

产业资本增持传递信心 继续看好行业龙头机会



核心观点

- 行情回顾:** 本周大盘指数表现分化, 全周沪深 300 指数上涨 0.28%, 创业板指数下跌 1.03%, 纺织服装行业全周下跌 0.89%, 表现介于沪深 300 和创业板指数之间, 其中纺织制造和品牌服饰子板块分别下跌 0.77% 和 1.02%。个股方面, 中小市值转型股表现活跃, 我们覆盖的华孚时尚、森马服饰、太平鸟和富安娜取得了不错的收益。
- 海外要闻:** (1) Gap 盖璞品牌二季度表现继续恶化。(2) 新秀丽上半年利润大跌, 二季度销售极速放缓。(3) Movado 摩凡陀上调全年预期。(4) Tiffany & Co. 蒂芙尼二季度超预期, 上调全年盈利目标。(5) aerie 同店增长及三季度 EPS 展望逊于预期。
- A 股行业与公司重要信息:** (1) 汇洁股份、嘉欣丝绸、金发拉比、浪莎股份、老凤祥、跨境通、日播时尚、九牧王、维格娜丝等多家公司发布 2018 年中报。(2) 华孚时尚: 公司与国家开发银行新疆维吾尔自治区分行签署《战略合作协议》, 国开行同意向公司提供人民币 120 亿元的融资总量, 有效期五年。(3) 歌力思: 公司与比利时设计师 Jean-Paul Knott 签署了合资经营协议, 公司以货币出资 800 万元, 持有合资经营企业 80% 股权; Jean-Paul Knott 以知识产权出资 200 万元, 持有合资经营企业 20% 股权。(4) 8/18~8/24 消费行业投融资情况: 美国互联网“中性内衣”初创公司 TomboyX 完成 430 万美元 A 轮融资。
- 本周重要报告:** 部分公司中报点评: 水星家纺、华孚时尚、朗姿股份。
- 本周建议板块组合:** 森马服饰、海澜之家、罗莱生活、太平鸟和华孚时尚。上周组合表现: 森马服饰 4%、海澜之家-1%、罗莱生活 0%、太平鸟 3% 和华孚时尚 5%。

投资建议与投资标的

- 18 年中报披露完毕, 纺织服装板块各龙头公司上半年业绩基本符合之前市场的预期, 从品类来看, 男装偏弱, 大众休闲与家纺总体平稳, 中高端女装品牌大多保持较快增长, 童装、运动、化妆品等依旧强势, 这种品类间的差异, 符合当前经济大环境下, 可选消费景气度结构性明显分化的趋势。从三季度跟踪的重点品牌公司终端零售来看, 7 月销售稍逊, 8 月有所改善, 随着秋冬装销售开始进入旺季, 对宏观环境预期的企稳将有助于行业零售增长的恢复。在今年弱市格局下, 越来越多的公司通过员工持股计划、管理层与大股东增持以及股份回购等方式表达对各自企业当前价值的认可与对未来发展的信心, 我们认为目前估值已经充分甚至过度反映了市场的悲观预期, 即使在消费环境不景气的悲观假设下, 各细分板块龙头经过几轮洗牌, 在渠道、供应链、库存结构等各方面的竞争优势已得到进一步增强, 行业头部效应在市场波动中将愈发明显, 二级市场也将逐步反映市场优胜劣汰的过程, 部分细分行业龙头公司股价已经调整到了可以更积极配置的位置。我们继续看好大众服饰领域品牌集中提升带来的龙头市值扩张机会, 推荐森马服饰、海澜之家和太平鸟等, 同时建议关注细分领域主品牌增长稳健、多品牌多品类孵化逐步成熟且目前估值吸引力日益突出的罗莱生活、歌力思、安正时尚、水星家纺、富安娜等公司, 受益于人民币贬值和棉价长期预期向上, 制造公司重点关注鲁泰、华孚时尚和伟星股份。

风险提示

- 行业投资风险主要来自于国内零售终端复苏的波动、棉价和人民币汇率波动等。

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A 股
行业 纺织服装
报告发布日期 2018 年 09 月 02 日

行业表现



资料来源: WIND

证券分析师 **施红梅**
021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860511010001

赵越峰
021-63325888*7507
zhaoyuefeng@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860513060001

联系人 **张维益**
021-63325888-7535
zhangweiyi@orientsec.com.cn

相关报告

Q2 零售减速已被充分预期 调整之后板块 2018-08-27
估值吸引力逐步增加

化妆品龙头中报靓丽 服饰龙头 Q2 减速 2018-08-20
但整体仍稳健

7 月 50 家零售数据不应过分放大 行业龙头 2018-08-13
头强化趋势不变

行情回顾

本周大盘指数表现分化，全周沪深 300 指数上涨 0.28%，创业板指数下跌 1.03%，纺织服装行业全周下跌 0.89%，表现介于沪深 300 和创业板指数之间，其中纺织制造和品牌服饰子板块分别下跌 0.77%和 1.02%。个股方面，中小市值转型股表现活跃，我们覆盖的华孚时尚、森马服饰、太平鸟和富安娜取得了不错的收益。

表 1：个股涨跌幅前 10 名

涨幅前 10 名	健盛集团	华孚时尚	森马服饰	航民股份	*ST 千足	华升股份	太平鸟	红豆股份	多喜爱	富安娜
幅度(%)	7.53	5.18	4.39	4.02	3.53	3.30	2.60	2.50	2.43	1.86
跌幅前 10 名	奥特佳	贵人鸟	鹿港文化	柏堡龙	报喜鸟	爱迪尔	三夫户外	浪莎股份	金发拉比	棒杰股份
幅度(%)	-9.94	-9.70	-6.25	-6.11	-5.71	-5.29	-5.18	-4.77	-4.72	-3.78

