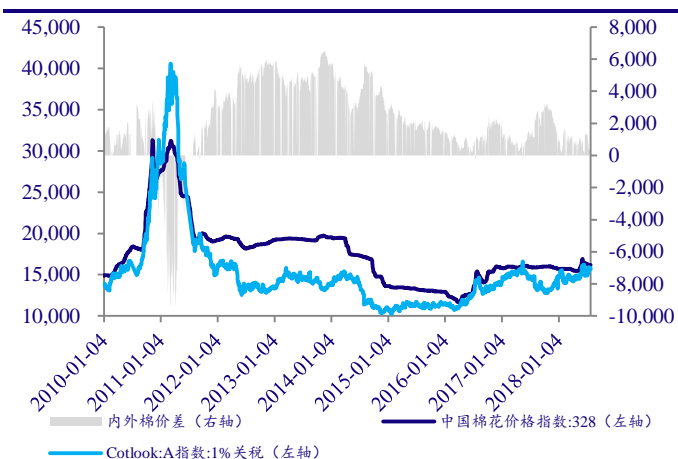


资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

#### 4.4 上游主要原料：棉价基本稳定，汇率持续贬值

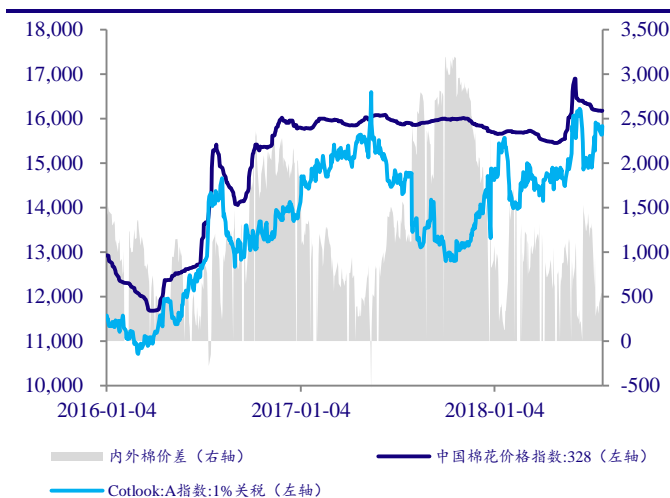
中国棉花价格指数 328 级现货周均价：16181.80 元/吨（%）（周变化 18 元/吨，月变化-129 元/吨，过去一年变化 297 元/吨）；CotlookA 周均价：97.26 美分/磅（%）（周变化 1.05 美分/磅，月变化 4.05 美分/磅，过去一年变化 12.95 美分/磅）。内外棉现货价差（中国棉花价格指数 328-Cotlook A 1%关税）走势趋小，本周均价差为 481.75 元/吨、本月均价差-981.00 元/吨、本年均价差-764.00 元/吨。

