

2018-11-25

行业研究 | 行业周报

评级 **看好** 维持

纺织品、服装与奢侈品行业

从股份回购角度看纺服公司投资价值

报告要点

■ 本周专题

近期 A 股回购预案披露数量及回购金额快速提升。本周我们将通过梳理发起回购纺服公司的财务特征及市场表现，对比海外大额回购服装及零售公司预案发布及执行过程中市场表现，以股份回购为切入点判断现阶段纺服公司投资价值。

与美国纺服及零售公司受益低利率环境及税改刺激所推动的回购潮不同，今年以来 A 股纺服公司密集发布回购预案主要背景在于前期市场大幅调整、板块估值见底，而政策层面的支持则进一步推动股份回购的性质由被动回购向主动回购倾斜。从历史上看，纺服板块发起回购的公司往往具备高盈利、低估值、低负债率及在手现金充裕等特征；国内外公司经验均表明主动回购有助于推升短期股价，回购过程中对股价有所提振，长时间维度来看公司估值表现与回购相关性较弱。股份回购一方面有助于改善财务指标，另一方面则释放了经营信心、有助于提振短期股价。从财务角度来看，回购股本占比高且初始 ROE 和 EPS 较优的标的在回购预案发布前取得正收益的概率更高；从维护公司价值的角度来看，前期超跌以及市场关注度较高的标的在预案发布后更易获得正收益。结合基本面建议关注回购预案正在推进、前期超跌的**华孚时尚、太平鸟、比音勒芬、健盛集团和鲁泰 A**。

■ 行业观点

跨境电商政策进一步完善，明确刺激内需的政策导向。11 月 21 日，国务院常务会议决定延续和完善跨境电子商务零售进口政策并扩大适用范围，决定对跨境电商零售进口商品按个人自用进境物品监管、扩大政策适用范围、扩大享受优惠政策的商品范围、提高单次及年度交易限值等。这是继降低部分日用消费品进口关税以及个税减免之后又一刺激内需的有力政策。短期来看，品牌企业未来两个季度收入端承压，但基于灵活的经营策略，库存消化及费用管控能力较优，业绩端有望实现稳增长；现阶段龙头公司安全边际较强，优选**森马服饰、太平鸟和歌力思**，关注超跌的**海澜、富安娜和安正**。品牌端增速放缓，纺织制造行业订单转淡，制造板块推荐具备越南产能布局优势的**百隆东方和健盛集团**，以及受益回购和高股息率的**华孚时尚**。并购及再融资政策放松利好新模式，建议关注**跨境通、开润和南极**。

■ 行情回顾

上周，纺织服装行业板块下跌 6.15%，跑输沪深 300 指数 2.64 个百分点，排名第 20。个股涨幅前五为：多喜爱、梦洁股份、柏堡龙、华孚时尚、兴业科技。

风险提示： 1、终端零售环境恶化的风险；2、外延并购及内部整合不及预期的风险；3、原材料价格及汇率大幅波动的风险。

分析师 于旭辉

☎ (8621) 61118735

✉ yuxh1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518020002

分析师 雷玉

☎ (8621) 61118735

✉ leiyu@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490511040005

分析师 李俐璇

☎ (8621) 61118735

✉ lilx2@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518070008

联系人 马榕

☎ (8621) 61118735

✉ marong@cjsc.com.cn

相关研究

《棉价短期承压，下游景气转淡，关注越南布局企业》2018-11-18

《增值税税率下调对行业影响几何？》2018-11-11

《纺织服装行业 18Q3 综述：品牌降速，制造企稳》2018-11-03

目录

本周专题：从股份回购角度看纺服公司投资价值	4
行业观点	11
公司事件跟踪	12
行情回顾	14
数据追踪	15
宏观数据跟踪	15
原材料价格跟踪	15

图表目录

图 1：2018 年 7 月以来，区间已回购金额迅速提升	5
图 2：2016 年以来，纺服行业已回购金额达 21.70 亿、已回购 66 笔	5
图 3：2016 年以来，纺服已完成回购中股权激励回购占比 31%	5
图 4：2016 年以来，纺服进行中回购方案维护公司价值类占比达 81%	5
图 5：年初以来，鲁泰 A、B 股累计收益率均优于上证综指	6
图 6：预案发布前后 5 天，鲁泰 A、B 股均实现正收益且 B 股表现更优	6
图 7：预案日标准下，2018 年以来纺服行业主动回购规模迅速提升	7
图 8：完成日标准下，2018 年以来纺服行业已完成回购集中于被动回购	7
图 9：近 12 个月股票回购金额排名前 4 的服装及零售公司 2008 年以来市场表现及回购一览	9
图 10：本周纺织服装行业及沪深 300 指数涨跌幅	14
图 11：年初至今纺织服装行业及沪深 300 指数涨跌幅	14
图 12：本周纺织服装行业上市公司涨跌幅前五名	14
图 13：纺织服装板块 PE 历史走势	14
图 14：10 月，工业企业整体/制造业工业增加值累计同比 6.4%/6.6%	15
图 15：10 月，纺织业/纺织服装服饰业工业增加值累计同比 0.9%/4.8%	15
图 16：截至 11 月 23 日，国内外棉价差为 535 元/吨	15
图 17：截至 11 月 23 日，国内外棉价差（滑准税）为 -357 元/吨	15
图 18：截至 11 月 23 日，国内外纱线价差为 144 元/吨	16
图 19：截至 11 月 19 日，坯布价格为 5.68 元/米	16
图 20：近 3 个月涤纶 POY/DTY/FDY 市场表现（元/吨）	16
图 21：近 3 个月粘胶短纤市场表现（元/吨）	16
表 1：《中华人民共和国公司法》原文文与第五次修订案对比	4
表 2：以 17 年财务数据为基准，回购前后公司主要财务数据及指标对比	6
表 3：16 年以来发起主动回购的纺服公司具备高盈利、低估值、低负债率及现金充裕等特征	7
表 4：纺服公司主动回购预案发布前后 30 天内取得正收益的概率较高	7
表 5：纺服公司回购方案完成前后收益率表现相关性较弱	7
表 6：近 12 个月股份回购金额排名前 20 的服装及零售公司一览（单位：亿美元）	8

表 7: 近 12 个月股票回购金额排名前 4 的服装及零售公司 2008 年以来回购预案及市场表现一览	8
表 8: 年初以来发布主动回购预案/提议的纺服公司预案一览 (单位: 万股、万元、元/股)	10
表 9: 年初以来发布主动回购预案/提议的纺服公司预案发布前后市场表现	11
表 10: 未来两个月限售股解禁统计 (2018/11/24-2019/01/24)	12
表 11: 2017 年以来增发实施及增发预案股价倒挂情况 (2017/01/01-2018/11/24)	12
表 12: 近一个月重要股东二级市场交易情况 (2018/10/24-2018/11/24)	13
表 13: 纺织服装板块 PE、剔除类现金资产后 PE 以及 PEG 由低到高排名前 10 的公司	13
表 14: 纺织服装板块类现金资产占比前 10 的公司	14
表 15: 纺织服装板块股息率排名前 10 的公司	14

本周专题：从股份回购角度看纺服公司投资价值

前期市场大幅调整，在回购条款实质性放松的背景下，回购预案披露数量及已回购金额快速提升。本周专题，我们通过梳理历史上发起回购的纺服公司的财务特征及市场表现，对比海外大额回购服装及零售公司预案发布及执行过程中市场表现，以股份回购为切入点判断现阶段纺服公司投资价值。

