

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2018年09月07日

分析师

黄淑妍 021-31829709

Email:huangsy@cgws.com

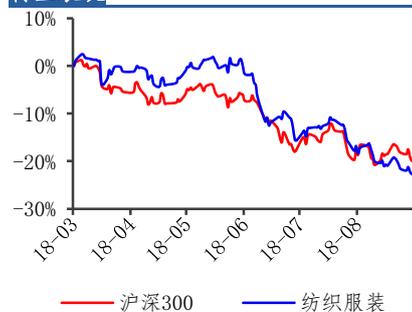
执业证书编号:S1070514080003

联系人（研究助理）：

张家璇 021-31829782

Email:zhangjiaxuan@cgws.com

从业证书编号:S1070118090001

行业表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<品牌服装复苏趋势延续，纺织制造因汇兑承压>> 2018-05-03

品牌服装趋势分化，纺织制造持续向好

——纺织服装 2018 年中报总结

重点推荐公司盈利预测

股票名称	EPS		PE	
	18E	19E	18E	19E
森马服饰	0.58	0.69	19	16
安正时尚	0.88	1.12	14	11
罗莱生活	0.74	0.88	15	13
百隆东方	0.41	0.47	13	11

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 品牌服装：板块结构性复苏，收入业绩分化。** 18H1 实现营业收入 877.58 亿元，同比增长 14.19%；实现归属于上市公司净利润 75.55 亿元，同比增长 5.40%。其中 18Q2 实现营业收入 429.81 亿元，同比增长 9.85%；实现归属于上市公司净利润 33.44 亿元，同比下降 4.87%。2018 年上半年行业延续稳步复苏态势，收入延续两位数增长。但是二季度收入和利润的增速明显放缓。年初至今，品牌服装板块已由普涨性行情逐步过渡到结构性行情。优质品牌在产品运营、品牌管理、供应链管理和渠道管理改革成效已显，逐渐拉开与其它品牌的差距。
- 纺织制造：收入业绩增长稳健，均实现双位数增长。** 18H1 年实现营业收入 530.46 亿元，同比增长 24.94%；实现归属于上市公司股东的净利润 31.75 亿元，同比增长 11.01%。其中 18Q2 实现营业收入 288.44 亿元，同比增长 21.67%；实现归属于上市公司净利润 20.67 亿元，同比增长 13.35%。上半年纺织制造板块营收的增长主要来自于越南产能的布局以及海外市场需求的提升，预计在中长期还将受到棉价上升趋势的推动，短期纺织制造板块利润的增长主要受到今年 4 月以来人民币贬值的催化。
- 投资建议：** 品牌服装板块 2018 年上半年整体延续复苏态势，但 18Q2 受零售数据疲软的影响，营收和业绩有明显下滑。从个股看，龙头表现优于行业平均，森马服饰、比音勒芬、罗莱生活等公司 18Q2 收入增速环比仍有提升，安正时尚、太平鸟、森马服饰、海澜之家等公司 18H1 同店增速较快。龙头公司不仅库存调整基本完毕，且经营效率稳步提升，供应链统筹能力较强，预计下半年板块结构性复苏行情将延续。纺织制造行业在短期受汇率变动催化，在中长期受棉价预期上涨以及海外产能扩张的双重驱动，且龙头企业资源优势集聚、产业链一体化整合能力强，未来将持续扩张市场份额。整体维持对行业“推荐”的投资评级。
- 风险提示：** 零售需求持续低迷，贸易战加剧风险，汇率风险，宏观经济下滑风险，原材料价格大幅波动风险，渠道拓展情况不及预期。

目录

1. 概述：服装结构性复苏，制造持续向好	4
2. 品牌服装：收入业绩延续景气度	8
2.1 成长能力分析：维持稳健增长，休闲服装增速亮眼	9
2.2 盈利能力分析：毛利率小幅回升、净利率略有下降	10
2.3 运营能力分析：周转率小幅回调，仍在合理区间	11
2.4 偿债能力分析：负债率略升，流动性有所下降	12
2.5 经营性现金流分析：同比由负转正，环比有所下降	12
3. 纺织制造：收入稳增，汇兑增厚业绩	13
3.1 成长能力分析：收入、业绩稳健增长	13
3.2 盈利能力分析：毛利率、净利率略有回调	15
3.3 运营能力分析：应收账款、存货周转率总体改善	16
3.4 偿债能力分析：短期偿债能力持续提升	17
3.5 经营性现金流分析：行业趋势分化，棉纺持续改善	17
4. 投资建议	18
5. 风险提示	18

图表目录

图 1:	部分收入增速同比提升的品牌服装上市公司	6
图 2:	部分利润增速同比提升的品牌服装上市公司	6
图 3:	3 月以来纺织品出口需求回暖	7
图 4:	4 月以来美元兑人民币汇率持续攀升	7
图 5:	主要纺织制造企业汇兑收益由负转正	8
图 6:	棉花期货价格持续位于高位	8
图 7:	纺织服装、沪深 300PE 水平和纺织服装行业相对沪深 300PE 溢价水平	8
图 8:	品牌服装子板块各细分行业收入增速	10
图 9:	品牌服装子板块各细分行业净利润增速	10
图 10:	品牌服装子板块各细分行业毛利率	11
图 11:	品牌服装子板块各细分行业净利率	11
图 12:	经营性现金流量净额同比改善、环比下降	13
图 13:	板块上市公司经营性现金流量净额变化值与营收变化值之比	13
图 14:	纺织制造子板块各细分行业收入增速	14
图 15:	纺织制造子板块各细分行业归母净利润增速	14
图 16:	18Q2 出口占比较大企业汇兑损益改善	14
图 17:	印染子行业收入和业绩持续提速	14
图 18:	主要纺企 18H1 计提资产减值损失同比大幅提升	15
图 19:	纺织制造子板块各细分行业毛利率	16
图 20:	纺织制造子板块各细分行业净利率	16
图 21:	板块子行业经营性现金流量净额变化趋势分化	17
图 22:	板块上市公司经营性现金流量净额变化值与营收变化值之比	17
表 1:	品牌服装子板块上市公司收入与净利润	4
表 2:	纺织制造子板块上市公司收入与净利润	6
表 3:	品牌服装子板块各细分行业划分情况	8
表 4:	品牌服装子板块各细分行业收入与净利润	9
表 5:	品牌服装子板块各细分行业营业外收入与资产减值损失	10
表 6:	品牌服装子板块各细分行业毛利率与净利率	11
表 7:	品牌服装子板块各细分行业期间费用率	11
表 8:	品牌服装子板块各细分行业应收账款与存货周转率	12
表 9:	品牌服装子板块各细分行业资产负债率、流动比率、速动比率和现金比率	12
表 10:	纺织制造子板块各细分行业划分情况	13
表 11:	纺织制造子板块各细分行业收入与净利润	14
表 12:	纺织制造子板块各细分行业营业外收入与资产减值损失	15
表 13:	纺织制造子板块各细分行业毛利率与净利率	15
表 14:	纺织制造子板块各细分行业期间费用率	16
表 15:	纺织制造子板块各细分行业应收账款与存货周转率	16
表 16:	纺织制造子板块各细分行业资产负债率、流动比率、速动比率和现金比率	17

1. 概述：服装结构性复苏，制造持续向好

2018年上半年品牌服装行业整体延续稳步复苏态势。品牌服装行业收入实现两位数增长，但是二季度收入和利润的增速明显放缓，主要受二季度零售需求相对低迷影响。我们选取了A股品牌服装板块的52家上市公司作为样本，涵盖了男装、女装、家纺、休闲、鞋类等细分行业。就行业整体而言，18H1实现营业收入877.58亿元，同比增长14.19%；实现归属于上市公司净利润75.55亿元，同比增长5.40%。其中18Q2实现营业收入429.81亿元，同比增长9.85%；实现归属于上市公司净利润33.44亿元，同比下降4.87%。

表 1：品牌服装子板块上市公司收入与净利润

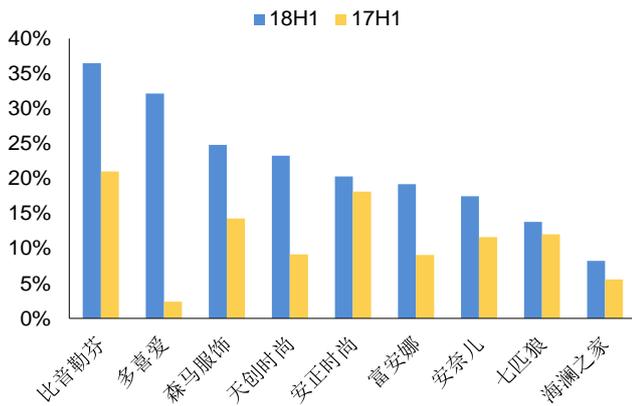
公司简称	营业总收入（亿元）				归母净利润（万元）			
	18H1	同比	18Q2	同比	18H1	同比	18Q2	同比
搜于特	108.80	65.85%	56.77	42.80%	42998	19.09%	27209	24.23%
健盛集团	7.57	64.47%	4.15	58.07%	11059	69.89%	6677	108.32%
商赢环球	13.90	54.77%	8.21	61.12%	3422	-36.12%	2399	-48.20%
维格娜丝	13.77	48.33%	6.23	0.94%	11718	162.90%	5206	248.85%
摩登大道	6.44	40.23%	3.14	58.75%	5269	-49.96%	1528	90.42%
歌力思	10.81	39.15%	5.07	15.77%	16147	32.28%	8114	31.39%
比音勒芬	6.76	36.50%	3.05	44.85%	12245	45.84%	3750	56.58%
步森股份	1.73	36.11%	0.47	1.79%	-1274	-54.48%	-689	-64.61%
美邦服饰	39.38	35.96%	17.60	43.97%	5311	-218.69%	271	-103.67%
多喜爱	3.92	32.17%	2.33	51.31%	2464	259.48%	1693	552.85%
万里马	3.02	30.42%	2.05	31.24%	1220	-7.36%	1709	9.99%
浪莎股份	1.19	30.03%	0.70	22.57%	1066	6.82%	618	-5.33%
梦洁股份	10.07	28.22%	4.88	13.19%	9186	31.07%	4098	20.66%
周大生	21.24	26.98%	11.86	36.26%	35292	33.92%	19238	38.57%
三夫户外	2.05	25.50%	1.07	16.27%	257	452.36%	104	-69.76%
乔治白	4.31	25.23%	2.45	26.31%	4037	12.38%	2919	7.72%
森马服饰	55.32	24.80%	30.20	27.62%	66739	25.00%	35500	26.01%
天创时尚	10.03	23.28%	5.34	19.68%	13827	37.37%	6326	-6.15%
报喜鸟	14.13	23.08%	6.76	13.87%	3939	-228.72%	420	-109.41%
朗姿股份	12.98	22.73%	6.52	25.07%	11166	105.72%	5133	168.03%
安正时尚	7.52	20.33%	3.61	13.98%	16250	25.56%	7056	20.11%
富安娜	11.46	19.21%	5.94	12.02%	18485	16.56%	8799	10.99%
安奈儿	5.68	17.48%	2.64	12.96%	5540	24.62%	1930	83.83%
七匹狼	14.59	13.83%	5.40	13.71%	13480	10.49%	5107	-0.47%
爱迪尔	10.03	12.70%	5.64	6.97%	2335	-25.22%	1386	-29.11%
太平鸟	31.69	12.59%	14.33	10.17%	19713	109.69%	6412	81.15%
牧高笛	3.57	12.18%	2.04	11.88%	3885	-14.10%	1904	-8.61%
金发拉比	1.97	11.99%	0.98	13.09%	3528	15.45%	1435	6.36%
中潜股份	2.08	11.20%	1.04	6.19%	1607	-28.52%	814	-39.06%
日播时尚	5.11	11.14%	2.35	5.58%	1793	-28.97%	127	-89.76%
汇洁股份	11.51	11.09%	5.88	14.89%	17973	1.30%	7414	-4.03%
罗莱生活	21.97	10.87%	10.25	11.01%	21843	35.14%	6194	38.27%

九牧王	12.61	10.68%	5.14	8.16%	26262	17.10%	6949	6.68%
美尔雅	2.25	9.15%	0.93	26.98%	-55	-81.13%	512	158.56%
希努尔	3.89	8.98%	2.28	37.49%	162	-106.99%	1056	-199.29%
柏堡龙	4.54	8.25%	2.21	18.38%	7563	1.51%	3413	2.38%
海澜之家	100.14	8.22%	42.27	3.27%	206601	10.18%	93507	8.08%
起步股份	6.14	7.08%	3.48	9.50%	10950	7.89%	7793	7.39%
龙头股份	19.41	2.73%	9.50	-6.70%	4607	24.79%	2252	44.49%
嘉麟杰	3.96	2.57%	2.10	-14.18%	-453	-84.04%	1424	-668.38%
拉夏贝尔	43.79	2.26%	18.30	-6.73%	23583	-16.30%	6170	-59.27%
红蜻蜓	14.91	2.13%	6.57	0.08%	15963	-8.49%	6734	-21.43%
美盛文化	3.55	1.18%	2.07	-19.82%	11375	20.23%	6473	2.02%
奥康国际	15.73	-1.37%	7.05	-1.14%	16792	-4.05%	4858	-20.47%
贵人鸟	15.36	-2.67%	7.03	-13.25%	3442	-73.51%	-5079	-209.05%
哈森股份	7.25	-6.48%	3.28	-9.53%	3800	-13.06%	178	-69.43%
星期六	7.36	-6.84%	3.74	-4.99%	2950	32.22%	1026	-4.70%
际华集团	117.13	-7.24%	63.28	-5.57%	23634	-54.00%	8183	-65.25%
棒杰股份	1.81	-8.50%	0.88	-27.91%	1531	-32.41%	1019	-30.20%
华斯股份	2.17	-11.86%	1.09	-9.90%	1180	5.96%	922	332.58%
红豆股份	12.22	-23.57%	5.29	-48.43%	10718	-78.49%	6060	-87.04%
探路者	8.77	-31.38%	4.37	-33.19%	2412	-69.47%	194	-93.28%
合计	877.58	14.19%	429.81	9.85%	755536	5.40%	334447	-4.87%

资料来源: Wind, 长城证券研究所

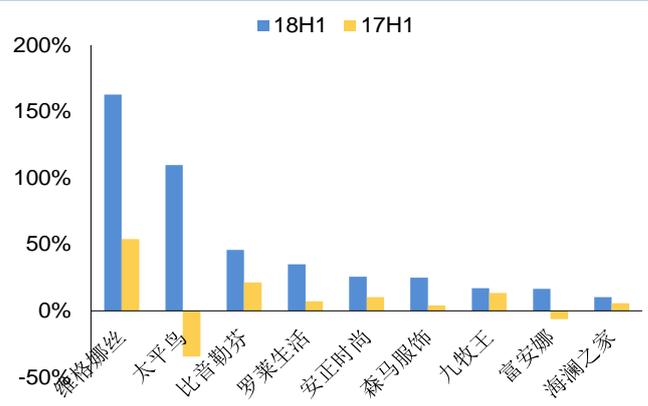
年初至今, 品牌服装板块已由普涨性行情逐步过渡到结构性行情。优质品牌在产品运营、品牌管理、供应链管理和渠道管理改革成效已显, 逐渐拉开与其它品牌的差距。在产品端, 优质企业不断进行品牌年轻化、潮流化转型, 吸收优秀设计师品牌, 并相继登上国际大秀增强品牌影响力, 例如玖姿在今年 2 月在米兰时装周发布其 2018 年秋冬新品, 歌力思在今年 9 月份获比利时设计师品牌 JeanPaulKnott 运营权; 在品牌运营方面, 优质企业通过建设多品牌矩阵以覆盖更广的消费群体, 并在产品生产、渠道拓展、物流配送方面高度协同, 有利于打开收入规模、提升整体运营效率; 在供应链管理方面, 优质企业积极进行数字化转型, 目前 ERP 管理系统已基本建立, 主要企业开始推进 RFID 芯片内置以提升管理效率和对终端的掌控力, 并加大订货会频次、实施快反和补单政策以提升有效供应的能力和效率; 在渠道管理方面, 优质企业加大对购物中心等人流量上升渠道的布局, 实施渠道精细化管理, 并加强线上线下一体化运营。我们发现, 尽管今年 5 月以来零售数据不及预期, 但是综合实力较强的部分品牌服装上市公司依然实现了营收或业绩的同比提升, 例如 2018 年上半年比音勒芬/森马服饰/安正时尚/海澜之家营收增速分别为 36.5%/24.8%/20.33%/8.22%, 分别同比提升 15.47pct/10.52pct/2.2pct/2.63pct, 上半年维格娜丝/太平鸟/罗莱生活/富安娜归母净利润增速分别为 162.90%/109.69%/35.14%/16.56%, 分别同比提升 108.79%/144.04%/27.98%/22.92%。

