

棉花增产乏力+库消比走低蕴提价预期 贬值利好出口, 制造龙头竞争格局优化

棉花基本上, 供给端持续趋紧, 抛储进入尾声, 总供给持续下行。国内棉花总供应自 2015 年后连续三年负增长, 2015 年主要受减产影响, 2016、2017 年主要受抛储影响, 总供给收缩明显。受植棉面积减少及极端天气的影响, 2018/19 年度预期减产。目前国储库存剩余约 300 万吨, 剩余库存中优质新疆棉占比较以往更低, 调节市场供需能力逐渐弱化, 补库存需求加强, 提升中长期供给趋紧程度。全球供给方面, 五大棉产国产主导减产步伐, 印度植棉面积近两年大减, 去库存情况与中国保持一致。

需求端看, 下游需求增速整体平稳, 缺口持续扩大。2018 年国内棉花下游需求延续 2017 年以来弱复苏趋势, 内外销数据稳中有升。预计国内棉花供需差额持续存在, 进口配额提升难以弥补产需缺口, 库存将持续被消化。在棉花储备常态化将会强化的背景下, 国储政策存在从单向抛储向轮储转变的预期, 结合全球及国内的基本面供给趋紧, 中长期看涨趋势不变。

下半年棉花预计走强, 长期供应削减驱动价格上升。短期来看, 下半年抛储结束, 新棉上市, 下游生产旺季到来, 同时因天气等影响存在减产预期, 结合人民币贬值利好出口, 棉花市场预计偏强。中长期看, 供给压力持续存在, 国储已经接近底部, 且以人工成本为主的植棉成本不断上升, 推动棉花均衡价格上涨。

贸易战影响纺织外需, 进口棉成本上升推动棉价上涨。外需方面, 加征关税使国内纺织品在美竞争力下降, 因在纺织品出口总额中, 美国占比约 11%, 或引起国内纺织品外需下降。进口棉成本方面, 美棉占进口棉约 44%, 人民币贬值叠加加征关税, 拉动整体进口棉成本上升。进口棉成本的增加, 提升内棉需求, 变相推动棉价上涨。

人民币贬值+海外布局推进, 龙头优势进一步巩固。Q2 以来人民币持续贬值, 拉动纺织产品出口增速提升, 促使棉纺企业外需增加, 在一定程度上对冲贸易战的影响, 并且贬值对外币资产占比较大的纺织龙头企业汇兑损失带来利好。同时, 东南亚地区成本优势日益凸显, 龙头持续推进海外布局, 产能逐步释放, 优势得到进一步巩固。

投资建议: 华孚时尚、百隆东方、天虹纺织、申洲国际。

风险因素: 宏观经济不佳致下游需求不及预期; 国储轮出进程难以预计导致与下游需求对接存在风险; 国家对于棉花价格政策变动风险; 棉价向下游产品传导效果未达预期。

纺织服装

维持

增持

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号: S1440517090002

发布日期: 2018 年 09 月 14 日

市场表现



相关研究报告



单击此处输入文字。

目录

一、棉价基本面	1
（一）供给端：抛储进入尾声，总供给持续下行	1
（二）需求端：下游需求增速整体平稳，缺口持续扩大	5
（三）产需缺口显现，国储库存压制价格能力减弱，库存消费比蕴提价预期	7
二、棉价上涨利好龙头毛利及竞争格局，海外扩张+贬值再添利好	8
（一）下半年棉花预计走强，长期供应削减驱动价格上升	8
（二）贸易战影响纺织外需，进口棉成本上升推动棉价上涨	10
（三）人民币贬值利好出口，棉纺企业业绩提升	11
（四）海外布局持续推进，产能释放助力龙头优势巩固	11
三、投资建议：华孚时尚、百隆东方、天虹纺织、申洲国际	14
四、风险因素	16

图目录

图 1：国内棉花总供应量转降	1
图 2：国内棉花产量 2007 年起进入下行通道	1
图 3：2007 年以来全国植棉面积持续下降	2
图 4：新疆棉花 2017 年单产显著提升	2
图 5：新疆棉花产量增速及全国产量占比情况	2
图 6：新疆植棉面积增速及全国占比情况	2
图 7：USDA 预测中国棉花产量情况（万吨）	3
图 8：临时收储结束后棉花进口量迅速进入低位	3
图 9：USDA 预测中国棉花进口情况（万吨）	3
图 10：抛储带动 2015 年以来棉花库存量迅速走低	4
图 11：USDA 预测中国棉花期末库存情况（万吨）	4
图 12：全球棉花产量情况（万吨）	5
图 13：全球棉花收获面积情况（按自然年口径，千公顷）	5
图 14：全球库存与中国国储库存变动保持一致（万吨）	5
图 15：印度库存全球第二，全球占比约 11%	5
图 16：中国棉花消费量情况	6
图 17：2011 年以来棉粘、棉涤价差情况（元/吨）	6
图 18：纺织服装出口情况同比提升	6
图 19：2017 年以来纺织服装零售情况持续复苏	6
图 20：纺织服装出口情况同比提升	7
图 21：2015 年开始全球棉花产需缺口显现（万吨）	7
图 22：我国棉花产销缺口呈扩大趋势（万吨）	8
图 23：我国棉花消费量占总供给比例持续攀升	8
图 24：2013-2017 纺织品出口情况	10



图 25: 中国长期为棉花净消费国	10
图 26: 2016-2017 我国进口棉花数量归属国占比情况	11
图 27: 2016-2017 我国进口棉花金额归属国占比情况	11
图 28: 2018 年初以来人民币持续加速贬值.....	11
图 29: 2017-2018 纺织纱线、织物及制品出口情况	11
图 28: 2011 年以来纺织业规模以上企业数呈下降趋势.....	12
图 30: 越南纺织品出口直线增长	12

表目录

表 1: 2010 年以来棉花-纱线价格涨跌幅对比情况	8
表 2: 棉花价格指数 328 与三种精梳全棉纱价格年价格累计变动幅度对比.....	9
表 3: 纺织加工制造龙头的海外产能布局情况.....	13



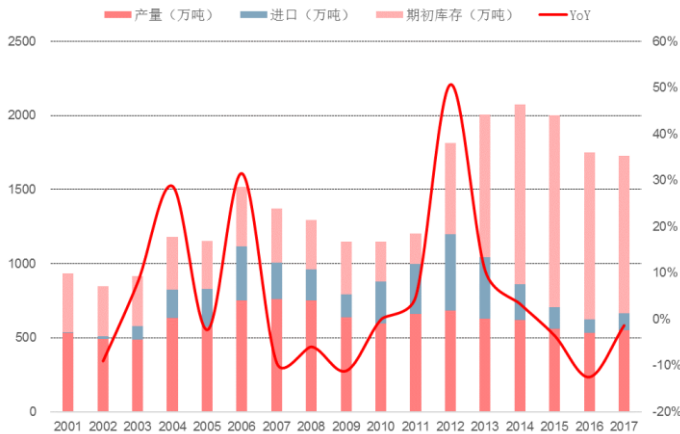
一、棉价基本面

（一）供给端：抛储进入尾声，总供给持续下行

1、国内供给下行，产量增长乏力，抛储进入尾声，进口提供缓解

根据国家统计局、海关总署及 WIND 统计数据显示，国内棉花总供应（产量+进口量+期初库存）从 2002 年 848.62 万吨增长至 2014 年峰值 2072.68 万吨，此后连续三年负增长，总供给收缩明显。2015 由于减产，总供给同比下降 3.53% 至 1999.54 万吨，2016、2017 年因抛储导致总供给分别同比下降 12.44%、1.32% 至 1750.78 万、1727.6 万吨，

图 1：国内棉花总供应量转降

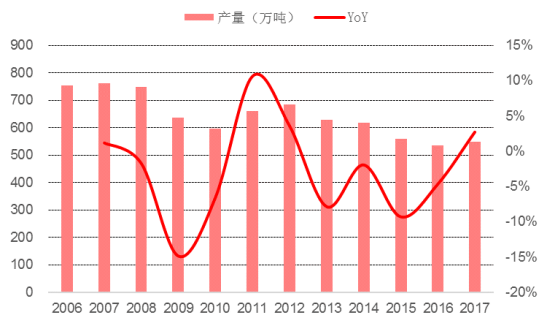


资料来源：国家统计局，海关总署，WIND，中信建投研究发展部

（1）产量：总体下行，增长乏力，2018 年预计减产

国家统计局数据显示，2008 年以后我国棉花年产量整体下降到 700 万吨以下，明显低于此前水平，2012-2016 年更是连续 4 年下跌，CAGR 为 -5.97%，2016 年降至 534.30 万吨。2017 年产量出现小幅回暖，全年同比增产 2.75% 至 549.0 万吨。国内棉花种植面积减少直接导致棉产整体下降趋势。