图 17：2010 年至今内外棉花现货价格及价差走势（元/吨）



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

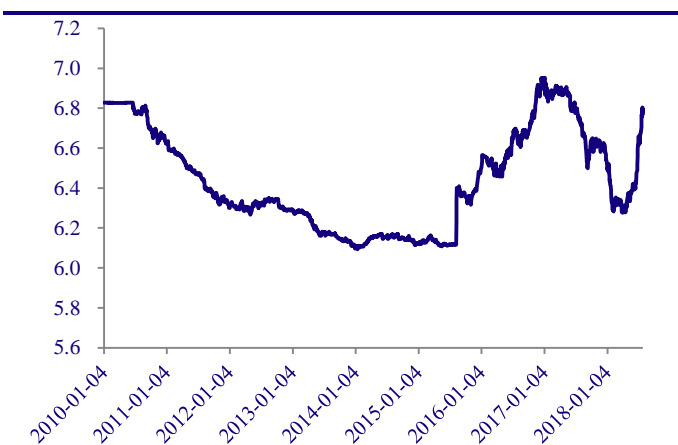
图 18：2016 年至今内外棉花现货价格及价差走势（元/吨）



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

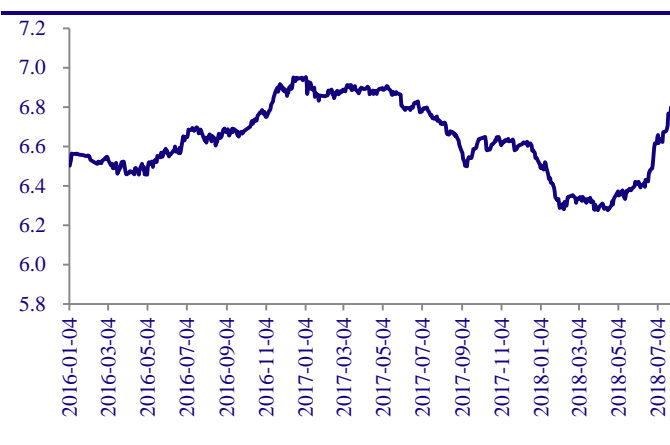
美元兑人民币汇率：（本周变化 1.16%，月变化 3.63%，年变化-4.61%）。人民币自 2018 年 4 月起呈持续贬值趋势。

图 19：2010 年至今美元兑人民币中间价走势



资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

图 20：2016 年年初至今美元兑人民币中间价走势



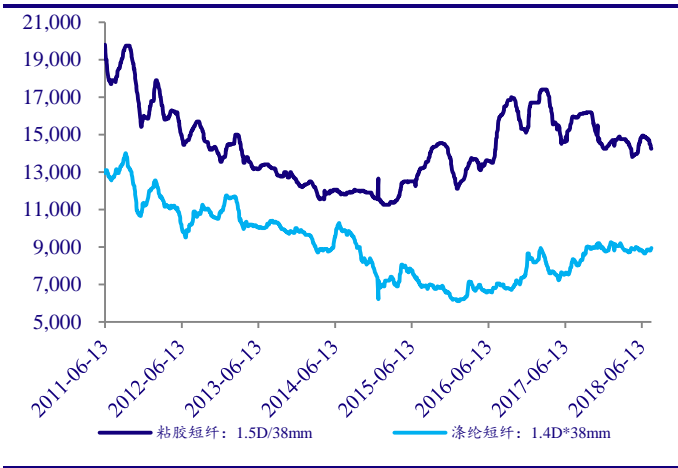
资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

**化纤：**

粘胶短纤：14330 元/吨（%）（周变化-200 元/吨，月变化-650 元/吨，过去一年变化-1675 元/吨）；

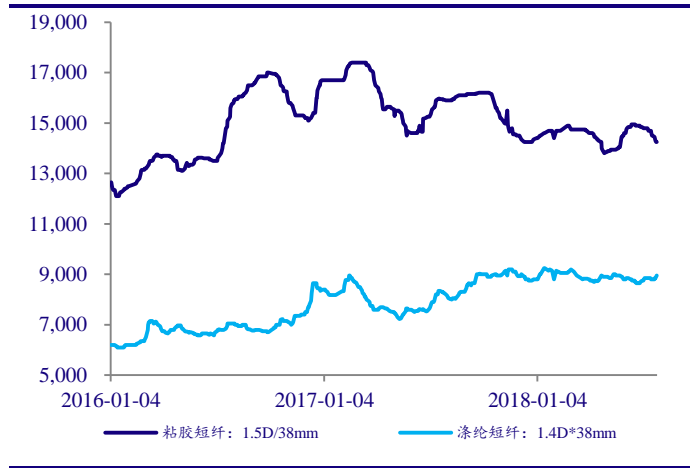
涤纶短纤：8870 元/吨（%）（周变化 150 元/吨，月变化 300 元/吨，过去一年变化 675 元/吨）。