数据来源：Wind、东方证券研究所

海外要闻

截至 8 月 3 日的二季度，Gap 盖璞品牌同店销售大跌 5%，较去年同期的 1%显著扩大，也是 2016 年三季度以来的最大跌幅，远高于市场预测的 2.3%。Gap 盖璞品牌持续疲软的销售在二季度再次掩盖了 Old Navy 老海军及 Banana Republic 香蕉共和国的积极表现。二季度最大品牌 Old Navy 老海军录得 5%的同店销售增长，增速持平于去年同期，优于市场预期的 4%，该品牌将引入加大码系列进一步扩大消费群体。Banana Republic 香蕉共和国更从去年同期下跌 5%改善到实现 2%的增长，表现符合市场预期。母公司 Gap Inc. 整体同店销售按年上升 2%，连升七季。净销售同比上涨 7.5%至 40.85 亿美元，市场期望为 40.1 亿美元。净利润为 2.97 亿美元，较去年同期 2.71 亿美元增加 9.6%，EPS 从去年同期的 0.68 美元上升至 0.71 美元。经调整 EPS 为 0.76 美元，高过市场预测的 0.72 美元。

全球最大箱包制造商新秀丽国际发布利润大跌 18.7%的中期业绩，固定汇率计，上半年新秀丽国际利润由 8,340 万美元跌至 6,780 万美元，跌幅 23.1%。中期纯利下滑主要因再融资的同时所撤销的原优先信贷通递延融资成本 5,330 万美元费用影响，经调整后，1-6 月录得 28.8%的利润增幅，固定汇率计算增幅 24.4%。经调整后 EBITDA 录得 14.6%的增幅至 2.768 亿美元，2017 年上半年为 2.415 亿美元，固定汇率增幅缩窄至 11.0%，经调整后 EBITDA 利润率 15.0%，按年跌 20 个基点，主要因 eBags 电商业务整合期间盈利能力较低，撇除 eBags 经调整后 EBITDA 15.5%按年微增 10 个基点。在眼花缭乱的收购，新秀丽国际 2018 年中期收入创纪录达 18.487 亿美元，按年增 16.6%，固定汇率增幅 12.9%，其中二季度 12.7%的增幅较首季度 21.1%高速放缓。截至 6 月底上半财年，新秀丽国际毛利增幅 18.9%至 10.438 亿美元，毛利率则因 Tumi 品牌毛利率改善及 DTC 渠道占比提升而大幅改善 120 个基点至 56.5%。

在二季度业绩发布后，因对 MVMT 品牌的收购再度上调全年预期，将全年 EPS 由 2.35-2.40 美元上调至 2.45-2.55 美元，收入预期由 6.150-6.250 亿美元上调至 6.600-6.750 亿美元，营业利润预期由 7,100 万-7,300 万美元上调至 7,500 万-7,700 万美元。截至 7 月底的 2019 财年二季度，摩凡陀录得 914.0 万美元纯利或 EPS 0.39 美元，上年同期为 548.2 万美元或 EPS 0.24 美元，经调整后 EPS 由 0.43 美元增至 0.45 美元，基本符合市场预期，期内收入增幅 11.9%，由 1.288 亿美

元增至 1.441 亿美元, 好于市场预期的 1.375 亿美元, 固定汇率增幅 10.5%。摩凡陀营业利润 1,286.0 万美元, 较上年同期 831.7 万美元大涨 53.6%, 经调整后营业利润增幅 13.2% 至 1,459.9 万美元, 营业利润率提升 250 个基点至 8.9%, 经调整后改善 10 个基点至 10.1%。

Tiffany & Co. 蒂芙尼继续利用巨额广告投入刺激美国本土和中国的强劲需求, 使二季度再次取得超预期的高速销售增长。销售连续倒退两年的 Tiffany & Co. 蒂芙尼在 2017 假日季恢复增长后越加勇猛, 二季度全球同店销售延续首季 7% 的同比增速, 优于 Consensus Metrix 的综合预期 5.6%。在截至 7 月 31 日的二季度, 欧洲的固定汇率计同店销售跌幅从首季的 9% 缩窄至 4%, 按销售计最大的三个市场美洲、亚太地区和日本三个则分别录得 8%、10% 和 8% 的增长, 表现与一季度大致相若。二季度净销售为 10.759 亿美元, 基本符合市场预测的 10.4 亿美元, 较去年同期 9.597 亿美元增加 12.1%, 固定汇率计增幅为 11%。毛利率提高了 150 个基点至 64%。得益于有效税率下降, 净利润按年增加 25.8% 至 1.447 亿美元, EPS 也从去年同期的 0.92 美元上升至 1.12 美元。经调整 EPS 为 1.17 美元, 远胜市场期望的 1.01 美元。管理层把全年 EPS 指引从此前的 4.50-4.70 美元调高至 4.65-4.80 美元, 净销售和同店销售增长预期则分别维持为高个位数和中至高个位数。

AEO 内衣品牌 aerie 二季度同店销售维持 27% 的高增长, 但首季度 38% 的增长令市场对该品牌的预期被推高至 30%, 导致 aerie 在截至 8 月 4 日的二季度罕见逊于市场预期。二季度, AEO 纯利暴涨 184.1% 至 6,033.3 万美元或每股收益 0.34 美元, 较市场预期的 0.31 美元高近一成, 上年同期为 2,123.6 万美元或 EPS 0.12 美元, 经调整后较上年同期 0.19 美元 EPS 亦有八成增幅。AEO 收入同样超越市场预期, 9.649 亿美元的营业额高出市场预期逾 2%, 较 2017 财年二季度 8.446 亿美元增长 14.2%, 同店销售期内狂飙 9%。过去三个月, aerie 继续保持对内衣巨头 Victoria's Secret 维多利亚的秘密的碾压, 后者二季度同店销售录得 1% 的跌幅, 其中实体店同店销售大跌 5%。除 aerie 强劲之外, 集团同名品牌 American Eagle 次季同店销售亦录得 7% 的强势增长。

