

## 纺织服装行业

# 品牌服饰已达估值底部，生产型龙头继续提示关注全球布产主线，新模式龙头值得关注增持(维持)

2018年09月09日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001

021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003

021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

### 投资要点

- **马莉看行业：品牌服饰已达估值底部，生产型龙头继续提示关注全球布产主线，新模式龙头值得关注**
- **18H2 消费环境未明朗情况下深度回调，品牌服饰目前已接近估值底部。**自6月上旬宏观社零数据不及市场预期，并且叠加了去杠杆、P2P、贸易战等等负面预期影响后，市场对于消费股的减仓造成了品牌服饰板块的深度回调，多个龙头估值已回到历史底部。我们认为品牌服饰龙头长期竞争力仍在。存量竞争环境下品牌企业出现显著分化，加强货品竞争力（产品开发及供应链改革）、收回订货权力、加强零售管控从而实现整体提效成为优秀品牌企业共同改革方向，未来将进入优秀龙头不断强化、逐步展现竞争优势的时代；渠道端、供应链端集中度提升趋势越加明显，外部环境有利于龙头品牌企业不断加深竞争壁垒。配置上核心关注优质龙头品牌，绝对收益角度可以在低估值前提下等待优质龙头的年度估值切换。
- **18H1 人民币兑美元升值致出口型企业业绩集体承压，但越南产能盈利可观。**出口型企业由于18H1人民币兑美元汇率相对去年同期升值影响，用美元结算订单收入兑换成人民币后反映在报表上较去年同期减少，致出口型企业相对去年同期普遍出现收入增速放缓、汇兑损失提升，业绩增速较为平淡。但越南业务高盈利水平成为各纺织制造龙头中报业绩亮点，拥有前瞻性布局眼光的龙头企业已经展现全球化布局版图。短期来看，棉价及汇率或形成利好催化。基于全球性棉花供给缺口的存在，我们认为棉价正处在一个中长期上升趋势中，长期利好棉纺龙头盈利能力；人民币的贬值有利于催化生产型龙头企业18H2业绩。继续强调在海外产能积极布局的龙头投资机会。港股重点推荐天虹纺织、申洲国际、维珍妮，关注晶苑国际、超盈国际；A股提示重点关注华孚时尚及百隆东方，关注鲁泰A、健盛集团。
- **消费降级势头下提示关注高成长新模式企业：1) 南极电商：GMV 维持健康增长，电商龙头马太效应明显，我们预计18-20年公司净利润8.8亿/11.8亿，同比增长为64%/34%对应估值分别为21/16倍，“买入”评级。2) 开润股份：18H1业务发展较17H1再加速，2B、2C两翼齐飞，预计公司18/19/20年归母净利润有望达到1.88/2.65亿元，同比增速41%/41%，对应PE37/26X，“买入”评级。3) 跨境通：上半年理清管理思路及体系建设，18H2成果逐步体现，延续高增同时报表质量有望继续提升，预计公司18/19年归母净利润分别为12.4亿/16.9亿，同比增长65%/37%，对应当前市值PE为17/13X，维持“买入”评级。**
- **风险提示：宏观经济增速放缓导致终端消费疲软；原材料价格波动**

### 行业走势



### 相关研究

- 1、《纺织服装18中报总结：消费预期承压、生产型龙头崛起，关注行业格局变化中的Alpha型企业》2018-09-02
- 2、《纺织服装周观点：中报披露过半，生产型企业越南盈利成为亮点、新模式企业值得关注》2018-08-26
- 3、《纺织服装周观点：为什么我们在当下时点强烈看好生产型龙头？》2018-08-05

## 内容目录

<b>1. 马莉看行业品牌服饰已达估值底部，生产型龙头继续提示关注全球布产主线，新模式龙头值得关注...5</b>	
1.1. 18H2 消费环境未明朗情况下深度回调，品牌服饰目前已接近估值底部.....5	5
1.2. 生产型企业：长期建议沿全球布产主线配置龙头，短期来看贬值促进 18H2 边际改善.....6	6
1.3. 提示关注高成长新模式企业.....13	13
<b>2. 简要复盘：板块随大盘震荡.....15</b>	<b>15</b>
<b>3. 7月零售总体表现稳健、8月出口增速放缓.....16</b>	<b>16</b>
3.1 零售端：7月限额以上服装鞋帽针纺织品类零售同比增 8.7%.....16	16
3.2 出口：18年8月上游纺织纱线、织物等出口增长放缓.....18	18
3.3 上游主要原料：棉价基本稳定，人民币贬值趋势继续.....19	19
<b>4. 上市公司重要公告.....25</b>	<b>25</b>
4.1 纺织制造.....25	25
4.2 品牌服饰.....26	26
<b>5. 重要行业资讯.....27</b>	<b>27</b>
5.1 行业新闻回顾.....27	27
5.2 近期股东大会.....27	27

## 图表目录

图表 1: 代表性制造龙头 18H1 经营情况 (单位: 亿元)	6
图表 2: 鲁泰 A 主要子公司盈利情况	7
图表 3: 百隆东方越南经营情况 (单位: 亿元)	8
图表 4: 健盛集团 18H1 业绩拆分	8
图表 5: 纱线类企业海外布产情况	8
图表 6: 面料类企业海外布产情况	9
图表 7: 成衣类企业海外布产情况	10
图表 8: 历年抛储情况	11
图表 9: 内外棉花现货价格走势	11
图表 10: 美元兑人民币升值情况	11
图表 11: 人民币贬值业绩弹性测算 (单位: 百万元)	11
图表 12: 南极电商分季度运营表现 (单位: 百万元)	13
图表 13: 开润股份收入情况 (单位: 亿元)	14
图表 14: 跨境通分季度运营表现 (单位: 百万元)	15
图表 15: 板块本周及年初以来走势	15
图表 16: 板块单周涨跌幅前十的股票 (%)	16
图表 17: 板块单月涨跌幅前十的股票 (%)	16
图表 18: 全国百家重点大型零售服装类企业零售额同比 (%)	17
图表 19: 2016 年 1 月至今百家重点大型零售企业服装类零售额同比 (%)	17
图表 20: 全国 50 家重点大型零售企业服装类零售额同比 (%)	17
图表 21: 2016 年 1 月至今全国 50 家重点大型零售企业服装类零售额同比 (%)	17
图表 22: 社会消费品零售总额: 当月同比 (%)	17
图表 23: 2016 年年初至今社会消费品零售总额: 当月同比 (%)	17
图表 24: 限额以上企业消费品零售总额: 当月同比 (%)	18
图表 25: 16 年年初至今限额以上企业消费品零售总额: 当月同比 (%)	18
图表 26: 限额以上零售额: 服装鞋帽针纺织品类: 当月同比 (%)	18
图表 27: 16 年年初至今限额以上零售额: 服装鞋帽针纺织品类: 当月同比 (%)	18
图表 28: 服装、纺织品、鞋类出口增速 (分月同比) (%)	19
图表 29: 2016 年 1 月至今服装、纺织品、鞋类出口增速 (分月同比) (%)	19
图表 30: 2011 年 1 月至今 328 级棉花现货价格走势	20
图表 31: 2016 年 1 月至今 328 级棉花现货价格走势	20
图表 32: 2012 年 1 月至今内外棉花价差走势	20
图表 33: 2016 年 1 月至今内外棉花价差走势	20
图表 34: 2012 年 1 月至今国内长绒棉 137 级价格走势	20
图表 35: 2016 年 1 月至今国内长绒棉 137 级价格走势	20
图表 36: 2010 年 11 月至今美国皮马棉-1%关税港口提货价走势 (元/吨)	21
图表 37: 2016 年 1 月至今美国皮马棉-1%关税港口提货价走势 (元/吨)	21
图表 38: 2009 年 11 月至今美元兑人民币汇率走势	21
图表 39: 2016 年 1 月至今美元兑人民币汇率走势	21
图表 40: 2013 年 1 月至今国内粘胶短纤价格走势	22
图表 41: 2016 年 1 月至今国内粘胶短纤价格走势	22
图表 42: 2013 年 1 月至今国内涤纶短纤价格走势	22

图表 43: 2016 年 1 月至今国内涤纶短纤价格走势 .....	22
图表 44: 2012 年 1 月至今国内氨纶 40D 价格走势 .....	23
图表 45: 2016 年 1 月至今国内氨纶 40D 价格走势 .....	23
图表 46: 2012 年 1 月至今纯棉普梳纱价格走势 .....	23
图表 47: 2016 年 1 月至今纯棉普梳纱价格走势 .....	23
图表 48: 2012 年 1 月至今纯棉斜纹布价格走势 .....	24
图表 49: 2016 年 1 月至今纯棉斜纹布价格走势 .....	24
图表 50: 2012 年 4 月至今芝加哥重磅无烙印阉牛皮离岸价 (美分/磅) .....	24
图表 51: 2016 年 1 月至今芝加哥重磅无烙印阉牛皮离岸价 (美分/磅) .....	24
图表 52: 2013 年 1 月至今上金所黄金现货 Au100g (元/g) .....	25
图表 53: 2016 年 1 月至今上金所黄金现货 Au100g (元/g) .....	25
图表 54: 2013 年 1 月至今伦敦现货黄金 (美元/盎司) .....	25
图表 55: 2016 年 1 月至今伦敦现货黄金 (美元/盎司) .....	25
图表 56: 近期股东大会安排 .....	27
图表 57: 重点公司估值表 (9 月 7 日收盘价) .....	29

## 1. 马莉看行业品牌服饰已达估值底部，生产型龙头继续提示关注全球布产主线，新模式龙头值得关注

### 1.1. 18H2 消费环境未明朗情况下深度回调，品牌服饰目前已接近估值底部

自 6 月上旬宏观社零数据不及市场预期，并且叠加了去杠杆、P2P、贸易战等等负面预期影响后，市场对于消费股的减仓造成了品牌服饰板块的深度回调，多个龙头估值已回到历史底部。

我们认为品牌服饰龙头长期竞争力仍在。存量竞争环境下品牌企业出现显著分化，加强货品竞争力（产品开发及供应链改革）、收回订货权力、加强零售管控从而实现整体提效成为优秀品牌企业共同改革方向，未来将进入优秀龙头不断强化、逐步展现竞争优势的时代；渠道端、供应链端集中度提升趋势越加明显，外部环境有利于龙头品牌企业不断加深竞争壁垒。

**18H2 投资策略：优选龙头。**宏观上，市场对下半年消费形势较悲观；中观上，基于行业运行规律，17Q4/18Q1 基数较高，不容易在 18Q4/19Q1 使市场对整体行业基本面形成正面预期；微观上，优秀公司的 Alpha 十分明显。配置上核心关注优质龙头品牌，绝对收益角度可以在低估值前提下等待优质龙头的年度估值切换。

图表 1：品牌服饰标的估值表

上市公司	市值(亿元)	17 归母	2018 归母净利润 (亿元)	YOY	18PE	2019 归母净利润 (亿元)	YOY	19PE	
<b>休闲装</b>									
002563.SZ	森马服饰	286	11.4	16.1	41.3%	17.8	19.5	21.2%	14.7
3998.HK	波司登	96	6.2	8.1	32.0%	11.8	10.7	31.5%	8.9
600398.SH	海澜之家	433	33.3	36.7	10.1%	11.8	40.0	9.0%	10.8
603877.SH	太平鸟	102	4.6	6.6	43.6%	15.6	8.5	29.9%	12.0
<b>体育</b>									
2020.HK	安踏体育	904	30.9	39.6	28.4%	22.8	49.7	25.4%	18.2
2331.HK	李宁	139	5.2	7.1	37.0%	19.7	9.3	32.1%	14.9
1368.HK	特步国际	101	4.1	6.2	52.8%	16.2	7.2	16.0%	14.0
<b>高端</b>									
603808.SH	歌力思	58	3.0	3.8	24.7%	15.3	4.6	21.4%	12.6
603839.SH	安正时尚	50	2.7	3.6	31.8%	14.0	4.7	29.6%	10.8
002832.SZ	比音勒芬	58	1.8	2.6	44.8%	22.4	3.6	39.4%	16.1
3306.HK	江南布衣	58	4.1	4.9	18.9%	11.9	5.7	17.7%	10.1
603587.SH	地素时尚	105	4.8	5.8	21.5%	18.1	6.5	12.1%	16.1
<b>家纺</b>									
002327.SZ	富安娜	69	4.9	5.8	17.2%	11.9	6.7	15.8%	10.3
002293.SZ	罗莱生活	83	4.3	5.6	31.6%	14.7	6.7	19.4%	12.3
603365.SH	水星家纺	43	2.6	3.2	22.4%	13.7	3.9	22.2%	11.1
<b>男装</b>									
1234.HK	中国利郎	86	6.1	8.0	30.3%	10.8	9.3	16.7%	9.3
601566.SH	九牧王	76	4.9	5.6	14.1%	13.6	6.4	13.6%	11.9
002029.SZ	七匹狼	51	3.2	3.5	10.7%	14.5	4.2	19.9%	12.1



数据来源：Wind、东吴证券研究所，其中安正时尚、水星家纺、安踏体育、李宁、特步国际来自 Wind 一致预期  
 注：波司登 18 归母净利指 18/4/1-19/3/31 业绩，江南布衣 18 归母净利指 2018/7/1-2019/6/30 业绩

**森马服饰：**预计 2018/2019 年净利润 16.1/19.5 亿元，同比增长 41.3%/21.2%，估值 18/15X，童装持续强势、休闲装恢复增长，表面业绩增速之外建议关注其内部深度改革的推进，核心推荐标的，“买入”评级。

**中国利郎：**预计 2018/2019 年净利润 8.0/9.3 亿元，同比增长 30%/17%，当前对应 18 年估值 11X，分红比例 70%，股息率 6%，2012 年以来全体系提效效果显著、订货会表现持续良好，“买入”评级。

**比音勒芬：**2018/2019 年预计净利润 2.6/3.6 亿元，同比增长 45%/39%，对应估值 18 年 22 倍，在原有高尔夫服饰基础上推出休闲度假系列拓展品牌内涵，运动时尚市场大有可为，门店扩张及同店增长空间大，“买入”评级。

**歌力思：**2018/2019 年预计净利润 3.8/4.6 亿元，同比增长 25%/21%，当前对应 18 年估值 15X，基于品牌运营能力得到证明后的持续外延预期，给予“买入”评级。

**海澜之家：**2018/19 年预计净利润增长 10%/9%至 36.7/40.0 亿元，对应 PE12/11X，预计本年度在完成拓店计划基础上全年主品牌同店可实现正增长，作为增长稳健、高分红低估值白马继续推荐，“买入”评级。

**太平鸟：**2018/2019 年净利润 6.6/8.5 亿元，同比增长 44%/30%，当前对应 18 年估值 16X，在品牌调整见效后，伴随持续的内部提效，将进入盈利水平恢复及外延扩张重启的成长周期，维持“买入”评级。

**富安娜：**预计 2018/2019 年净利润 5.8/6.7 亿元，同比增长 17%/16%，当前对应 18 年估值 12X，家纺业务发展稳健，全年净开 100 家预期不变，家居业务拓展审慎、亏损可控，作为家纺企业中报表质量最优秀的龙头，“买入”评级。

**波司登：**FY19/20 预期净利润 8.1/10.7 亿，对应估值 12/9X，18 年专注羽绒服主业、产品革新配合大力品牌宣传，有望迎来戴维斯双击，“买入”评级。

**罗莱生活：**2018 年扩店计划继续在 200 家左右，增长稳健，莱克星顿在原有基础上实现个位数收入增长；公司整体提效空间较高、业绩增速快于收入，预计 18/19 年归母净利润 5.6/6.7 亿元，对应 PE15/12 倍，给予“买入”评级。

## 1.2. 生产型企业：长期建议沿全球布产主线配置龙头，短期来看贬值促进 18H2 边际改善

### 1.2.1. 18H1 人民币兑美元升值致出口型企业业绩集体承压，但越南产能盈利可观

总结生产型企业中报特点：出口型企业由于 18H1 人民币兑美元汇率相对去年同期升值影响，用美元结算订单收入兑换成人民币后反映在报表上较去年同期减少，致出口型企业相对去年同期普遍出现收入增速放缓、汇兑损失提升，业绩增速较为平淡。

图表 1：代表性制造龙头 18H1 经营情况（单位：亿元）

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2		17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
申洲国际							天虹纺织						

收入	82.72	98.32	91.70			
YOY	18.77%	20.54%	10.86%			
毛利率	31.63%	31.07%	32.24%			
归母净利	17.99	19.64	21.79			
YOY	24.05%	31.13%	21.14%			
<b>华孚时尚</b>						
收入	23.17	31.01	34.52	37.26	30.34	37.56
YOY	30.77%	24.75%	36.21%	82.24%	30.96%	21.12%
毛利率	13.67%	14.32%	11.42%	6.83%	11.95%	13.38%
归母净利	1.66	2.73	1.66	0.73	2.19	3.33
YOY	63.25%	37.00%	65.53%	-7.12%	31.88%	22.22%
<b>鲁泰 A</b>						
收入	12.73	17.17	16.32	17.87	15.20	17.61
YOY	-0.76%	10.91%	13.80%	4.10%	19.40%	2.54%
毛利率	32.42%	30.73%	28.40%	29.56%	28.58%	27.59%
归母净利	1.58	2.35	1.97	2.51	1.59	2.18
YOY	5.14%	20.94%	-16.69%	11.93%	0.82%	-7.23%
<b>伟星股份</b>						
收入	3.51	8.24	6.80	7.69	4.22	8.43
YOY	14.38%	23.46%	13.28%	28.38%	20.26%	2.29%
毛利率	38.02%	43.88%	43.35%	42.80%	37.70%	42.62%
归母净利	0.09	1.54	1.16	0.85	0.16	1.64
YOY	27.17%	21.38%	14.08%	43.09%	74.36%	6.92%

收入	74.49	88.73	88.23			
YOY	27.89%	13.28%	18.45%			
毛利率	11.47	12.93	14.77			
归母净利	6.45	5.07	6.02			
YOY	41.17%	-30.61%	-6.57%			
<b>百隆东方</b>						
收入	13.77	16.85	15.02	13.87	13.43	16.00
YOY	21.96%	13.07%	2.22%	0.37%	-2.51%	-5.07%
毛利率	18.13%	18.57%	17.68%	15.43%	18.26%	17.36%
归母净利	1.14	1.95	0.79	1.01	0.88	2.38
YOY	14.33%	-3.03%	-19.30%	-51.46%	-22.72%	22.23%
<b>健盛集团</b>						
收入	1.98	2.62	3.01	3.77	3.42	4.15
YOY	28.36%	82.17%	66.13%	104.21%	72.97%	58.07%
毛利率	30.75%	29.78%	27.44%	26.12%	26.75%	27.96%
归母净利	0.33	0.32	0.41	0.25	0.44	0.67
YOY	-31.03%	14.46%	42.37%	-	32.62%	108.33%
<b>航民股份</b>						
收入	7.19	8.98	9.16	9.64	8.33	11.04
YOY	6.35%	-1.32%	15.39%	18.74%	15.97%	23.00%
毛利率	27.08%	32.17%	27.87%	31.88%	27.00%	28.56%
归母净利	0.94	1.50	1.33	1.97	1.03	1.74
YOY	1.91%	3.38%	10.54%	6.14%	10.50%	16.50%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 申洲国际、天虹纺织为半年度数据

越南业务高盈利水平成为各纺织制造龙头中报业绩亮点。从部分披露了越南产能盈利水平的企业的盈利水平来看, 越南将成为未来的主要看点, 具体来看:

1) **鲁泰 A**: 2014 年开始布局, 18H1 越南子公司收入/净利润 2.5 亿/0.4 亿元, 净利润率 16.0%, 远超公司整体 11.5% 的净利润率。

图表 2: 鲁泰 A 主要子公司盈利情况

重要子公司	收入 (百万元)			净利润 (百万元)			净利率	
	17H1	18H1	YOY	17H1	18H1	YOY	17H1	18H1
鲁丰织染	791.13	793.45	0.29%	66.83	28.73	-57.00%	8.45%	3.62%
新疆鲁泰	259.17	342.13	32.01%	14.64	35.06	139.51%	5.65%	10.25%
鲁泰越南		249.79			40.01			16.02%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2) **百隆东方**: 2014 年随大客户申洲开始越南布产, 18H1 越南业务收入/净利润 10.6/1.5 亿元, 净利润率 14.22%, 远超公司整体 11.08% 的净利润率 (其中 18H1 国内净利率约为 6.77%)。

图表 3：百隆东方越南经营情况（单位：亿元）

	2017H1	2018H1	YOY
越南收入	<b>9.94</b>	<b>10.62</b>	<b>6.84%</b>
收入占比	32.45%	36.09%	
越南净利润	<b>1.34</b>	<b>1.51</b>	<b>12.69%</b>
净利润率	13.48%	14.22%	0.74%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3) 健盛集团：2014 年开始布局，18H1 越南业务收入/净利润 1.6 亿/0.38 亿元，净利润率 23.7%，远超公司整体 14.6% 以及国内 9.3% 的净利率。

图表 4：健盛集团 18H1 业绩拆分

	18H1 收入 (亿元)	18H1 净利润 (亿元)	净利率	2018 年预计产能 (亿双)
越南棉袜业务	1.6	0.38	23.7%	1.2
中国棉袜业务	3.7	0.35	9.3%	1.8
<b>棉袜业务整体</b>	<b>5.3</b>	<b>0.72</b>	<b>13.7%</b>	<b>3.0</b>
俏尔婷婷并表	2.3	0.38	16.6%	
<b>合并报表</b>	<b>7.6</b>	<b>1.11</b>	<b>14.6%</b>	

数据来源：Wind，东吴证券研究所估算

### 1.2.2. 拥有前瞻性布局眼光的龙头企业已经展现全球化布局版图

全球化的布局不仅能够保证中国纺织生产型企业在全球范围保持成本优势，更能够保证生产型企业用最快的速度服务全球市场。东南亚布局的初步成型说明制造龙头在产能布局方面已经突破了地域限制，具备了成为全球性领军企业的基础能力，具体来看：

1) 上游纱线类企业：天虹纺织出海最早、布局坚定，投资包括纱线规模化业务及垂直一体化；百隆东方 2013 年跟随大客户申洲出海布产，未来随申洲订单扩张继续配套扩张；华孚时尚此前产能扩张重点在国内，未来预计国内（新疆）及东南亚并重。

图表 5：纱线类企业海外布产情况

公司	海外布产地点	布局时间	累计投资额	2017 年海外产能占比	现状说明	未来规划
天虹纺织	越南	2006	45 亿元	41% (纱线)	2006 年赴越南建纱厂，目前 313 万锭纱线产能中国内/越南 188/125 万锭；2016 年集团在越南广宁建立天虹工业园，垂直一体化业务在工业园内展开	纱线产能维持双位数增长（海外为主）；下游垂直一体化（牛仔、针织、无纺布）业务主要在越南展开
	柬埔寨、中美洲等	2015			2005 年以 0.57 亿元收购柬埔寨成衣工厂，2017 年收购年兴纺织旗下工厂获得越南、柬埔寨成衣工厂及尼加拉瓜染厂，未来除越南外计划建立其他生产基地，中美洲凭借靠近目标市场（美国）、关税优惠（对美出口免税）成为有力候补	



百隆东方	越南	2013	45 亿元 (7 亿美金, 其中 B 区 3 亿 17 年起分 3 年投入)	42%	2013 年随大客户申洲国际出海越南, 越南 A 区 50 万锭纱线产能 13 年底试产、16 年底全部投产; 截至 2017 年色纺纱产能 120 万锭, 国内/越南 70/50 万锭	越南 B 区 50 万锭产能 17 年 5 月启动, 2018H2 逐渐释放, 20 年 B 区产能完全释放后不排除进一步产能扩张。
华孚时尚	越南	2013	14.3 亿元	16%	2013 年成立越南华孚, 一期 12 万锭 2015 年投产、二期 16 万锭 2016 年末陆续投产, 目前产能 188 万锭, 新疆/东部沿海/越南产能 96/64/28 万锭	未来产能总体以双位数速度扩张, 新疆及越南并重。

数据来源: 公司公告、调研纪要、东吴证券研究所

**2) 中游面料企业:** 超盈国际控股对准日本及美国市场开发越南及斯里兰卡产能, 鲁泰海外扩产注重垂直产业链搭建 (尤其越南地区)。

**图表 6: 面料类企业海外布产情况**

公司	海外布产地点	布局时间	累计投资额	2017 年海外产能占比	现状说明	未来规划
鲁泰	越南	2014	10.7 亿元	15% (色织布) 15% (衬衣)	公司总产能: 色织布现有产能 1.8-1.9 亿米, 匹染布产能 0.8 亿米, 衬衫总产能 2000 万件 越南纺纱: 15 年底纺纱一期 (3 万锭) 投产 越南 3000 万米色织布面料: 一期 16 年投产 越南 600 万件衬衫: 17 年一期 300 万件投产, 处于产能爬坡阶段	越南纺纱二期 7.6 万锭开建, 1000 万米色织面料扩产项目筹备中, 制衣二期 300 万件衬衫开建
	柬埔寨	2014	1.4 亿元	15% (衬衣)	300 万件衬衫产能, 14 年一期投产, 15 年二期投产	暂无
	缅甸	2014	0.8 亿元	5% (衬衣)	100 万件, 15 年投产	暂无
超盈国际	越南	2016	近 6 亿元 (0.84 亿美金)	10% 左右	公司目前拥有 1.10/16.7/0.25 亿米面料/织带/蕾丝产能, 出于服务大客户 Uniqlo 角度建立越南工厂, 17Q3 投产, 占面料产能比重 10% 左右。	远期来看, 越南+斯里兰卡占到 50% 产能
	斯里兰卡	2017	6.5 亿元 (1 亿美金, 此处仅为初始投资)	未过户	从开发 Nike 等潜在美国客户角度出发 2017 年底签订两个框架协议, 一为出资 5000 万美元持股 51% 与 MAS 成立合营公司接管其已有工厂, 二为出资 5000 万美元持股 75% 与 Brandix 成立合营公司建立新工厂, 两工厂同时起量后将整体产能带来 20% 增长	

数据来源: 公司公告、调研纪要、东吴证券研究所

**3) 下游成衣企业:** 申洲国际、维珍妮、晶苑国际东南亚投资力度大, 后续扩产计划明晰; 健盛国际、南旋控股处于积极消化海外产能阶段。

图表 7：成衣类企业海外布产情况

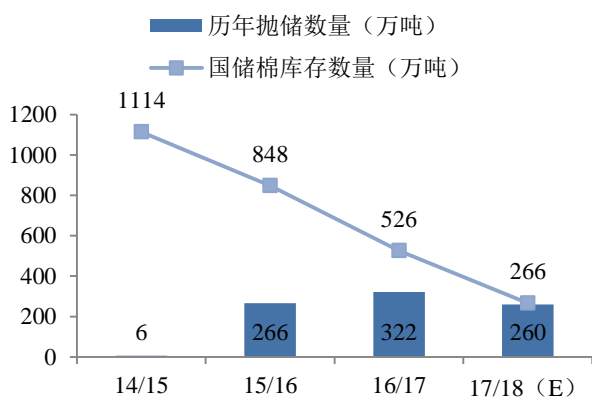
公司	海外布产地点	布局时间	累计投资额	2017 年海外产能占比	现状说明	未来规划
申洲国际	越南	2013	约 40 亿元	40% (面料) 12% (成衣)	公司整体产能约 14 万吨, 宁波/越南分别 8.5/5.7 万吨; 成衣方面, 越南产能 4200 万件 (整体 3.5 亿件)。公司现有工人共 7.7 万人, 其中国内/越南分别 5.0/1.6 万人。	面料部分, 越南 2018 目标产能 300 吨/天; 成衣部分, 在现有万人工厂基础上计划 18 年新建 10000 人工厂
	柬埔寨	2005	超过 5 亿元	15% (成衣)	2017 年成衣工厂扩张到 1.1 万人	继续提升人效并适时招工
维珍妮	越南	2014	约 30 亿元	40%	A 工厂 16/3 投产, 产能 4600 万件胸围及贴身内衣, 基本满产; B 工厂 17/5 投产, 产能 9000 万对胸杯; C 工厂 18/4 投产, 规划产能 3000 万件胸围及运动服; D 工厂预计 18Q4 竣工, 规划产能 3000 万件胸围及运动内衣目前越南产能占比 40%; E 工厂预计 19 年投产, 200 万双运动鞋及部分内衣产能。	随越南 C 工厂招工, D/E 工厂陆续建成, 目标接下来两财年越南产能占比达到 50%/70%-75%
晶苑国际	越南	2003	约为 20 亿元	44%	约为 1.80 亿件, 总产能约为 4.1 亿件	2019 年前扩张 1.29 亿件, 投资 1.63 亿美元 (约合 10.6 亿元)
	孟加拉	2006	约为 3 亿元	6%	约为 0.25 亿件	2019 年前扩张 0.27 亿件, 投资 1.81 亿美元 (约合 11.8 亿元)
	柬埔寨	2011	约为 7 亿元	15%	约为 0.61 亿件	2019 年前扩张 0.18 亿件, 投资 800 万美元 (约合 5200 万元)
	斯里兰卡	1981	约为 2 亿元	4%	约为 0.18 亿件	暂无扩张计划
健盛集团	越南	2014	超 7 亿元 (计划投资 1.1 亿美金)	30% (袜子)	2014 年赴越南投资, 计划投资 1.1 亿美金、形成年产 2 亿双袜子产能。截至 2017 年越南产能形成 2 亿+人民币销售规模, 自产产量 7000 万双。	越南产能进一步释放, 2018 年计划生产 1.2 亿双 (占比 40%)。未来不排除在越南发展无缝内衣产能的可能。
南旋控股	越南	2014	近 6 亿元	35% (毛衫) 30% (鞋面)	14 年为配合 Uniqlo 订单赴越南扩产, 17 年毛衫产能 4600 万件, 越南产能 1600 万件, 利用率 50%; 鞋面产能 2000 万双, 其中越南 600 万双, 属于初投放阶段。	未来关注越南产能利用率提升

数据来源：公司公告、调研纪要、东吴证券研究所

### 1.2.3. 短期来看，棉价及汇率或形成利好催化

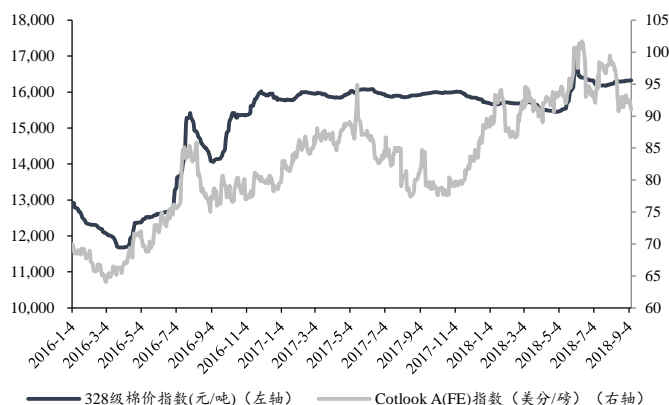
**1、基于全球性棉花供给缺口的存在，我们认为棉价正处在一个中长期上升趋势中，长期利好棉纺龙头盈利能力：**根据 USDA 数据，17/18 年全球棉花缺口 154 万吨，中国棉花供需缺口 352 万吨，后者需要通过进口及国储棉抛储补足，按照正常抛储进度 18 年轮出后国储棉库存将接近临界值，加之为稳定市场情绪中储棉 7/31 宣布本年度抛储延长至 9/30 结束，进一步凸显棉花供给紧俏行情，我们对于棉价中期走势持乐观态度。棉纺龙头出于生产效率最优化通常保持 4-6 月的棉花库存，棉花价格上涨利好棉纺龙头的毛利率提升。

图表 8：历年抛储情况



资料来源：中国棉花网，东吴证券研究所

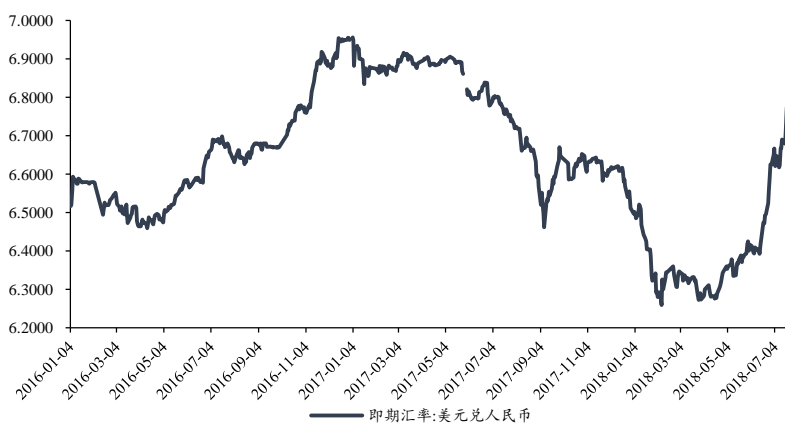
图表 9：内外棉花现货价格走势



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

**2、人民币的贬值有利于催化生产型龙头企业的短期业绩：5 月以来人民币的迅速贬值对于纺织制造企业的业绩影响主要体现在以下几个方面：1) 利好收入增长与毛利率提升(与出口占比正相关、接单周期正相关)；2) 与外汇敞口正相关(对应汇兑损益)；3) 套保会减少汇率波动对于业绩的影响(对应汇兑损益)。**

图表 10：美元兑人民币升值情况



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 11：人民币贬值业绩弹性测算 (单位：百万元)

证券简称	市值	2017 出口占比	2017 海外产能占比	应收账款周转天数	2017 年末外汇敞口	贬值 5% 带来的业绩弹性	是否套保	18 年净利润 (一致预期)	2018PE (一致预期)	18 年净利润 考虑贬值 5%	2018PE 考虑贬值 5%

华孚时尚	10,453	25%	17%	24	-564	12.8%	是	878	12.0	991	10.6
鲁泰 A	8,183	63%	14%	18	118	14.9%	是	927	9.2	1,065	7.7
新野纺织	3,145	9%	0%	40	17	5.7%		397	8.0	420	7.5
百隆东方	8,205	42%	42%	29	436	12.9%	是	586	13.4	662	12.4
孚日股份	4,912	61%	0%	33	490	30.8%	是	451	10.9	590	8.3
联发股份	3,237	59%	3%	38	387	29.4%	是	365	8.9	472	6.9
新澳股份	3,673	35%	0%	17	65	15.6%		252	14.6	291	12.6
健盛集团	3,456	82%	20%	60	333	20.5%	是	222	16.2	267	12.9
伟星股份	5,700	22%	0%	49	189	7.5%		432	13.4	464	12.3

数据来源：公司公告、Wind、东吴证券研究所

注：本表格中各公司 2018 净利润采用 Wind 一致预期，贬值后利润算法=原有预测利润+收入\*海外收入占比\*(1-海外产能占比)\*贬值幅度\*(1-所得税率)+货币性外币敞口\*贬值幅度\*(1-所得税率)

### 1.2.4. 继续强调在海外产能积极布局的龙头投资机会

#### 1、港股重点推荐天虹纺织、申洲国际、维珍妮，关注晶苑国际、超盈国际

**1) 天虹纺织：**弹力包芯纱全球龙头，17 年纱线收入 145 亿元，产能 303 万锭（越南占比 40%）18、19 年扩产计划合计达到 84 万锭，正常年份纱线业务毛利率 17%-18%；下游业务方面，17 年与华利达合作建越南工厂、收购亚洲前三大牛仔裤生产商年兴纺织越南及柬埔寨工厂，下游成衣业务迅速放量，17 年已取得优衣库订单，下游业务发展有望降低公司业绩对原材料价格波动敏感性的同时打造新增长点。正常年份 ROE 超 20%，预计 2018/2019/2020 年公司收入同增 18%/13%/11%至 192/217/241 亿元，考虑汇率影响，18/19/20 年归母净利同增 13%/24%/18%至 13.1/16.2/19.0 亿元，对应 PE7/6/5X，低估值制造龙头，重点推荐，“买入”评级！

**2) 申洲国际：**针织服装制造全球龙头，领先研发+高效垂直一体化生产成为其最大优势，作为 Nike、Adidas、Uniqlo、Puma 针织服装品类全球最大供应商活跃，前四大客户订单占比达到 70%，带来订单增长及盈利能力的高度稳定。每年产能以 15%-20%扩张，预计 18/19 年归母净利同增 23%/19%至 46.1/54.7 亿元，对应 PE28/23X，“买入”评级。

**3) 维珍妮：**内衣制造全球龙头，无缝技术领先，不仅作为 L Brands 等传统内衣领域龙头重要供应商活跃，更凭借无缝技术获得包括 Nike、Adidas 等多个运动品牌客户，并拓展内意外服装、鞋品业务合作；2014 年起越南相关产能投资超过 30 亿元，未来随盈利能力更强的越南产能占比提升盈利水平将有长足恢复，FY19/20 业绩一致预期 3.9/5.3 亿港元，对应 PE21/12X。

#### 2、A 股提示重点关注华孚时尚及百隆东方，关注鲁泰 A、健盛集团。

**1) 华孚时尚：**2017 年底色纺纱产能达到 180 万锭，其中东部沿海/新疆/越南达到 72/80/28 万锭，未来两年产能复合增速预计在 15%（包括新疆和越南）；同时公司依靠新疆大量棉花资源所开展的网链业务正处在迅速放量，打磨新盈利模式的过程同样值得期待，预计

18/19/20 年归母净利润规模 8.6/10.5 亿元，对应估值 12/10 倍，“买入”评级。

2) 百隆东方：2017 年底色纺纱产能 120 万锭，其中中国/越南 70/50 万锭，越南 B 区 50 万锭产能 18H2 开始逐步释放，随后若订单增长顺畅不排除继续扩张可能，考虑主业作为色纺双雄技术壁垒较高，加之越南产能布局早、与核心客户申洲关系深厚，外币敞口得到有效控制（从而控制汇兑损益波动性）盈利稳定性将明显提升，预计公司 18/19/20 年归母净利润同增 25%/15%/13% 至 6.08/7.00/7.92 亿，对应估值 14/12/10X，考虑作为色纱全球龙头业绩增长的持续性及稳定性，当前估值具有吸引力，维持“增持”评级。

### 1.3. 提示关注高成长新模式企业

#### 1.3.1. 南极电商：GMV 维持健康增长，电商龙头马太效应明显。

18H1 南极电商实现 GMV 67.9 亿 (+61.6%)，Q2 单季度 GMV34.2 亿 (+48.5%)。我们认为 18Q2 在行业整体增速下行趋势下，南极电商的增长表现出了在线上存量流量逐渐成为主导的情况下，龙头的运营优势正逐步明显。18H1，南极电商在 53 个细分产品类目的 GMV 居阿里行业前十名，龙头地位显著。

公司主品牌在目前高性价比快消品类上在线上拥有较强的优势，在线上流量逐步进入存量竞争的情况下，其作为头部品牌在马太效应下有望不断提升核心竞争壁垒。同时我们看到公司在拼多多等新渠道的快速增长也有望为其拓展新的增长渠道。我们预计 18-20 年公司净利润 8.8 亿/11.8 亿，同比增长为 64%/34% 对应估值分别为 21/16 倍，“买入”评级。

图表 12：南极电商分季度运营表现（单位：百万元）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
<b>南极电商整体 GMV 分平台</b>						
总 GMV	1,898	2,303	2,286	5,916	3,369	3,421
YOY	73%	127%	77%	55%	78%	49%
<b>阿里平台</b>						
	1,290	1,580	1,643	4,381	2,410	2,322
YOY	57%	103%	61%	64%	87%	47%
占比	68%	69%	72%	74%	72%	68%
<b>阿里 GMV 增速</b>						
(季度增速为天猫商品实体增速)		49%	49%	43%	40%	34%
<b>京东平台</b>						
	522	585	437	992	610	671
YOY	96%	155%	9%	12%	17%	15%
占比	28%	25%	19%	17%	18%	20%
<b>京东 GMV 增速</b>						
	42%	46%	32%	33%	31%	30%
<b>拼多多</b>						
	43	91	106	457	265	324
YOY					516%	256%
占比	2%	4%	5%	8%	8%	9%
<b>唯品会</b>						
	17	73	39	106	72	91



	YOY				516%	256%
	占比	1%	3%	2%	2%	3%
<b>整体收入（时间互联 17/10/31 并表）</b>	<b>70</b>	<b>182</b>	<b>150</b>	<b>584</b>	<b>504</b>	<b>730</b>
YOY	65%	56%	4%	168%	620%	301%
<b>归母净利润</b>	<b>26</b>	<b>114</b>	<b>103</b>	<b>291</b>	<b>89</b>	<b>203</b>
	YOY	58%	66%	74%	86%	78%
<b>归母净利润（剔除时间互联）</b>	<b>26</b>	<b>114</b>	<b>103</b>	<b>264</b>	<b>60</b>	<b>177</b>
	YOY	58%	66%	74%	69%	55%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.3.2. 开润股份：18H1 业务发展较 17H1 再加速，2B、2C 两翼齐飞

2C 业务 18H1 增速 113% 较去年同期再加速，未来：1) 继续保持传统电商渠道高速增长并加强对新型电商（社交电商，例如云集、环球捕手等）方面的投入；2) 线下将通过小米线下、团购、百货集合店、自有零售渠道；3) 因地制宜，多种方式推动海外布局，预计 18 年 2C 收入增速不低于 100%。

2B 业务 18H1 增速 30% 且毛利率实现提升，未来包括印度在内的海外布局继续铺开，国内预计通过合资方式继续办厂，预计在 18 年 2B 收入增速不低于 25%

预计公司 18/19/20 年归母净利润有望达到 1.88/2.65 亿元，同比增速 41%/41%，对应 PE37/26X，“买入”评级。

图表 13：开润股份收入情况（单位：亿元）

	16H1	16H2	17H1	17H2	18H1
<b>2C</b>	<b>0.95</b>	<b>1.36</b>	<b>1.92</b>	<b>3.15</b>	<b>4.10</b>
YOY			102.7%	132.0%	113.4%
<b>2B</b>	<b>2.43</b>	<b>3.02</b>	<b>3.03</b>	<b>3.52</b>	<b>3.90</b>
YOY			24.5%	16.7%	29.9%
<b>合计</b>	<b>3.38</b>	<b>4.37</b>	<b>4.95</b>	<b>6.67</b>	<b>7.99</b>
YOY			46.4%	52.5%	62.4%
<b>归母净利润</b>	<b>0.34</b>	<b>0.50</b>	<b>0.60</b>	<b>0.73</b>	<b>0.84</b>
YOY			76.6%	46.7%	80.3%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.3.3. 跨境通：上半年理清管理思路及体系建设，18H2 成果逐步体现，延续高增同时报表质量有望继续提升

18H1 管理层厘清思路、团队管理及业务认知提升明显，整体体系（人才、物流、供应链、大数据、技术团队等）搭建趋于成熟，下半年成果将逐步体现

具体来看 18 下半年增长，我们预计：**1)** 电子站和服装站方面分别以平台化/品牌化为核心战略，网站增速下半年将快于上半年；**2)** 第三方和上半年增速持平，有望看到核心竞争力的逐步提升。**3)** 前海帕拓逊增速有望保持上半年增速。**4)** 优壹电商增速略低于上半

年，但从今年全年、明年来看超额完成业绩承诺可能性较高。

预计公司 18/19 年归母净利润分别为 12.4 亿/16.9 亿，同比增长 65%/37%，若剔除优壹同比增长为 32%/37%，对应当前市值 PE 为 17/13X，看好跨境电商行业的高成长性、公司的战略卡位以及核心竞争能力的累积，维持“买入”评级。

图表 14：跨境通分季度运营表现（单位：百万元）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
收入合计	2,650	2,922	3,169	5,277	4,622	5,253
YOY	51%	74%	52%	75%	74%	80%
其中：出口业务总计	2,410	2,500	2,950	4,540	3,700	3,370
YOY	40%	69%	53%	65%	57%	32%
环球易购出口业务	1,990	2,040	2,320	3,719	2,949	2,660
YOY	35%	61%	51%	64%	48%	30%
前海帕拓逊	420	460	630	821	751	710
YOY	110%	119%	66%	64%	79%	54%
其中：进口业务总计	184	242	140	100	888	1,963
YOY		201%	-67%	-85%	383%	711%
环球易购	184	242	140	100	95	119
YOY					-48%	-51%
优壹电商					793	1,844
YOY						
归母净利	159	156	180	256	263	244
YOY	82%	120%	58%	111%	65%	57%
归母净利率	6%	5%	6%	5%	6%	5%
经营性现金流	(568)	516	(475)	235	(250)	86
环球易购					(124)	141
帕拓逊					(6)	11
优壹电商					(106)	(35)

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 简要复盘：板块随大盘震荡

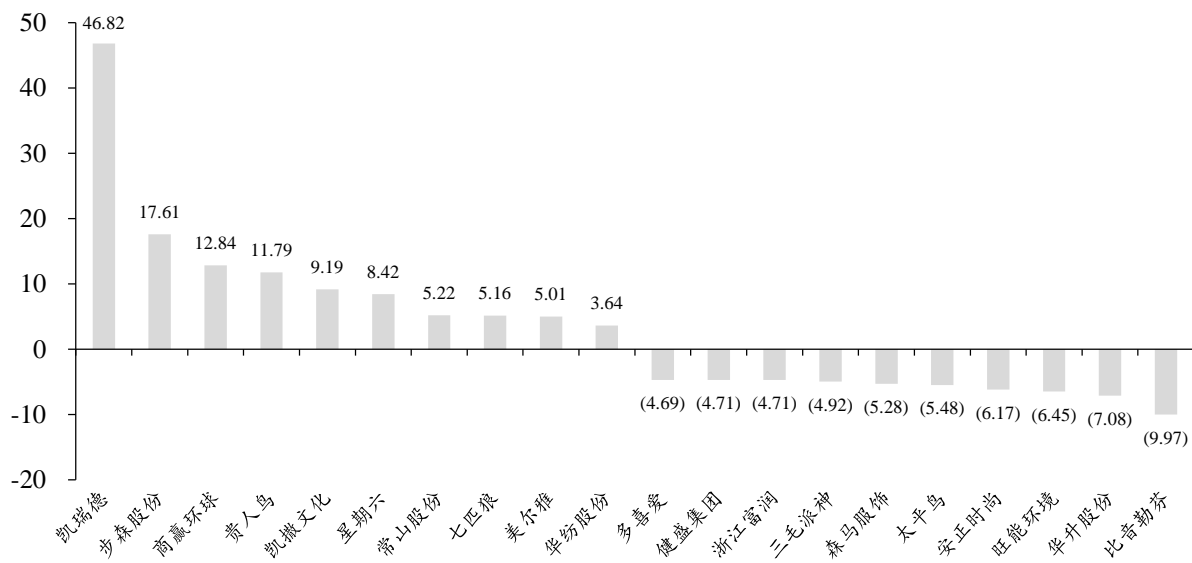
本周，上证综指跌 0.84%，深证成指跌 1.69%，沪深 300 跌 1.71%，创业板指跌 0.69%。具体到纺织服装行业，本周行业指数跌 1.11%，其中纺织制造跌 0.83%，服装家纺跌 1.29%。

图表 15：板块本周及年初以来走势

板块	P/E TTM	周涨跌幅	上周涨跌幅	月涨跌幅	上月涨跌幅	年初以来涨跌幅
上证指数	11.96	-0.84	-0.15	-0.84	-5.25	-18.29
深证成指	18.58	-1.69	-0.23	-1.69	-7.77	-24.62
沪深 300	11.04	-1.71	0.28	-1.71	-5.21	-18.69
创业板	36.08	-0.69	-1.03	-0.69	-8.07	-18.68
纺织服装	21.13	-1.11	-1.12	-1.11	-10.87	-27.71
纺织制造	18.02	-0.83	-0.91	-0.83	-6.32	-26.53
服装家纺	24.14	-1.29	-1.26	-1.29	-13.47	-27.47

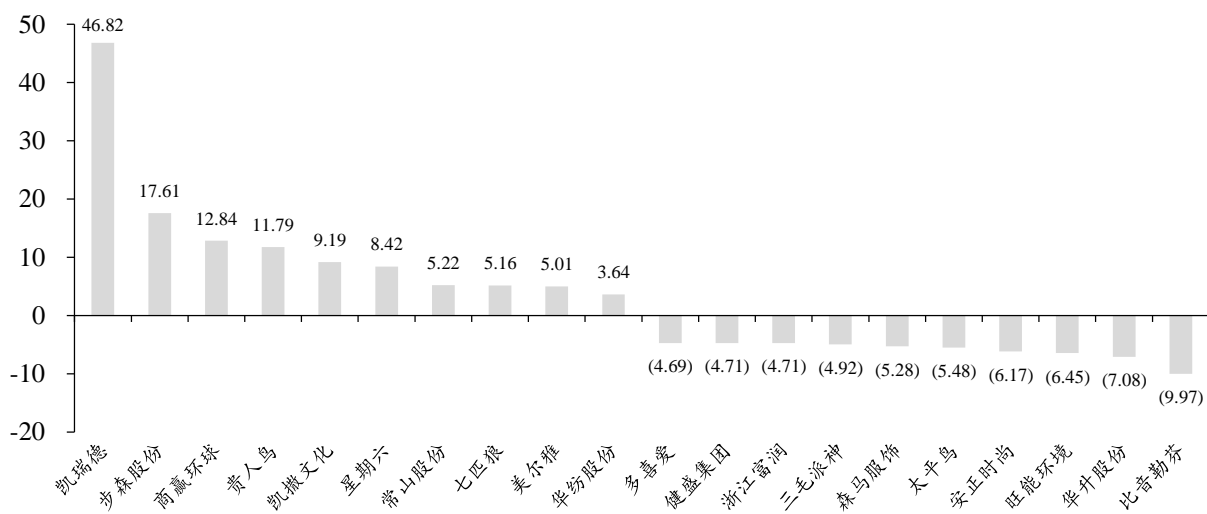
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 16：板块单周涨跌幅前十的股票（%）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 17：板块单月涨跌幅前十的股票（%）



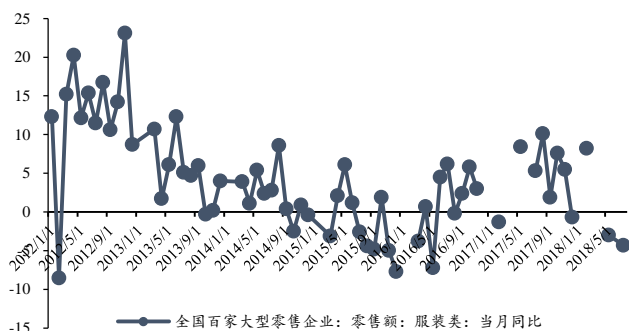
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

### 3. 7 月零售总体表现稳健、8 月出口增速放缓

#### 3.1 零售端：7 月限额以上服装鞋帽针纺织品类零售同比增 8.7%

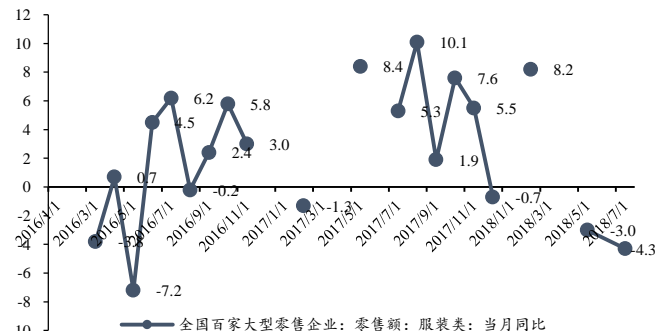
截至 2018 年 7 月份，社会消费品零售额总额同比增长 8.80%，限额以上企业消费品零售总额当月同比增长 5.70%，总体增长良好；7 月限额以上服装鞋帽针纺织品类零售当月同比增长 8.70%，较去年同期增速上涨 2.3pp。

图表 18: 全国百家重点大型零售服装类企业零售额同比 (%)



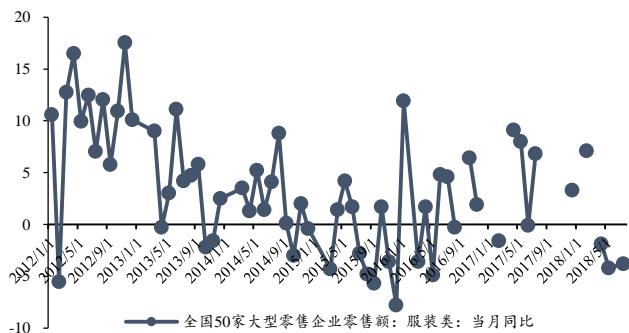
资料来源: 中华商业信息中心, 东吴证券研究所

图表 19: 2016 年 1 月至今百家重点大型零售企业服装类零售额同比 (%)



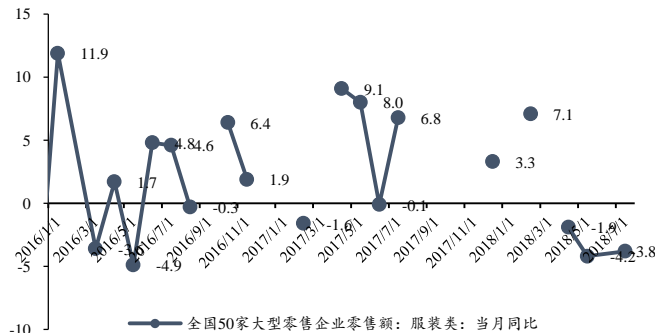
资料来源: 中华商业信息中心, 东吴证券研究所

图表 20: 全国 50 家重点大型零售企业服装类零售额同比 (%)



资料来源: 中华商业信息中心, 东吴证券研究所

图表 21: 2016 年 1 月至今全国 50 家重点大型零售企业服装类零售额同比 (%)



资料来源: 中华商业信息中心, 东吴证券研究所

图表 22: 社会消费品零售总额:当月同比 (%)



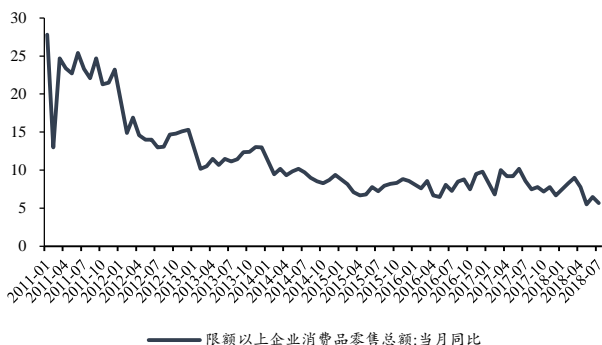
资料来源: 中华商业信息中心, 东吴证券研究所

图表 23: 2016 年年初至今社会消费品零售总额:当月同比 (%)



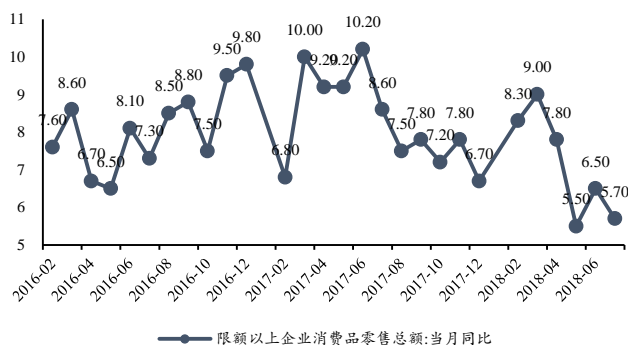
资料来源: 中华商业信息中心, 东吴证券研究所

图表 24: 限额以上企业消费品零售总额: 当月同比(%)



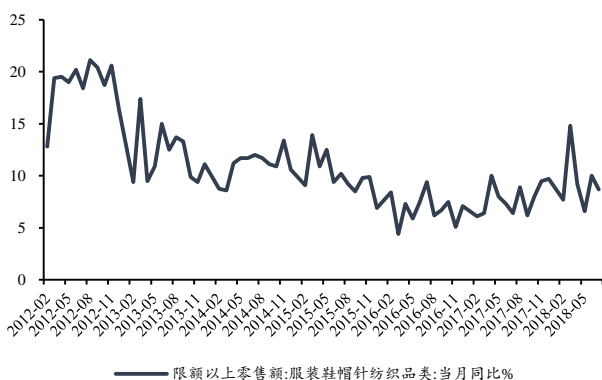
资料来源: 中华商业信息中心, 东吴证券研究所

图表 25: 16 年年初至今限额以上企业消费品零售总额: 当月同比 (%)



资料来源: 中华商业信息中心, 东吴证券研究所

图表 26: 限额以上零售额: 服装鞋帽针纺织品类: 当月同比 (%)



资料来源: 中华商业信息中心, 东吴证券研究所

图表 27: 16 年年初至今限额以上零售额: 服装鞋帽针纺织品类: 当月同比 (%)



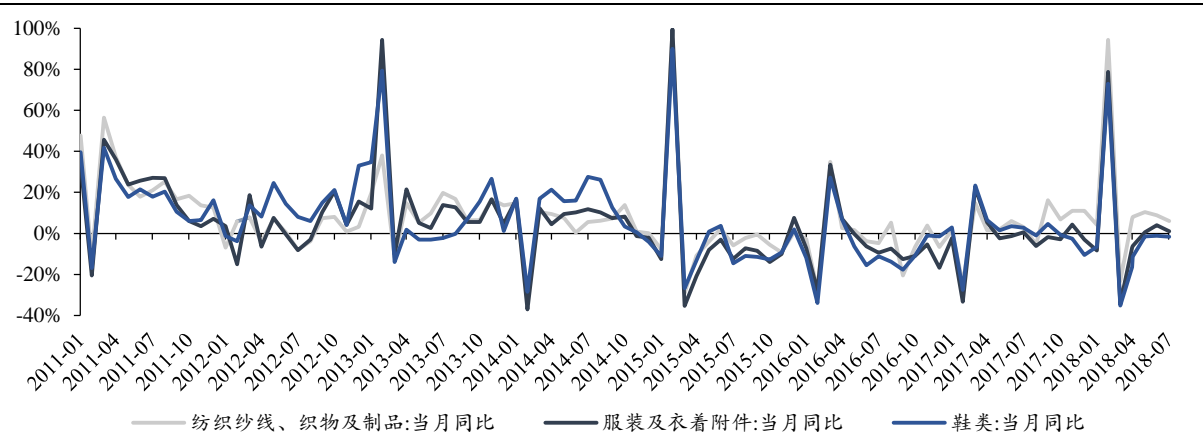
资料来源: 中华商业信息中心, 东吴证券研究所

### 3.2 出口: 18 年 8 月上游纺织纱线、织物等出口增长放缓

出口方面, 纺织纱线、织物及制品/服装及衣着附件 8 月单月同比增长 6.06%/1.10%, 鞋类 8 月单月同比下降 1.57%, 累计来看, 1-8 月出口累计同比变化 9.10%/-0.59%/-4.06%, 上游纱线等标品出口增长较为平稳。

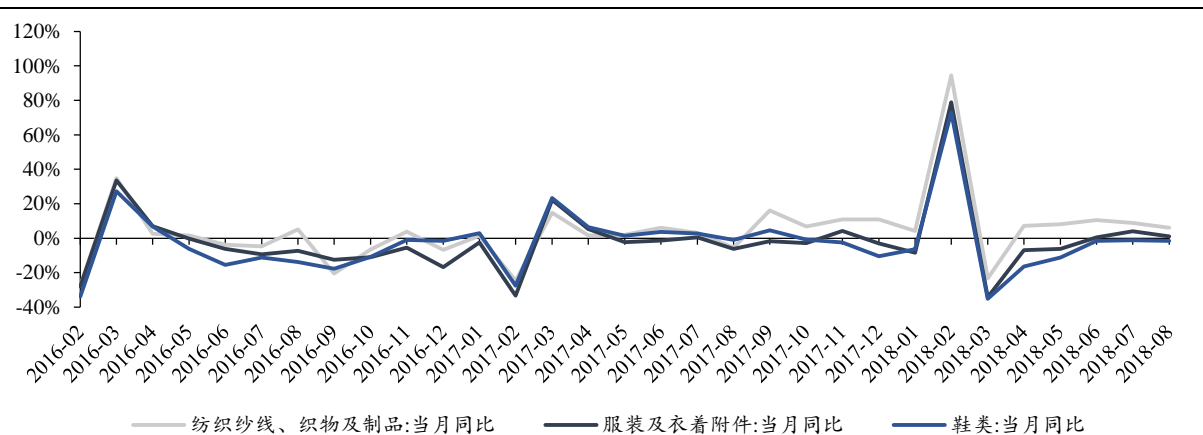


图表 28: 服装、纺织品、鞋类出口增速 (分月同比) (%)



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 29: 2016 年 1 月至今服装、纺织品、鞋类出口增速 (分月同比) (%)



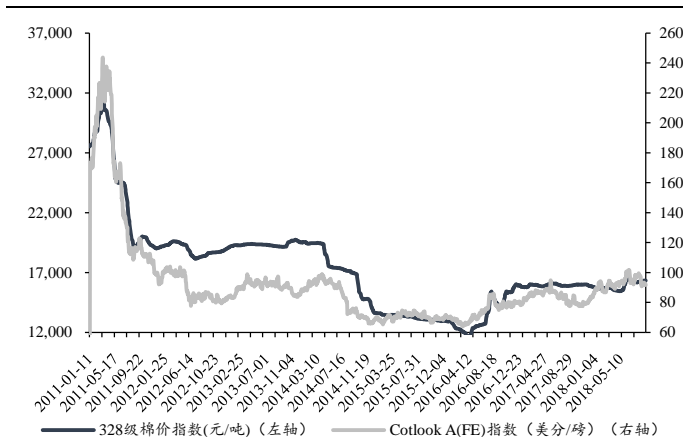
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

### 3.3 上游主要原料: 棉价基本稳定, 人民币贬值趋势继续

**328 级现货周均价:** 16,322.60 元/吨 (0.06%) (周变化 9.80 元/吨, 月变化 97.00 元/吨, 过去一年变化 391.00 元/吨)

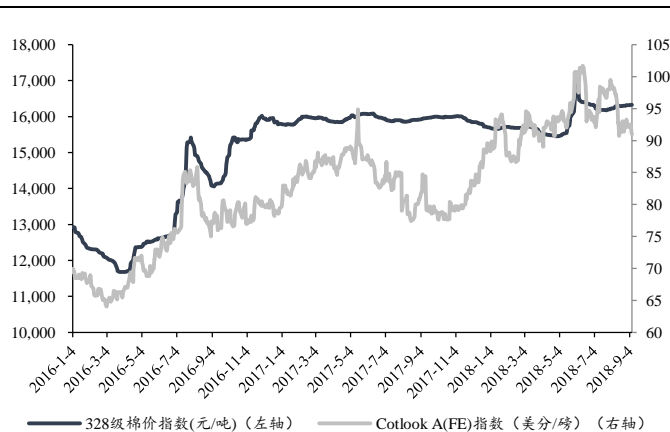
**Cotlook A 周均价:** 91.88 美分/磅(-0.98%) (周变化-0.91 美分/磅, 月变化-7.25 美分/磅, 过去一年变化 6.70 美分/磅)

图表 30: 2011 年 1 月至今 328 级棉花现货价格走势



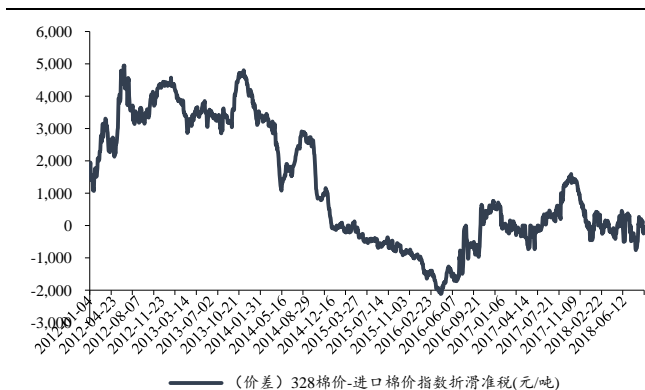
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 31: 2016 年 1 月至今 328 级棉花现货价格走势



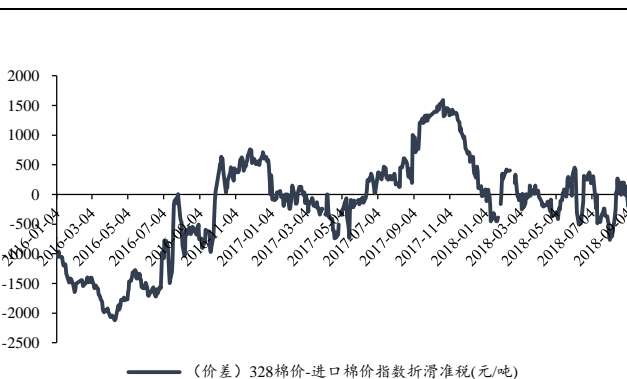
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 32: 2012 年 1 月至今内外棉花价差走势



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

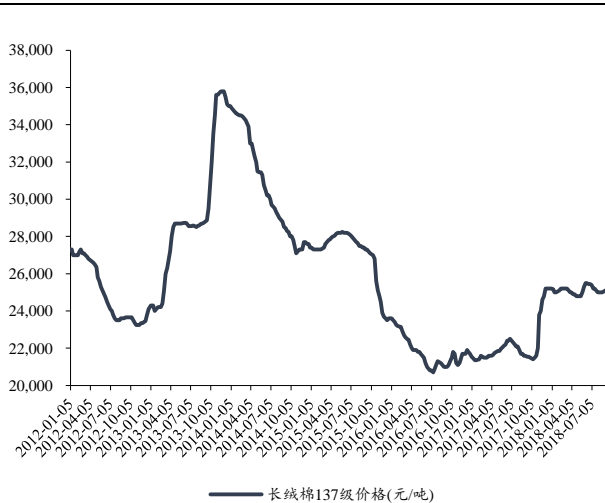
图表 33: 2016 年 1 月至今内外棉花价差走势



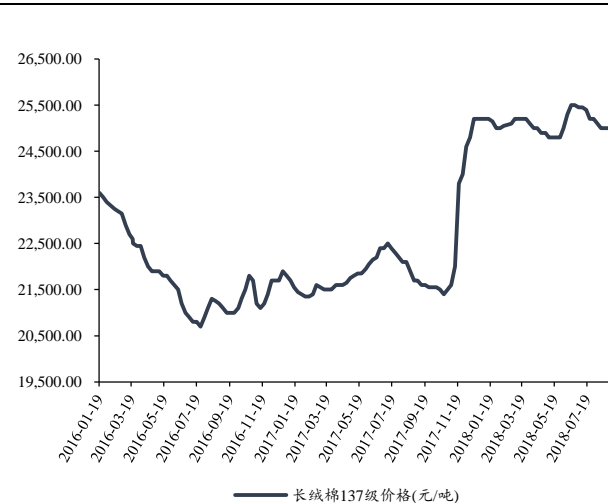
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

长绒棉(137 级): 25,100.00 元/吨(0.20%) (周变化 50 元/吨, 月变化 100.00 元/吨, 过去一年变化 3,500.00 元/吨)

图表 34: 2012 年 1 月至今国内长绒棉 137 级价格走势



图表 35: 2016 年 1 月至今国内长绒棉 137 级价格走势



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

进口长绒棉(美国 PIMA 2 级): 26,585.00 元/吨(2.88%) (周变化 744.00 元/吨, 月价格变化 514.00 元/吨, 过去一年变化 835.00 元/吨)

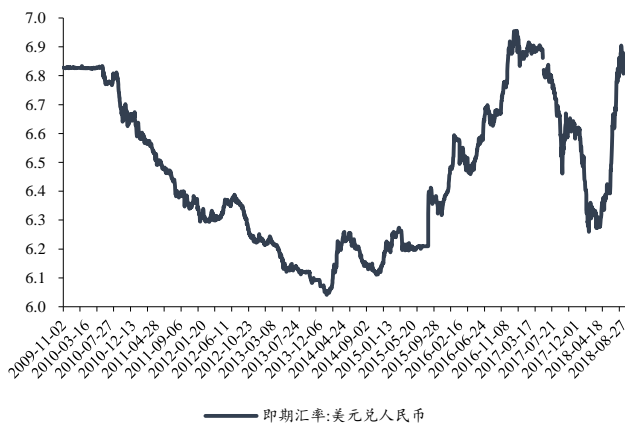
图表 36: 2010 年 11 月至今美国皮马棉-1%关税港口提货价走势 (元/吨)



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

美元兑人民币汇率: 6.8379 (本周变化 0.12%, 月变化 0.06%, 年变化 5.24%)

图表 38: 2009 年 11 月至今美元兑人民币汇率走势



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

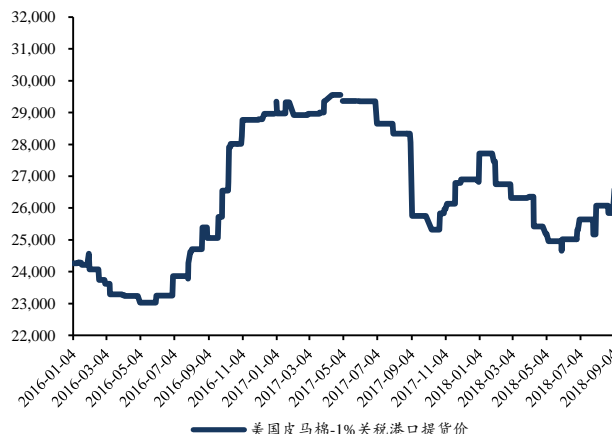
化纤:

粘短: 15,170.00 元/吨(2.33%) (本周变化 345.00 元/吨, 本月变化 1,050 元/吨, 过去一年变化-950.00 元/吨);

涤短: 11,600.00 元/吨(0.98%) (本周变化 112.50 元/吨, 本月变化 1,900.00 元/吨, 过去一年变化 3,000.00 元/吨)

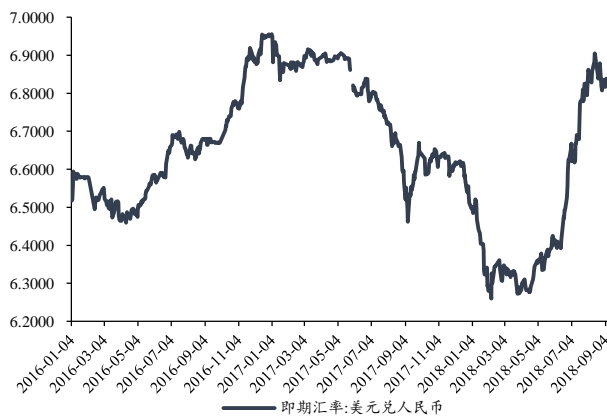
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 37: 2016 年 1 月至今美国皮马棉-1%关税港口提货价走势 (元/吨)



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 39: 2016 年 1 月至今美元兑人民币汇率走势

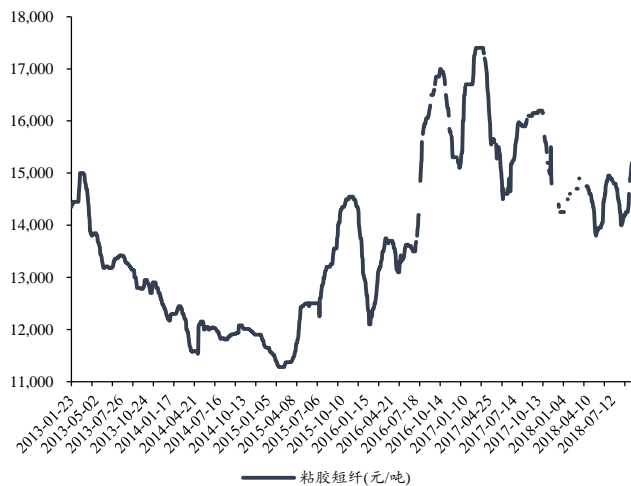


资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

氨纶 20D : 40,700.00 元/吨(-0.73%) (本周变化-300.00 元/吨, 本月变化-500.00 元/吨, 过去一年变化-3500.00 元/吨)

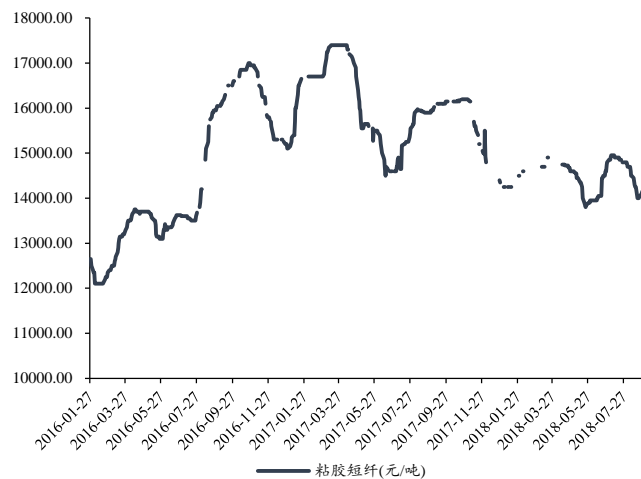
氨纶 40D : 34,500.00 元/吨(0.00%) (本周变化 0.00 元/吨, 本月变化-500.00 元/吨, 过去一年变化-1500.00 元/吨)

图表 40: 2013 年 1 月至今国内粘胶短纤价格走势



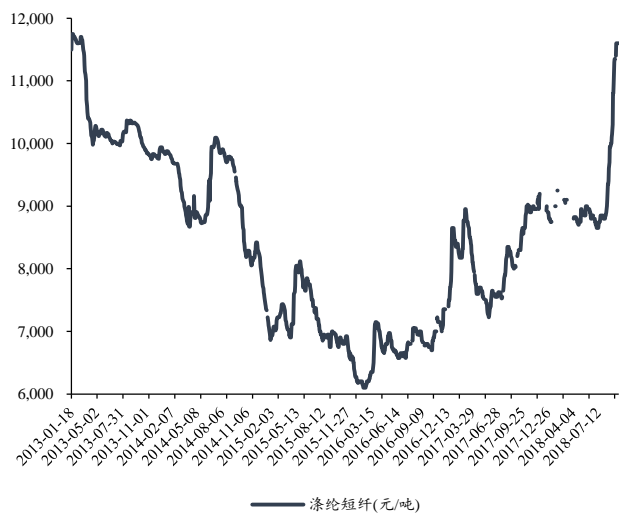
资料来源: 中国棉花协会, 东吴证券研究所

2 图表 41: 2016 年 1 月至今国内粘胶短纤价格走势



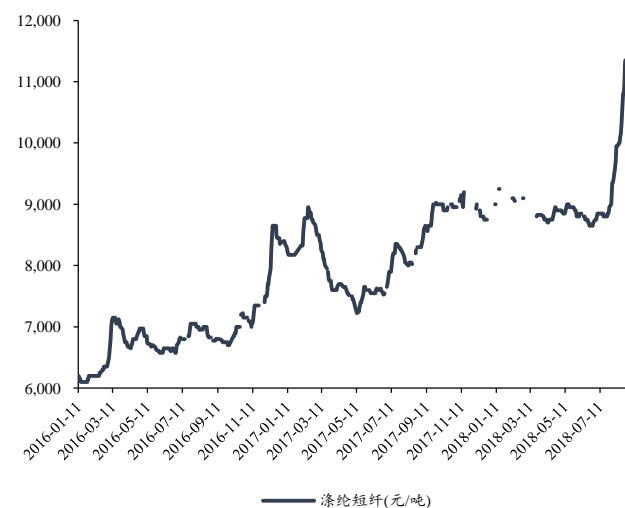
资料来源: 中国棉花协会, 东吴证券研究所

图表 42: 2013 年 1 月至今国内涤纶短纤价格走势



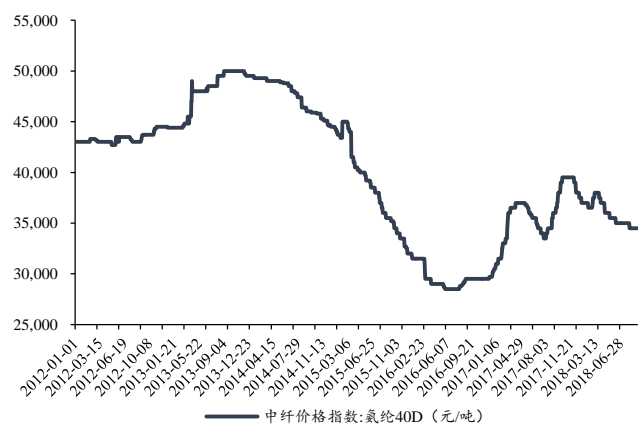
资料来源: 中国棉花协会, 东吴证券研究所

图表 43: 2016 年 1 月至今国内涤纶短纤价格走势



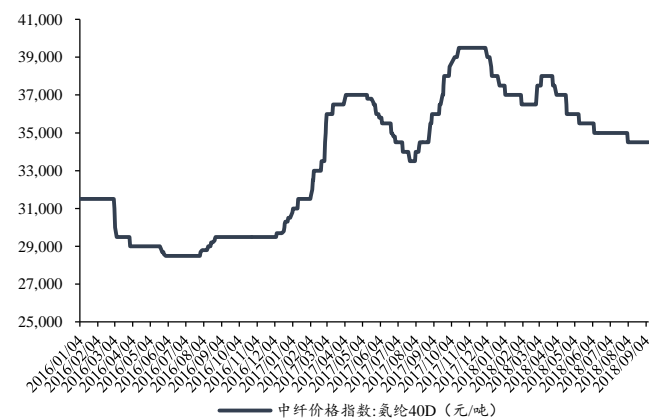
资料来源: 中国棉花协会, 东吴证券研究所

图表 44: 2012 年 1 月至今国内氨纶 40D 价格走势



资料来源: 中国棉花协会, 东吴证券研究所

图表 45: 2016 年 1 月至今国内氨纶 40D 价格走势



资料来源: 中国棉花协会, 东吴证券研究所

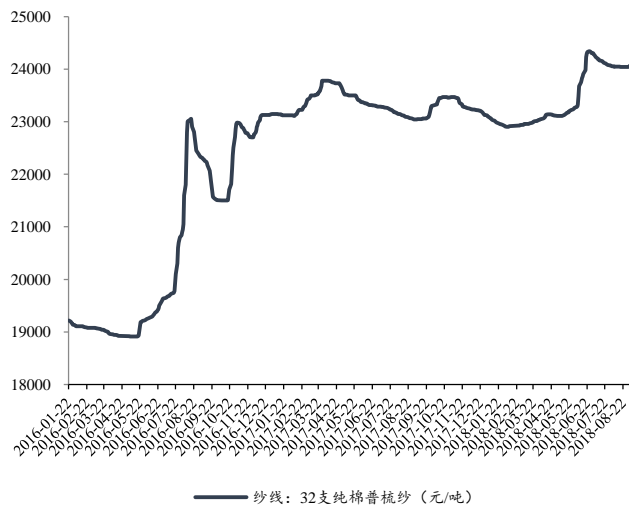
**棉纱线:** 32 支纯棉普梳纱 24,325 元/吨(0.39%) (本周变化 95.00 元/吨, 本月变化 295.00 元/吨, 过去一年变 1240.00 元/吨)

图表 46: 2012 年 1 月至今纯棉普梳纱价格走势



资料来源: 中国棉花协会, 东吴证券研究所

图表 47: 2016 年 1 月至今纯棉普梳纱价格走势



资料来源: 中国棉花协会, 东吴证券研究所

**坯布:** 32 支纯棉斜纹布 5.75 元/米(0.00%) (本周变化 0.00 元/米, 本月变化 0.00 元/米, 过去一年变化 0.03 元/米)

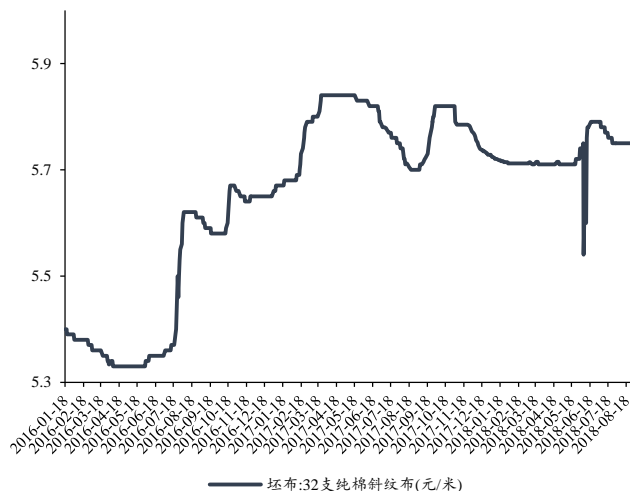


图表 48: 2012 年 1 月至今纯棉斜纹布价格走势



资料来源: 中国棉花协会, 东吴证券研究所

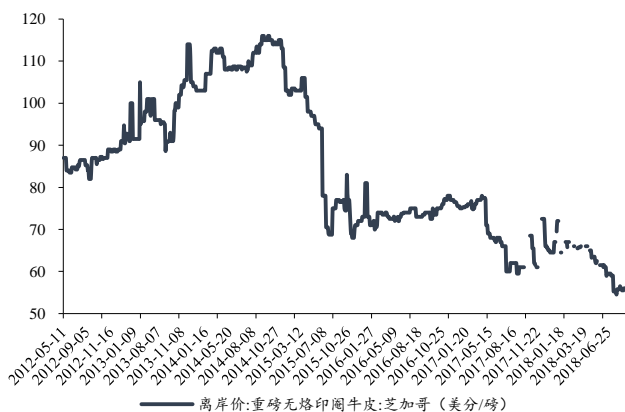
图表 49: 2016 年 1 月至今纯棉斜纹布价格走势



资料来源: 中国棉花协会, 东吴证券研究所

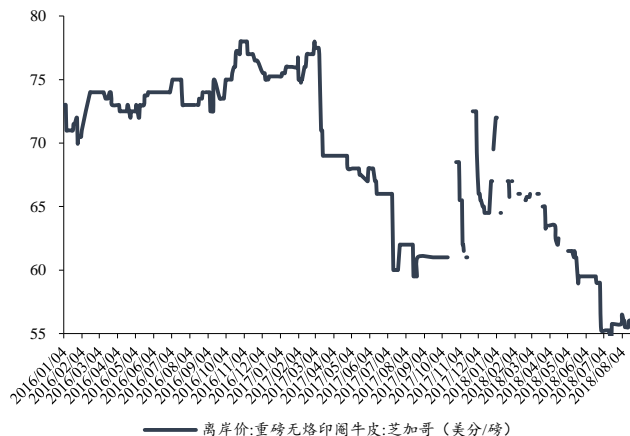
**牛皮:** 重量无烙印眼牛皮芝加哥离岸价 56.00 美分/磅(本周变化 0.38 美分/磅, 本月变化 0.25 美分/磅, 过去一年变化-3.50 美分/磅)

图表 50: 2012 年 4 月至今芝加哥重磅无烙印阉牛皮离岸价 (美分/磅)



资料来源: WIND, 东吴证券研究所

图表 51: 2016 年 1 月至今芝加哥重磅无烙印阉牛皮离岸价 (美分/磅)

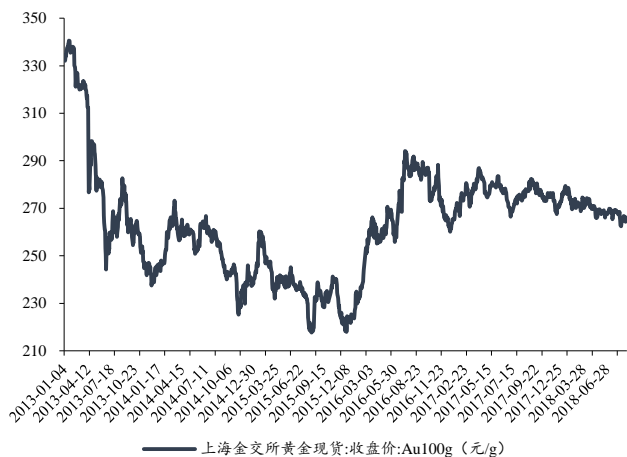


资料来源: WIND, 东吴证券研究所

**黄金:** 上金所 Au100g 265.05 元/g (-0.38%) (本周变化-1.01 元/g, 本月变化-2.18 元/g, 过去一年变化-15.36 元/g)

**伦敦现货** 1,198.33 美元/盎司(-0.48%) (本周变化-5.72 美元/盎司, 本月变化-13.45 美元/盎司, 过去一年变-144.60 美元/盎司)

图表 52: 2013 年 1 月至今上金所黄金现货 Au100g(元/g)



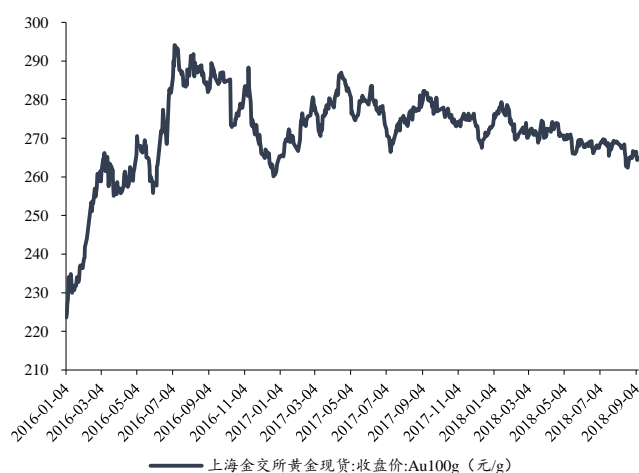
资料来源: WIND, 东吴证券研究所

图表 54: 2013 年 1 月至今伦敦现货黄金 (美元/盎司)



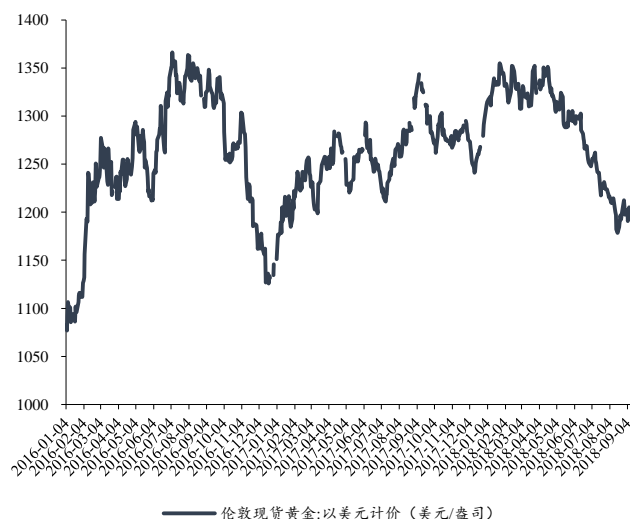
资料来源: WIND, 东吴证券研究所

图表 53: 2016 年 1 月至今上金所黄金现货 Au100g(元/g)



资料来源: WIND, 东吴证券研究所

图表 55: 2016 年 1 月至今伦敦现货黄金 (美元/盎司)



资料来源: WIND, 东吴证券研究所

## 4. 上市公司重要公告

### 4.1 纺织制造

【嘉欣丝绸 增资控股子公司】2018/9/3, 拟以自有资金10,000万元, 对金蚕网公司进行增资, 增资完成后, 公司将持有金蚕网公司92.56%的股权。

【开润股份 注销减资】公司回购注销部分激励对象已获授但尚未解锁的预留限制性股票共61,031股, 注册资本由217,675,980元人民币减少为217,614,949元。

【开润股份 回购股份】公司对12名因离职不再具备激励资格的激励对象全部已授予但尚未解锁的限制性股票合计61,031股进行回购注销。其中, 首次授予的限制性股票涉及8人, 共20,736股, 每股15.35元; 预留的限制性股票涉及4人, 共40,295股, 每股17.22元。

【开润股份 解禁】2017年限制性股票激励计划首次授予第一个限售期解除限售股份上市流通。本次符合解除限售条件的激励对象共计126人, 本次限制性股票解除限售数量为390,550

股，占公司总股本的0.1794%。上市流通的日期：2018年9月11日

【航民股份 收购通过并复牌】2018/9/5，公司发行股份购买资产暨关联交易事项获得无条件通过，股票自2018年9月6日（星期四）开市起复牌。

【黑牡丹 签订投资框架协议之补充协议】2018/9/5与上海大生和南通路桥签署了《<投资框架协议>之补充协议二》，同意将原协议中约定的排他期限和有效期，延长为自原协议及原补充协议约定的排他期限和有效期届满之日起60日，或至本次交易完成之日或本补充协议提前终止之日。

【浙江富润 收购资产】公司拟以10826.25万元的价格，收购控股股东富润控股集团有限公司持有的浙江诸暨农村商业银行股份有限公司3090万股股份。本次交易构成关联交易，未构成重大资产重组。

【浔兴股份 终止重大重组及复牌】重大资产重组终止（浔兴股份拟向福建浔兴集团有限公司出售拉链业务及其相关资产和负债，标的资产包括福建晋江浔兴拉链科技有限公司、浔兴国际发展有限公司、天津浔兴拉链科技有限公司、成都浔兴拉链科技有限公司、东莞市浔兴拉链科技有限公司100%股权以及上海浔兴拉链制造有限公司75%股权、福建晋江农村商业银行股份有限公司0.92%股权，交易对方以现金支付对价）；并自2018年9月10日（星期一）开市起复牌。

## 4.2 品牌服饰

【牧高笛 股东减持计划进展】截至2018年8月31日，深创投通过集中竞价交易累计减持公司股份370,800股，占公司总股份的0.556%，未通过大宗交易进行减持；浙江红土与杭州红土未进行任何集中竞价交易减持和大宗交易减持。深创投、浙江红土与杭州红土减持时间已经过半，减持计划尚未实施完毕。

【天创时尚 收到补贴】公司之子公司自2018年1月1日至2018年8月31日期间，收到财政补贴2,921.45万元。

【多喜爱 减持预披露】公司董事、董事张文先生持本公司股份931,999股（占本公司总股本比例0.46%），计划以集中竞价、大宗交易等方式减持本公司股份不超过233,000股（占本公司总股本比例0.11%），董事赵传森先生持本公司股份310,743股（占本公司总股本比例0.15%），计划以集中竞价、大宗交易等方式减持本公司股份不超过77,687股（占本公司总股本比例0.04%），监事吴莹女士持本公司股份155,371股（占本公司总股本比例0.08%），计划以集中竞价、大宗交易等方式减持本公司股份不超过38,843股（占本公司总股本比例0.02%）。

【奥康国际 回购】公司拟以集中竞价交易方式回购公司股份，回购资金总额不低于人民币1亿元，不超过人民币3亿元。如以回购资金总额上限人民币3亿元、回购价格上限15.00元/股测算，预计回购股份数量约为2,000万股，约占公司目前总股本400,980,000股的4.99%。

【商赢环球 拟终止重组】公司拟终止发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易的事项构成重大资产重组。

【太平鸟 回购】鉴于股权激励对象杨淑英因个人原因已离职，失去本次股权激励资格，公司以13.26元/股回购注销其持有的尚未解除限售的限制性股票合计1,000股，支付总额13260元。回购注销完成后，公司股份总数将变更为48,075.93万股。

【太平鸟 增持计划进展】增持计划实施以来，2018年8月27日~8月28日，增持主体陈红朝、王明峰、申亚欣、戎益勤、翁江宏、施朝祺、张挺、楼甲子通过上海证券交易所集中竞价交易系统合计增持了776,230股公司股份，增持比例0.16%，增持金额17,684,586.80元；2018年9月4日—9月5日，实际控制人张江波通过上海证券交易所集中竞价交易系统合计增持了

38,000股公司股份，增持比例0.008%，增持金额824,220.00元；2018年9月6日~9月7日，实际控制人张江波通过上海证券交易所集中竞价交易系统合计增持了206,800股公司股份，增持比例0.04%，增持金额4,372,884.00元。截止至2018年9月7日，部分增持主体已通过上海证券交易所集中竞价交易系统合计增持了1,021,030股，占公司总股本的0.21%，累计增持金额22,881,690.80元。

【雅戈尔 出售金融资产】2018年4月13日~9月6日，公司出售中信股份、宁波银行可转债等金融资产，交易金额为22,811.63万元；公司滚动利用闲置投资资金购入结构性存款，期间结构性存款到期赎回累计金额为242,854.58万元；公司处置金融资产的交易金额合计265,666.21万元，占2017年未经审计净资产的10.90%，产生投资收益3,182.86万元，净利润2,443.42万元（未经审计），占2017年度经审计净利润的8.23%。

【柏堡龙 对外投资】公司于2018年9月6日与四两科技及其股东王俊生签订《广州四两科技有限公司之增资协议》，公司以自有资金对四两科技投资人民币200万元（50万元计入注册资本，剩余150万元计入资本公积），取得四两科技20%的股权。

【健盛集团 实控人不减持承诺】截至2018/9/7，控股股东、实际控制人张茂义先生持有公司股份147,462,262股，占公司总股本的35.42%；通过杭州君达投资管理有限公司间接持有公司股份14,100,000股，占公司总股本的3.39%。张茂义先生在公司拥有权益的股份比例为38.81%，其中无限售条件流通股147,462,262股，有限售条件流通股14,100,000股。张茂义先生承诺自2018年9月7日起12个月内不减持所持有的健盛集团无限售条件流通股股份。

【健盛集团 签署业务合作框架】2018年9月7日，公司与都市丽人签署了《业务合作框架协议》，包括公司邀请都市丽人出资20%至旗下一家具有先进生产技术水平、管理水平的棉袜产品新生产工厂，都市丽人同意出资20%，该生产工厂以优惠于公司其他客户的价格水平优先向都市丽人供应棉袜类产品。该生产工厂由公司负责日常经营管理，都市丽人不参与管理；等等。

【健盛集团 减持结果】截至2018/9/8，控股股东、实际控制人张茂义先生累计减持公司无限售条件流通股19,457,713股，占公司总股本的4.67%。减持后，张茂义先生持有公司无限售条件流通股147,462,262股，占公司总股本的35.42%。本次减持计划实施完毕。

## 5. 重要行业资讯

### 5.1 行业新闻回顾

【纺织服装 行业要闻】新疆棉花向产业下游延伸，推进棉花产业向高质量发展。

【纺织服装 国际资讯】巴西棉出口可能跃居全球第二。

### 5.2 近期股东大会

图表 56：近期股东大会安排

公司代码	公司简称	会议安排	时间	地点
002083	孚日股份	2018年第二次临时股东大会	2018年9月12日 14:30	山东高密孚日街1号孚日集团股份有限公司4楼多功能厅
002154	报喜鸟	2018年第一次临时股东大会	2018年9月13日 14:30	浙江永嘉瓯北镇双塔路2299号报喜鸟研发大楼四楼会议室
002612	朗姿股份	2018年第二次临时股东大会	2018年9月13日 14:00	北京市朝阳区西大望路27号大郊亭南街3号院1号楼(朗姿大厦)16层会议室
600527	江南高纤	2018年第一次临时股东大会	2018年9月14日 14:45	江苏省苏州市相城区黄埭镇春秋路8号江南大厦1901会议室
002780	三夫户外	2018年第四次临时股东大会	2018年9月14日 15:00	北京市昌平区陈家营西路3号院23号楼

## 东大会

002656	摩登大道	2018 年第二次临时股 东大会	2018 年 9 月 17 日 10:00	广州市黄埔区科学城光谱中路 23 号 A1 栋 8 层会议室 1(大)
600626	申达股份	2018 年第一次临时股 东大会	2018 年 9 月 17 日 14:00	上海市闸北区恒丰路 777 号 (近秣陵路) 维也纳国际酒 店三楼
000779	三毛派神	2018 年第三次临时股 东	2018 年 9 月 17 日 14:30	甘肃省兰州市兰州新区嘉陵江街 568 号本公司四楼会议 室
000726	鲁泰 A	2018 年第三次临时股 东大会	2018 年 9 月 18 日 14:30	鲁泰纺织股份有限公司般阳山庄会议室
603157	拉夏贝尔	2018 年第三次临时股 东大会	2018 年 10 月 19 日 14:00	上海园林格兰云天大酒店主楼二楼桂花厅 (上海市徐汇区 百色路 100 号)
002029	七匹狼	2018 年第一次临时股 东大会	2018 年 9 月 20 日 14:00	厦门思明区观音山台南路 77 号汇金国际中心公司 16 楼会 议室
002144	宏达高科	2018 年度第一次临时 股东大会	2018 年 9 月 20 日 14:00	浙江省海宁市许村镇建设路 118 号公司三楼会议室
300577	开润股份	2018 年第三次临时股 东大会	2018 年 9 月 25 日 14:30	上海市莘砖公路 518 号 14 栋 5 楼会议室
600070	浙江富润	2018 年第二次临时股 东大会	2018 年 9 月 26 日 14:00	浙江诸暨陶朱南路 12 号公司会议室

数据来源：公司公告、东吴证券研究所



图表 57: 重点公司估值表 (9月7日收盘价)

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	周涨 跌幅%	月涨 跌幅%	年涨 跌幅%	总市值 (亿 元)	2017年 净利润 (亿元)	2017年净 利润同比 增速%	17年 PE	预 测 2018年 净 利 润 (亿元)	预测2018 年净利润 同比增 速%	18年 预测 PE
<b>品牌服饰</b>												
600398.SH	海澜之家	9.64	-4.65	-3.21	0.75	433.10	33.3	6.6	13.0	36.7	10.1	11.8
002563.SZ	森马服饰	10.58	-5.87	-5.28	24.74	285.64	11.4	-19.4	25.1	16.1	41.3	17.8
603877.SH	太平鸟	21.23	-7.66	-5.48	-18.08	102.10	4.6	7.5	22.4	6.6	43.6	15.6
603808.SH	歌力思	17.07	-3.23	-1.44	-21.65	57.53	3.0	59.5	19.0	3.8	24.7	15.3
603839.SH	安正时尚	12.48	-5.60	-6.17	-28.28	50.48	2.7	15.7	18.5	3.60	31.8	14.0
002832.SZ	比音勒芬	32.23	-11.96	-9.97	7.03	58.45	1.8	35.9	32.4	2.6	44.8	22.4
603196.SH	日播时尚	11.19	-0.36	0.18	-20.96	26.86	0.8	-0.5	32.1	1.06	26.7	25.3
603587.SH	地素时尚	26.29	-5.80	-2.92	-31.56	105.42	4.8	-8.1	22.0	5.8	21.5	18.1
002029.SZ	七匹狼	6.73	4.83	5.16	-29.33	50.86	3.2	23.6	16.1	3.5	10.7	14.5
601566.SH	九牧王	13.30	-5.07	-2.56	-12.31	76.43	4.9	16.8	15.5	5.6	14.1	13.6
603608.SH	天创时尚	8.92	-1.44	1.25	-29.54	38.48	1.9	57.3	20.5	2.9	55.9	13.1
600177.SH	雅戈尔	7.10	0.28	0.14	-26.23	254.28	3.0	-92.0	85.7	16.7	461.8	15.3
002269.SZ	美邦服饰	2.75	-3.85	-2.14	-29.31	69.09	-3.0	-943.0	-22.7	0.8	-126.2	86.4
603001.SH	奥康国际	11.38	-0.44	-0.18	-35.03	45.63	2.3	-26.2	20.1	2.6	15.2	17.5
603116.SH	红蜻蜓	7.81	-2.25	-1.26	-36.97	45.62	3.8	36.4	12.0	-	-	-
002503.SZ	搜于特	3.19	0.00	1.59	-51.45	98.65	6.1	94.1	16.1	8.0	30.4	12.3
603518.SH	维格娜丝	15.79	-2.41	-3.13	-38.78	28.51	1.9	121.5	15.0	2.7	42.6	10.5
300005.SZ	探路者	3.36	0.00	1.20	-55.56	29.95	-0.8	-205.1	-35.3	0.8	-	38.6
603555.SH	贵人鸟	7.49	4.17	11.79	-65.02	47.08	1.6	-42.4	29.9	-	-	-
002780.SZ	三夫户外	13.05	-1.88	1.87	-53.67	14.64	-0.1	-137.3	-113.4	-	-	-
002291.SZ	星期六	6.05	8.42	8.42	-38.39	24.13	-3.5	-1748.2	-6.9	-	-	-
002612.SZ	朗姿股份	10.19	-4.14	-1.64	-26.19	40.76	1.9	5.0	21.7	2.7	46.1	14.9
002763.SZ	汇洁股份	8.92	-0.78	-0.34	-51.46	34.68	2.2	21.1	15.6	2.5	14.3	13.7
002762.SZ	金发拉比	6.18	-3.59	-1.28	-52.04	22.04	0.9	25.9	24.1	1.1	21.3	19.8
002656.SZ	摩登大道	9.61	0.00	0.00	-20.48	68.47	1.3	134.6	50.8	-	-	-
002154.SZ	报喜鸟	3.07	-7.81	-2.23	-20.84	38.78	0.3	107.9	149.6	1.0	293.4	38.0
<b>家纺</b>												
002293.SZ	罗莱生活	11.10	-3.81	-0.72	-0.57	82.66	4.3	33.7	19.3	5.6	31.6	14.7
002327.SZ	富安娜	7.89	-3.78	-4.13	-8.33	68.73	4.9	12.4	13.9	5.8	17.2	11.9
603365.SH	水星家纺	16.23	-6.02	-4.64	-28.29	43.28	2.6	30.2	16.8	3.2	22.4	13.7
002397.SZ	梦洁股份	4.74	0.85	0.85	-32.94	36.96	0.5	-18.6	72.1	1.3	158.6	27.9
<b>新模式</b>												
300577.SZ	开润股份	31.72	-6.43	-2.70	15.58	69.05	1.3	74.9	51.8	1.9	41.2	36.6
002127.SZ	南极电商	7.57	-4.54	-2.32	-20.87	185.83	5.3	76.7	34.8	8.7	63.6	21.3
002640.SZ	跨境通	13.62	-6.71	-3.40	-28.31	212.21	7.5	79.1	28.3	12.4	64.9	17.1
002761.SZ	多喜爱	20.92	-3.46	-4.69	5.38	42.68	0.2	7.7	184.4	-	-	-
002494.SZ	华斯股份	6.09	-4.09	-2.87	-53.83	23.48	-0.8	-882.0	-31.1	-	-	-
002776.SZ	柏堡龙	13.14	1.23	3.06	-17.72	47.39	1.3	9.2	36.7	-	-	-
600146.SH	商赢环球	9.58	7.28	12.84	-62.31	45.02	2.1	571.6	21.4	-	-	-



棉纺												
000726.SZ	鲁泰 A	9.38	-2.80	-1.99	-18.44	86.48	8.4	3.1	10.3	8.8	4.5	9.8
002394.SZ	联发股份	10.00	1.83	1.52	-24.11	32.37	3.6	-7.2	9.0	3.7	1.3	8.9
002042.SZ	华孚时尚	6.88	0.44	-0.29	-4.46	104.53	6.8	37.1	15.4	8.6	26.6	12.2
601339.SH	百隆东方	5.47	1.48	2.05	-4.11	82.05	4.9	-19.4	16.8	6.1	24.7	13.5
002083.SZ	孚日股份	5.41	0.37	-0.37	-24.76	49.12	4.1	8.7	12.0	4.5	9.9	10.9
002087.SZ	新野纺织	3.85	-0.52	0.00	-37.98	31.45	2.9	41.3	10.8	3.8	30.4	8.3
其他纺织制造												
002091.SZ	江苏国泰	5.83	2.28	3.37	-44.06	91.58	7.7	8.9	11.8	9.6	23.6	9.6
600987.SH	航民股份	9.24	-3.55	-3.55	-27.33	58.70	5.7	4.7	10.2	6.4	11.2	9.2
002003.SZ	伟星股份	7.52	-2.59	-3.09	-6.07	57.00	3.6	30.4	15.6	4.3	17.9	13.3
603889.SH	新澳股份	9.33	1.74	1.19	-32.46	36.73	2.1	27.5	17.7	2.5	21.4	14.6
002674.SZ	兴业科技	7.14	-0.83	-0.42	-39.17	21.57	0.5	-28.5	47.8	0.6	38.5	34.5
601718.SH	际华集团	3.72	-1.33	-2.36	-56.27	163.37	7.5	-37.1	21.6	-	-	-
000158.SZ	常山股份	5.64	2.73	5.22	-47.86	93.22	3.6	2.3	26.3	4.6	30.8	20.1
603558.SH	健盛集团	8.30	-2.12	-4.71	-50.09	34.56	1.3	26.9	26.3	2.1	59.8	16.4
002687.SZ	乔治白	5.18	0.00	0.00	-28.98	18.38	0.8	13.1	24.4	-	-	-
002098.SZ	浔兴股份	16.31	0.00	0.00	15.41	58.39	1.2	18.1	49.1	-	-	-
600137.SH	浪莎股份	13.98	-0.78	1.38	-63.29	13.59	0.2	70.5	59.2	-	-	-
002634.SZ	棒杰股份	4.14	1.47	1.72	-47.72	19.09	0.5	19.9	39.5	-	-	-
002404.SZ	嘉欣丝绸	5.22	-1.14	-0.95	-31.26	30.15	1.1	14.8	27.0	1.4	25.2	21.5
002193.SZ	山东如意	13.01	1.17	0.85	-23.49	34.05	0.7	37.8	48.0	-	-	-
600689.SH	上海三毛	8.71	-1.02	-0.46	-44.92	15.83	0.2	-80.4	76.5	-	-	-
600152.SH	维科精华	4.96	-3.50	-0.80	-53.99	22.59	0.2	123.9	-	-	-	-
600493.SH	凤竹纺织	5.34	-1.29	0.38	-49.23	14.52	0.2	-56.0	58.5	-	-	-
600448.SH	华纺股份	3.70	1.37	3.64	-37.07	19.42	0.1	-33.3	283.1	-	-	-
002034.SZ	美欣达	14.80	-11.38	-6.45	-48.67	61.65	2.3	46.5	26.3	-	-	-
600370.SH	三房巷	2.81	-1.40	1.81	-30.48	22.40	0.4	9.2	50.8	-	-	-

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所（未标红数据为 Wind 一致预期）

#### 风险提示：

- 1、宏观经济增速放缓导致居民可支配收入增速放缓，降低消费热情，服装作为可选消费将受到较为严重的影响。
- 2、意外天气将影响服装消费：如遇意外暖冬等情况将影响冬装销售，由于冬装单价、毛利高，暖冬将对服装企业造成负面影响。
- 3、原材料价格意外波动：对于生产制造企业来说，原材料成本占据生产成本比重较大，原材料价格的意外波动（尤其意外下跌）将对生产企业毛利率造成较大影响。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