**图 21：2011 年至今国内粘胶短纤、涤纶短纤价格走势**



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

**图 22：2016 年年初至今国内粘胶短纤、涤纶短纤价格走势**

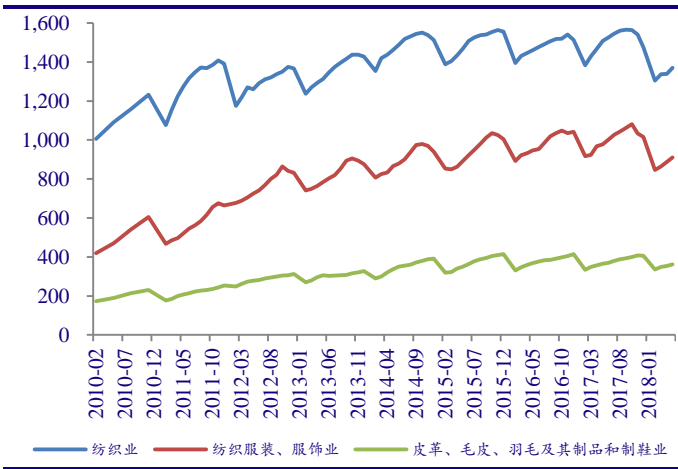


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

**4.5 行业库存情况：存货存量缓慢下降**

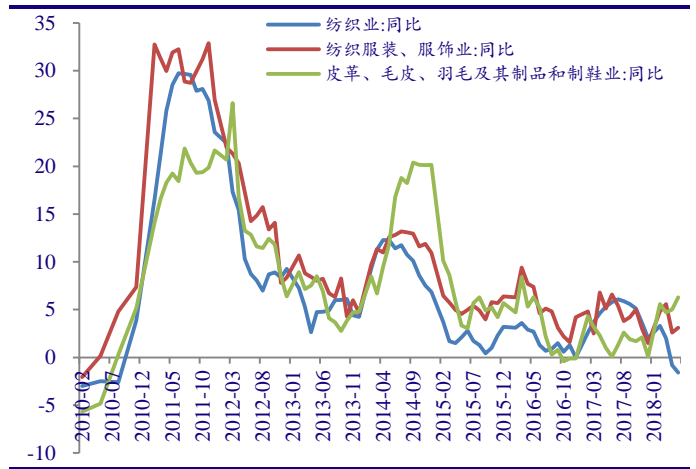
截止 2018 年 5 月，纺织业产成品存货 1,369.5 亿元，同比减少 1.6%；纺织服装、服饰业产成品存货 361.3 亿元，同比增加 3.1%；皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业产成品存货 361.3 亿元，同比增加 6.3%。

**图 23：纺织业及子行业产成品存货情况（亿元）**



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

**图 24：纺织业及子行业产成品存货同比情况（%）**



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

## 5. 上市公司动态

### 5.1 本周上市公司重要公告

表 9：本周上市公司重要公告

行业	证券代码	证券简称	公告日期	事件	公告内容
高端服饰	603518.SH	维格娜丝	2018.7.26	2017 年限制性股票激励计划第一个解除限售期解除限售条件成就	符合解除限售条件成就的激励对象共 116 名，可解除限售的限制性股票数量为 118.9368 万股，占目前公司总股本的 0.66%；
	600400.SH	红豆股份	2018.7.24	首次实施回购公司股份	公司通过集中竞价方式首次回购股份数量为 11,395,790 股，占公司目前总股本的比例为 0.4498%，成交的最高价为 4.05 元/股，成交的最低价为 3.92 元/股，支付的总金额为 46,048,347.2 元。
	002656.SZ	摩登大道	2018.7.24	筹划发行股份购买资产停牌的进展	自 2018 年 6 月 19 日开市起临时停牌，本周继续停牌。
男装	002485.SZ	希努尔	2018.7.26	筹划重大资产重组的停牌进展	自 2018 年 6 月 6 日上午开市起停牌，本周继续停牌。
	600398.SH	海澜之家	2018.7.27	可转换公司债券上市公告书	可转债期限为发行之日起六年，即 2018 年 7 月 13 日至 2024 年 7 月 12 日。可转换公司债券上市时间：2018 年 7 月 31 日。
	002656.SZ	摩登大道	2018.7.27	控股股东部分股票继续质押	瑞丰股份持有本公司股份 203,520,000 股（均为无限售条件流通股），占本公司总股本的 28.56%；其中处于质押状态的股份为 154,522,080 股，占瑞丰股份所持本公司股份的 75.92%，占本公司总股本的 21.69%。
鞋类	300591.SZ	万里马	2018.7.26	控股子公司对外投资设立香港全资子公司	公司控股子公司广州超琦电子商务有限公司以自有资金出资 500 万元港币在香港设立一家全资子公司，名称暂定为香港超琦贸易有限公司。已经公司第二届董事会第六次会议审议通过。
	002503.SZ	搜于特	2018.7.24	公司股东部分股份质押	公司第一大股东马鸿于 2018/7/23 质押 2,000,000 股，质押到期日 2019 年 7 月 11 日，本次质押占其所持股份比例 0.15%。截至公告日，马鸿先生共持有公司 1,356,920,788 股股份，占公司股份总数的 43.43%，其中累计质押股份 983,230,000 股，占公司股份总数的 31.47%，占马鸿先生所持公司股份的 72.46%。
大众休闲	002269.SZ	美邦服饰	2018.7.27	第一期员工持股计划完成股票购买	截至 2018 年 7 月 26 日收盘，公司员工持股计划通过二级市场竞价交易方式购买公司股票共计 58,190,814 股，占公司总股本的 2.32%，交易均价为 3.13 元/股，成交金额合计 182,262,851.38 元。至此，公司已完成第一期员工持股计划标的股票的购买。
运动户外	603908.SH	牧高迪	2018.7.27	实际控制人、控股股东及持股 5% 以上股东涉及诉讼	原告提请确认陆瞰华与浙江嘉拓签订的《宁波大牧股权调整协议》无效，确认浙江嘉拓增加 8.1616 万元人民币注册资本成为宁波大牧持股比例 1% 新股东的行为无效；提请判令浙江嘉拓将登记在其名下的宁波大牧 1% 股权退回宁波大牧，将宁波大牧股权结构恢复至未增资前的状态；提请本案诉讼费用由陆瞰华和浙江嘉拓承担。
纺织制造	002569.SZ	步森股份	2018.7.23	重大资产重组的进展	自 2018 年 6 月 15 日开市起停牌，本周继续停牌。
			2018.7.26	收到《民事裁定书》、《民	公司与上述原告朱丹丹之间不存在任何借款关系，案件涉及的款