A 股行业与公司重要信息

汇洁股份: 公司公布 2018 年半年度报告, 实现营业收入 11.51 亿元, 主营业务发展良好, 其中主营业务收入 11.45 亿元, 同比增长 10.83%, 归属上市公司股东净利润 1.80 亿元, 同比增长 1.30%。

嘉欣丝绸: 公司公布 2018 年半年度报告, 实现营业总收入 15.82 亿元, 同比增长 22.39%; 实现净利润 7,332.78 万元, 同比增长 11.96%, 归属于上市公司股东的净利润 6,866.61 万元, 同比增长 12.94%。

金发拉比: 公司公布 2018 年半年度报告, 实现营业收入 1.97 亿元, 同比增长 11.99%, 实现归属于上市公司股东的净利润 3,528.23 万元, 同比增长 15.45%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 3,159.80 万元, 同比增长 11.88%; 基本每股收益 0.10 元, 同比增长 11.11%。

华孚时尚: 公司与国家开发银行新疆维吾尔自治区分行签署《战略合作协议》, 国开行同意向公司提供人民币 120 亿元的融资总量, 有效期五年, 用于公司经营发展。

浪莎股份: 公司公布 2018 年半年度报告, 完成营业收入 1.19 亿元, 比上年同期增长 30.03%; 实现净利润 1,066.44 万元, 比上年同期增长 6.82%, 其中报告期内公司使用自有资金进行短期委托理财产生投资收益占净利润比例达到 32.55%。

老凤祥：公司公布 2018 年半年度报告，营业收入完成 252.49 亿元，比 2017 年同期增长 10.30%；利润总额完成 11.34 亿元，比 2017 年同期增长 11.71%；归母净利润完成 6.50 亿元，比 2017 年同期增长 11.55%。

跨境通：公司公布 2018 年半年度报告，营业收入 98.75 亿元，同比增长 77.23%；营业利润 6.25 亿元，同比增长 49.49%；归母净利润 5.07 亿元，同比增长 61%。

日播时尚：公司公布 2018 年半年度报告，营业收入 5.11 亿，较上年同期增长 11.14%。归母净利润 1,792.81 万元，较上年同期下降 28.97%。所有渠道门店店数稳步增长，同比净增加 106 家，规模扩大带来销售收入增长。同时公司加大品牌推广投入、加大对研发投入以及新品牌处于培养期，导致利润下降。

孚日股份：公司拟以不低于人民币 1 亿元（含）、不超过人民币 3 亿元（含）的回购金额，不超过人民币 7 元/股的回购价格，预计回购股份数量约 4,285 万股，约占公司目前已发行总股本的 4.72%。

益民集团：公司公布 2018 年半年度报告，营业总收入 8.39 亿元，完成年度计划的 57.02%；归母净利润 9,470.65 万元，完成年度计划的 70.12%。

际华集团：公司公布 2018 年半年度报告，营业收入 117.13 亿元，同比减少 7.24%，利润总额 3.32 亿元，同比降低 56.71%，归母净利润 2.36 亿元，同比降低 54.00%，其中，扣非净利润 9,971 万元，同比增长 1,336.51%；实现基本每股收益 0.05 元，同比降低 61.54%。

棒杰股份：公司公布 2018 年半年度报告，营业收入 1.81 亿元，较上年同期下降 8.5%，营业成本 1.29 亿元，较上年同期下降 3.66%，营业利润 1,995.72 万元，较上年同期下降 38.94%，归母净利润 1,530.71 万元，较上年同期下降 32.41%。

哈森股份：公司公布 2018 年半年度报告，实现营业收入 7.25 亿元，比上年同期减少 6.48%；实现归母净利润 3,800.17 万元，比上年同期减少 13.06%。

天创时尚：公司公布 2018 年半年度报告，整体实现营业收入 10.03 亿元，较去年同期相比增长 23.28%，其中移动互联网精准营销业务—小子科技实现营业收入约 1.26 亿元；整体实现归母净利润 1.38 亿元，同比增长 37.37%，其中移动互联网精准营销业务—小子科技实现净利润 4,648 万元。

龙头股份：公司公布 2018 年半年度报告，实现营业总收入 19.41 亿元，比上年同期增加 5,159 万元，同比增长 2.73%；实现利润总额 5,464 万元，比上年同期增加 621 万元，同比增长 12.82%。

九牧王：公司公布 2018 年半年度报告，实现营业收入 12.61 亿元，较上年同期增长 10.68%，营业利润 3.30 亿元，较上年同期增长 17.95%；利润总额 3.31 亿元，较上年同期增长 18.46%；归属上市公司股东的净利润 2.63 亿元，较上年同期增长 17.10%；扣除非经常性损益后净利润 2.47 亿元，较上年同期增长 13.73%。

维格娜丝：公司公布 2018 年半年度报告，实现营业收入 13.77 亿元，较上年同期增长 48.33%；扣除非经常性损益后净利润 8,620.7 万元，较上年同期增长 152.73%。因 TEENIE WEENIE 业务自 2017 年 3 月纳入合并，本期较去年同期相比，合并报表口径增加了 TEENIE WEENIE 业务 2018 年 1 月至 2 月的财务数据。公司本期营业收入较上年同期有较大增幅。

瑞贝卡：公司公布 2018 年半年度报告，实现营业收入 9.89 亿元，与上年同期相比增长 1.66%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.26 亿元，与上年同期相比增长 19.36%。

搜于特：公司公布 2018 年半年度报告，营业收入为 108.80 亿元，较上年同期增长 65.85%，实现归属于上市公司股东的净利润 4.30 亿元，较上年同期增长 19.09%。公司全资子公司东莞市搜于特供应链管理有限公司拟以自有资金 6,000 万元港币在香港投资设立搜于特国际（香港）有限公司（暂定名，以当地主管部门注册核准为准），进行时尚生活产业相关的经营和投资活动。

潮宏基：公司公布 2018 年半年度报告，实现营业收入 16.27 亿元，与上年同期相比增长 3.70%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.67 亿元，与上年同期相比增长 2.75%。

御家汇：公司公布 2018 年半年度报告，实现营业收入 9.81 亿元，同比增长 57.78%；实现归属于上市公司股东的净利润 6,503.38 万元，同比增长 19.05%。

海澜之家：公司公布 2018 年半年度报告，实现营业收入 100.14 亿元，同比增长 8.23%；归属于上市公司股东的净利润 20.66 亿元，同比增长 10.20%。

青岛金王：公司公布 2018 年半年度报告，实现营业总收入 27.41 亿元，较上年同期增长 37.04%，扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润为 1.24 亿元，较上年同期增长 50.37%。

摩登大道：公司公布 2018 年半年度报告，实现营业收入 6.44 亿元，较上年同期上升 40.23%，扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润为 5,211.04 万元，较上年同期扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润 144.85 万元上升了 3,497.50%。公司升级转型取得阶段性进展，集中体现在业务构成持续优化、渠道模式持续丰富，贴合当前零售行业整体发展方向，同时，公司盈利能力持续增强。

雅戈尔：公司公布 2018 年半年度报告，完成营业收入 35.86 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润 14.89 亿元，主要受地产项目集中在下半年交付和计提中信股份资产减值准备 2.98 亿元的影响，分别较上年同期降低 33.59%、27.28%。

申达股份：公司公布 2018 年半年度报告，完成营业收入 80.71 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润 8,007.58 万元，分别较上年同期上升 94.30%、31.09%。

贵人鸟：公司公布 2018 年半年度报告，实现营业收入 15.36 亿元，比上年同期减少 2.67%，销售收入基本保持平稳，其中贵人鸟自主品牌销售收入 6.87 亿元，比上年同期下降 19.51%。

歌力思：公司与比利时设计师 Jean-Paul Knott（中文名“让保罗·诺特”）签署了合资经营协议，拟在广东省深圳市共同投资设立合资经营企业，在大中华区（中国大陆及港、澳、台地区）经营管理比利时设计师品牌 JeanPaulKnott。公司以货币出资 800 万元，持有合资经营企业 80%股权；Jean-Paul Knott 以知识产权出资 200 万元，持有合资经营企业 20%股权。

星期六：公司拟以发行股份及支付现金方式购买 13 名自然人股东和 18 名机构股东持有的遥望网络 89.3979%股权。遥望网络 100%股权的预估值为 200,000.00 万元。经交易各方协商，初步确定本次交易中购买 89.3979%股权的交易价格为 178,795.89 万元。其中，星期六拟以现金方式支付交易对价 4.74 亿元，拟以发行股份的方式支付交易对价 13.14 亿元。

8/18-8/24 消费行业投融资情况：

1) 美国互联网“中性内衣”初创公司 TomboyX 完成 430 万美元 A 轮融资

8月22日,美国互联网中性内衣初创公司 TomboyX 完成 430 万美元 A 轮融资,由投资公司 TAU 领投,投资公司 Redbadge 韩国分公司 Redbadge Pacific 和 SBI Group 资产管理业务的韩国分公司 SBI Investments Korea 参投。该交易完成后, TomboyX 的总融资额达到 630 万美元。TomboyX 于 2013 年共同创办。TomboyX 最初专注于女性衬衣,并于 2014 年 9 月开始转型内衣业务。之后,公司开始飞速发展,在不到两周的时间里卖空了所有女性平角内裤,并且在接下来的六个月中将销售额增加了两倍。2015 年底, TomboyX 改进了官方网站,删除了所有非内衣的内容,将业务专注于:内衣、泳装和家居服等,其销售额在过去三年中增长了 2000%。新的资金将用于扩建现有团队,包括招聘一些有经验的专业电商人员。同时扩大生产技术规模,据悉, TomboyX 目前正在考察在中国开设工厂的计划。

本周重要报告

(1) 水星家纺中报点评:上半年电商增速放缓,线下延续较快增长

18 年上半年公司营业收入和净利润分别同比增长 16.53%和 20.86%,扣非后净利润同比增长 20.74%,其中第二季度单季公司营业收入和净利润分别同比增长 8.89%和 15.55%,收入与盈利增速环比一季度有所下滑,我们预计上半年公司线下收入依然保持快速增长,电商受到社交电商平台流量的分流影响,二季度线上收入增速开始放缓。

上半年公司综合毛利率同比下降 1.03pct,与部分原材料成本上升有关,预计后续产品提价后将抵消部分成本上升的影响;期间费用率同比下降 1.28pct,其中销售费用率同比微升 0.10pct,管理费用率同比下降 0.64pct,短期存款增加利息收入使得财务费用率同比下降 0.74pct,整体费用率控制得当。上半年公司经营活动净现金流为净流出状态,主要是考虑原材料涨价趋势提前备货及增加预付款、支付到期货款、支付税款所致;半年末应收账款较年初上升 8.03%,存货较年初上升 7.49%。

聚焦二三线家纺市场,线下加快拓展,期待电商一系列调整后重回高增长轨道。18 年公司在深耕二三线市场的基础上,将积极布局一线城市,下沉四线城市,在消费升级向低线城市传导过程中,继续紧贴当地消费者,依托经销商本地资源、水星品牌营销与产品性价比优势,夯实并加快拓展线下市场。面对传统电商平台流量增速的放缓以及社交电商分流影响等市场环境的变化,今年水星电商团队一方面通过更灵活的组织形态应对市场,另一方面也在积极参与社交电商新模式,依托丰富经验与完善激励机制,电商完成一系列调整后有望重回快速增长轨道。

根据中报,因线上业务收入增速放缓,我们小幅下调公司收入增速预测,预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 1.17 元、1.40 元与 1.68 元(原预测为 1.22 元、1.53 元与 1.85 元),参考可比公司平均估值,给予公司 2018 年 19 倍 PE 估值,对应目标价 22.23 元,维持公司“买入”评级。深耕二三线市场,凭借相匹配的品牌定位与客户认知度,水星将充分受益于低线城市的消费升级以及线上线下行业集中度的提升,其丰富的加盟经销经验和成熟的电商运营能力,也为后续品牌规模的扩张奠定基础。

(2) 华孚时尚中报点评:纱线网链同步增长,龙头优势凸显

18 年上半年公司营业收入与净利润分别同比增长 25.33%与 25.88%，扣非后净利润同比增长 21.34%，其中第二季度单季公司收入和净利润分别同比增长 21.12%和 22.22%，扣非后净利润同比增长 32.43%。**公司预计 18 年 1-9 月净利润同比增长 20%-40%。**

由于低毛利率网链业务收入的更快增长，上半年公司综合毛利率同比下降 1.30pct，二季度毛利率环比上升 1.43pct。上半年期间费用整体控制较为得当，同比下降 0.40pct。半年末公司应收账款同比增长 2.39%，原材料采购量增加导致存货同比增长 46.53%，经营活动净现金流同比由负转正，改善明显。分业务来看，上半年纱线业务产能有序投放，收入增长 16.67%，毛利率提升 0.20pct；网链业务继续放量，收入同比增长 40.99%，占整体营收为 38.09%，毛利率同比下滑 2.29pct。分地区来看，上半年国内销售同比增长 40.05%，主要是网链业务增长，出口销售基本持平。

下游需求持续增长，行业进入壁垒高，龙头优势愈加明显。随着中产阶级扩容驱动消费升级，运动与快时尚品牌服饰需求提升，色纺纱应用领域不断扩大。国内环保监管趋严，色纺纱先染后纺的工艺特点也将推动色纺纱在整个纱线市场的占有率和渗透率提升。行业存在的越来越高的技术、资本、研发、品牌和客户资源壁垒，有利于华孚这样的行业龙头的份额进一步提升，中长期国内棉价重心的上移预计将对公司毛利率带来积极影响。面对中美贸易战的不确定性，公司将其规模技术优势，积极拓展新空间、新品类，降本增效，利用低谷期积极并购扩张。

纱线业务方面，上半年公司新增产能 8 万锭，总产能达到 188 万锭。2018-2020 年公司新疆在建的新增产能将陆续投放，产能有望保持 10%以上的复合增长。公司前端网链业务依托深耕新疆的供应链资源，未来仍将保持营收快速增长，后端业务经过摸索调整，18 年有望通过多种方式发力。聚焦高毛利品类、提升订单集中度以及网链上下游提供更多高附加值服务，将助力华孚盈利水平的进一步提升。7 月公司控股股东华孚控股及一致行动人增持 310 万股，并计划在 6 个月内继续增持股份，显示了对公司发展的长期信心和认可。

考虑股本转增除权，我们维持对公司盈利预测，预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 0.56 元、0.69 元与 0.82 元，参考可比公司平均估值，给予公司 2018 年 14 倍 PE 估值，对应目标价 7.84 元，维持公司“买入”评级。

(3) 朗姿股份中报点评：女装主业快速增长，投资收益进一步助推盈利大幅增长

主业女装业务的快速增长和医美新增并表推动 18 年上半年公司营业收入和净利润分别同比增长 22.73%和 105.72%（盈利增长部分有投资收益同比增长 96%的贡献），扣非后净利润同比增长 147.73%，其中第二季度单季公司营业收入和净利润分别同比增长 25.07%和 168.03%。中期公司拟每 10 股派息 1 元，预计 18 年前三季度净利润同比增长在 60%-90%之间。

中报财务质量整体良好。上半年公司女装收入同比增长 31.47%，其中主品牌朗姿收入增长 46.29%，莱茵收入增长 21.97%，女装终端净增 13 家至 467 家，延续回暖趋势；婴童业务收入 3.58 亿元，尚处亏损状态；医美业务收入 2.25 亿元，占比提升至 17%；资管业务新增收入 3841 万元；参股的 L&P 上半年实现盈利 1.27 亿元，同比微增。并表使得公司财务数据变动较大，上半年公司综合毛利率同比大幅提升 4.99pct，期间费用率同比上升 5.02pct，主要是财务费用率增长显著（发行短融和公司债导致利息增加）。上半年公司经营活动净现金流同比增长 167.22%，应收账款较年初增加 12.44%，存货较年初减少 6.11%。

女装复苏，泛时尚生态圈初具雏形，后续服装主业与医美的外延值得期待。（1）女装：公司近年来持续加强女装产品力和终端优化调整，17 年以来整体呈现复苏趋势，上半年净开店仅 13 家，同

店保持快速增长。(2) 化妆品: 公司投资的 L&P 盈利开始恢复增长。(3) 医美: 公司现拥有“梦想”“米兰柏羽”“晶肤医美”“高一生”四大医美品牌, 未来有望进一步整合海内外优质医美资源, 成为国内真正规范化、规模化的医美龙头之一。(4) 婴童: 公司通过收购韩国国民婴童品牌阿卡邦将其引入国内, 未来在二胎政策全面放开预期下值得期待。(5) 资产管理: 业务模式日趋成熟, 原股东增资后有望对公司未来业绩贡献得到进一步提高。

我们维持对公司 2018-2020 年每股收益分别为 0.70 元、0.83 元和 0.98 元的盈利预测, 参考可比公司平均估值, 给予公司 2018 年 19 倍 PE 估值, 对应目标价 13.30 元, 维持公司“增持”评级。

本周建议板块组合

本周建议组合: 森马服饰、海澜之家、罗莱生活、太平鸟和华孚时尚。

上周组合表现: 森马服饰 4%、海澜之家-1%、罗莱生活 0%、太平鸟 3% 和华孚时尚 5%。

投资建议和投资标的

18 年中报披露完毕, 纺织服装板块各龙头公司上半年业绩基本符合之前市场的预期, 从品类来看, 男装偏弱, 大众休闲与家纺总体平稳, 中高端女装品牌大多保持较快增长, 童装、运动、化妆品等依旧强势, 这种品类间的差异, 符合当前经济大环境下, 可选消费景气度结构性明显分化的趋势。从三季度跟踪的重点品牌公司终端零售来看, 7 月销售稍逊, 8 月有所改善, 随着秋冬装销售开始进入旺季, 对宏观环境预期的企稳将有助于行业零售增长的恢复。在今年弱市格局下, 越来越多的公司通过员工持股计划、管理层与大股东增持以及股份回购等方式表达对各自企业当前价值的认可与对未来发展的信心, 我们认为目前估值已经充分甚至过度反映了市场的悲观预期, 即使在消费环境不景气的悲观假设下, 各细分板块龙头经过几轮洗牌, 在渠道、供应链、库存结构等各方面的竞争优势已得到进一步增强, 行业头部效应在市场波动中将愈发明显, 二级市场也将逐步反映市场优胜劣汰的过程, 部分细分行业龙头公司股价已经调整到了可以更积极配置的位置。我们继续看好大众服饰领域品牌集中提升带来的龙头市值扩张机会, 推荐森马服饰(002563, 买入)、海澜之家(600398, 买入)、太平鸟(603877, 增持)等、同时建议关注细分领域主品牌增长稳健、多品牌多品类孵化逐步成熟且目前估值吸引力日益突出的罗莱生活(002293, 买入)、歌力思(603808, 买入)、安正时尚(603839, 增持)、水星家纺(603365, 买入)、富安娜(002327, 买入)等公司, 受益于人民币贬值和棉价长期预期向上, 制造公司重点关注鲁泰 A(000726, 增持)、华孚时尚(002042, 买入)、伟星股份(002003, 买入)。

风险提示

行业投资风险主要来自于国内零售终端复苏的波动、棉价和人民币汇率波动等。

近期纺织服装行业部分公司增持情况梳理				
公司	增持主体	增持计划	增持进展	目前持股比例
南极电商	控股股东张玉祥先生	计划在2017年11月29日起6个月内，以自有资金增持公司股份，增持股份的金额不超过1亿元。	已完成股票购买，2017年12月1日-2018年1月19日期间共增持860,355股公司股票，增持金额为996.7818万元。	26.68%
浙江富润	出资参加本员工持股计划的公司董事、高级管理人员、中层管理人员	公司第一期员工持股计划（广发原驰·富润1号定向资产管理计划）完成标的股票的购买，富润1号总规模为人民币2亿元整。	公司第一期员工持股计划完成股票购买，已通过二级市场集中竞价累计购入2307.74万股，占总股本4.42%，成交均价8.64元/股，锁定1年。	4.42%
跨境通	副董事长和总经理徐佳东先生	计划在2017年12月26日起6个月内，在未来6个月内增持不超过5,000万元的公司股份	2018年6月15日通过深圳证券交易所证券交易系统增持公司股份603,700股，占公司总股本的0.04%。	17.45%
瑞贝卡	控股股东瑞贝卡控股	计划在2018年7月2日起1个月内，以自有资金增持公司股份，增持股数占公司总股本的比例不低于1%，不超过2%	2018年07月03日，控股公司通过上海证券交易所交易系统增持本公司股份7,150,000股，占本公司总股份1,131,985,440股的0.63%	33.32%
森马服饰	出资参加本员工持股计划的公司董事、高级管理人员、中层管理人员	通过本员工持股计划后6个月内，公司第一期员工持股计划（中信证券·森马服饰1号定向资产管理计划）完成标的股票的购买，资金总额上限为11,980万元（含）	公司第一期员工持股计划完成股票购买，已通过二级市场集中竞价累计购入832万股，占总股本0.31%，成交均价14.10元/股，锁定1年	0.31%
华孚时尚	控股股东华孚控股及其一致行动人安徽飞亚	计划在2018年7月20日起6个月内，以自有资金增持公司股份，增持股数占公司总股本的比例不低于1%，不超过2%	尚未增持	华孚控股：34.27% 安徽飞亚：7.62%

数据来源：Wind、东方证券研究所

附 2：纺织服装行业部分公司员工持股计划和定增情况参考

代码	名称	现价	参考股价		倒挂比例	进度	解禁日期	股息率
			员工持股成本	增发				
600398	海澜之家	9.96	15.20		-34.47%	15.8.25实施, 杠杆比例2:1	16.8.25	4.92%
000850	华茂股份	3.53		7.41	-52.36%	股东大会通过		1.42%
002327	富安娜	8.23	10.93		-19.76%	16.3.12实施, 杠杆4:1	19.3.9	1.22%
002494	华斯股份	6.27		16.18	-61.25%	16.11.9已实施		0.16%
002042	华孚时尚	6.90	8.87	12.62	-45.32%	员工持股(16.3.5已实施, 杠杆比例3:1), 定增已实施	17.3.4	0.69%
002776	柏堡龙	12.75		32.20	-60.40%	16.11.18已实施		0.55%
600177	雅戈尔	7.09		15.08	-52.98%	16.4.14已实施		7.05%
002042	华孚色纺	6.90	11.47		-39.84%	15.6.30已实施, 杠杆比例9:1	16.6.29	0.69%
002083	孚日股份	5.43	7.01		-22.54%	16.10.31已实施, 无杠杆	17.10.30	3.68%
002087	新野纺织	3.85		5.39	-28.57%	16.7.4已实施		0.52%
002699	美盛文化	15.60		35.20	-55.68%	16.10.21完成增发		1.60%
300005	探路者	3.32	16.56	15.88	-79.95%	16.3.23实施, 杠杆比例2:1	17.3.22	6.02%
600439	瑞贝卡	3.05	7.59		-59.82%	16.11.11已实施, 杠杆1:1	17.11.10	1.97%
002640	跨境通	14.10		18.64	-24.36%	股东大会通过预案		0.40%
601718	际华集团	3.81		8.19	-53.48%	17.4.24已实施	18.4.24	1.26%
601566	九牧王	13.65	15.61		-12.56%	15.9.29实施, 无杠杆	16.9.29	7.33%
002293	罗莱生活	11.18		12.04	-7.14%	董事会通过		1.79%
002503	搜于特	3.14		12.60	-75.08%	16.11.14完成增发	17.11.14	0.80%
603555	贵人鸟	6.70	22.48	27.15	-75.32%	员工持股(15.9.25已实施, 杠杆1:1), 增发(16.12.7完成)	16.9.24	6.72%
002397	梦洁股份	4.70		7.29	-35.53%	发审委通过		2.13%
002003	伟星股份	7.76	11.9披露员工持股计划, 计划资金总额不超过5,000万元, 人数不超过330人	12.09	-35.81%	16.6.13已实施	19.6.13	6.44%
002345	潮宏基	5.99		9.95	-39.80%	发审委通过		0.00%
600527	江南高纤	2.44		5.41	-54.90%	董事会预案通过		1.64%
603808	歌力思	17.32		27.53	-37.09%	股东大会通过		1.54%
002193	山东如意	12.90		18.07	-28.61%	16.8.12完成增发	17.8.16	0.16%
603518	维格娜丝	16.30		27.61	-40.96%	股东大会通过预案		0.63%
600448	华纺股份	3.57		5.80	-38.45%	发审委通过		0.00%
002404	嘉欣丝绸	5.27		7.34	-28.20%	股东大会通过预案		2.85%
603889	新澳股份	9.22		11.07	-16.71%	发审委通过		2.17%
002091	江苏国泰	5.64		11.34	-50.26%	17.2.17完成增发	18.2.28	3.55%
002674	兴业科技	7.17		11.64	-38.40%	16.8.17完成增发	19.8.19	2.09%
603558	健盛集团	8.71		14.21	-38.71%	16.3.25完成增发	19.3.22	1.15%
002034	美欣达	15.82		31.34	-49.52%	股东大会通过		0.00%
002656	摩登大道	9.61	9.47		1.48%	16.8.2已实施, 杠杆比例1.44:1	19.8.1	0.00%
002780	三夫户外	12.81		未定		股东大会通过		0.47%
000726	鲁泰A	9.57	5.03		90.45%	11.8.18完成授予	12.9.3	5.22%
002563	森马服饰	11.17	5.92		88.68%	15.7.29完成授予	16.7.30	3.36%
002269	美邦服饰	3.27	12.7披露员工持股计划, 募集资金总额上限为10,000万元					
600400	红豆股份	7.28	7.31		0.41%	17.12.16买入2215万股	尚在进行中	1.37%
股息率超过4%的公司								
601566	九牧王	13.65	15.61		-12.56%	15.9.29实施, 无杠杆	16.9.29	7.33%
002003	伟星股份	7.76		12.09	-35.81%	16.6.13已实施	19.6.13	6.44%
600177	雅戈尔	7.09		15.08	-52.98%	16.4.14已实施		7.05%
000726	鲁泰A	9.57	5.03		90.45%	11.8.18完成授予	12.9.3	5.22%

数据来源: Wind、东方证券研究所

附 3: 国内外重点上市公司估值表

股票代码	公司名称	评级	股价(当地货币)	总市值(百万美元)	每股收益				市盈率				未来三年复合增长率
					2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
A股市场													
002029.SZ	七匹狼	买入	6.40	707.40	0.42	0.47	0.54	0.62	15	14	12	10	13.86%
002327.SZ	富安娜	买入	8.23	1,048.70	0.57	0.68	0.79	0.92	14	12	10	9	17.30%
002293.SZ	罗莱生活	买入	11.18	1,217.85	0.58	0.72	0.88	1.03	19	16	13	11	21.10%
000726.SZ	鲁泰 A	增持	9.57	1,210.76	0.91	0.94	1.07	1.18	11	10	9	8	9.05%
002003.SZ	伟星股份	买入	7.76	860.39	0.63	0.55	0.65	0.75	12	14	12	10	5.98%
601566.SH	九牧王	买入	13.65	1,147.31	0.86	1.04	1.23	1.44	16	13	11	9	18.75%
002612.SZ	朗姿股份	增持	10.36	606.14	0.47	0.70	0.83	0.98	22	15	12	11	27.75%
002563.SZ	森马服饰	买入	11.17	4,411.09	0.42	0.61	0.73	0.89	27	18	15	13	28.44%
600398.SH	海澜之家	买入	9.96	6,545.24	0.74	0.84	0.94	1.04	13	12	11	10	12.01%
002640.SZ	跨境通	买入	14.10	3,213.30	0.53	0.80	1.17	1.65	27	18	12	9	46.02%
002127.SZ	南极电商	买入	7.75	2,782.81	0.33	0.52	0.70	0.90	23	15	11	9	39.71%
603808.SH	歌力思	买入	17.32	853.76	0.90	1.11	1.36	1.66	19	16	13	10	22.64%
002083.SZ	孚日股份	增持	5.43	721.17	0.45	0.50	0.57	0.63	12	11	10	9	11.87%
002763.SZ	汇洁股份	增持	8.95	508.98	0.57	0.66	0.73	0.82	16	14	12	11	12.89%
603877.SH	太平鸟	增持	22.46	1,579.96	0.95	1.37	1.73	2.11	24	16	13	11	30.47%
603839.SH	安正时尚	增持	13.30	787.22	0.96	0.89	1.17	1.42	14	15	11	9	13.94%
002042.SZ	华孚时尚	买入	6.90	1,533.44	0.67	0.56	0.69	0.82	10	12	10	8	6.97%
603365.SH	水星家纺	买入	17.02	663.88	0.97	1.17	1.40	1.68	18	15	12	10	20.09%
600315.SH	上海家化	增持	29.43	2,891.53	0.58	0.75	0.88	1.07	51	39	33	28	22.65%
600439.SH	瑞贝卡	增持	3.05	505.00	0.19	0.23	0.37	0.31	16	13	8	10	17.73%
002345.SZ	潮宏基	增持	5.99	793.28	0.31	0.39	0.47	0.56	19	15	13	11	21.79%
香港市场													
0210.HK	达芙妮国际	-	0.37	76.69	-0.45	-	-	-	-	-	-	-	-
0321.HK	德永佳集团	-	3.63	639.03	0.22	0.26	0.31	0.39	17	14	12	9	20.46%
0330.HK	思捷环球	-	1.86	447.24	0.03	-0.89	-0.06	0.02	-	-	-	89	-16.15%
0551.HK	裕元集团	-	21.75	4531.34	2.46	1.74	2.03	2.24	11	12	11	10	-2.10%
0589.HK	宝姿	-	4.08	288.22	0.12	-	-	-	35	-	-	-	-
0891.HK	利邦	-	0.56	256.74	-0.35	-	-	-	-	-	-	-	-
1234.HK	中国利郎	-	8.70	1327.26	0.59	0.74	0.87	0.99	13	12	10	9	19.59%
1361.HK	361度	-	2.25	592.72	0.26	0.28	0.31	0.33	9	8	7	7	9.44%

1368. HK	特步国际	-	5.24	1497.07	0.22	0.33	0.38	0.44	21	16	14	12	26.58%
1836. HK	九兴控股	-	7.89	798.56	0.61	0.71	0.86	0.98	14	11	9	8	14.92%
2020. HK	安踏体育	-	42.75	14623.96	1.35	1.69	2.10	2.53	28	25	20	17	24.09%
2313. HK	申洲国际	-	103.00	19727.08	2.98	3.58	4.32	5.18	33	29	24	20	21.75%
2331. HK	李宁	-	8.28	2307.48	0.25	0.34	0.44	0.55	29	25	19	15	29.52%
3818. HK	中国动向	-	1.30	974.93	0.17	0.15	0.15	0.15	8	9	9	9	-2.88%
1910. HK	新秀丽	-	31.70	5776.89	1.84	1.57	1.94	2.21	18	20	16	14	6.31%
1913. HK	普拉达	-	35.40	11541.07	0.85	1.10	1.31	1.47	47	32	27	24	17.66%
海外市场													
MC. PA	LVMH Moet Hennessy Louis		306.25	180593.66	10.21	12.58	13.65	14.84	23	24	22	21	13.69%
RMS. PA	Hermes Internati onal		568.00	70007.30	11.70	12.66	13.76	15.00	37	45	41	38	9.11%
CDI. PA	Christian Dior		375.90	79218.12	12.47	13.81	15.25	16.86	20	27	25	22	10.68%
TIF	Tiffany & Co.		123.11	15070.02	2.97	4.82	5.44	6.00	16	26	23	21	25.20%
IDX. DE	Inditex, S. A.		25.99	94569.59	1.08	1.15	1.25	1.37	33	23	21	19	7.89%
HSMB. SG	Hennes & Mauritz		124.44	22619.57	9.78	8.28	8.39	8.71	24	15	15	14	-3.43%
NXT. L	Next PLC		55.36	10055.20	4.17	4.31	4.48	4.69	15	13	12	12	0.64%
GPS LTD	Gap Inc. Limited Brands, Inc.		30.15	11682.21	2.16	2.58	2.71	2.66	10	12	11	11	5.39%
BRBY. L	Burberry Group PLC		26.52	7351.45	3.46	2.57	2.61	2.63	23	10	10	10	-10.80%
RL	Polo Ralph Lauren Corp.		22.82	12286.95	0.69	0.81	0.85	0.97	20	28	27	23	11.63%
VFC	V. F. Corporati on		131.82	10694.57	1.99	6.63	7.19	8.03	16	20	18	16	57.35%
BOS. DE	Hugo Boss AG		91.22	36165.17	1.92	3.64	4.11	4.68	18	25	22	19	32.70%
COLM	Columbia Sportswea		68.76	5651.52	3.35	3.62	4.02	4.39	21	19	17	16	9.46%
			89.74	6278.29	1.51	3.46	3.89	4.33	21	26	23	21	42.60%

	r Company											
NKE	Nike Inc.	81.40	130285.14	1.17	2.66	3.13	3.69	26	31	26	22	42.63%
ADS.DE	Adidas AG	214.60	52418.18	5.42	8.15	9.49	10.98	30	26	23	20	25.58%
COH	Coach Inc.	-	-	-	2.79	3.09	3.49	-	-	-	-	37.16%
-	Fast Retailing Co. Ltd.	51810.00	49631.32	1169.70	1405.58	1594.76	1769.20	77	37	32	29	14.80%
PUM.DE	Puma AG	473.00	8328.95	9.09	13.08	17.02	20.86	60	36	28	23	32.37%

数据来源：A 股市场上上市公司市场数据来自 WIND，盈利预测来自东方证券研究所，香港与海外市场上上市公司市场数据与盈利预测来自 BLOOMBERG

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