图 1: 部分收入增速同比提升的品牌服装上市公司



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 2: 部分利润增速同比提升的品牌服装上市公司



资料来源: Wind, 长城证券研究所

2018 年上半年行业收入和业绩增长较为稳健, 均实现双位数增长。我们选取了 A 股纺织制造板块的 36 家上市公司作为样本, 涵盖了棉纺、毛纺、丝绸、辅料、印染等细分行业。就行业整体而言, 18H1 年实现营业收入 530.46 亿元, 同比增长 24.94%; 实现归属于上市公司股东的净利润 31.75 亿元, 同比增长 11.01%。其中 18Q2 实现营业收入 288.44 亿元, 同比增长 21.67%; 实现归属于上市公司净利润 20.67 亿元, 同比增长 13.35%。

表 2: 纺织制造子板块上市公司收入与净利润

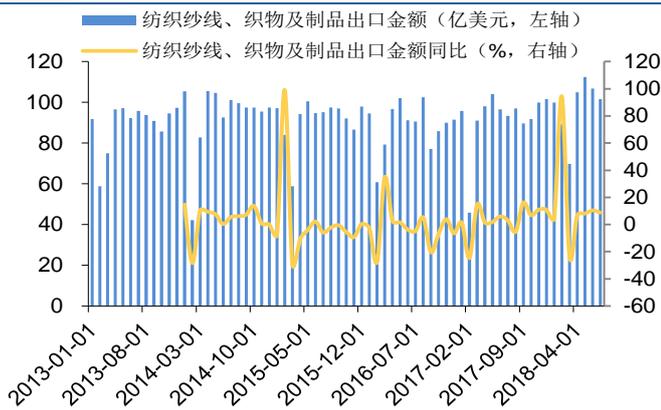
公司简称	营业总收入 (亿元)				归母净利润 (万元)			
	18H1	同比	18Q2	同比	18H1	同比	18Q2	同比
维科技术	7.24	253.53%	4.41	318.03%	5565	51.42%	6123	23.18%
申达股份	80.71	94.30%	40.18	98.07%	8008	31.09%	4229	86.15%
诺邦股份	4.20	76.48%	2.32	73.17%	2460	17.17%	1606	23.56%
开润股份	8.68	75.26%	4.52	64.86%	8371	38.89%	4918	50.35%
浔兴股份	11.44	64.01%	6.10	34.15%	3629	-43.47%	3300	-41.61%
华升股份	5.10	51.84%	2.70	68.14%	-1257	-61.84%	-143	-91.83%
华孚时尚	67.90	25.33%	37.56	21.12%	55234	25.88%	33316	22.22%
新野纺织	32.11	24.31%	19.11	30.48%	17972	31.01%	12730	11.44%
华茂股份	12.93	24.06%	7.49	27.21%	13221	894.38%	3999	1590.56%
凤竹纺织	4.37	22.59%	2.62	35.05%	2443	147.71%	1854	218.82%
*ST 中绒	8.80	22.45%	3.94	-9.95%	-39414	27.05%	-22825	41.50%
嘉欣丝绸	15.82	22.39%	8.30	13.73%	6867	12.94%	3743	-7.07%
华纺股份	16.01	22.11%	8.46	17.40%	1134	47.99%	955	75.52%
航民股份	19.38	19.87%	11.04	23.00%	27780	14.19%	17435	16.50%
三房巷	5.59	18.01%	2.88	25.43%	3092	6.35%	2209	59.62%
水星家纺	11.60	16.53%	5.63	8.89%	11967	20.86%	4716	15.55%
欣龙控股	3.56	15.87%	1.93	13.44%	-2504	-26.08%	-1540	-56.99%
新澳股份	13.77	15.53%	8.57	16.58%	11785	5.29%	8250	9.72%
江南高纤	6.24	15.35%	3.16	3.21%	2997	28.73%	1447	75.58%
三毛派神	1.46	14.08%	0.80	16.83%	-546	-115.64%	-601	-112.58%
上海三毛	6.50	13.55%	2.99	3.20%	161	-95.33%	-84	-86.46%
台华新材	14.77	13.30%	8.67	13.27%	23423	16.45%	15627	23.20%
金鹰股份	5.79	12.41%	3.44	10.12%	1453	35.63%	1069	62.38%

康隆达	4.10	11.09%	2.07	6.94%	4304	17.75%	2669	31.00%
联发股份	21.65	9.93%	11.58	7.16%	13464	-4.33%	8981	11.16%
鲁泰 A	32.81	9.72%	17.61	2.54%	37736	-4.00%	21808	-7.23%
如意集团	5.86	9.61%	3.60	1.86%	2889	49.29%	1924	33.81%
孚日股份	25.78	9.17%	12.72	7.02%	19316	-20.75%	10576	-6.79%
伟星股份	12.65	7.66%	8.43	2.29%	18074	10.79%	16442	6.92%
江苏阳光	10.57	6.40%	6.55	3.92%	4139	17.30%	5385	57.65%
振静股份	3.14	2.80%	1.90	2.66%	2797	6.15%	1574	3.23%
瑞贝卡	9.89	1.66%	5.25	1.45%	12560	19.36%	7573	22.25%
百隆东方	29.43	-3.92%	16.00	-5.07%	32600	5.67%	23818	22.23%
宏达高科	2.74	-5.03%	1.44	2.92%	5411	6.52%	3285	8.67%
兴业科技	7.75	-15.21%	4.39	-11.14%	3371	39.47%	2430	88.73%
天首发展	0.14	-52.79%	0.09	-19.56%	-2968	254.12%	-2076	197.27%
合计	530.46	24.94%	288.44	21.67%	317534	11.01%	206720	13.35%

资料来源: Wind, 长城证券研究所

上半年纺织制造板块营收的增长主要来自于越南产能的布局以及海外市场需求的提升。从生产端看,目前百隆东方、鲁泰 A、华孚时尚等多家纺企已建设越南工厂,布局最早的百隆东方越南产能占比已达 40%-50%,龙头企业对越南的战略布局不仅提升了供应能力,而且可以节约原材料成本、人工成本及税收成本。从需求端看,随着欧美国家经济的持续复苏,纺织品出口自今年 3 月份以来持续回暖。预计板块在中长期还将受到棉价上升趋势的推动。全球棉花需求以 3%-4% 的速度增长,而随着国储棉数量的持续下降,全球棉花库存储备也持续减少,在中长期存在供给缺口,棉花上涨预期强烈,看好龙头企业通过提价提升毛利率水平,行业在中长期有望进入量价齐升的发展阶段。短期纺织制造板块利润的增长,主要受到今年 4 月以来人民币贬值的催化。主要纺企上市公司今年上半年汇兑损益由负转正。

图 3: 3 月以来纺织品出口需求回暖



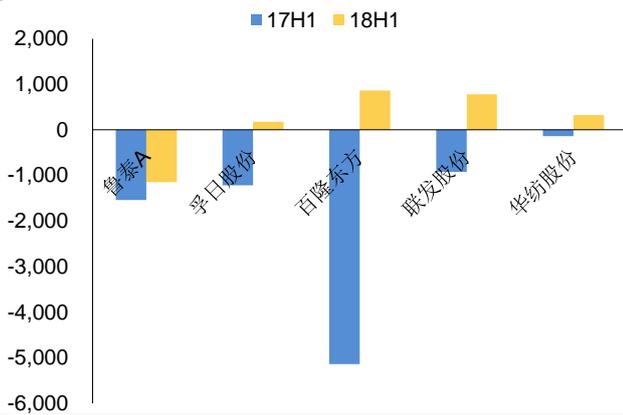
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 4: 4 月以来美元兑人民币汇率持续攀升



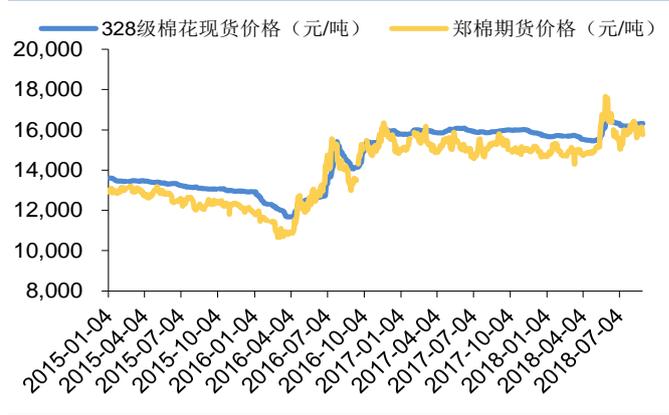
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 5: 主要纺织制造企业汇兑收益由负转正



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 6: 棉花期货价格持续位于高位



资料来源: Wind, 长城证券研究所

纵观整个纺织服装板块，品牌服装板块延续复苏趋势，2018年上半年由于库存调整基本到位，运营模式也显著改善，但是受二季度零售终端需求偏弱的影响，收入业绩增速同比下滑；纺织制造板块收入业绩均稳健增长，行业资源进一步集中，中长期龙头盈利能力有望提升，产能渐次释放，有望实现量价齐升。

股价走势方面，年初至今纺织服装行业 2017 年累计下跌 27.44%，跑输上证综指 9.21pct。截至 2018 年 8 月 31 日，纺织服装行业的 PE 水平为 20.24x，沪深 300 的 PE 水平为 17.47x，纺织服装行业相对沪深 300 的 PE 溢价水平为 15.90%，2005 年至今纺织服装行业相对沪深 300 的 PE 溢价水平平均值为 35.20%，当前溢价水平较低，板块估值具备一定吸引力。

图 7: 纺织服装、沪深 300PE 水平和纺织服装行业相对沪深 300PE 溢价水平



资料来源: Wind, 长城证券研究所

2. 品牌服装：收入业绩延续景气度

我们将上述 52 家品牌服装企业划分为男装、女装、家纺、休闲、鞋帽、其他六大类别，其中其他类中包含户外、毛皮、内衣等子领域，由于户外、毛皮、内衣等子领域上市公司数量较少，因此合并于其他类别中合一分析。

表 3: 品牌服装子板块各细分行业划分情况

子板块	细分行业	代表公司
品牌服装	男装	七匹狼、九牧王、报喜鸟、乔治白、海澜之家、红豆股份、希努尔、摩登大

	道、步森股份
女装	朗姿股份、安正时尚、歌力思、维格娜丝、日播时尚、拉夏贝尔
家纺	罗莱生活、富安娜、梦洁家纺、多喜爱
休闲	搜于特、森马服饰、美邦服饰、贵人鸟、柏堡龙、美盛文化、太平鸟
鞋类	星期六、奥康国际、红蜻蜓、天创时尚、哈森股份、万里马
其他	探路者、三夫户外、嘉麟杰、金发拉比、汇洁股份、浪莎股份、健盛集团、龙头股份、比音勒芬、华斯股份、际华集团、棒杰股份、美尔雅、爱迪尔、中潜股份、周大生、安奈儿、牧高笛、商赢环球、起步股份

资料来源：长城证券研究所整理

2.1 成长能力分析：维持稳健增长，休闲服装增速亮眼

分行业看，休闲服饰子版块增速最为强劲，自 17Q4 以来持续复苏。18H1 休闲服饰子行业实现营收 258.65 亿元，同比增长 35.75%，实现归母净利润 15.71 亿元，同比增长 26.39%。其中 18Q2 实现营收 130.21 亿元，同比增长 28.66%，实现归母净利润 7.42 亿元，同比增长 22.48%。上半年除贵人鸟外所有休闲服饰上市公司均实现收入利润的正向增长，其中搜于特、美邦服饰、森马服饰收入增长较快，贵人鸟收入、业绩增长较差主要系多元化转型不及预期。

女装子行业上半年收入业绩均保持快速增长。18H1 女装子行业实现营收 93.98 亿元，同比增长 15.60%，实现归母净利润 8.07 亿元，同比增长 22.70%。其中维格娜丝收入同比增长 48.33%，歌力思收入同比增长 39.15%。朗姿股份收入同比增长 22.73%。但是受收入并表和零售疲软影响，维格娜丝和歌力思二季度收入增速有一定放缓。拉夏贝尔表现相对较差，18H1 收入同比仅增 2.26%，归母净利润同比减少 16.30%，主要系部分品牌仍在进行低效店铺调整以及新品牌培育期投入较大。

男装子行业上半年综合收入业绩较弱，主要受红豆股份剥离房地产资产影响，剔除该影响后增速与同期持平。18H1 男装子行业实现营收 170.05 亿元，同比增长 8.26%，实现归母净利润 26.92 亿元，同比减少 3.14%。然而，剔除去年剥离资产的红豆股份影响后，上半年板块收入和业绩增速分别为 11.87% 和 13.32%，与去年同期增速基本持平。2017 年表现较快的七匹狼和九牧王依然延续上涨势头，18H1 营收分别同比增长 13.83% 和 10.68%，归母净利润分别同比增长 10.49% 和 17.1%。海澜之家在较大的基数上增长提速，18H1 收入和业绩增速分别为 8.22% 和 10.18%，较去年同期增速分别提升 2.63pct 和 4.4pct。

家纺子行业收入增长总体略有放缓。家纺子行业 18H1 实现营收 47.41 亿元，同比增长 17.82%，实现归母净利润 5.2 亿元，同比增长 30.87%。上半年罗莱生活和梦洁股份营收分别增长 10.87% 和 28.22%，增速分别同比下降 36.65pct 和 14.99pct，主要系电商流量增速放缓影响；上半年富安娜和多喜爱营收分别同比增长 19.21% 和 32.17%，增速同比提升 10.11pct 和 29.78pct，主要系去年同期基数较小。

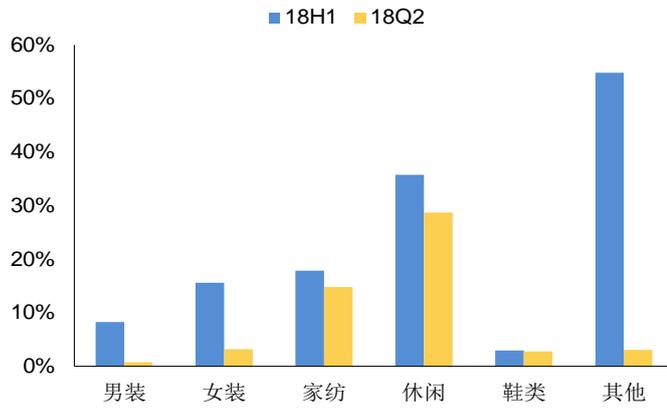
表 4：品牌服装子板块各细分行业收入与净利润

公司简称	营业总收入（亿元）				归母净利润（万元）			
	18H1	同比	18Q2	同比	18H1	同比	18Q2	同比
男装	170.05	8.26%	73.21	0.74%	269194.91	-3.14%	116858.13	-17.10%
女装	93.98	15.60%	42.08	3.19%	80656.43	22.70%	31805.65	-0.14%
家纺	47.41	17.82%	23.40	14.78%	51978.06	30.87%	20783.16	29.39%
休闲	258.65	35.75%	130.21	28.66%	157141.36	26.39%	74199.77	22.48%

公司简称	营业总收入 (亿元)				归母净利润 (万元)			
鞋类	58.30	2.91%	28.02	2.74%	54551.97	3.07%	20831.12	-15.43%
其他	249.18	54.77%	132.89	3.06%	142012.91	-9.06%	69969.11	-9.68%
合计	877.58	14.19%	429.81	9.85%	755535.63	5.40%	334446.95	-4.87%

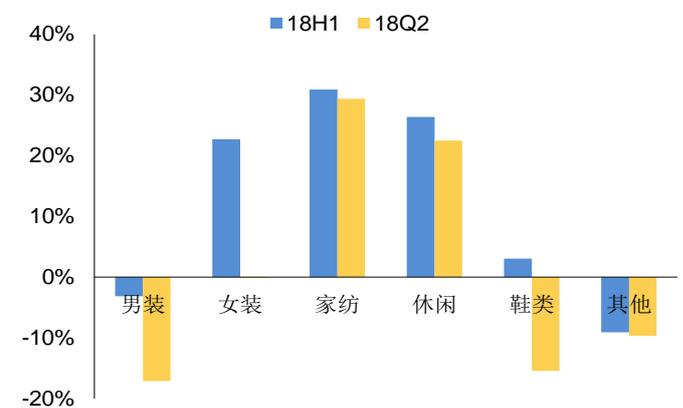
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 8: 品牌服装子板块各细分行业收入增速



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 9: 品牌服装子板块各细分行业净利润增速



资料来源: Wind, 长城证券研究所

2018 年上半年品牌服装行业整体上资产减值损失的计提有所改善。共少计提资产减值损失 5816 万元，同比减少 4.76%，主要系行业企业优化存货期限结构减少存货跌价准备计提。其中，2018 年上半年海澜之家的资产减值损失为 7145.72 万元，同比减少 64.64%；七匹狼的资产减值损失为 5479.31 万元，同比减少 29.23%；歌力思的资产减值损失为 655.58 万元，同比减少 57.84%。

表 5: 品牌服装子板块各细分行业营业外收入与资产减值损失

公司简称	营业外收入 (百万)			资产减值损失 (百万)		
	18H1	17H1	同比	18H1	17H1	同比
男装	46.71	62.46	-25.21%	280.76	471.90	-40.50%
女装	11.37	28.32	-59.86%	61.03	46.29	31.84%
家纺	28.68	16.74	71.28%	47.98	26.52	80.91%
休闲	55.02	51.60	6.62%	451.79	458.16	-1.39%
鞋类	23.35	63.79	-63.40%	33.62	71.34	-52.88%
其他	139.08	897.71	-84.51%	137.31	-7.58	-1911.57%
合计	307.69	1121.95	-72.58%	1163.92	1222.08	-4.76%

资料来源: Wind, 长城证券研究所

2.2 盈利能力分析: 毛利率小幅回升、净利率略有下降

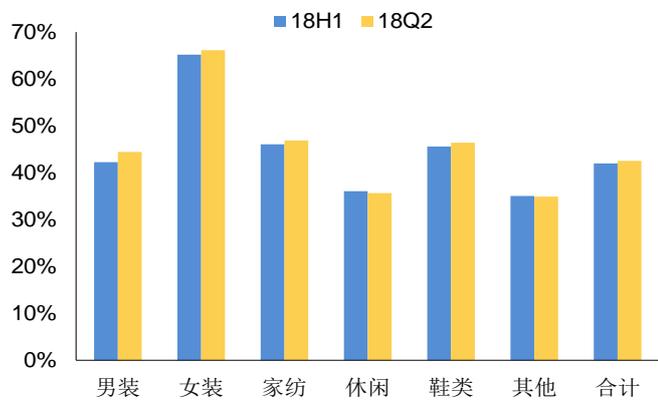
2018 年上半年品牌服装板块毛利率同比小幅上升，由 41.76% 提升至 41.95%，同比提升 0.19pct。其中，家纺、男装和女装子版块毛利率分别上升 2.04pct/1.58pct/1.59pct 至 46.01%/42.24%/65.13%。毛利率的提升与板块部分上市公司优化产品结构、增加直营化比例、增强供应链成本控制有关。休闲服装子版块毛利率整体下降 2.54pct 至 36.05%。主要系主要企业加大存货处理力度以及电商占比增加所致。2018 年上半年品牌服装板块净利率同比小幅下降，由 17H1 的 9.21% 下降至 9.13%，其中家纺和女装净利率分别为 11.34% 和 11.15%，分别同比上升 1.9pct 和 1.08pct；男装净利率为 8.07%，同比下降 1.04pct。

表 6: 品牌服装子板块各细分行业毛利率与净利率

公司简称	毛利率				净利率			
	18H1	同比	18Q2	同比	18H1	同比	18Q2	同比
男装	42.24%	0.52%	44.40%	1.58%	8.07%	-1.04%	6.96%	1.07%
女装	65.13%	0.27%	66.10%	1.59%	11.15%	1.08%	9.89%	0.90%
家纺	46.01%	0.80%	46.88%	2.04%	11.34%	1.90%	10.38%	2.69%
休闲	36.05%	-1.94%	35.67%	-2.54%	10.71%	0.14%	8.66%	-0.51%
鞋类	45.54%	0.30%	46.39%	0.95%	8.23%	0.02%	7.01%	-1.47%
其他	35.05%	0.61%	34.90%	1.50%	8.28%	-0.50%	8.62%	-0.15%
合计	41.95%	0.19%	42.50%	0.96%	9.13%	-0.08%	8.44%	0.20%

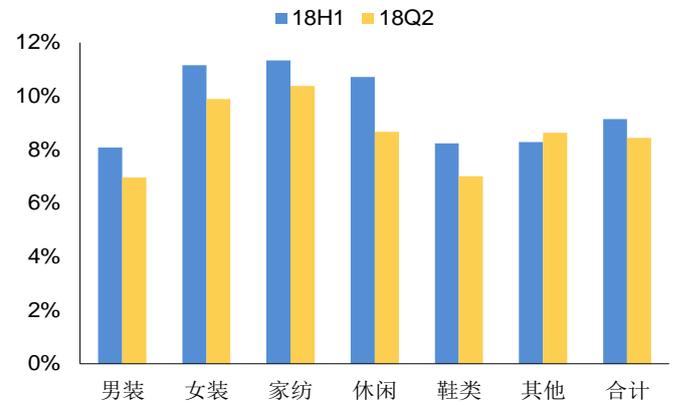
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 10: 品牌服装子板块各细分行业毛利率



资料来源: 长城证券研究所

图 11: 品牌服装子板块各细分行业净利率



资料来源: 长城证券研究所

2018 年上半年品牌服装板块期间费用率微增，相比去年同期增长 0.28pct 至 30.86%。其中，男装期间费用率降幅较大，同比下降 1.67pct，主要系希努尔和摩登大道影响，18H1 希努尔管理费用率/财务费用率/销售费用率分别同比下降 3.28pct/1.62pct/1.52pct，摩登大道销售费用率同比下降 8.16pct；女装期间费用率增幅较大，同比增加 1.91pct，主要系朗姿股份发行短期融资券和公司债导致利息费用增加，以及日播时尚销售费用率和管理费用率同增。

表 7: 品牌服装子板块各细分行业期间费用率

行业简称	销售费用率		管理费用率		财务费用率		期间费用率	
	18H1	同比	18H1	同比	18H1	同比	18H1	同比
男装	19.65%	-1.28%	9.51%	-0.39%	-0.04%	-0.01%	29.12%	-1.67%
女装	37.72%	0.31%	11.98%	0.47%	2.65%	1.12%	52.35%	1.91%
家纺	24.52%	0.42%	7.51%	-0.95%	0.44%	-0.20%	32.47%	-0.73%
休闲	16.39%	-0.97%	6.97%	0.17%	2.03%	0.77%	25.39%	-0.03%
鞋类	25.58%	0.73%	9.10%	0.58%	0.82%	0.32%	35.50%	1.63%
其他	15.15%	0.57%	9.46%	0.24%	0.79%	-0.23%	25.40%	0.57%
合计	20.62%	0.02%	9.23%	0.10%	1.01%	0.17%	30.86%	0.28%

资料来源: Wind, 长城证券研究所

2.3 运营能力分析: 周转率小幅回调, 仍在合理区间

2018年上半年品牌服装行业应收账款和存货周转率情况略有变差。行业应收账款和存货规模不断扩张，分别同比增加 16.43%和 17.30%，与收入规模扩张比例基本相符。18H1 品牌服装子板块的应收账款周转率为 4.67 次，同比略减 0.24 次；存货周转率为 1.23 次，同比略减 0.04 次。从应收账款周转情况看，家纺子板块应收账款情况改善，其它子行业周转率略有下调。18H1 家纺子行业应收账款周转率同比增加 0.42 次至 5.19 次，其中罗莱生活应收账款同比增加 14.49%至 4.38 亿元，主要系公司放松对经销商回款政策。从存货周转情况看，男装子板块存货周转率改善最为明显，同比增加 0.4 次至 1.37 次，主要系红豆股份对外协加工产品逐步采用代销模式，减轻公司存货压力。

表 8：品牌服装子板块各细分行业应收账款与存货周转率

行业简称	应收账款周转率（次）				存货周转率（次）			
	18H1	同比	18Q1	同比	18H1	同比	18Q1	同比
男装	5.53	-0.19	3.11	0.12	1.37	0.69	0.76	0.40
女装	4.76	-0.32	2.46	0.10	0.64	-0.05	0.37	0.02
家纺	5.19	0.42	2.51	0.06	0.85	0.02	0.45	0.02
休闲	4.37	-0.13	2.37	-0.08	1.90	-0.16	0.99	-0.01
鞋类	2.53	-0.47	1.29	-0.30	0.86	0.09	0.43	0.06
其他	4.89	-0.36	2.26	-0.36	1.29	-0.38	0.62	-0.15
合计	4.67	-0.24	2.35	-0.15	1.23	-0.04	0.63	0.02

资料来源：Wind，长城证券研究所

2.4 偿债能力分析：负债率略升，流动性有所下降

总体来看，品牌服装行业资产负债率略有上升，同比上升 1.26pct 至 30.43%，整体仍处于较低水平。考虑到服装行业资本投入较少、销售收入带来正现金流的性质，行业偿债能力方面风险不大。**短期流动性方面小幅下降**，品牌服装行业 18H1 年整体流动比率、速动比率、现金比率分别下降 0.54 次、0.46 次、0.28 次，但仍处于安全水平。

表 9：品牌服装子板块各细分行业资产负债率、流动比率、速动比率和现金比率

行业简称	资产负债率		流动比率（次）		速动比率		现金比率	
	18H1	同比	18H1	同比	18H1	同比	18H1	同比
男装	28.32%	0.74%	2.19	-0.65	1.59	-0.39	0.62	-0.29
女装	35.97%	0.84%	2.68	-0.29	1.83	-0.41	0.52	-0.12
家纺	28.68%	-1.77%	2.49	-0.12	1.54	0.02	0.57	0.04
休闲	39.02%	5.31%	2.20	-1.40	1.67	-1.30	0.65	-0.58
鞋类	30.65%	2.35%	2.94	-0.54	1.92	-0.30	0.45	-0.16
其他	26.99%	0.48%	3.12	-0.35	2.15	-0.34	1.01	-0.32
合计	30.43%	1.26%	2.72	-0.54	1.88	-0.46	0.74	-0.28

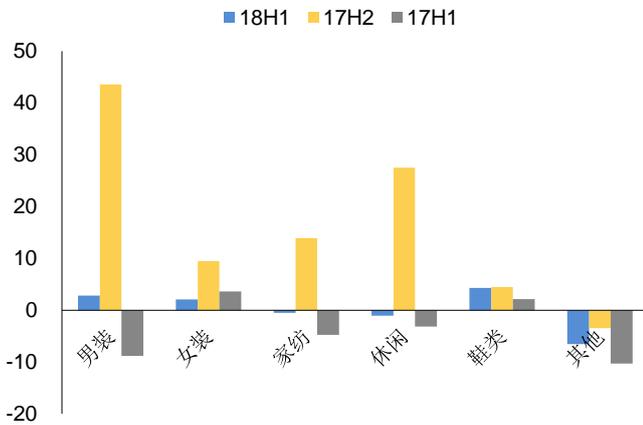
资料来源：Wind，长城证券研究所

2.5 经营性现金流分析：同比由负转正，环比有所下降

2018年上半年，品牌服装行业经营性现金流量净额为 6.85 亿元，同比由负转正，但环比减少幅度较大。我们认为，经营性现金流环比大幅下降可部分由以下因素解释：（1）秋冬销售旺季提前备货；（2）为锁定原材料价格加大原材料采购或增加预付款；（3）部分上市公司选择在 18Q1 支付员工薪酬及各项税费。然而，也不可避免地反映了二季度零售

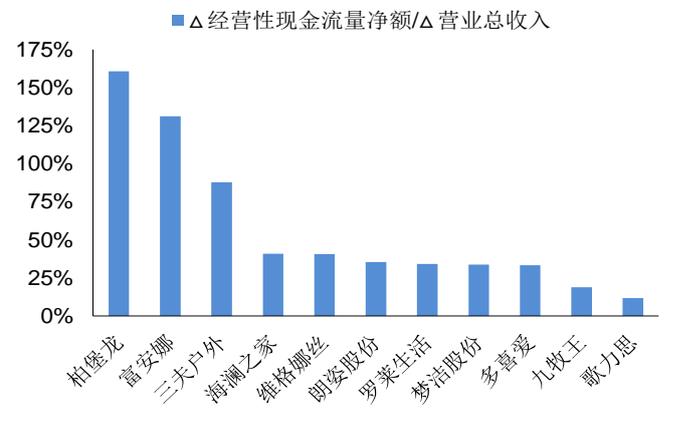
终端在一定程度承压。我们计算了 18H1 与 17H1 的经营性现金流量净额变化值与营收变化值的比例，比例为正的上市公司共有 27 家，其中柏堡龙、富安娜和海澜之家的比值分别为 160.74%/131.19%/40.91%，主要系销售商品回款增加。

图 12: 经营性现金流量净额同比改善、环比下降



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 13: 板块上市公司经营性现金流量净额变化值与营收变化值之比



资料来源: Wind, 长城证券研究所

3. 纺织制造: 收入稳增, 汇兑增厚业绩

我们将上述 36 家纺织制造企业划分为棉纺、毛纺、丝绸、辅料、印染、其他六大类别, 其中其他类中包含汽车内饰、进出口贸易等子领域, 由于汽车内饰、进出口贸易等子领域上市公司数量较少, 因此合并于其他类别中合一分析。

表 10: 纺织制造子板块各细分行业划分情况

子板块	细分行业	代表公司
纺织制造	棉纺	鲁泰 A、联发股份、百隆东方、华孚时尚、孚日股份、凤竹纺织、新野纺织、维科精华、华升股份、华茂股份、天首发展
	毛纺	三毛派神、如意集团、新澳股份、江苏阳光、上海三毛
	丝绸	嘉欣丝绸、金鹰股份
	辅料	伟星股份、浔兴股份、兴业科技
	印染	航民股份、华纺股份、宏达高科、三房巷
	其他	*ST 中绒、欣龙控股、申达股份、开润股份、诺邦股份、瑞贝卡、江南高纤、康隆达、台华新材、水星家纺、振静股份

资料来源: 长城证券研究所整理

3.1 成长能力分析: 收入、业绩稳健增长

分行业看, 棉纺子行业收入持续稳健增长, 人民币贬值短期利好利润端。受益于棉花价格的上涨对产品价格的推动、海外产能的逐步释放、以及海外需求的逐步复苏, 棉纺子行业在上半年持续处于满产状态。棉纺子行业 18H1 实现营收 239.45 亿元, 同比增长 17.65%, 实现归母净利润 19.33 亿元, 同比增长 15.03%。其中, 棉纺子行业 18Q2 实现营收 131.87 亿元, 同比增加 16.74%, 实现归母净利润 12.1 亿元, 同比增加 15.84%。受 4 月份以来人民币持续贬值形成的汇兑收入的催化, 百隆东方、联发股份、孚日股份等公司 18Q2 业绩增速环比分别增加。

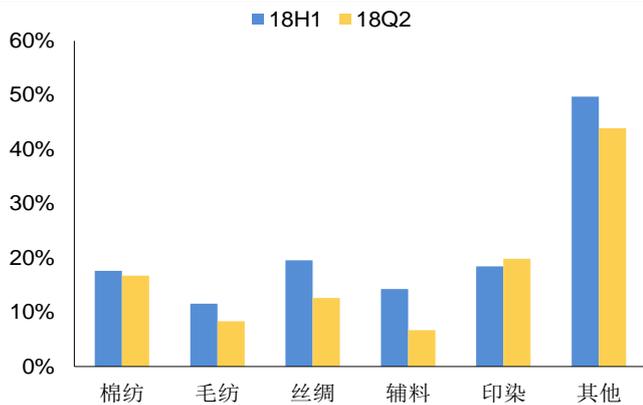
印染子行业营收和归母净利润均增速加快。印染子行业 17H1/17H2/18H1 营收增速分别为 9.78%/16.58%/18.48%，17H1/17H2/18H1 归母净利润增速分别为 0.06%/5.52%/13.11%，营收和业绩增速持续加快，收入增长主要受益于印染行业去产能背景下行业集中度的提升。

表 11: 纺织制造子板块各细分行业收入与净利润

公司简称	营业总收入 (亿元)				归母净利润 (万元)			
	18H1	同比	18Q2	同比	18H1	同比	18Q2	同比
棉纺	239.45	17.65%	131.87	16.74%	193326	15.03%	120986	15.84%
毛纺	38.16	11.57%	22.51	8.38%	18428	-21.93%	14873	-10.02%
丝绸	21.61	19.55%	11.74	12.65%	8319	16.34%	4812	2.69%
辅料	31.84	14.26%	18.91	6.72%	25074	-0.30%	22172	-0.65%
印染	43.71	18.48%	23.83	19.84%	37417	13.11%	23884	19.92%
其他	155.69	49.69%	79.58	43.90%	34970	20.66%	19993	38.11%
合计	530.46	24.94%	288.44	21.67%	317534	11.01%	206720	13.35%

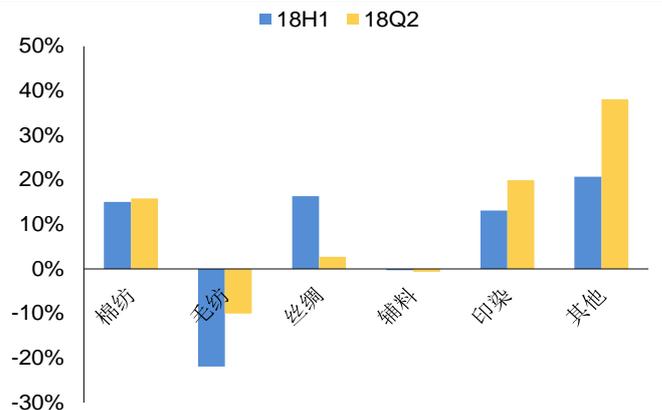
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 14: 纺织制造子板块各细分行业收入增速



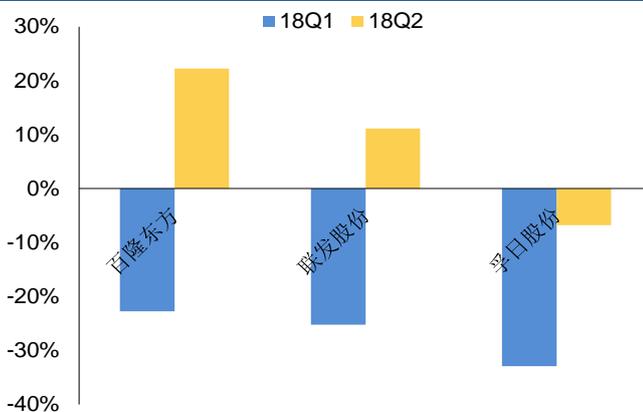
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 15: 纺织制造子板块各细分行业归母净利润增速



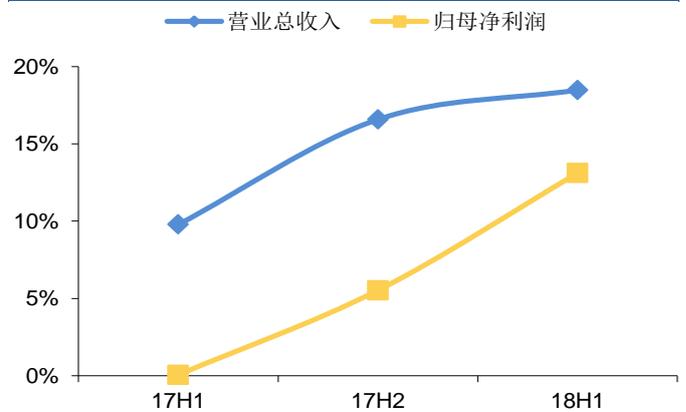
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 16: 18Q2 出口占比较大企业汇兑损益改善



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 17: 印染子行业收入和业绩持续提速

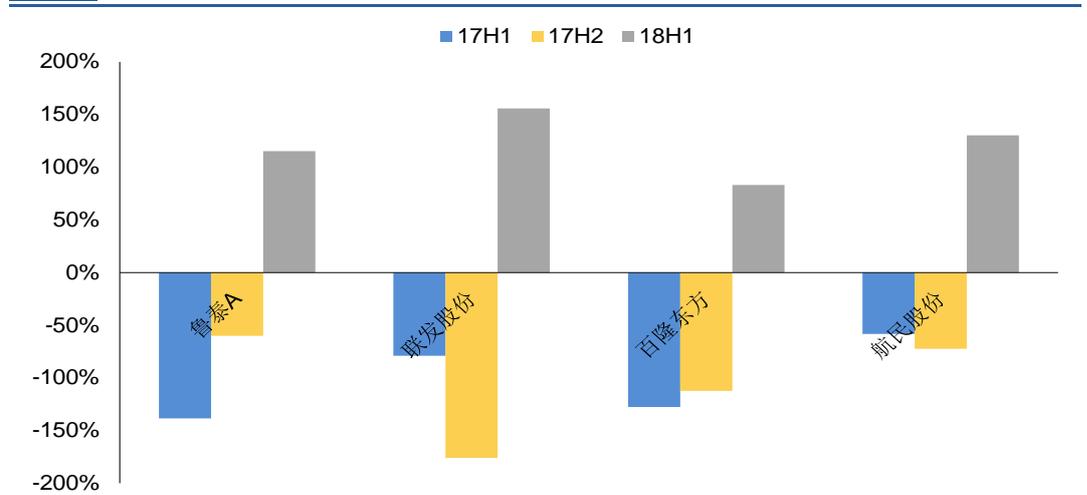


资料来源: Wind, 长城证券研究所

2018 年上半年纺织制造行业的资产减值损失上升较快。18H1 资产减值损失为 1.93 亿元，同比增加 59.52%，主要系纺企主动计提前两年萧条期的坏账准备以及计提存货跌价准备。

其中，鲁泰 A/联发股份/百隆东方/航民股份分别计提资产减值损失 212.15/1089.59/888.68/328.91 亿元，分别同比提升 115.17%/155.58%/82.93%/130.07%。

图 18: 主要纺企 18H1 计提资产减值损失同比大幅提升



资料来源: Wind, 长城证券研究所

表 12: 纺织制造子板块各细分行业营业外收入与资产减值损失

公司简称	营业外收入 (百万)			资产减值损失 (百万)		
	18H1	17H1	同比	18H1	17H1	同比
棉纺	31.03	47.60	-34.82%	66.03	31.88	107.10%
毛纺	10.82	102.73	-89.47%	16.74	14.62	14.50%
丝绸	1.51	8.99	-83.21%	8.00	2.43	228.88%
辅料	4.09	7.55	-45.85%	18.04	17.69	1.97%
印染	0.93	6.46	-85.63%	2.64	2.99	-11.98%
其他	29.50	54.59	-45.96%	81.30	51.21	58.76%
合计	77.88	227.93	-65.83%	192.76	120.84	59.52%

资料来源: Wind, 长城证券研究所

3.2 盈利能力分析: 毛利率、净利率略有回调

2018 年上半年纺织制造板块毛利率和净利率略有回调。剔除异常值天首发展，则行业毛利率同比下降 1.41pct 至 18.66%，毛利率下降主要系上半年原材料上涨势头较强，压缩企业利润空间，且部分纺企提价不及时，无法及时将成本向下游传导；行业净利率同比小幅下降 0.82pct 至 5.41%，子行业中棉纺/丝绸/印染分别小幅提升 0.99pct/0.28pct/0.04pct 至 7%/3.92%/11.21%。

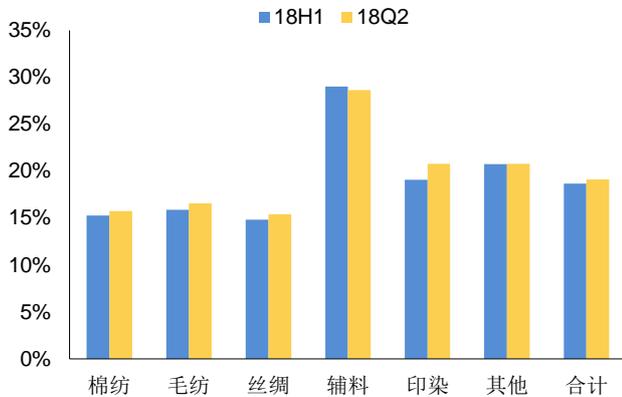
表 13: 纺织制造子板块各细分行业毛利率与净利率

公司简称	毛利率				净利率			
	18H1	同比	18Q2	同比	18H1	同比	18Q2	同比
棉纺	15.25%	-1.18%	15.74%	-1.13%	7.00%	0.99%	8.39%	-0.66%
毛纺	15.89%	-0.73%	16.57%	-1.44%	3.07%	-7.13%	3.55%	-14.16%
丝绸	14.81%	-1.73%	15.41%	-0.41%	3.92%	0.28%	4.64%	0.53%
辅料	29.00%	1.51%	28.63%	-0.06%	7.02%	-1.71%	9.63%	-1.84%
印染	19.09%	-2.19%	20.79%	-1.16%	11.21%	0.04%	13.09%	0.29%

其他	20.74%	-2.40%	20.79%	-3.31%	2.76%	0.14%	2.12%	-0.20%
合计	18.66%	-1.41%	19.11%	-1.73%	5.41%	-0.82%	6.16%	-2.37%

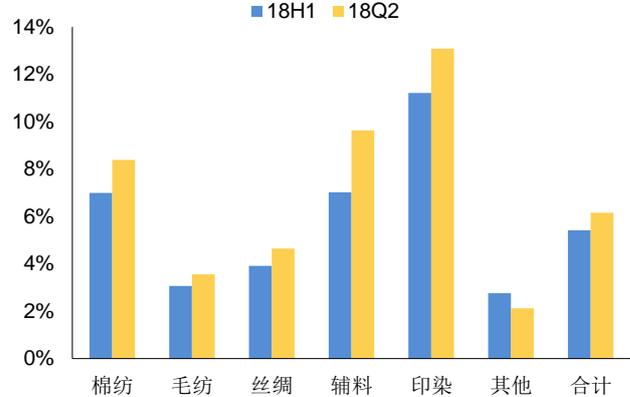
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 19: 纺织制造子板块各细分行业毛利率



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 20: 纺织制造子板块各细分行业净利率



资料来源: Wind, 长城证券研究所

纺织制造子行业 18H1 总体期间费用率延续下降趋势。期间费用率同比下降 1.65pct 至 13%。其中, 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比下降 0.11pct/0.67pct/0.87pct 至 4.17%/6.74%/2.09%。

表 14: 纺织制造子板块各细分行业期间费用率

行业简称	销售费用率		管理费用率		财务费用率		期间费用率	
	18H1	同比	18H1	同比	18H1	同比	18H1	同比
棉纺	2.50%	-0.92%	5.60%	-2.00%	1.86%	-0.74%	9.96%	-3.66%
毛纺	2.90%	-0.72%	7.13%	-0.58%	2.53%	-1.13%	12.55%	-2.43%
丝绸	3.72%	-0.39%	5.48%	-0.13%	0.49%	-0.74%	9.69%	-1.26%
辅料	9.47%	4.18%	9.99%	0.60%	0.43%	0.22%	19.89%	5.00%
印染	2.30%	-0.01%	6.03%	-0.03%	-0.11%	-0.43%	8.22%	-0.47%
其他	5.58%	-0.26%	7.20%	-0.18%	3.66%	-1.34%	16.43%	-1.77%
合计	4.17%	-0.11%	6.74%	-0.67%	2.09%	-0.87%	13.00%	-1.65%

资料来源: Wind, 长城证券研究所

3.3 运营能力分析: 应收账款、存货周转率总体改善

2018 年上半年纺织制造行业应收账款和存货周转情况均有所改善。随着收入规模的持续扩张, 2018 年上半年纺织制造子板块应收账款同比增加 32.43%, 对应的应收账款周转率提升 0.28 次至 5.61 次, 行业回款速度加快, 运营能力提升。2018 年上半年纺织制造子板块存货同比增加 16.58%, 对应存货周转率同比提升 0.17 次至 3.09 次, 存货运营效率提升。

表 15: 纺织制造子板块各细分行业应收账款与存货周转率

行业简称	应收账款周转率 (次)				存货周转率 (次)			
	18H1	同比	18Q1	同比	18H1	同比	18Q1	同比
棉纺	5.59	0.05	2.47	-0.47	1.54	-0.07	0.65	-0.13
毛纺	4.94	-0.11	2.39	-0.02	9.78	1.78	5.29	1.43
丝绸	3.47	0.45	1.72	0.33	2.21	0.54	1.03	0.34

辅料	3.07	0.16	1.45	0.16	1.42	-0.29	0.54	-0.09
印染	5.40	0.02	2.43	-0.06	3.27	-0.27	1.68	-0.08
其他	6.98	0.72	3.19	0.31	2.02	-0.19	1.00	-0.07
合计	5.61	0.28	2.57	0.12	3.09	0.17	1.56	0.17

资料来源: Wind, 长城证券研究所

3.4 偿债能力分析: 短期偿债能力持续提升

从纺织制造板块整体看, 长期和短期偿债能力均无较大变化。截至 18H1, 纺织制造子板块资产负债率为 38.54%, 同比增加 1.21pct, 从短期偿债能力看, 流动比率、速动比率和现金比率分别提升 0.14/0.09/0.19 次至 2.75/1.87/1.16 次, 短期偿债能力持续提升。

表 16: 纺织制造子板块各细分行业资产负债率、流动比率、速动比率和现金比率

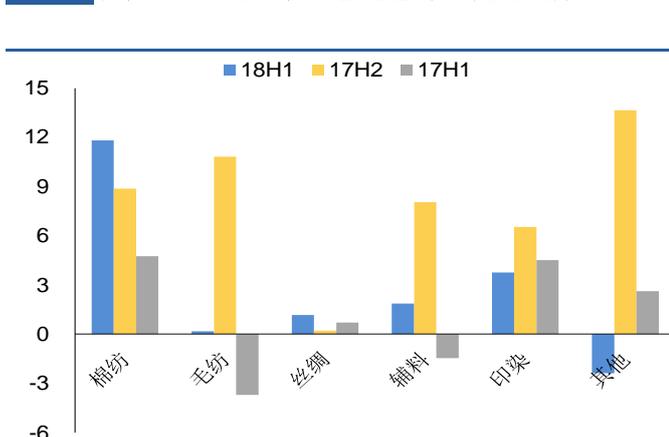
行业简称	资产负债率		流动比率(次)		速动比率(次)		现金比率(次)	
	18H1	同比	18H1	同比	18H1	同比	18H1	同比
棉纺	43.46%	2.84%	1.42	-0.04	0.83	-0.02	0.33	-0.04
毛纺	40.01%	-5.66%	1.80	0.31	1.22	0.13	0.54	-0.08
丝绸	34.90%	2.61%	2.14	0.03	1.42	0.20	0.37	0.00
辅料	32.59%	9.13%	2.71	-0.04	1.78	0.09	1.13	0.29
印染	27.02%	-1.87%	3.06	-0.13	2.57	-0.21	1.57	-0.29
其他	39.89%	1.55%	4.42	0.41	2.97	0.27	2.19	0.72
合计	38.54%	1.21%	2.75	0.14	1.87	0.09	1.16	0.19

资料来源: Wind, 长城证券研究所

3.5 经营性现金流分析: 行业趋势分化, 棉纺持续改善

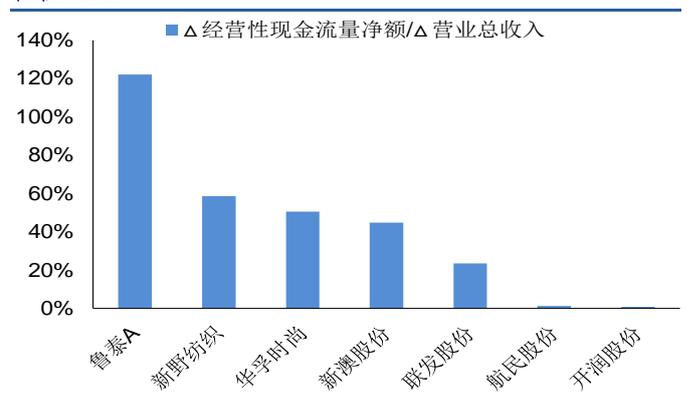
2018 年上半年, 纺织制造板块各细分行业经营性现金流情况各有不同, 其中棉纺子行业改善最为明显。18H1 纺织制造板块经营性现金流量净额为 16.4 亿元, 同比增加 121.32%。板块内各细分行业变化趋势各不相同。其中, 棉纺子行业经营性现金流量净额表现较好, 呈持续改善趋势; 印染和其他子行业经营性现金流量净额同比略有下降; 毛纺、丝绸和辅料子行业经营性现金流量净额同比提升, 环比有所下滑。从板块上市公司经营性现金流量净额变化值与营收变化值之比看, 排名靠前的公司也以棉纺企业居多。

图 21: 板块子行业经营性现金流量净额变化趋势分化



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 22: 板块上市公司经营性现金流量净额变化值与营收变化值之比



资料来源: Wind, 长城证券研究所

4. 投资建议

品牌服装板块 2018 年上半年整体延续复苏态势，但 18Q2 受零售数据疲软的影响营收和业绩有明显下滑。从个股看，龙头终端表现优于行业平均，森马服饰、比音勒芬、罗莱生活等公司 18Q2 收入增速环比仍有提升，安正时尚、太平鸟、森马服饰、海澜之家等公司 18H1 同店增速较快。龙头公司不仅库存调整基本完毕，且经营效率稳步提升，供应链统筹能力较强，预计下半年板块结构性复苏行情将延续。

纺织制造行业在短期受汇率变动催化，在中长期存在棉价预期上涨以及海外产能扩张的双重驱动，且龙头企业资源优势集聚、产业链一体化整合能力强，未来将持续扩张市场份额。整体维持对行业“推荐”的投资评级。

5. 风险提示

零售需求持续低迷，贸易战加剧风险，汇率风险，宏观经济下滑风险，原材料价格大幅波动风险，渠道拓展情况不及预期。

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>