002516.SZ	旷达科技	2018-05-16	2,112	150,239	92,842	61.80%	150,239	94,954	63.20%	股权激励限售股份
603808.SH	歌力思	2018-05-22	715	33,700	32,270	95.76%	33,700	32,985	97.88%	股权激励限售股份
603196.SH	日播时尚	2018-05-31	540	24,000	6,000	25.00%	24,000	6,540	27.25%	首发原股东限售股份
002875.SZ	安奈儿	2018-06-01	638	13,204	3,250	24.61%	13,204	3,888	29.44%	首发原股东限售股份
300658.SZ	延江股份	2018-06-04	450	15,000	3,750	25.00%	15,000	4,200	28.00%	首发原股东限售股份
002761.SZ	多喜爱	2018-06-11	-	20,400	5,898	28.91%	20,400	5,898	28.91%	首发原股东限售股份
002763.SZ	汇洁股份	2018-06-11	6,809	38,880	11,646	29.95%	38,880	18,455	47.47%	首发原股东限售股份
002762.SZ	金发拉比	2018-06-11	12,882	35,662	7,496	21.02%	35,662	20,378	57.14%	首发原股东限售股份
603587.SH	地素时尚	2018-06-22	6,100	40,100	6,100	15.21%	40,100	6,100	15.21%	首发一般股份,首发机构配售股份
002776.SZ	柏堡龙	2018-06-26	13,510	36,069	10,536	29.21%	36,069	24,046	66.67%	首发原股东限售股份
002293.SZ	罗莱生活	2018-06-27	115	74,473	69,931	93.90%	74,473	70,046	94.06%	股权激励限售股份
603116.SH	红蜻蜓	2018-06-29	22,809	58,408	18,071	30.94%	58,408	40,880	69.99%	首发原股东限售股份
002291.SZ	星期六	2018-07-06	3,394	39,892	36,279	90.94%	39,892	39,672	99.45%	定向增发机构配售股份
002154.SZ	报喜鸟	2018-07-19	720	126,329	109,647	86.80%	126,329	110,367	87.37%	股权激励限售股份
002327.SZ	富安娜	2018-07-23	280	87,116	51,364	58.96%	87,116	51,644	59.28%	股权激励限售股份
603889.SH	新澳股份	2018-07-30	6,849	39,365	32,306	82.07%	39,365	39,155	99.47%	首发原股东限售股份
600400.SH	红豆股份	2018-08-03	46,647	253,326	202,989	80.13%	253,326	202,989	80.13%	定向增发机构配售股份
603557.SH	起步股份	2018-08-20	17,190	46,998	4,700	10.00%	46,998	4,700	10.00%	首发一般股份,首发机构配售股份
002656.SZ	摩登大道	2018-09-04	2,342	71,252	44,829	62.92%	71,252	44,829	62.92%	定向增发机构配售股份
603877.SH	太平鸟	2018-09-14	178	48,093	19,877	41.33%	48,093	19,877	41.33%	首发原股东限售股份
603157.SH	拉夏贝尔	2018-09-25	9,103	54,767	5,477	10.00%	54,767	5,477	10.00%	首发一般股份,首发机构配售股份
601599.SH	鹿港文化	2018-11-06	1,733	89,407	87,293	97.64%	89,407	87,293	97.64%	股权激励限售股份
603365.SH	水星家纺	2018-11-20	2,191	26,667	6,667	25.00%	26,667	6,667	25.00%	首发一般股份,首发机构配售股份
600448.SH	华纺股份	2018-11-29	9,233	52,485	42,236	80.47%	52,485	42,236	80.47%	定向增发机构配售股份
603558.SH	健盛集团	2018-12-03	1,374	41,636	30,000	72.05%	41,636	30,000	72.05%	首发原股东限售股份
002034.SZ	旺能环境	2018-12-17	9,977	41,657	9,017	21.65%	41,657	9,017	21.65%	股权激励限售股份
603477.SH	振静股份	2018-12-18	5,350	24,000	6,000	25.00%	24,000	6,000	25.00%	首发一般股份,首发机构配售股份
002780.SZ	三夫户外	2018-12-20	909	11,216	6,458	57.58%	11,216	6,458	57.58%	股权激励限售股份
600510.SH	黑牡丹	2018-12-26	25,157	104,710	79,552	75.97%	104,710	79,552	75.97%	股权分置限售股份,定向增发机构配售股份
603608.SH	天创时尚	2018-12-26	3,573	43,140	12,740	29.53%	43,140	12,740	29.53%	首发原股东限售股份