股份回购实质性放松，回购条款规定进一步细化。2018年10月26日发布的《中华人民共和国公司法》第五次修订案调整了回购相关条款，明确了上市公司实施股票回购的决策流程、规模、适用范围、交易方式等细则：（1）完善决策程序；（2）扩大回购股份的适用范围至员工持股计划、股权激励、可转换公司债等领域；（3）回购总额占比上限提高至10%、持有期限延长至3年。11月9日，证监会、财政部、国资委联合发布《关注支持上市公司回购股份的意见》，鼓励运用其他市场工具为股份回购提供融资等支持并研究简化实施回购的程序。此外，11月23日上交所发布《上市公司回购股份实施细则（征求意见稿）》，引导和规范上市公司回购股份行为。

表 1：《中华人民共和国公司法》原法文与第五次修订案对比

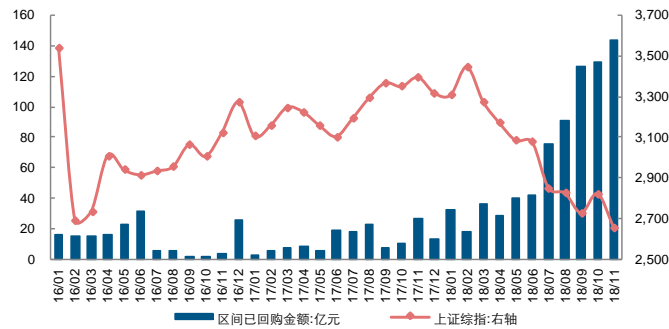
款项	原法文	正式修订案
	公司不得收购本公司股份。但是，有下列情形之一的除外：	公司不得收购本公司股份。但是，有下列情形之一的除外：
		（一）减少公司注册资本；
		（二）与持有本公司股份的其他公司合并；
第一款	（三）将股份奖励给本公司职工；	（三）将股份用于员工持股计划或者股权激励；
	（四）股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议，要求公司收购其股份的。	（五）将股份用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券；
		（六）上市公司为维护公司价值及股东权益所必需。
第二款	公司因前款第（一）项至第（三）项的原因收购本公司股份的，应当经股东大会决议。公司依照前款规定收购本公司股份后，属于第（一）项情形的，应当自收购之日起十日内注销；属于第（二）项、第（四）项情形的，应当在六个月内转让或者注销。	公司因前款第（一）项、第（二）项规定的情形收购本公司股份的，应当经股东大会决议； 公司因前款第（三）项、第（五）项、第（六）项规定的情形收购本公司股份的，可以依照公司章程的规定或者股东大会的授权，经三分之二以上董事出席的董事会会议决议。
第三款	公司依照第一款第（三）项规定收购的本公司股份，不得超过本公司已发行股份总额的百分之五；用于收购的资金应当从公司的税后利润中支出；所收购的股份应当在一年内转让给职工。	公司依照本条第一款规定收购本公司股份后，属于第（一）项情形的，应当自收购之日起十日内注销；属于第（二）项、第（四）项情形的，应当在六个月内转让或者注销； 属于第（三）项、第（五）项、第（六）项情形的，公司合计持有的本公司股份数不得超过本公司已发行股份总额的百分之十，并应当在三年内转让或者注销。
第四款		上市公司收购本公司股份的，应当依照《中华人民共和国证券法》的规定履行信息披露义务。上市公司因本条第一款第（三）项、第（五）项、第（六）项规定的情形收购本公司股份的，应当通过公开的集中交易方式进行。
		公司不得接受本公司的股票作为质押权的标的。

资料来源：中国人大网，长江证券研究所

A 股已回购金额迅速提升，2016 年以来纺服行业已回购金额市值占比居首。我们统计了 2016 年以来全部 A 股月度已回购金额数据，结果显示伴随着前期市场调整，2018

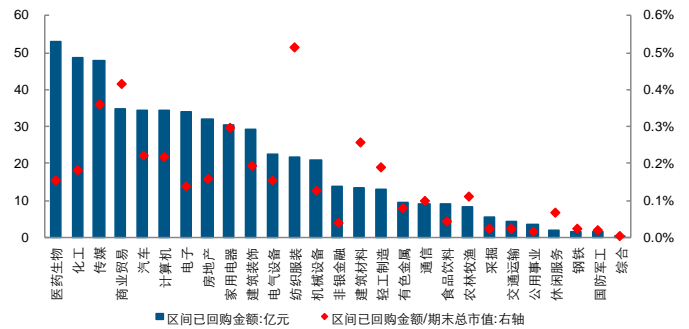
年7月以来已回购金额迅速提升。¹2016年初至2018年11月21日,全部A股已回购金额为538.82亿元、回购数量为1,871笔;其中,年初以来回购金额为354.35亿元、回购数量为921笔,回购总额及单笔平均回购规模明显提升。行业层面,2016年初至2018年11月21日,纺织服装行业已回购金额为21.70亿元、回购数量66笔,已回购金额占板块总市值的比值居全行业之首;其中,年初以来回购金额为13.77亿元、回购数量为29笔,单笔平均回购金额为4,747万元,高于同期A股平均3,847万元的水平。

图 1: 2018年7月以来,区间已回购金额迅速提升



资料来源: Wind, 长江证券研究所 (截至2018年11月21日)

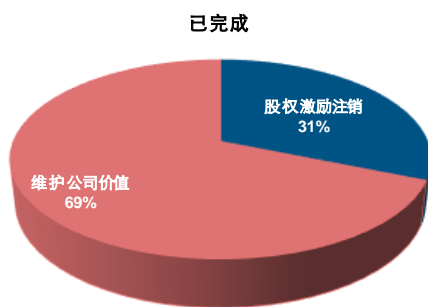
图 2: 2016年以来,纺织服装行业已回购金额达21.70亿、已回购66笔



资料来源: Wind, 长江证券研究所 (截至2018年11月21日)

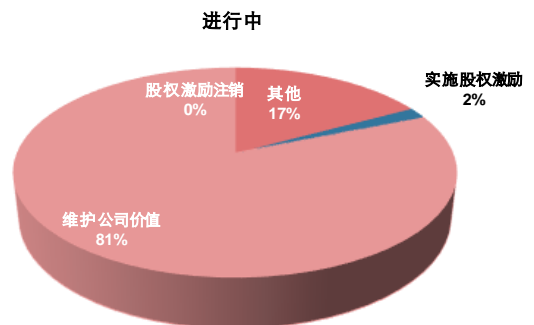
受回购政策实质性放松及板块估值见底影响,纺织服装行业回购类型由被动式回购向主动式回购倾斜。Wind对于回购目的的分类主要包括股权激励注销、实施股权激励、维持公司价值以及其他等4大类,其他类别包括员工持股、可转换公司债转股以及注销等情形。参照此分类,我们将因激励对象离职或者激励条件未达到导致的股权激励注销定义为被动式回购,其余3类为主动式回购。为减少跨期重复计算的问题,我们统计了2016年以来纺织服装行业已完成和进行中的回购方案,已完成项目下以股权激励注销为目的的回购金额占比为31%、进行中项目下以股权激励注销为目的的回购金额占比下降至0%。纺织服装行业回购类型逐步由被动式回购向主动式回购倾斜,我们判断一方面源于政策层面股份回购的实质性放松,另一方面则是板块估值见底背景下企业维护股价的动力增强。

图 3: 2016年以来,纺织服装已完成回购中股权激励回购占比31%



资料来源: Wind, 长江证券研究所 (截至2018年11月21日)

图 4: 2016年以来,纺织服装进行中回购方案维护公司价值占比达81%



资料来源: Wind, 长江证券研究所 (截至2018年11月21日)

¹ 此处整理的月度已回购金额根据Wind统计,一般回购方案有效期为6-12个月,月度数据可能存在同一个回购事项跨期重复计算的问题,但2018年7月以来月度已回购金额大幅提升能一定程度上反映回购参与度提升。

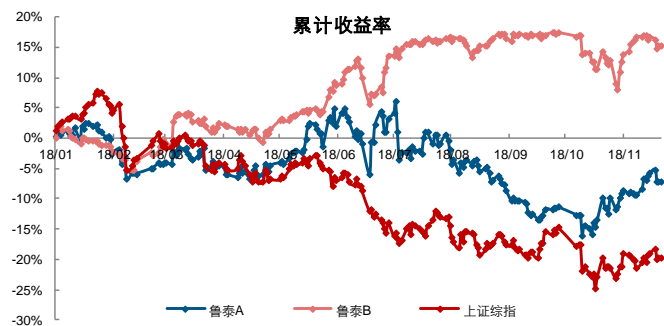
为直观解释主动回购参与度提升的原因，接下来以鲁泰为例，测算回购对公司财务指标的影响并分析方案发布后股价表现。鲁泰于2018年3月6日发布B股回购预案，回购总额不超过6亿元，回购价格不高于9.9港元/股，以3月2日1港元兑0.8091元人民币折算，预计可回购股份数量为7,489万股。如按最高限额实施完毕，则公司资产和所有者权益相应减少6亿元。以2017年财务报告数据为基准简单计算，回购完成后公司ROE将由11.63%提升至12.69%、EPS由0.91元提升至0.99元。从市场表现来看，预案发布前后5天鲁泰A、B股均实现正收益且B股表现更优，回购实施过程中鲁泰B表现较优，受益回购提振年初以来鲁泰A累计收益表现优于上证综指。股份回购一方面有助于改善财务指标，另一方面则释放了经营信心、有助于提振短期股价。

表 2：以 17 年财务数据为基准，回购前后公司主要财务数据及指标对比

主要财务数据和指标	回购前	回购后	变动幅度
归母净利润:亿元	8.41	8.41	-
所有者权益:亿元	72.31	66.31	-8.30%
总股本:亿股	9.23	8.48	-8.12%
ROE	11.63%	12.69%	1.05pct
EPS:元	0.91	0.99	8.83%

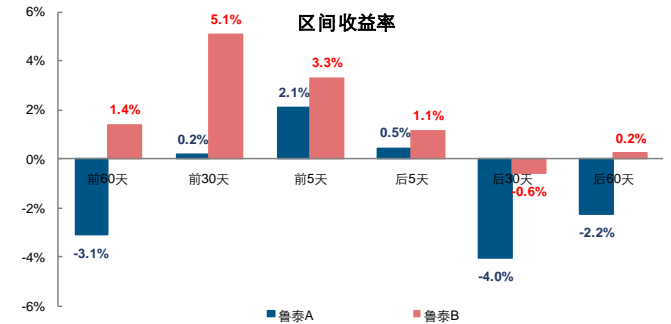
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：年初以来，鲁泰 A、B 股累计收益率均优于上证综指



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：预案发布前后 5 天，鲁泰 A、B 股均实现正收益且 B 股表现更优



资料来源：Wind，长江证券研究所

行业层面，发起主动回购的纺服公司具备高盈利、低估值、低负债率及在手现金充裕等特征。我们以整体法测算了2016年以来发起过主动回购预案的23家纺服公司主要财务数据及指标，对比板块数据可以发现，发起主动回购的纺服公司PE、资产负债率的均值和中位数均低于行业整体，期末总市值、经营性现金流净额/营业收入及在手现金等指标的均值和中位数均高于行业整体，ROE的均值高于行业、中位数低于行业则说明发起主动回购的纺服公司中高盈利特征更明显。

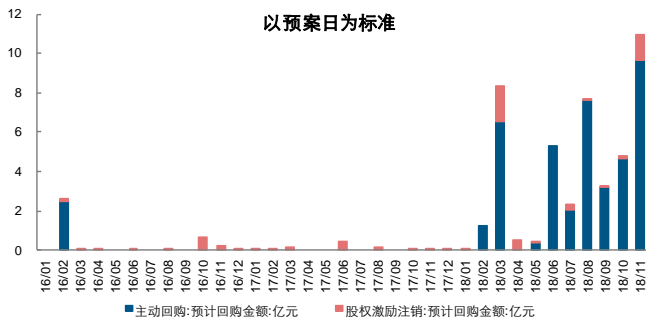
表 3: 16 年以来发起主动回购的纺服公司具备高盈利、低估值、低负债率及现金充裕等特征

主要财务数据和指标	均值		中位数	
	主动回购纺服公司	SW纺织服装	主动回购纺服公司	SW纺织服装
ROE	7.6%	7.5%	7.0%	7.3%
PE	37.19	53.23	25.62	33.00
期末总市值:亿元	77.32	64.93	64.33	48.03
经营性现金流净额/营业收入	9.2%	7.4%	10.2%	7.5%
资产负债率	29.7%	34.6%	25.0%	31.7%
在手现金:亿元	9.17	6.80	9.44	3.62

资料来源: Wind, 长江证券研究所 (在手现金=货币资金+其他流动资产-短期借款, 截至 2018 年 11 月 21 日)

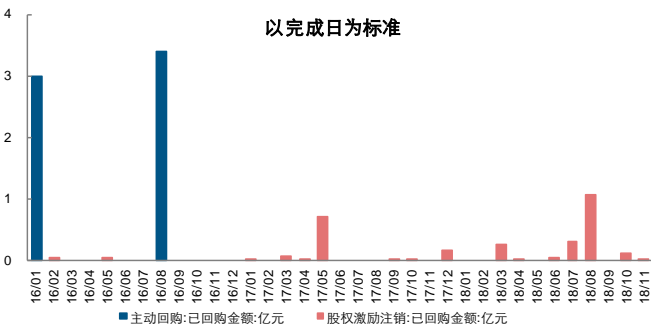
从市场表现来看, 纺服公司主动回购预案发布前后 30 天内取得正收益的概率较高, 回购方案完成前后收益率表现相关性较弱。²首先, 我们以回购预案发布日为标准, 对比主动回购和被动回购体量较大月份相应标的公司总股本加权平均市场表现, 结果显示主动回购公司在预案发布 30 天内取得正收益的概率及收益水平优于被动回购; 其次, 我们以回购方案完成日为标准的测算结果显示, 回购方案完成前后收益率表现无明显规律性, 主动回购略优于被动回购。此外, 从相对收益角度来看, 上述回购标的的总股本加权平均市场表现与行业指数相关性较弱。

图 7: 预案日标准下, 2018 年以来纺服行业主动回购规模迅速提升



资料来源: Wind, 长江证券研究所 (截至 2018 年 11 月 21 日)

图 8: 完成日标准下, 2018 年以来纺服行业已完成回购集中于被动回购



资料来源: Wind, 长江证券研究所 (截至 2018 年 11 月 21 日)

表 4: 纺服公司主动回购预案发布前后 30 天内取得正收益的概率较高

区间	主动回购		被动回购	
	16/02	18/03	16/10	17/06
前60天	-21.6%	1.4%	-7.2%	-12.6%
前30天	-19.9%	5.1%	-2.3%	-2.6%
前5天	14.9%	3.3%	-2.0%	2.9%
后5天	-2.4%	1.1%	1.8%	-0.9%
后30天	4.1%	-0.6%	4.8%	-2.7%
后60天	5.1%	0.2%	2.8%	-8.6%

资料来源: Wind, 长江证券研究所 (红色字体为正收益, 截至 2018 年 11 月 21 日)

表 5: 纺服公司回购方案完成前后收益率表现相关性较弱

区间	主动回购		被动回购	
	16/01	16/08	17/05	18/08
前60天	-18.0%	0.4%	-15.0%	-13.5%
前30天	-23.4%	-3.9%	-9.7%	1.2%
前5天	-2.0%	0.5%	-2.2%	-0.3%
后5天	-8.6%	-0.2%	0.0%	-2.6%
后30天	-1.0%	1.2%	-0.8%	-9.5%
后60天	-3.3%	2.2%	-6.0%	-10.7%

资料来源: Wind, 长江证券研究所 (红色字体为正收益, 截至 2018 年 11 月 21 日)

² 为保证统计结果可比, 我们主要选择预案日和完成日两个标准, 分析区间最大回购金额对应公司的总股本加权平均市场表现, 此处不涉及回购实施过程中市场表现。

接下来,将进一步分析海外大额回购服装及零售公司回购预案发布及执行过程中市场表现。我们筛选了全球近 12 个月股份回购金额排名前 20 的服装及零售公司,美股公司占据其中 16 席,其中 NIKE 公司以 48.6 亿美元的回购额排名第一。美股大规模回购的外部条件包括:(1)金融危机后债券利率趋势下行,低成本融资为股份回购提供了资金来源;(2)短期来看,2017 年税改以后美国企业海外利润回流进一步支撑美股回购。

表 6: 近 12 个月股份回购金额排名前 20 的服装及零售公司一览(单位:亿美元)

排序	公司简称	近12个月股份回购金额	近12个月股份		排序	公司简称	近12个月股份回购金额	近12个月股份	
			总市值	回购金额/总市值				总市值	回购金额/总市值
1	NIKE INC -CL B	48.6	1,149.3	4.2%	11	DICK'S SPORTING	3.0	35.5	8.6%
2	TJX COS INC	20.4	571.2	3.6%	12	GAP INC/THE	3.0	99.3	3.0%
3	ROSS STORES INC	14.1	304.8	4.6%	13	DECKERS OUTDOOR	2.9	35.9	8.2%
4	L BRANDS INC	5.3	80.8	6.6%	14	PVH CORP	2.9	85.7	3.4%
5	NEXT PLC	5.2	92.9	5.7%	15	CHILDREN'S PLACE	2.5	20.2	12.4%
6	BURBERRY GROUP	4.3	92.3	4.6%	16	BURLINGTON STORE	2.5	100.3	2.5%
7	LULULEMON ATH	4.3	164.0	2.6%	17	RALPH LAUREN COR	2.3	92.3	2.5%
8	FOOT LOCKER INC	4.2	60.8	6.9%	18	SPORTS DIRECT IN	2.0	19.3	10.6%
9	GILDAN ACTIVEWEA	4.0	65.0	6.2%	19	CARTER'S INC	1.9	41.5	4.6%
10	MICHAEL KORS HOL	3.1	68.1	4.5%	20	URBAN OUTFITTER	1.7	40.3	4.2%

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所(截至 2018 年 11 月 21 日)

回购有助于推升短期股价,长时间维度来看估值表现与回购金额相关性较弱。我们统计了近 12 个月股票回购金额排名前 4 的服装及零售公司(NIKE、TJX、ROSS、L BRANDS) 2008 年以来回购预案规模以及预案发布前后股价表现;受益于股份回购带来的 ROE 和 EPS 改善预期,预案发布前后 60 天内获得正收益的概率较高。此外,从长时间维来看,通过对比代表性公司过去 10 年回购总额、股价及 PE 可以发现,PE 与实际回购金额的相关性较弱,股份回购不一定能带动 PE 提升,因此区间股价涨幅往往优于总市场变动。我们在前期发布的《巨头之路系列 III: 昔日王者 Gap 的得与失》中具体分析了 Gap 公司的经营成果及市场表现,在扩张失速的背景下,历史上 2005 年、2007 年、2010-2011 年以及 2014 年等大规模集中回购完成后,公司 PE 估值有所修复但中枢未明显上移。

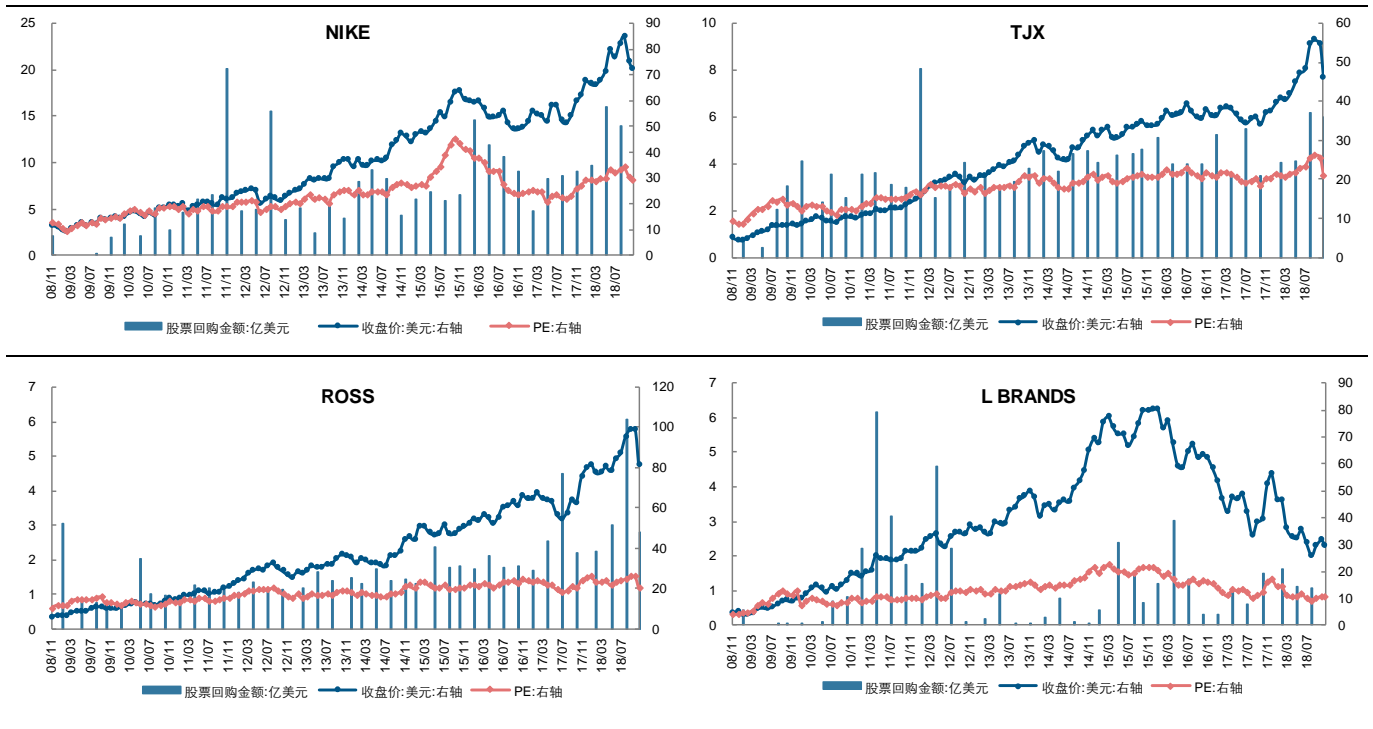
表 7: 近 12 个月股票回购金额排名前 4 的服装及零售公司 2008 年以来回购预案及市场表现一览

公司简称	预案发布日	回购总额:亿美元	预案发布前			预案发布后		
			60天	30天	5天	5天	30天	60天
NIKE INC -CL B	2018/6/28	150.0	3.4%	1.4%	-2.4%	6.4%	7.2%	15.3%
	2015/11/19	120.0	-8.5%	-13.2%	-10.7%	5.4%	2.4%	-8.3%
	2012/9/19	80.0	5.3%	2.3%	1.1%	-2.4%	-1.2%	-5.2%
TJX COS INC	2018/2/28	30.0	8.6%	2.7%	6.1%	1.4%	-1.4%	4.6%
	2017/2/22	10.0	-0.2%	-3.1%	-2.9%	3.0%	2.7%	2.9%
	2016/1/29	20.0	0.9%	-0.2%	3.3%	1.0%	6.5%	10.7%
	2015/2/25	20.0	2.2%	2.1%	0.9%	0.1%	0.3%	-4.5%
	2014/1/31	20.0	-8.5%	-10.0%	-0.7%	0.7%	7.4%	6.9%
	2013/2/1	15.0	2.8%	4.9%	0.4%	0.3%	-0.5%	4.8%

	2012/2/1	20.0	9.7%	5.8%	1.4%	0.5%	8.9%	16.6%
	2011/2/1	10.0	5.9%	8.0%	-1.4%	3.7%	6.6%	3.6%
	2010/2/1	10.0	3.2%	5.3%	0.3%	-0.5%	7.2%	11.3%
	2009/9/21	10.0	6.5%	6.2%	0.5%	-3.2%	3.3%	2.2%
ROSS STORES INC	2018/3/6	2.0	-1.8%	1.8%	3.3%	-4.3%	-0.6%	0.5%
	2017/2/28	17.5	-4.3%	-2.2%	-1.8%	-2.2%	-2.6%	-5.0%
	2015/2/26	14.0	6.0%	5.0%	1.2%	6.6%	5.4%	3.7%
	2013/2/7	11.0	8.7%	6.1%	1.4%	0.6%	-6.5%	-1.3%
	2011/2/3	9.0	5.3%	10.3%	4.8%	1.9%	5.1%	4.3%
	2010/1/3	7.5	-4.6%	-2.1%	-1.8%	5.5%	9.6%	20.0%
L BRANDS INC	2018/3/8	2.5	-16.3%	-10.7%	-4.0%	0.7%	-8.2%	-18.2%
	2017/9/18	2.5	11.0%	11.9%	5.3%	-0.8%	5.4%	26.3%
	2017/2/2	2.5	-17.6%	-11.0%	0.5%	-1.7%	-10.8%	-21.9%
	2016/2/4	5.0	-11.0%	-8.2%	-7.9%	-7.1%	2.0%	1.0%
	2015/6/19	2.5	-5.2%	-2.9%	1.1%	1.3%	-2.9%	-5.0%
	2015/2/5	1.6	10.0%	8.7%	7.8%	2.3%	1.5%	6.7%
	2011/11/3	2.5	19.8%	8.1%	-2.1%	0.5%	-0.3%	-1.1%
	2011/5/5	5.0	25.1%	17.2%	-1.8%	4.0%	-6.9%	-0.5%
	2011/3/22	5.0	9.5%	-6.3%	2.6%	3.5%	26.2%	27.1%
2010/11/17	2.0	19.1%	8.6%	0.7%	4.3%	7.7%	0.4%	
2010/3/15	2.0	19.9%	16.6%	0.9%	4.0%	18.6%	11.7%	

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所 (红色字体为正收益, 截至 2018 年 11 月 21 日)

图 9: 近 12 个月股票回购金额排名前 4 的服装及零售公司 2008 年以来市场表现及回购一览



资料来源: Wind, 长江证券研究所 (截至 2018 年 11 月 21 日)

受益于政策推动，在前期市场大幅调整、板块估值见底的背景下，纺服公司密集发布股份回购预案或股东提议。我们整理了年初以来发布主动回购预案或股东提议的 12 家纺服公司的股份回购预案及推进进度。首先，以回购金额上限和回购价格上限粗略计算股份回购数量，其中股份回购量占比最大的为鲁泰 B、健盛集团、红蜻蜓和奥康国际，其回购量占比均超过 5%。其次，假定上述公司均采用自有资金回购，以 2017 年财务报告数据为基准简单计算，对比回购完成前后个股 ROE 及 EPS 变动幅度，结果显示红豆股份、歌力思、孚日股份、鲁泰 B、红蜻蜓等 ROE 改善幅度居前，鲁泰 B、红蜻蜓、华孚时尚、健盛集团及红豆股份 EPS 改善幅度居前。

综合来看，在以自有资金回购的前提下：（1）同一公司回购股本占比越高，ROE 改善幅度越大，假定回购金额相同，初始 ROE 越大则改善幅度越明显；（2）同一公司回购股本占比越高，EPS 改善幅度越大，假定回购金额相同，初始 EPS 越大则改善幅度越明显。因此从财务改善的角度来看，优选回购股本占比高且初始 ROE 和 EPS 较优的标的，包括鲁泰 B、孚日股份、红蜻蜓、华孚时尚和健盛集团。

表 8：年初以来发布主动回购预案/提议的纺服公司预案一览（单位：万股、万元、元/股）

公司简称	预案日	进度	回购金额		回购价格		预计回购		ROE			EPS		
			上限	上限	数量	数量占比	回购前	回购后	变动幅度	回购前	回购后	变动幅度		
柏堡龙	2018/2/8	实施	20,000	25.0	800	3.3%	5.9%	6.5%	0.6pct	0.54	0.56	3.4%		
鲁泰B	2018/3/6	实施	60,000	8.0	7,489	8.1%	11.6%	12.7%	1.1pct	0.91	0.99	8.8%		
红豆股份	2018/6/27	实施	58,000	5.8	10,000	3.9%	13.4%	15.4%	2.0pct	0.34	0.36	5.8%		
奥康国际	2018/8/4	实施	30,000	15.0	2,000	5.0%	5.6%	6.0%	0.4pct	0.56	0.59	5.2%		
孚日股份	2018/8/28	实施	30,000	7.0	4,286	4.7%	12.3%	13.6%	1.2pct	0.45	0.47	5.0%		
歌力思	2018/9/11	实施	20,000	21.0	952	2.8%	14.6%	16.2%	1.6pct	0.90	0.92	2.9%		
梦洁股份	2018/9/29	股东大会通过	20,000	8.0	2,500	3.2%	2.6%	2.9%	0.3pct	0.07	0.08	3.8%		
华孚时尚	2018/10/22	股东大会通过	60,000	10.0	6,000	3.9%	9.8%	10.8%	0.9pct	0.67	0.71	6.3%		
太平鸟	2018/10/23	股东大会通过	10,000	25.0	400	0.8%	13.8%	14.2%	0.4pct	0.95	0.96	0.8%		
比音勒芬	2018/10/31	股东提议			-		12.5%	-		1.69	-			
健盛集团	2018/11/14	董事会预案	30,000	13.0	2,308	5.5%	4.7%	5.3%	0.6pct	0.32	0.33	5.9%		
红蜻蜓	2018/11/20	董事会预案	30,000	10.0	3,000	5.1%	11.0%	12.0%	1.0pct	0.91	0.99	7.7%		

资料来源：Wind，长江证券研究所（截至 2018 年 11 月 21 日）

年初以来发布主动回购预案/提议的纺服公司在预案发布前后均录得不同程度正收益，其中前述财务改善幅度较大的鲁泰 B、孚日股份、红蜻蜓和健盛集团在预案发布前 30 天内取得正收益，而前期超跌的华孚时尚（PE/股息率角度）以及成长性较优的太平鸟和比音勒芬在预案发布后 60 天内取得明显正收益。

表 9：年初以来发布主动回购预案/提议的纺服公司预案发布前后市场表现

公司简称	预案日	预案日股息率 (近12个月)	预案发布前			预案发布后		
			60天	30天	5天	5天	30天	60天
柏堡龙	2018/2/8	0.46%	-32.1%	-24.5%	-20.2%	3.4%	6.2%	39.2%
鲁泰B	2018/3/6	7.09%	1.4%	5.1%	3.3%	1.1%	-0.6%	0.2%
红豆股份	2018/6/27	3.87%	-14.7%	-11.3%	9.8%	-0.5%	10.0%	8.4%
奥康国际	2018/8/4	4.33%	-20.4%	3.5%	-0.9%	2.1%	-1.6%	-1.0%
孚日股份	2018/8/28	7.35%	-3.0%	0.2%	2.8%	-0.2%	-3.5%	-5.1%
歌力思	2018/9/11	1.52%	-17.9%	-5.9%	3.0%	0.1%	-6.4%	-4.6%
梦洁股份	2018/9/29	1.27%	-4.5%	0.2%	0.2%	0.0%	-8.3%	-0.4%
华孚时尚	2018/10/22	6.31%	-18.0%	-22.2%	-15.4%	-8.3%	8.5%	16.1%
太平鸟	2018/10/23	3.93%	-18.6%	-13.1%	7.4%	0.5%	7.9%	7.9%
比音勒芬	2018/10/31	2.02%	-18.8%	-11.9%	2.0%	8.7%	11.1%	-
健盛集团	2018/11/14	1.60%	7.5%	27.7%	2.1%	2.5%	-	-
红蜻蜓	2018/11/20	3.71%	-2.9%	17.9%	2.3%	-	-	-

资料来源：Wind, 长江证券研究所（红色字体为正收益，截至 2018 年 11 月 21 日）

与美国纺服及零售公司受益低利率环境及税改刺激所推动的回购潮不同，今年以来 A 股纺服公司密集发布回购预案主要背景在于前期市场大幅调整、板块估值见底，而政策层面的支持则进一步推动股份回购的性质由被动回购向主动回购倾斜。从历史上看，纺服板块发起回购的公司往往具备高盈利、低估值、低负债率及在手现金充裕等特征；国内外公司经验均表明主动回购有助于推升短期股价，回购过程中对股价有所提振，长时维度来看公司估值表现与回购相关性较弱。

股份回购一方面有助于改善财务指标，另一方面则释放了经营信心，有助于提振短期股价。在已形成回购预期的前提下，从财务角度来看，回购股本占比高且初始 ROE 和 EPS 较优的标的在回购预案发布前取得正收益的概率更高；从维护公司价值的角度来看，前期超跌以及市场关注度较高的标的在预案发布后更易获得正收益，结合基本面建议关注回购预案正在推进、前期超跌的**华孚时尚、太平鸟、比音勒芬、健盛集团和鲁泰 A**。

行业观点

跨境电商政策进一步完善，明确刺激内需的政策导向。11 月 21 日，国务院常务会议决定延续和完善跨境电子商务零售进口政策并扩大适用范围，扩大开放更大激发消费潜力；主要内容包括对跨境电商零售进口商品按个人自用进境物品监管，扩大政策适用范围至 37 个城市，扩大享受优惠政策的商品范围并提高单次及年度交易限值等。这是继降低部分日用消费品进口关税以及个税减免之后又一刺激内需的有力政策，有助于释放居民消费能力、提振消费信心。短期来看，品牌企业未来两个季度收入端承压，但基于灵活的经营策略，库存消化及费用管控能力较优，业绩端有望实现稳增长；现阶段龙头公司安全边际较强，优选**森马服饰、太平鸟和歌力思**，关注超跌的**海澜之家、富安娜和安正时尚**。品牌端增速放缓，纺织制造行业订单转淡，制造板块推荐具备越南产能布局优势的**百隆东方和健盛集团**，以及受益回购&高股息率的**华孚时尚**。并购及再融资政策放松利好新模式，建议关注**跨境通、开润股份和南极电商**。

公司事件跟踪

表 10: 未来两个月限售股解禁统计 (2018/11/24-2019/01/24)

代码	简称	解禁日期	解禁数量(万股)	变动前(万股)			变动后(万股)		
				总股本	流通 A 股	占比(%)	总股本	流通 A 股	占比(%)
600448.SH	华纺股份	2018-11-29	9,233.33	52,484.97	42,236.41	80.47	52,484.97	51,469.74	98.07
603877.SH	太平鸟	2018-11-29	172.78	48,075.93	19,876.60	41.34	48,075.93	20,049.38	41.7
603558.SH	健盛集团	2018-12-03	1,373.82	41,635.63	30,000.00	72.05	41,635.63	31,373.82	75.35
002780.SZ	三夫户外	2018-12-10	2,848.44	11,213.39	6,437.63	57.41	11,213.39	9,286.07	82.81
603477.SH	振静股份	2018-12-18	5,350.00	24,000.00	6,000.00	25.00	24,000.00	11,350.00	47.29
002780.SZ	三夫户外	2018-12-20	908.78	11,213.39	6,437.63	57.41	11,213.39	7,346.42	65.51
603608.SH	天创时尚	2018-12-26	3,573.42	43,140.22	12,856.13	29.80	43,140.22	16,429.55	38.08
002098.SZ	浔兴股份	2019-01-04	4,800.00	35,800.00	30,999.68	86.59	35,800.00	35,799.68	100
002397.SZ	梦洁股份	2019-01-14	7,624.06	77,976.48	42,761.38	54.84	77,976.48	50,385.44	64.62
002127.SZ	南极电商	2019-01-21	85,515.83	245,487.04	148,239.74	60.39	245,487.04	233,755.57	95.22

资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 11: 2017 年以来增发实施及增发预案股价倒挂情况 (2017/01/01-2018/11/24)

增发实施									
代码	名称	发行日期	定增股份上市日期	发行方式	发行价格(元)	最新价(元)	自发行价涨跌幅(%后复权)	增发数量(万股)	实际募集资金总额(亿元)
600448.SH	华纺股份	2017-11-15	2017-11-29	定向	5.91	4.07	-31.13	10,248.56	6.06
002397.SZ	梦洁股份	2017-12-20	2018-01-12	定向	7.48	5.06	-31.48	7,624.06	5.70
603518.SH	维格娜丝	2018-02-05	2018-03-06	定向	18.46	15.68	-14.40	2,826.24	5.22
601718.SH	际华集团	2017-04-11	2017-04-24	定向	8.19	3.51	-55.10	53,462.94	43.79
002293.SZ	罗莱生活	2018-01-23	2018-02-07	定向	11.84	9.15	-20.94	3,927.36	4.65
002042.SZ	华孚时尚	2017-02-23	2017-03-22	定向	12.62	5.91	-26.76	17,432.65	22.00
002780.SZ	三夫户外	2017-12-08	2017-12-21	定向	23.38	13.80	-40.98	1,114.09	2.60
603889.SH	新澳股份	2017-07-14	2017-08-01	定向	13.01	8.88	-30.43	6,849.11	8.91
002127.SZ	南极电商	2017-10-09	2017-11-09	定向	13.44	7.99	-10.51	2,912.89	3.91
002640.SZ	跨境通	2018-04-10	2018-04-27	定向	16.97	11.70	-30.83	3,886.27	6.59
002656.SZ	摩登大道	2017-07-24	2017-09-04	定向	15.71	9.35	-4.65	1,464.04	2.30
002404.SZ	嘉欣丝绸	2018-01-31	2018-03-06	定向	7.19	5.83	-16.71	5,702.36	4.10
603558.SH	健盛集团	2017-11-13	2017-12-01	定向	14.00	8.84	-35.87	1,373.82	1.92
603608.SH	天创时尚	2017-11-30	2017-12-25	定向	14.37	9.98	-29.01	3,573.42	5.13
002640.SZ	跨境通	2017-12-13	2018-01-26	定向	15.88	11.70	-26.08	7,326.83	11.63
603558.SH	健盛集团	2017-08-14	2017-08-31	定向	21.67	8.84	-58.57	3,211.81	6.96
增发预案									
代码	名称	最新公告日	方案进度	增发价格(元)	预案价下限(元)	最新价(元)	预案差价率(%)	增发数量(万股)	预计募集资金(亿元)
002291.SZ	星期六	2018-10-09	股东大会通过	5.00		5.00	0.00	25,989.14	12.99
002291.SZ	星期六	2018-10-09	股东大会通过			5.00		7,978.44	5.12
300526.SZ	中潜股份	2018-09-29	股东大会通过			11.30		3,300.00	2.62

600626.SH	申达股份	2018-10-17	证监会核准		5.73			14,204.85	19.95
600987.SH	航民股份	2018-10-08	证监会核准	9.72	8.64	-11.11		11,008.23	10.70

资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 12: 近一个月重要股东二级市场交易情况 (2018/10/24-2018/11/24)

代码	名称	变动次数	涉及股东人数	总变动方向	均价 (元)	代码	名称	变动次数	涉及股东人数	总变动方向	均价 (元)
603877.SH	太平鸟	2	2	增持	18.28	002762.SZ	金发拉比	3	1	减持	5.51
603839.SH	安正时尚	1	1	减持	12.84	002640.SZ	跨境通	5	2	减持	12.46
603608.SH	天创时尚	1	1	减持	9.72	002569.SZ	步森股份	1	1	减持	11.36
603558.SH	健盛集团	1	1	增持	8.16	002404.SZ	嘉欣丝绸	13	1	增持	5.20
603557.SH	起步股份	1	1	减持	9.55	002042.SZ	华孚时尚	1	1	增持	4.92
603196.SH	日播时尚	17	2	减持	11.01	002003.SZ	伟星股份	1	1	增持	7.37
002776.SZ	柏堡龙	8	2	减持	13.08						

资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 13: 纺织服装板块 PE、剔除类现金资产后 PE 以及 PEG 由低到高排名前 10 的公司

代码	简称	PE (2018E)	代码	简称	除类现金资产后 PE (2018E)	代码	简称	PEG (2018E)
002087.SZ	新野纺织	8.23	002029.SZ	七匹狼	1.55	600177.SH	雅戈尔	0.04
002394.SZ	联发股份	8.40	002087.SZ	新野纺织	5.35	002154.SZ	报喜鸟	0.05
600987.SH	航民股份	8.69	600987.SH	航民股份	5.94	600146.SH	商赢环球	0.11
000726.SZ	鲁泰 A	9.35	002394.SZ	联发股份	6.33	002397.SZ	梦洁股份	0.20
600398.SH	海澜之家	9.91	600146.SH	商赢环球	6.63	002485.SZ	希努尔	0.20
600146.SH	商赢环球	9.94	600398.SH	海澜之家	7.71	002640.SZ	跨境通	0.24
002083.SZ	孚日股份	10.21	600177.SH	雅戈尔	7.73	603518.SH	维格娜丝	0.24
603518.SH	维格娜丝	10.35	603518.SH	维格娜丝	7.90	603558.SH	健盛集团	0.26
002042.SZ	华孚时尚	10.70	002042.SZ	华孚时尚	8.03	002087.SZ	新野纺织	0.28
002327.SZ	富安娜	11.61	603365.SH	水星家纺	8.11	300005.SZ	探路者	0.28

资料来源: Wind, 长江证券研究所 (类现金资产=货币资金+理财产品, 其中理财产品包括“其他流动资产”、“一年内到期的非流动资产”中的“理财产品”、“基金产品”、“国债逆回购”、“供应链融资借款”、“银行机构性存款”、“可供出售金融资产”、“结构性存款”)

表 14: 纺织服装板块类现金资产占比前 10 的公司

代码	简称	市值(百万元)	类现金资产/市值
002029.SZ	七匹狼	4,836.29	88.70%
600177.SH	雅戈尔	27,039.93	52.34%
300005.SZ	探路者	3,021.49	46.63%
600448.SH	华纺股份	2,136.14	45.28%
002193.SZ	如意集团	2,826.53	44.72%
603116.SH	红蜻蜓	4,243.68	42.77%
601718.SH	际华集团	15,414.62	42.55%
600626.SH	申达股份	4,069.69	38.44%
603001.SH	奥康国际	4,150.14	37.83%
000982.SZ	*ST 中绒	2,635.36	37.56%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 15: 纺织服装板块股息率排名前 10 的公司

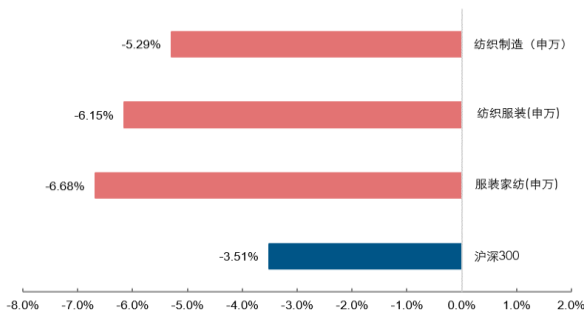
代码	简称	股息率(2017A)
002083.SZ	孚日股份	7.86%
601566.SH	九牧王	7.79%
002394.SZ	联发股份	7.03%
002674.SZ	兴业科技	6.13%
600398.SH	海澜之家	6.08%
002042.SZ	华孚时尚	5.64%
603157.SH	拉夏贝尔	5.54%
002003.SZ	伟星股份	5.30%
600177.SH	雅戈尔	5.30%
000726.SZ	鲁泰 A	5.23%

资料来源: Wind, 长江证券研究所 (股息率=2017 年度分红总额/最新总市值)

行情回顾

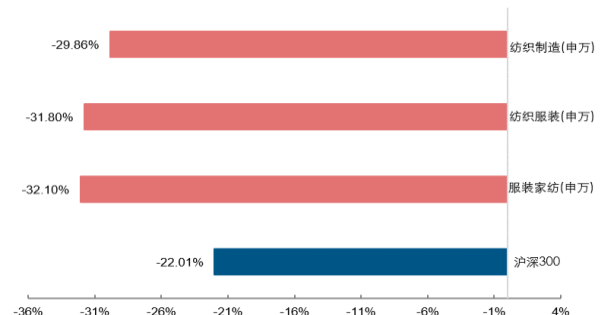
上周, 纺织服装行业板块下跌 6.15%, 同期沪深 300 指数下跌 3.51%, 纺织服装板块跑输大盘 2.64 个百分点, 排名第 20。个股方面, 涨幅前五分别为: 多喜爱 (+9.13%)、梦洁股份 (+7.66%)、柏堡龙 (+5.58%)、华孚时尚 (+1.37%)、兴业科技 (+0.62%); 跌幅前五分别为: 安奈儿 (-20.14%)、如意集团 (-18.49%)、浔兴股份 (-16.73%)、乔治白 (-15.89%)、上海三毛 (-15.66%)。

图 10: 本周纺织服装行业及沪深 300 指数涨跌幅



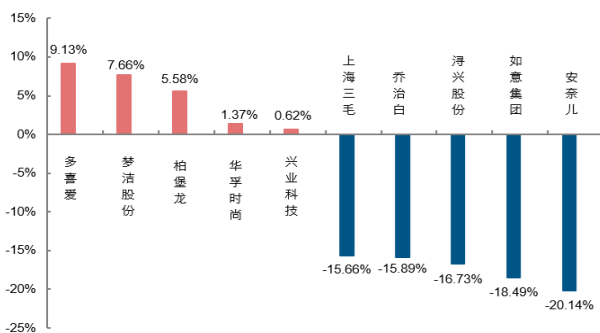
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 11: 年初至今纺织服装行业及沪深 300 指数涨跌幅



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 12: 本周纺织服装行业上市公司涨跌幅前五名



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 13: 纺织服装板块 PE 历史走势



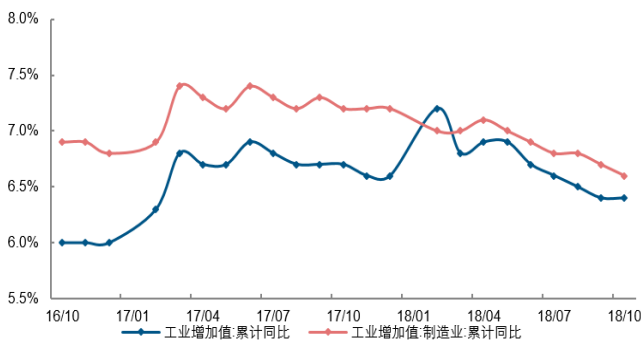
资料来源: Wind, 长江证券研究所。

数据追踪

宏观数据跟踪

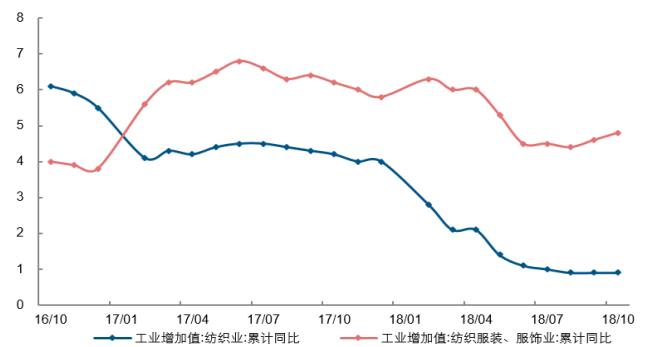
2018年10月,工业企业整体工业增加值累计同比增长6.40%,增速与上月持平,其中制造业工业增加值累计同比增长6.60%,增速较上月回落0.10pct;纺织业工业增加值累计同比增长0.90%,增速与上月持平,纺织服装、服饰业工业增加值累计同比增长4.80%,较上月增速上升0.20pct。

图 14: 10月,工业企业整体/制造业工业增加值累计同比 6.4%/6.6%



资料来源: Wind,长江证券研究所

图 15: 10月,纺织业/纺织服装服饰业工业增加值累计同比 0.9%/4.8%



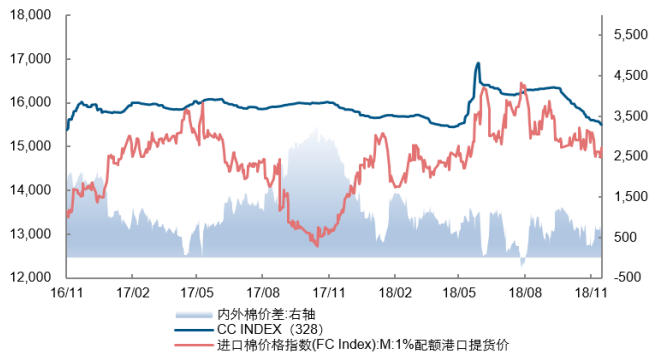
资料来源: Wind,长江证券研究所

原材料价格跟踪

截至11月23日,国内328级棉花现货收报15,508元/吨,较11月16日下跌0.47%;进口棉(M)1%配额港口提货价14,973元/吨,国内外棉价差535元/吨,较11月16日收窄166元/吨;进口棉(M)滑准税港口提货价较11月16日上涨68元/吨至15,865元/吨,国内外棉价差(滑准税)为-357元/吨,较11月16日扩大142元/吨。

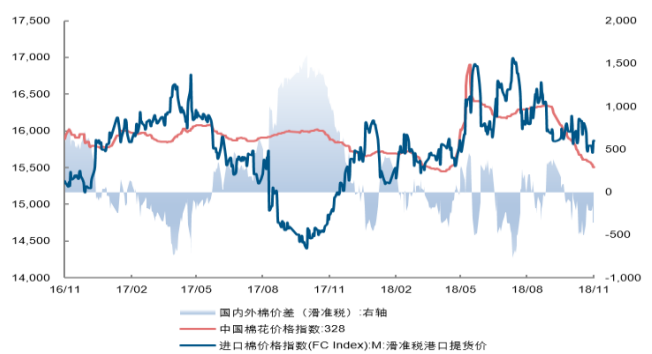
截至11月23日,国内纱线价格23,650元/吨,较11月16日下跌90元/吨;进口纱线港口提货价为23,506元/吨,较11月16日下跌221元/吨;国内外纱线价差为144元/吨,较11月16日扩大131元/吨。截至11月19日,坯布价格为5.68元/米,较上周下降0.01元/米。

图 16: 截至11月23日,国内外棉价差为535元/吨



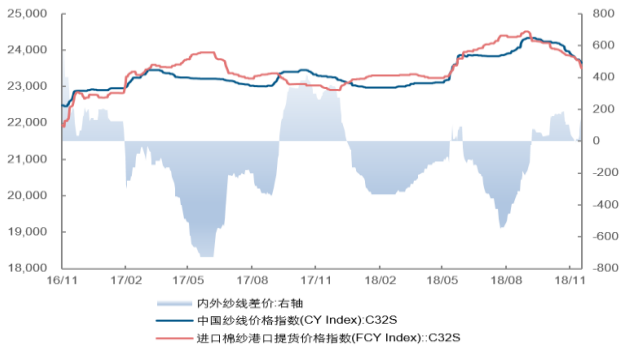
资料来源: Wind,长江证券研究所

图 17: 截至11月23日,国内外棉价差(滑准税)为-357元/吨



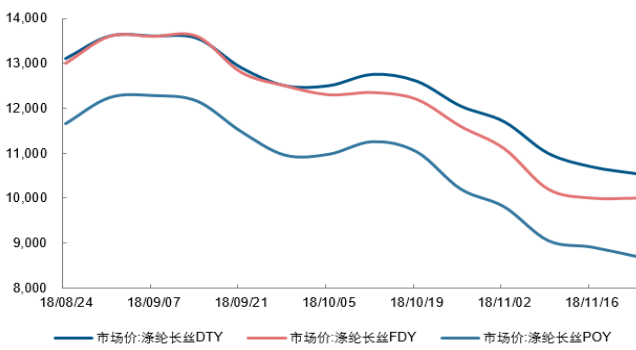
资料来源: Wind,长江证券研究所

图 18: 截至 11 月 23 日, 国内外纱线价差为 144 元/吨



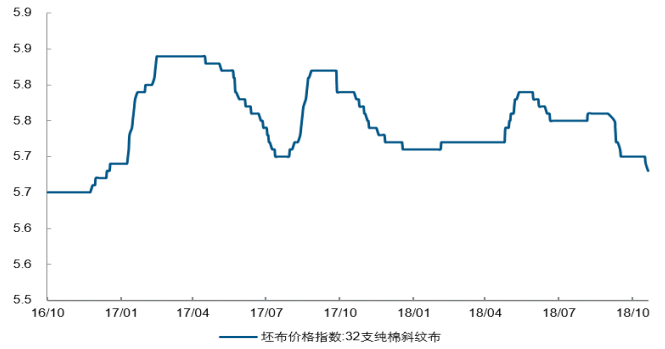
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 20: 近 3 个月涤纶 POY/DTY/FDY 市场表现 (元/吨)



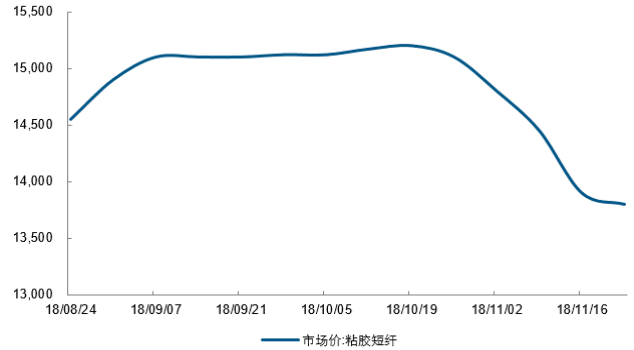
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 19: 截至 11 月 19 日, 坯布价格为 5.68 元/米



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 21: 近 3 个月粘胶短纤市场表现 (元/吨)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (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。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 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。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。