图 2：国内棉花产量 2007 年起进入下行通道



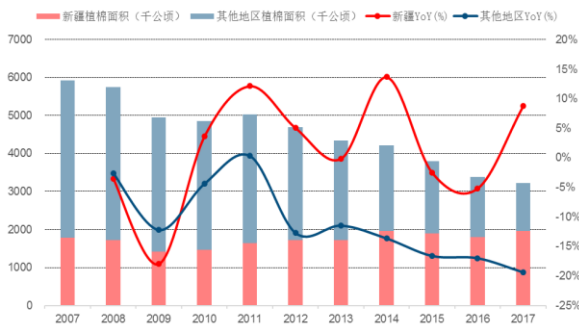
资料来源：国家统计局，中信建投研究发展部



出于生产成本上升、种棉收益下降以及国家政策引导等因素，近十年国内棉花种植面积延续下滑态势，由2007年的592.6万公顷降至2016年的337.6万公顷，累计减少达43%，且内部持续结构性转变。内地受种棉收益下降、缺乏国家政策支持等影响，棉花种植规模迅速萎缩，同时新疆受益国家收储政策、直补政策支持，植棉面积由2009年的140.93万公顷增至2014年195.33万公顷。2014年临时收储结束后，直补政策下棉价重回市场，竞争加剧且棉花质量要求提高，新疆棉农主动调减棉花比例，导致疆棉面积连续两年下降，2016年降至180.5万公顷。

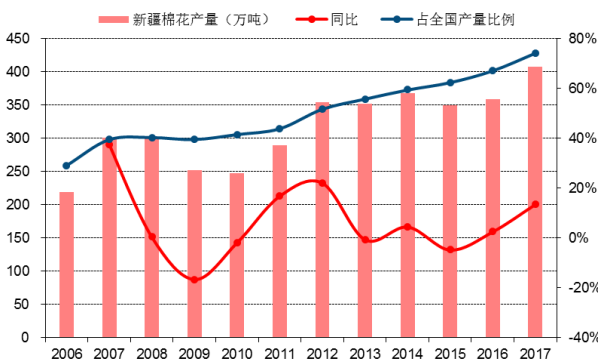
2017年棉产提升主要由于2016年起棉价上涨行情带动植棉意愿，亦主要由新疆带动。作为长期优势产棉区，规模效应下新疆棉花单产提高、土地租金下降，棉价上行时棉农收益有保障，同时2017年3月棉花目标价格由“一年一定”改为“三年一定”，2017-2019年新疆棉花目标价格为每吨18600元，与2016年价格持平，保证了补贴稳定性，综合影响下新疆植棉面积显著回升，同比增长8.75%至196.31万公顷，单产亦继续同增4.4%至2079.3公斤/公顷。因此虽然内地植棉面积继续同降达19.4%，导致全国植棉面积同比下降4.3%，但在新疆植棉意愿提升，面积单产同增带动总产量回暖。2017年新疆植棉面积和产量占全国比例分别达到60.8%、64.4%，同比提升7.3、7.1个pct，一枝独秀的格局愈加明显。

图3：2007年以来全国植棉面积持续下降



资料来源：国家统计局，中信建投研究发展部

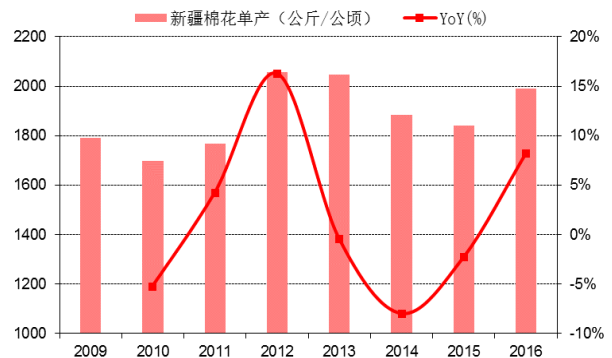
图5：新疆棉花产量增速及全国产量占比情况



资料来源：WIND，中信建投研究发展部

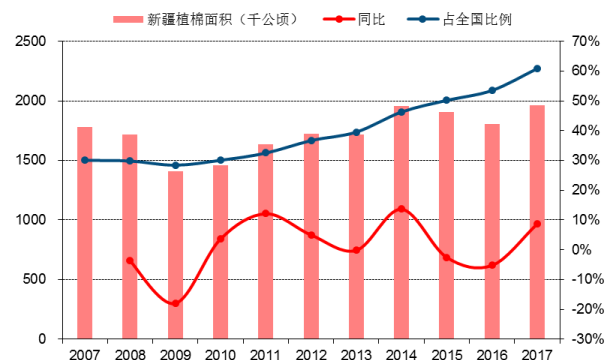
2018/19年度由于植棉面积减少及极端天气影响，减产预期较强。2018年4月中国棉花协会棉农分会调查预计2018年全国植棉面积同比减少4.43%，其中新疆同比略增0.47%，黄河流域、长江流域分别同比减少11.43%、14.80%。5月下旬国家棉花市场监测系统调查结果显示，2018年全国棉花实播面积4900.1万亩，同比减少80.7万亩，减幅1.6%。新疆对全国棉花供给具有牵一发而动全身的关键影响，虽然今年种植面积预计有所提升，但春播以后5月以来持续出现低温、大风、大雨等不利天气，影响新棉生长，补种亦使种棉成本大幅度增加，为

图4：新疆棉花2017年单产显著提升



资料来源：国家统计局，中信建投研究发展部

图6：新疆植棉面积增速及全国占比情况



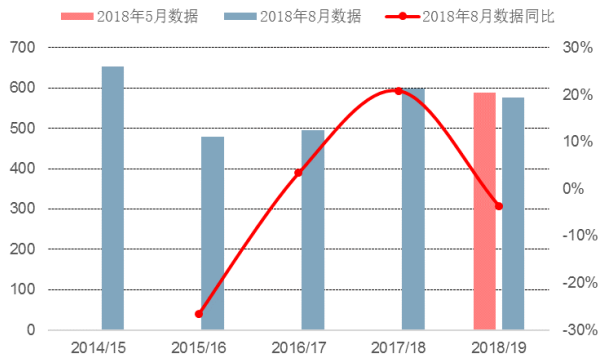
资料来源：国家统计局，中信建投研究发展部



产量带来不确定性。

据 USDA 于 2018 年 8 月最新数据显示, 2017/18 年度我国棉花产量同比增长 20.9% 至 598.7 万吨, 但由于种植面积和单产预期下滑, 预计 2018/19 年产量同比下降 3.6% 至 577 万吨, 较 5 月份首次预测值低 10.9 万吨, 供给继续收缩。

图 7: USDA 预测中国棉花产量情况 (万吨)



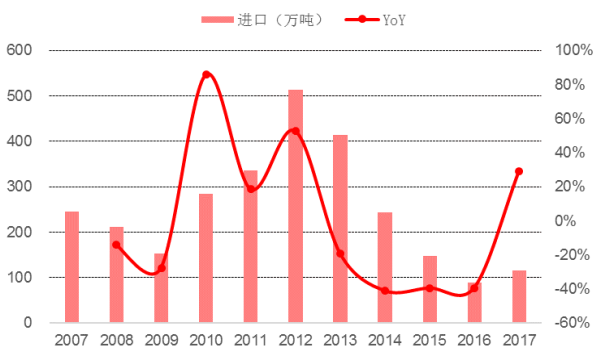
资料来源: USDA, 中信建投研究发展部

(2) 进口: 受国内外价差驱动, 配合进口配额, 近两年进口量持续低位

2011-2014 年临时收储时期国内棉价未与国外棉价同步变动, 在政策的稳定效果下国内外棉价持续大幅倒挂, 中国棉花价格指数 328 和外棉 (Cotlook A 指数: 1%关税) 价差最高曾超过惊人的 9500 元/吨。因此该时期国内纺企对价低质优的进口棉需求大增。2012 年我国棉花同比大增 52.68%, 2012、2013 年棉花进口消费比分别为 52.25%、31.29%, 出现“国货入库、洋货入市”。2014 年临时收储结束后, 内外棉价逐渐趋同, 国家鼓励企业多使用国产棉, 配合棉花进口配额和连续停发棉花滑准税配额, 棉花进口迅速下降, 2015、2016 年进口量同比下降 39.54%、39.34%。2017 年同比增长 29.2% 有所回升, 但依然处于低位。

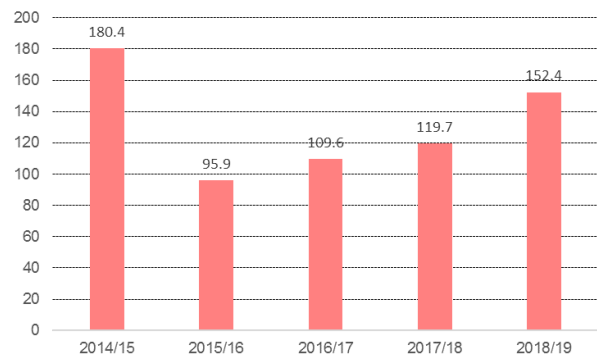
2018 年进口棉关税配额量为 89.4 万吨保持不变, 同时为稳定期现货市场棉价高企的紧张情绪, 防止供给短缺, 发改委决定发放 80 万吨非国营贸易棉花进口滑准税配额, 因此预计未来进口数将提升以平衡国内供给压力。USDA 预测 2018/19 年度我国进口棉花将同比增加 41.4 万吨 152.4 万吨。

图 8: 临时收储结束后棉花进口量迅速进入低位



资料来源: 海关总署, 中信建投研究发展部

图 9: USDA 预测中国棉花进口情况 (万吨)



资料来源: 海关总署, 中信建投研究发展部

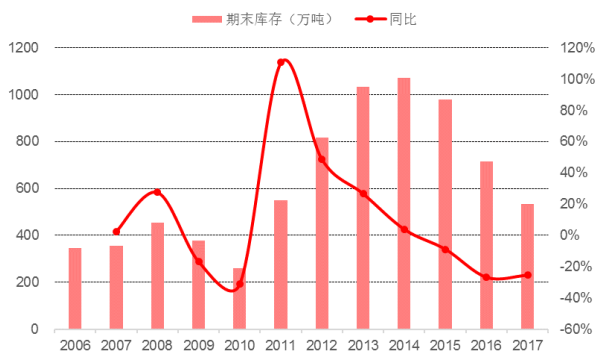
(3) 库存: 2015 年后迈入去库存期, 今年抛储后国储库存不足 300 万吨



三年临时收储制度导致国内棉花库存量激增，至 2014 年末已达历史极值 1291.7 万吨（WIND 数据），超千万吨的大量囤积库存为国际棉价和临时收储后国内棉价带来巨大的抑制作用。2015 年抛储政策推出，国储进入去库存阶段，然而 2016 年由于下游需求不振及企业对于国储棉质量的担忧，抛储面临不利局面，最终出库 265.92 万吨，未达市场预期，棉价持续上涨。2017 年轮出力度提升，共出库 322 万吨。

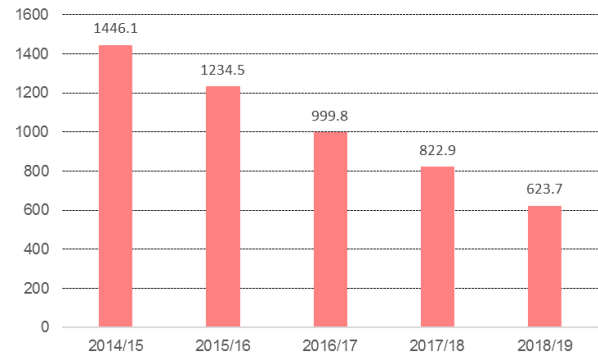
2018 年抛储顺利进行，截止 9 月 3 日累计轮出 213.5 万吨，成交率 57.84%，按今年抛储前库存约 520 万吨测算，目前国储库存剩余约 300 万吨。在抛储及消费的影响下，USDA 预测 2017/18 年度、2018/19 年度中国棉花总体期末库存分别减少 176.9 万、199.2 万吨至 822.9 万吨、623.7 万吨，由此前收储时期库存巅峰状态占全球库存比例超 60%降至预计 37%左右。库存消费比亦持续下降，由 2014/15 年度的 192.20%降至 2018/19 年度的 67.33%。虽然 2017 年棉花增产加厚存量库存，但库存消费比依然下滑，且经过连续数年抛储之后，储备棉库存已大幅减少，剩余库存中优质新疆棉占比更低，调节市场供需能力渐弱化，补库存需求加强，提升中长期供给趋紧程度。

图 10：抛储带动 2015 年以来棉花库存量迅速走低



资料来源：WIND，中信建投研究发展部

图 11：USDA 预测中国棉花期末库存情况（万吨）



资料来源：海关总署，中信建投研究发展部

2、全球供给：五大棉产国主导减产步伐，印度植棉面积近两年大减，去库存情况与中国保持一致

（1）产量：2011-2015 年逐年下行，2018 年预计反转增产势头

据 USDA 数据显示，2011-2015 年为全球棉产收缩期，全球棉花收获面积除 2014 年外均呈现下滑，由 2011 年的 3607.1 万公顷降至 2015 年 3065.1 万公顷。全球棉花产量 2011-2015 年亦连续下滑，CAGR 为-6.8%，2015/16 年度产量同比下降 19.3%至 2093.6 万吨¹，主要原因系三大主要产棉国中国、美国、印度（三国合计产量占全球 60%以上）在该期间产量走低，CAGR 分别为-10.3%、-4.6%、-2.8%。2016 年虽然总植棉面积仍略有下滑，但受美国植棉面积及产量（同比+33%）双增拉动，2016/17 年度全球棉产回暖，同增 10.9%至 2321.6 万吨。

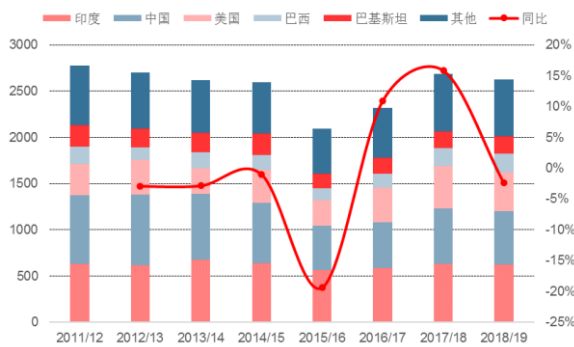
2017 年受益棉价大涨导致全球棉农种植意愿提升，由此拉动种植面积从而使全球产量继续出现显著回升。据 USDA 在 8 月最新全球棉花供需预测显示，预计 2017/18 年度全球棉花产量达 2665.7 万吨，同比增长 14.8%，各主产国均有增产，美国、印度、巴西、巴基斯坦、澳大利亚产量分别提升 21.9%、5.5%、24.0%、6.5%、18.5%。

但由于种植面积减少约 2%，USDA 预计 2018/19 年度全球棉产同比下降 2.4%至 2624.2 万吨，结束连续两年增产态势。印度产量增长停滞，预计略降 1%，巴西、巴基斯坦、土耳其的增产被中国、美国减产所抵消，澳大利亚亦减产达 16.7%。美国植棉面积虽增长，但因西南棉区干旱情况带来的弃种率上升，预计减产 8.1%至 418.8 万吨。

¹USDA 采用单位为“包”，每包定义为 480 磅，合 0.2177243 吨，根据这一指标进行重量换算。

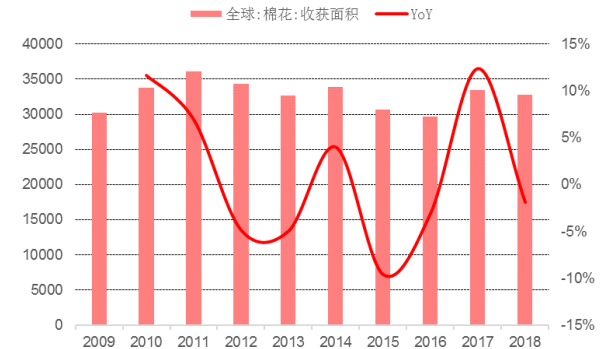


图 12: 全球棉花产量情况 (万吨)



资料来源: USDA, 中信建投研究发展部

图 13: 全球棉花收获面积情况 (按自然年口径, 千公顷)



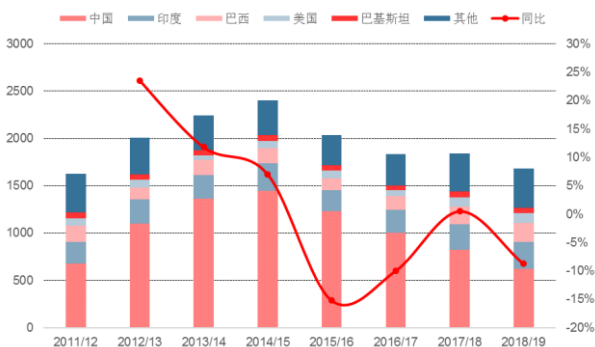
资料来源: USDA, 中信建投研究发展部

(2) 库存: 中国作为全球棉花库存主力, 同步进入去库存道路

我国自 2011 年实施临时收储制度以来, 库存量迅速攀升, 成为全球棉花库存的绝对主力, 也是影响全球库存变化的主要因素。因此国内和国际棉花库存基本保持同步变动, 棉花国际库存亦开始进入高增期, 期末库存由 2011/12 年度的 1623.9 万吨增至 2014 年高达 2399.9 万吨, 其中中国库存占据 60%。2015 年随着中国收储制度结束并开始抛储, 全球棉花也开始去库存步伐, 2015/16、2016/17 年度全球棉花库存分别同比下降 15.2%、10.0%, 2017/18 年度中国库存继续减少, 但由于当年全球棉产提升带动期末库存同比略增 0.5%。2018/19 全球增产停滞, USDA 预计受中国抛储及消费提升影响, 全球期末库存同比下降 8.8% 至 1678.7 万吨, 基本回到 2011 年水平。

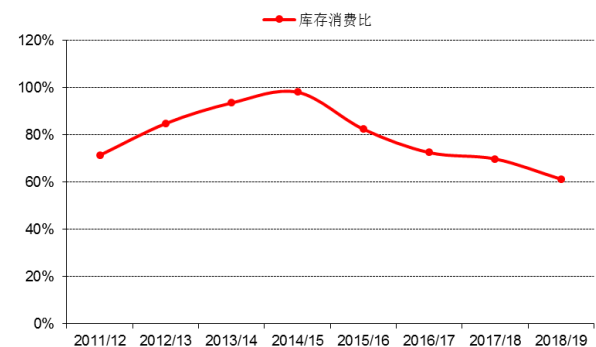
库存消费比方面, 2011-2014 年库存上升期由 71.5% 升至 98.2%, 后随去库存及消费量增长而持续下滑, 2017/18 年度降至 69.9%, USDA 预计 2018/19 年度同比进一步下降 8.6pct 至 61.3%, 全球棉花去库存效果明显。

图 14: 全球库存与中国国储库存变动保持一致 (万吨)



资料来源: USDA, 中信建投研究发展部

图 15: 印度库存全球第二, 全球占比约 11%



资料来源: USDA, 中信建投研究发展部

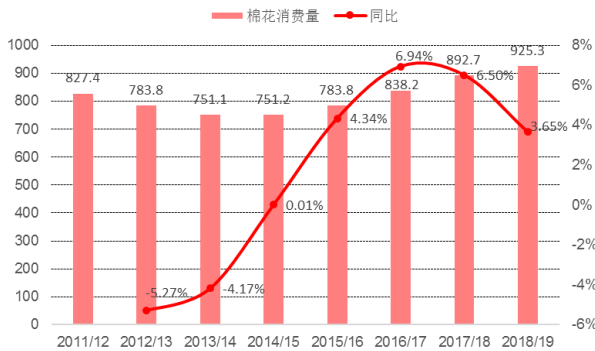
(二) 需求端: 下游需求增速整体平稳, 缺口持续扩大

国内方面, 2011-2013 年我国国内棉花消费量持续走低, 主要因该时期临时收储带来棉价高增, 涤纶短纤和粘胶短纤价格优势下替代作用显著 (以粘胶短纤 (1.5D/38mm) 和涤纶短纤 (1.4D/38mm) 为例, 棉涤价差从 2011 年低点 6000 元/吨攀升至 2014 年逾 10700 元/吨, 棉粘价差从最低处 100 元/吨增至超过 7850 元/吨), 挤压棉花原材料份额。2014 年后棉花迅速走低, 棉涤、棉粘价价差缩小, 替代效应趋弱, 同时下游内外需增长,



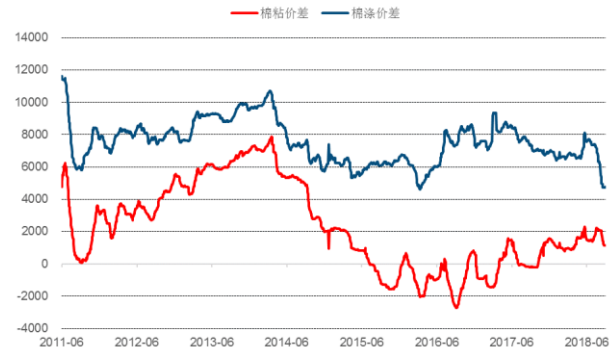
带动棉花产业链逐渐复苏，棉花消费量稳定提升。USDA 数据显示国内棉花消费量 2014/15 年度至 2017/18 年度 CAGR 为 5.9%，由 751.2 万吨增至 892.7 万吨。

图 16：中国棉花消费量情况



资料来源：USDA，中信建投研究发展部

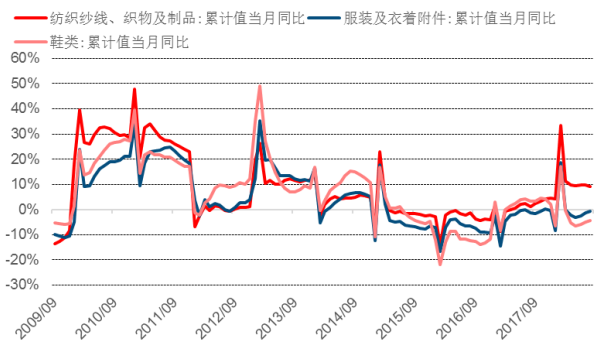
图 17：2011 年以来棉粘、棉涤价差情况（元/吨）



资料来源：WIND，中信建投研究发展部

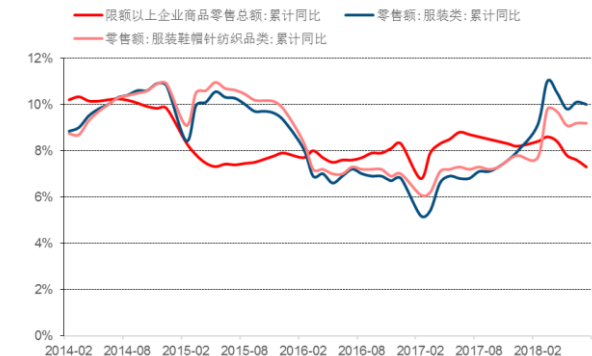
2018 年国内棉花下游需求延续 2017 年以来弱复苏趋势，内外销数据稳中有升。出口情况受益 5 月以来人民币贬值推动，2018 年 1-8 月纺织纱线、织物及制品累计出口金额 787.4 亿美元，同比增长 9.2%，增速同比显著提升 7.92 个 pct；服装及衣着附件出口金额 1026.7 亿美元，同比下降 0.68%，降幅同比缩窄 0.67 个 pct。内销方面，2018 年 1-7 月虽然限上企业商品零售总额增速同比降低 1.4 个 pct，但服装鞋帽针纺织品类零售额增速同比提升 2.0 个 pct，同比增长 9.2%至 7601.9 亿元，其中服装类零售额同比增长 10.0%至 5642.0 亿元，增速同比提升 3.2 个 pct。需求提升下，USDA 预测 2018/19 年我国棉花消费量继续同比增长 3.65%至 925.3 万吨。

图 18：纺织服装出口情况同比提升



资料来源：USDA，中信建投研究发展部

图 19：2017 年以来纺织服装零售情况持续复苏



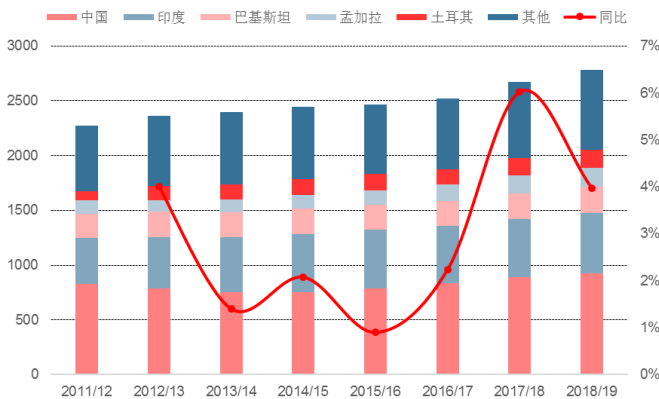
资料来源：USDA，中信建投研究发展部

全球来看，受亚洲新兴市场带动及全球经济逐渐复苏，2011 年以来全球棉花需求量稳定增长，2011/12 年度至 2017/18 年度 CAGR 为 2.8%，由 2270.0 万吨增至 2672.5 万吨，但仍低于金融危机前水平。中国在收储期间的需求下滑被印度、巴基斯坦、孟加拉国等新兴棉纺产业国棉花消费增长所抵消，三国 2011/12 年度至 2017/18 年度 CAGR 为 3.7%、12.9%、50.0%。纺服产能逐渐由中国向东南亚国家迁移。

2018 年 USDA 预测棉花消费延续恢复性增长，2018/19 年度全球棉花消费量同比增长 4.0%至 727.6 万吨，印度需求量增速同比提升 3.3 个 pct。



图 20：纺织服装出口情况同比提升

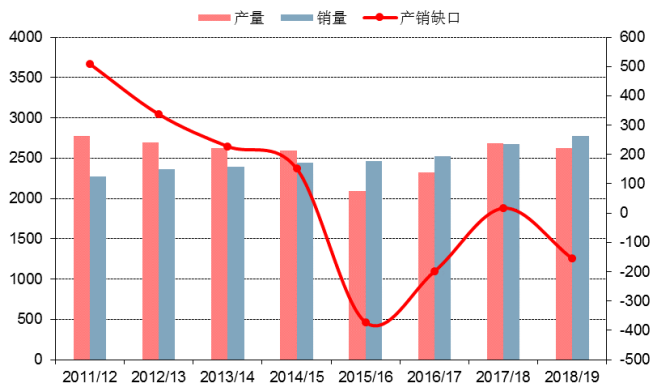


资料来源: USDA, 中信建投研究发展部

(三) 产需缺口显现，国储库存压制价格能力减弱，库存消费比蕴提价预期

2010 年以来，全球棉产前期收缩，后期增长乏力，2018 年预计重新下滑，而消费量持续恢复性增长，产销动态基本面逐渐失衡，2011-2015 年产量收缩期内产销缺口（产量-消费量）由+508.4 万吨迅速反转至-372.0 万吨。2016-2017 两年增产期有所缓解，2018 年预计缺口再次扩大至-154.4 万吨。

图 21：2015 年开始全球棉花产需缺口显现（万吨）



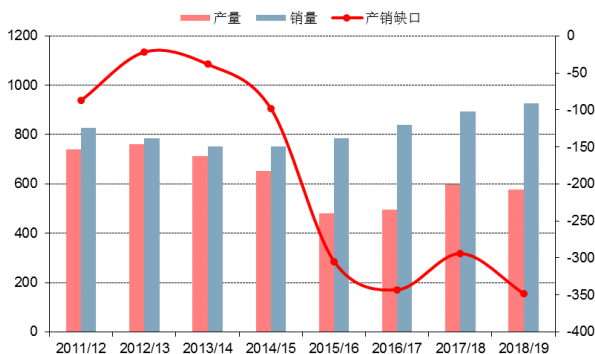
资料来源: USDA, 中信建投研究发展部

国内来看，2010 年后各年棉花销量一直高于产量，缺口持续存在，且 2013 年后随着产量收缩，增长乏力，需求回暖，缺口呈迅速扩大趋势，由 2012/13 年度的-21.8 万吨增至 2016/17 年度的-342.9 万吨，2017/18 年度因增产有所收窄，但仍接近 300 万吨。预计 2018/19 年度缺口继续扩大至-348.3 万吨，创下新高。

全球库存随着 2011 年中国收储迅速上涨，中国棉花产量大部分流向了国储库存，在供给端形成了巨大的缓冲垫，推动全球棉花库存消费比走高至 2014 年峰值约 100%。大规模的库存为供给端以及下端需求方心理提供隐形支撑，在供需缺口出现的时候对棉价上涨带来抑制效果。但随着近年来持续且扩大的供给缺口亦逐渐侵蚀库存积累，同时中国国储开始轮出后全球库存开始下行，库存消费比降至 2017 年 70%左右，国内库存消费比更是由收储末年接近 200%迅速降至 2017 年约 67%。消费量占总供给（产量+进口+期初库存）比例 2014 年约 34%，此后一路攀升，预计 2018/19 年度将升至 60%，供给趋紧程度加剧。

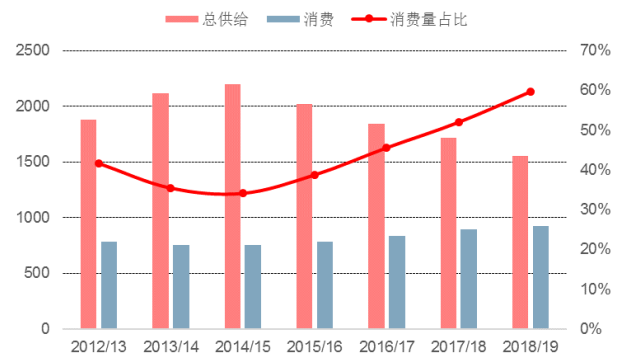


图 22：我国棉花产销缺口呈扩大趋势（万吨）



资料来源：USDA，中信建投研究发展部

图 23：我国棉花消费量占总供给比例持续攀升



资料来源：USDA，中信建投研究发展部

预计在产量增长乏力、终端回暖下国内棉花供需差额持续存在，虽然进口配额提升但难以弥补产销缺口，库存将持续被消化。国储经过今年抛储后预计剩余 300 万吨以下，属于较低库存区间，且高质量疆棉占比少，调节能力明显减弱。在棉花储备常态化将会强化的背景下，国储政策存在从单向抛储向轮储转变的预期，结合全球及国内的基本面供给趋紧，对棉价形成支撑动力，中长期看涨趋势不变。

二、棉价上涨利好龙头毛利及竞争格局，海外扩张+贬值再添利好

（一）下半年棉花预计走强，长期供应削减驱动价格上升

短期来看，我们认为下半年抛储结束，新棉上市，下游生产旺季到来，同时因天气等影响存在减产预期，结合人民币贬值利好出口，棉花市场预计偏强。中长期看，一方面，供给压力持续存在，国储已经接近底部，无法提供缓冲作用，存在向轮储转变预期，国内及全球棉花库存消费比均处于迅速下降趋势，为棉价提供支撑。另一方面，从成本收益上看，国内由于以人工成本为主的植棉成本不断上升，植棉成本与籽棉销售价格一直处于倒挂状态，棉农依赖国家目标价格政策获得直补才能获得收益。国家仅对新疆地区进行政策补贴支持，中原地带种棉面积下降不可逆转，新疆植棉成本上涨亦将推动棉花均衡价格上涨。

我们对棉价历史传导情况进行测算，从棉纺产业链（棉花—纱线—织布—服装）看，纱线作为与上游棉花联系最紧密的产品，产业链跨度短，其价格与棉花价格一致性较高。以棉花价格指数 328 和各类纯棉纱主流价来看，2011 年棉花-纱线价格传导机制基本吻合，尤其是在棉价变动较大的年份，下游纱线纱线也基本保持同方向变动，幅度大致相当，具体变动除棉价影响外，还受纱线本身供需调节。2018 年至今在棉价累计上涨超 5% 基础上，各纱线价格亦出现不同程度上涨，在滞后期影响下预计下半年弹性更加显现。

表 1：2010 年以来棉花-纱线价格涨跌幅对比情况

年份	中国棉花价格指数 328	21 支普梳纯棉纱 (C21S)	32 支普梳纯棉纱 (C32S)	32 支精梳纯棉纱 (JC32S)	40 支精梳纯棉纱 (JC40S)	60 支精梳纯棉纱 (JC60S)
2010	84.88%	68.32%	66.67%	69.17%	67.20%	59.68%
2011	-30.32%	-27.94%	-27.61%	-26.85%	-26.56%	-26.26%
2012	-0.03%	-2.04%	0.39%	-1.01%	0.00%	-2.47%



2013	1.70%	0.00%	-0.78%	-1.02%	-0.65%	1.12%
2014	-30.32%	-10.42%	-12.11%	-14.09%	-14.75%	-5.83%
2015	-5.00%	-11.16%	-11.11%	-10.00%	-9.62%	-8.85%
2016	22.54%	12.57%	14.00%	9.78%	8.51%	4.21%
2017	-0.61%	1.09%	1.32%	-0.47%	-0.64%	0.63%
2018年截至9月7日	5.28%	2.98%	5.17%	1.73%	2.22%	0.66%

资料来源: WIND, 中国棉花信息网, 中信建投证券研究发展部

在棉价存在上涨预期的背景下, 棉纺龙头企业业绩向好。短期看, 龙头具有提前获取和储备低价棉花资源的优势, 享受原材料涨价之下的库存红利, 整体收益棉价转嫁至产品价格上涨, 毛利率改善利好业绩。长期看购棉成本提升为随产随买的中小企业带来成本压力, 压缩盈利空间, 推动集中度提升, 改善龙头竞争格局。我们对几家棉纺上市公司进行价格弹性测算。分别对比各年公司产品提价幅度和毛利率增减情况。可以明显看出在上游纱线产品价格和毛利率变化幅度较下游坯布、服装更大, 而棉价上涨时期棉纺行业龙头普遍受益(2016年棉价下半年开始大涨, 存在一定滞后期至2017年显现)。

表 2: 棉花价格指数 328 与三种精梳全棉纱价格年价格累计变动幅度对比

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
棉花价格指数 328	-30.32%	-0.03%	1.70%	-30.32%	-5.00%	22.54%	-0.61%
新野纺织							
(1) 坯布原料部分							
产品提价幅度	-	-	-	-10.95%	8.62%	-3.55%	-2.05%
毛利率增减	-0.40%	1.20%	-0.82%	1.84%	2.42%	1.90%	0.70%
(2) 纱线部分							
产品提价幅度	-	-	-	-3.81%	-12.06%	6.60%	-0.13%
毛利率增减	-1.42%	0.96%	1.29%	0.23%	2.56%	1.87%	1.13%
华茂股份							
(1) 纱、线部分							
毛利率增减	-12.78%	-9.56%	9.69%	-1.04%	1.31%	-0.12%	2.40%
(2) 布							
毛利率增减	2.06%	-8.71%	2.42%	-2.14%	3.74%	-0.16%	0.69%
百隆东方							
色纺纱提价幅度	-	-	-0.17%	-6.47%	-9.05%	-6.34%	3.58%
色纺纱毛利率增减	-0.54%	-11.10%	2.41%	0.59%	-1.35%	-1.36%	-0.12%
华孚色纺							
色纺纱提价幅度	-	-26.18%	0.89%	-11.74%	-4.30%	-6.07%	-0.43%
色纺纱毛利率增减	-0.42%	-7.78%	3.20%	-0.72%	1.19%	0.59%	0.84%
孚日股份							
毛巾产品提价幅度	-	-5.40%	0.04%	-0.24%	0.28%	-0.04%	1.55%
毛巾产品毛利率增减	-3.40%	0.26%	6.65%	-2.78%	1.91%	2.14%	-0.23%



		鲁泰 A					
色织布提价幅度	-	-9.79%	-3.17%	2.97%	3.42%	-2.69%	-1.90%
色织布毛利率增减	-2.57%	-6.13%	5.43%	0.05%	-2.00%	4.14%	-2.23%
		联发股份					
色织布提价幅度	-	-	9.16%	2.48%	-7.66%	-2.66%	3.33%
色织布毛利率增减	1.96%	-1.91%	1.97%	0.51%	2.49%	1.43%	-3.72%

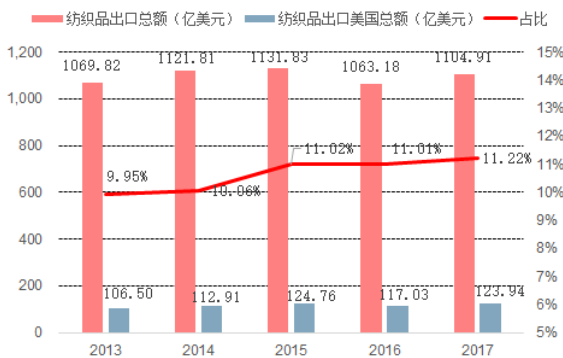
注：产品价格用当年对应项目销售收入除以销量估计得到。

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

（二）贸易战影响纺织外需，进口棉成本上升推动棉价上涨

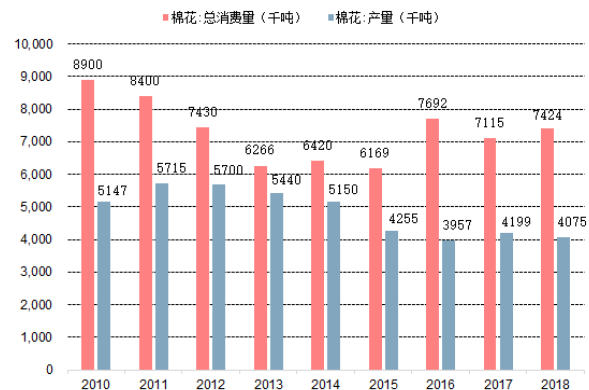
贸易战背景下，美国加征关税或引起国内纺织外需减弱。在美国推出的 2000 亿美元拟加征关税清单中，纺织品（HS 50~60）及帽类（HS 65）被纳入其中，可能面临加征 10-25%关税，国内纺织品在美国市场竞争力大幅下降。在中国纺织品出口总额中，美国占比约 11%，在美国市场的失利或引起纺织产品外需下降，对尚未布局海外产能的国内棉纺企业产生不利影响。

图 24：2013-2017 纺织品出口情况



资料来源：WIND，中信建投研究发展部

图 25：中国长期为棉花净消费国



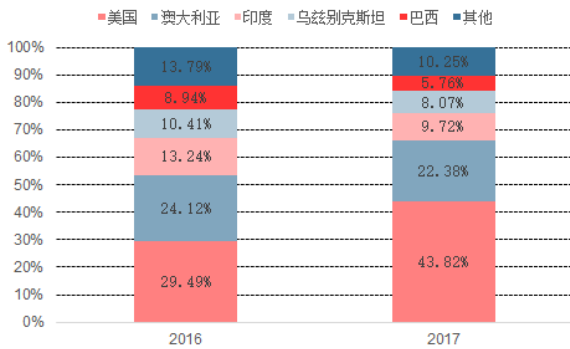
资料来源：WIND，中信建投研究发展部

同时，贸易战促使进口棉成本上升。一方面，进口棉多以美元计价，人民币贬值增加进口成本。另一方面，18 年 7 月 6 日中国对美进口皮棉加征 25%关税，美棉进口关税从 1%骤增至 26%，成本大幅提升，市场竞争力全失。且在进口棉组成中，美棉占比高达 44%，如此庞大的市场缺口难以在短时间内通过澳棉、印棉等其他进口棉填补，势必拉动整体进口棉成本上升。

进口棉成本的增加，拉高抛储底价，提升内棉需求，变相推动棉价上涨。在国储棉轮出底价中，进口棉权重为 50%，其价格（成本）上涨带动抛储底价上升。且中国长期为棉花净消费国，在进口棉花价格上涨时，内棉作为其替代品需求增多。抛储底价上市+内棉需求增多，变相促进国内棉价进一步上涨，中下游产品随之跟涨，而国内龙头低价棉花储备库存充足，产品毛利率得以提升，尽享上涨红利。

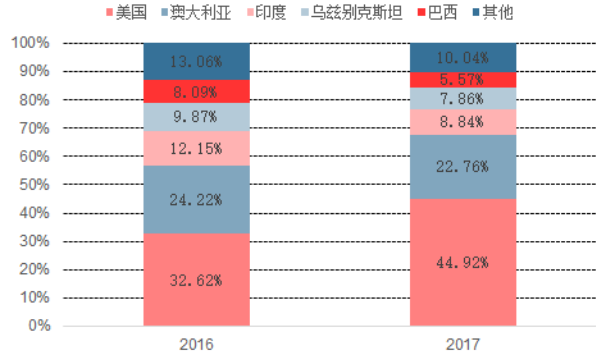


图 26：2016-2017 我国进口棉花数量归属国占比情况



资料来源：中国棉花信息网，中信建投研究发展部

图 27：2016-2017 我国进口棉花金额归属国占比情况



资料来源：中国棉花信息网，中信建投研究发展部

（三）人民币贬值利好出口，棉纺企业业绩提升

Q2 以来人民币持续贬值，拉动纺织产品出口增速提升。受贸易战影响，人民币自今年 4 月以来加速贬值。截至 8 月 31 日，美元兑人民币中间价为 6.825，Q2 以来累计贬值 8.90%，年内累计贬值 5.02%。8 月中旬，离岸人民币成交价盘中突破 6.9 关口。今年 4-7 月纺织纱线、织物及制品出口额分别为 104.96、112.44、106.72、101.59 亿美元，同比增加 6.95%、8.06%、10.46%、8.79%，增速较去年同期分别上升 5.40%、6.09%、4.45%、5.73%。汇率上升隐性降低国内纺织产品价格，增强其在国际市场上竞争力，促使棉纺企业外需增加，在一定程度上对冲贸易战的影响，对于依赖出口的棉纺企业构成利好。

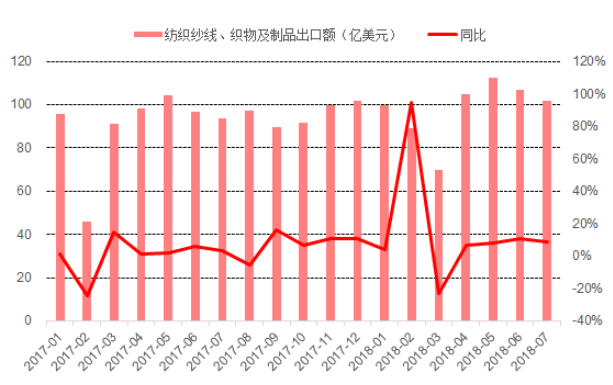
同时，人民币贬值对外币资产占比较大的纺织龙头企业汇兑损失带来利好，例如百隆东方等 Q2 汇兑收益增加明显，基本上弥补 Q1 出现的汇兑损失，助推业绩增长。

图 28：2018 年初以来人民币持续加速贬值



资料来源：WIND，中信建投研究发展部

图 29：2017-2018 纺织纱线、织物及制品出口情况



资料来源：WIND，中信建投研究发展部

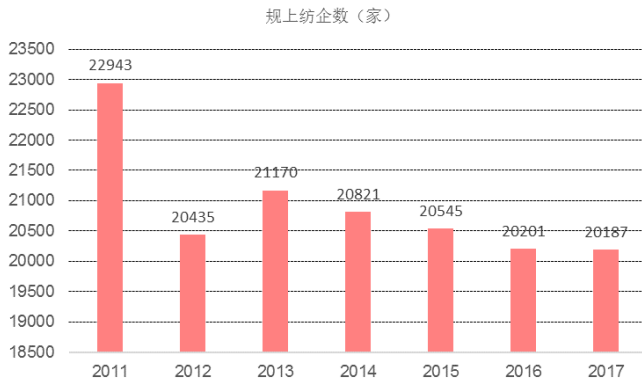
（四）海外布局持续推进，产能释放助力龙头优势巩固

东南亚地区成本优势日益凸显，一带一路开拓产业新格局。在国内人口红利逐渐消退的大背景下，结合原材料、能源成本提升，我国棉纺产业链整体生产成本不断上升，是造成近年来国内纺企规模不断收缩的主要原因。我国纺织业规模以上企业数由 2011 年的 22943 家降至 2017 年的 20187 家，2013 年以来连续五年下降。具



备资金和技术优势的龙头纷纷加快海外布局以应对。

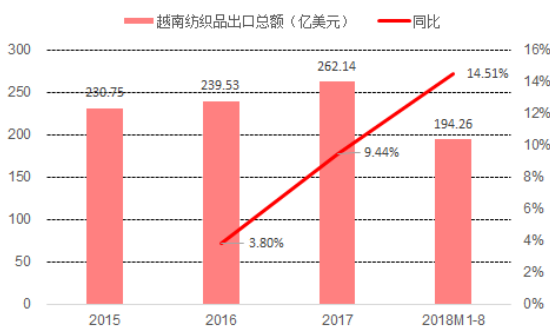
图 30：2011 年以来纺织业规模以上企业数呈下降趋势



资料来源：国际统计局，中信建投研究发展部

东南亚各国劳动力、原料（可直接采购外棉）低廉，出口欧美关税低，对于劳动密集型企业而言成本优势凸显。同时“一带一路”战略的落地，为中国纺织服装产业向越南、柬埔寨等地转移提供政策支持。**越南纺服上下游不断完善，成为中国产业链转移最佳去处。**近几年，通过引进外资不断扩大产业投资规模，越南纺织服装产业链上下游成长迅速。较低的劳动力成本、完善的配套资源以及“四免九减半”（头四年免征企业所得税，后续九年减 50%征收）的优惠税率，对中国棉纺产业具有大大的吸引力。同时，伴随着越来越多劳动密集型产业的注入，越南纺织品出口总额呈现直线上涨的态势，2016、2017 年纺织品出口分别为 240、262 亿元，增速分别为 3.80%、9.44%，2018M1-8 增速更是达到了 14.51%，越南棉纺产业迎来爆发期。

图 31：越南纺织品出口直线增长



资料来源：WIND，中信建投研究发展部

龙头持续推进海外布局，产能逐步释放，优势进一步巩固。色纺纱双寡头华孚时尚与百隆东方，分别于 2013 年和 2012 年在越南设立了华孚越南与百隆越南。其中，华孚时尚在越共有 28 万纱锭工程，已投产 12 万锭，剩余 16 万锭主体建设基本完成；百隆东方截至 2018H1，其越南产能 A 区 50 万纱锭产能显效，B 区 50 万锭工程中已投产 10 万锭；高端色织布龙头鲁泰也自 2013 年开始在东南亚布局，在越南计划投放 17.6 万纱锭产能、7000 万米色织布产能及 900 万件衬衫产能，目前已投放 6 万锭、3000 米、600 万件，在柬埔寨投放 600 万件衬衫产能，在缅甸投放 300 万件衬衫产能。

越南 2012 年开始提高外资准入门槛。其“四免九减半”优惠政策要求外资企业来越投资额达到 3 亿美元，或年销售额达到 5 亿美元，或雇佣劳工人数量 3000 个以上，标准较严。加上产能转移成本高昂、跨国办理相关手



续繁杂，以及设备与人员效率提升需时日积累，小企业愈发难在越南布局。而龙头公司则能游刃有余，扩大规模，享受成本及政策优势，同时缓解贸易战影响，实现强者恒强，在供给端企业数持续收缩的背景下，行业集中度有望进一步提升，利好龙头。

表 3：纺织加工制造龙头的海外产能布局情况

企业	布局地	品种	规模	产能投放进度	
A 股	华孚时尚	越南	色纺纱	28 万锭	2013 年成立越南华孚，2015 年一期 12 万锭投产，截至 2018 H1 二期 16 万锭主体建设基本完成
	百隆东方	越南	色纺纱	100 万锭	A 区 2017 年 50 万锭产能已开始投放，B 区 50 万锭于 2017 年 5 月启动，截至 2018H1，B 区 10 万纱锭车间建成投产
			色纺纱	13.6 万锭	2016 年一期 6 万锭投产，截至 2018H1 二期 7.6 万锭纺纱生产线仍在建
	鲁泰	越南	色织布	7000 万米	2016 年投产 1000 万米，二、三期在 2017 年下半年陆续投产，截至 2018H1 共投产 3000 万米，扩产 4000 万米在建
		柬埔寨	衬衫	900 万件	2017 年下半年第一期 600 万件投产，截至 2018 H1 二期扩产 300 万件在建
			衬衫	600 万件	已建设三年，2016 年投产 400 万件
	联发股份	缅甸	衬衫	300 万件	2017 年一次性投产
		柬埔寨	衬衫	200-300 万	2017 年投产
				件	
	健盛集团	越南	棉袜	2.3 亿双	健盛越南袜子一厂生产顺利，二厂与辅料工厂以及越南印染项目已于 2017 年投产，预计 2018 年越南产能能够达到 1.2 亿双左右。
天虹纺织	越南	包芯纱	147 万锭	2006 年建厂，越南产能 125 万锭，占比 40%，2016 年集团在越南广宁建立天虹工业园，2018 年计划扩产 22 万锭	
	柬埔寨等	成衣		2005 年收购柬埔寨成衣工厂，2017 年收购华兴纺织获得越南、柬埔寨成衣工厂及尼加拉瓜染厂	
H 股	申洲国际	越南	针织服装	2800 万件	成衣工厂于 2016 年初完成工程建设，面料工厂首期与二期项目已于 2014 年和 2016 年全部投产，2017 年预计产量提升 25%以上
		柬埔寨	针织服装	2500 万件	2015 年已经建成投产，2018 年计划建设新成衣工厂
	南旋控股	越南	针织服装	1600 万件	一期项目已量产，二期于 2018 年投产
针织鞋面			600 万双	处于投产初期，2018 年有望放量	
晶苑国际	越南、柬埔寨、孟加拉等	成衣	约 4 亿件	公司现已是越南最大的国际公司（按服装出口量计）。计划 2019 年前越南、孟加拉国分别计划达到 1.295 亿及 2.66 亿件	

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部



三、投资建议：华孚时尚、百隆东方、天虹纺织、申洲国际

1、华孚时尚：色纺纱产能有序投放+网链业务快速发展，业绩强劲增长

纱线产能释放+网链业务快增，推动收入快速增长。2018H1 公司实现营业收入 67.90 亿元，同比增长 25.33%；Q2 单季收入 37.56 亿元，同比增长 21.12%，收入的增长受益于纱线业务销量提升和网链业务的快速增长。其中，H1 纱线业务营收 40.31 亿元，同比增加 16.67%，营收占比 59.37%，同比下降 4.41pct；网链业务营收 25.87 亿元，同比增加 40.99%，营收占比 38.09%，同比提升 4.23pct。

集聚营运，质效提升。2018H1 公司聚焦价值客户、价值订单，纱线业务毛利率同比提升 0.20 pct 至 14.98%；网链业务受上半年棉花交易市场价格大幅波动影响，毛利率同比下降 2.29 pct 至 4.94%，拖累公司整体毛利率下降 1.3 pct 至 12.74%。周转方面，2018H1 受棉花库存增加影响，公司存货周转天数较去年同期增加 32 天至 145 天；由于周转较快的网链业务占比提升，公司应收账款周转天数较上年同期下降 6 天至 21 天。

新疆、越南两地并重，色纺纱龙头地位巩固。公司作为全球最大的色纺纱龙头，在中高端色纺纱市场占有率高达 40%，积累了 4000 多家客户，1000 个品牌和数千家供应商。2018H1 新增产能 8 万锭至 188 万锭，目前产能分布遍及浙江（32 万锭）、长江（16 万锭）、黄淮（16 万锭）、新疆（96 万锭）和越南（28 万锭）。公司目前共有 3 个重要色纺纱项目在建，其中新疆地区阿苏克 21 万锭、16 万锭高档色纺纱项目正在稳步推进中；越南地区华孚 16 万锭高档色纺纱项目主体建设基本完成。

棉价长期上涨逻辑不变，公司储棉充足享红利。2018H1 棉花价格指数 328 累计上涨 4%，在我国棉花总供给逐渐下降而需求相对稳定的背景下，棉价中长期上涨的趋势不变。棉纺企多采用成本加成定价，终端产品提价较为顺畅。公司储备 6 个月棉花库存，H1 存货中原材料为 29.58 亿元，较去年同期提升 66%，公司还以提前支付定金模式锁定未入库棉花。我们认为，在低价棉花储备下，棉价上涨推升纱线价格，带动公司毛利率提升，促进业绩改善。

投资建议：我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 8.93、10.69、12.32 亿元，对应 PE 分别为 14、12、10 倍，维持“买入”评级。

2、百隆东方：汇兑收益增加促业绩回暖，海外产能逐步释放迎新增长点

受人民币贬值影响，汇兑收益大幅增加，中报业绩回暖。18H1 公司实现营业收入 29.43 亿元，同比略降 3.92%，主要受上半年产能投放不足、库存销量比下降影响；归母净利润 3.26 亿元，同比增长 5.67%，主要系 Q2 以来人民币持续贬值，18H1 汇兑方面实现收益 864 万元（17H1 汇兑损失 5140 万元），使财务费用率同比下降 0.66pct 至 2.36%（Q2 单季财务费用率同比下降 4.18pct 至 -0.31%）。

越南产能逐步释放，业绩迎来新增长点。截至 2017 年底，公司色纺纱产能约为 120 万锭，其中国内约 70 万锭，越南约 50 万锭。公司近年来持续布局越南工厂，越南产能 A 区 50 万锭已于 2016 年末投产，B 区 50 万锭正在建设。截至 18H1，B 区已投产 10 万锭，预计下半年能继续投产 10 万锭，剩余 30 万锭陆续将在 19 年投产。届时，越南总产能将达到 100 万锭，占比超过半数，由于越南地区劳动力成本较低，且对外资企业有优惠税率政策，随着越南产能的逐步释放，公司业绩亦有稳步提升的趋势。

备货充足，棉价上涨红利体现。棉花占成本端约 70%，棉价上涨引起下游产品价格上涨。公司作为行业龙



头，棉花备货充足，H1 原材料（主要为优质棉花）较年初增加 23.47%至 21.58 亿元，预计库存棉花可支撑 6-7 月。在棉价上涨背景下，公司利用低价棉生产高价纱，毛利率有望进一步提升。

投资建议：我们预计公司 2018-2019 年净利润分别为 6.32、6.68 亿元，对应 PE 分别为 14、12 倍，维持“买入”评级。

3、天虹纺织：纱线景气回升，下游高速增长，产能扩张+垂直整合稳固优势

纱线市场回升+下游业务放量，业绩稳健发展。公司 2018H1 实现营收 88.12 亿元，同比增长 18.3%，受益于纱线市场回升与下游业务放量。其中，纱线业务 H1 收入同增 8.31%至 73.15 亿元，营收占比 83%，毛利率回升至 18%以上正常水平，同比增长 3.3pct 至 18.3%。下游业务坯布、面料等增速靓丽，收入同比增张 115.5%至 14.97 亿，坯布业务上半年略超预期，目前产能利用率接近 100%。

产能持续扩张，一体化协同垂直整合，龙头优势再次巩固。截至 18H1 公司纱锭产能共计 313 万锭，其中中国 188 万锭，越南 125 万锭。近两年计划在中国扩充 55 万锭，越南扩充 22 万锭，扩充后总产能达 387 万锭。同时，公司垂直一体化进程持续演进，在越南北部天虹工业园内建立垂直产业链布局，收购垂直年兴纺织进军牛仔裤业务、收购华峰针织进军针织面料业务等，产生较大协同效应。

专攻海外销售，收购美墨纺织品集团。公司于 6 月 25 日宣布收购美国及墨西哥纺织品业务集团，该集团从事美墨两国纺织品销售多年，拥有成熟客户基础及销售队伍，有效带动越南生产基地产品在美洲的销量，预计在产品结构和议价能力方面逐步优化。

投资建议：我们预计公司 2018-2019 年净利润分别为 13.18、16.49 亿元，对应 PE 分别为 7、5 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

4、申洲国际：运动服饰/耐克订单高增，国内业务增长强劲，海外布局扩张落实税收优惠

耐克订单高增，国内订单扩张迅速，继续发挥运动服饰优势。上半年公司营收增长 10.8%，较去年有所放缓，主要因汇率因素影响。占比最高的运动服饰继续提供增长主动力，销售收入同比增长 12.6%至 62.16 亿元，占比同比提升 1.1 个 pct 至 67.9%，主要受益耐克订单强劲增长和中国市场运动需求激增。公司继续保持较高客户集中度，前四名客户订单收入占整体达 77.4%。除耐克保持双位数增长外，其余三家均单位数增长。

一体化生产效率继续提升，毛利率升费用率降，海外占比提升，切实兑现税收优惠。18H1 公司综合毛利率同比上升 0.62 个 pct 至 32.28%，主要因为海外越南产能的扩张带来规模效应，摊薄固定成本。同时继续通过自动化设备、精细化管理等提效增速，生产效率进一步提升，实现工厂用工人数下降而产能提升，H1 员工成本占收入比例同比下降约 2 个 pct。H1 期间费用率略降 0.1 个 pct，销售/管理费用率分别同增 0.1、0.3 个 pct，财务费用率同降 0.5 个 pct。公司有效税率继续下降，同比减少 2.86 个 pct 至 11.31%，公司越南工厂享受“四免九减半”优惠税率，柬埔寨享受四年免所得税。

海外产能外延内生有条不紊，多元化布局应对各方风险，夯实龙头优势。越南面料产能部分 2017 年新建特种面料工厂投产，同时原一、二期提效显著。越南成衣一期 2017 年已实现盈利，公司计划建设二期工程，有望明年实现投产。同时在柬埔寨亦计划 2018 年建设新成衣工厂。从长期来看，公司在柬埔寨和越南的产能占比有望增长至 50%。随公司海外产能推进，享受人工红利、税收优惠的同时，亦可承接从中国服装外流订单，降低人民币汇率波动对成本带来风险等。



投资建议：公司作为纵向一体化针织服装 OEM 龙头，规模优势凸显、议价能力较强；以优衣库、耐克、阿迪、彪马核心供应商的身份，受益于全球运动服饰市场快速增长的红利。海外产能内生外延有序扩张，研发投入壁垒夯实自动化生产设备及面料技术优势，成本管控有效，生产效率不断提升，税收优惠有保证。结合下半年人民币贬值态势利好出口，我们预计公司 2018-2019 年实现净利润 47.3 亿、55.8 亿元人民币，EPS 分别为 3.12、3.67 元/股，对应 PE 分别为 27、23 倍，维持“买入”评级。

四、风险因素

宏观经济不佳导致下游纺织服装及出口需求不及预期；国储轮出进程难以预计导致与下游需求对接存在风险；国家对于棉花价格政策变动风险；棉价向下游产品传导效果未达预期。



分析师介绍

报告贡献人

研究服务

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

邱季 qiuji@csc.com.cn

周博文 zhou Bowen@csc.com.cn

机构销售负责人

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

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

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

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

社保销售组

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

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

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

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

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

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

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

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

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

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



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

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

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

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

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

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

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

上海

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

深圳

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