资料来源: WIND, 中国银行证券研究院

## 插图目录

图 1: 核心组合年初至今收益率变动 .....	4
图 2: 2005 年至今纺织服装板块估值水平变化 .....	5
图 3: 纺织服装股票估值溢价情况 .....	5
图 4: 纺织服装股票估值溢价情况-剔除银行股 .....	6
图 5: 美、日、中三国纺织服装板块 PE 比较 .....	6
图 6: 美、日、中三国纺织服装板块 PB 比较 .....	6
图 7: 纺织服装行业公募基金重仓持股市值占总重仓持仓比重 .....	11
图 8: 本周各行业涨跌幅 .....	12
图 9: 纺织服装行业及其子行业年初以来市场表现 .....	12
图 10: 2016 年以来全国百家大型零售企业零售额当月同比 (%) .....	13
图 11: 2016 年以来全国 50 家大型零售企业零售额当月同比 (%) .....	13
图 12: 2016 年至今社会消费品零售总额当月同比 (%) .....	13
图 13: 服装鞋帽针纺织品类限额以上零售额当月同比 (%) .....	13
图 14: 服装家纺网络零售额 (亿元) 及同比增速 (%) .....	14
图 15: 纺织品、服装、鞋类出口增速 (分月同比) (%) .....	14
图 16: 2016 年 1 月至今纺织品、服装、鞋类出口增速 (分月同比) (%) .....	14
图 17: 2010 年至今内外棉花现货价格及价差走势 (元/吨) .....	15
图 18: 2016 年至今内外棉花现货价格及价差走势 (元/吨) .....	15
图 19: 2010 年至今美元兑人民币中间价走势 .....	15
图 20: 2016 年年初至今美元兑人民币中间价走势 .....	15
图 21: 2011 年至今国内粘胶短纤、涤纶短纤价格走势 .....	16
图 22: 2016 年年初至今国内粘胶短纤、涤纶短纤价格走势 .....	16
图 23: 纺织业及子行业产成品存货情况 (亿元) .....	16
图 24: 纺织业及子行业产成品存货同比情况 (%) .....	16

## 表格目录

表 1: 核心组合本周表现 .....	1
表 2: 热点事件及分析 .....	2
表 3: 核心推荐组合及推荐理由 .....	4
表 4: 国际纺织服装龙头业绩与估值 (市值单位: 亿美元; 截止 2018.7.27) .....	7
表 5: 港股龙头业绩及估值 (市值单位: 亿美元; 截止 2018.7.27) .....	8
表 6: 国内纺织服装白马股及重点跟踪公司业绩增速与估值 (市值单位: 亿人民币元; 截止 2018.7.27) .....	9
表 7: 本周纺织服装板块涨幅前十 .....	12
表 8: 本周纺织服装板块跌幅前十 .....	12
表 9: 本周上市公司重要公告 .....	17
表 10: 年内上市公司非流通股解禁明细 .....	18

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**李昂，证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
海外机构：尚薇 010-83574522 shangwei@chinastock.com.cn  
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
海外机构：舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn