

2012年盈利能力远偏离正常水平 内外棉价格收窄预期下弹性较大

投资要点:

- **华孚色纺的盈利能力经历了大幅波动。**正常情况下,棉纺行业平均毛利率10%左右,利润率3%上下;基于色纺纱行业格局和技术壁垒,华孚色纺和百隆东方正常利润率水平应高于行业平均水平。2009-2011Q4 华孚色纺毛利率一直维持在17%-23%,营业利润率6%-10%。而在2012年棉花价格下跌的过程中,以及3700元/吨的高内外棉价差背景下,2012年Q2-Q4毛利率下降至不到10个点。
- **2013年Q2-Q4业绩弹性较大。**公司发布的一季报中预计13H1净利润增幅在80%-110%,基于内外棉价收窄导致价格提升、市场回暖、进口棉增加,考虑到12Q2有0.75亿营业外收入基数,我们判断Q2主要增长来自于主营业务。在棉价差合理回归的背景下,假定Q3、Q4营业利润率恢复至2.5%水平,假定每个季度恒定的0.3亿营业外收入(新疆棉出疆给予的运输补贴等等具有持续性),考虑到低基数,业绩弹性依然较大。
- **我们判断长期内外棉价差趋窄。**我们认为敞开收储的方式是保护农民,而纺织企业大面积亏损或者是转移海外对于农民来讲影响会更大,未来不排除“直补”方式。预计2013、2014年收入规模分别为66.6、71.36亿,同比增速分别为16%、7%;净利润分别为2.2、3.1亿元,同比增速分别为142%、41%;毛利率分别为13.7%、15.5%;每股EPS分别为0.26、0.37元。当前股价对应PE分别为16.3、11.6倍。基于公司高弹性,以及长期我们对内外棉价差趋窄的判断,将公司投资评级从“谨慎推荐”上调至“推荐”。
- **风险因素在于:**(1)倘若国内外宏观经济恢复动力不足,纺织服装终端需求仍低迷,两寡头均有新增产能下实行价格战。(2)棉价下跌,内外价差再次扩大。催化剂:公司业绩超预期,棉花价差趋窄。

主要财务指标

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	4,783	5,107	5,732	6,661	7,136	7,784
EBITDA(百万元)	522	767	287	625	757	728
净利润(百万元)	371	407	91	220	309	347
摊薄EPS(元)	0.45	0.49	0.11	0.26	0.37	0.42
PE	9.6	8.8	39.57	16.3	11.6	10.4
EV/EBITDA(X)	1.87	6.11	22.16	9.21	7.19	7.26
PB	0.45	0.78	1.15	1.09	1.01	0.93
ROIC	19.9%	11.6%	1.2%	5.4%	7.5%	8.4%
总资产周转率	0.93	0.76	0.74	0.82	0.87	0.92

资料来源:公司公告 中国银河证券研究部

华孚色纺(002042.SZ)

推荐 上调评级

分析师

马莉

☎: (8610) 6656 8489

✉: mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

特此鸣谢

杨岚: (8610) 8357 4539

(yanglan@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130112030156

花小伟: (8610) 8357 4523

(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

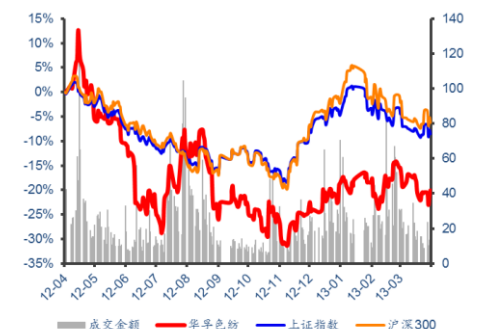
执业证书编号: S0130112090085

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2013.4.25

A股收盘价(元)	4.31
A股一年内最高价(元)	4.74
A股一年内最低价(元)	4.04
上证指数	2199.31
市净率	1.19
总股本(万股)	83299
实际流通A股(万股)	83063
限售A股(万股)	236
流通A股市值(亿元)	35.80

相对上证综指表现图



资料来源: WIND 中国银河证券研究部

投资概要:

驱动因素、关键假设:

公司的业绩驱动因素在于:(1)需求弱复苏下产能投放;(2)内外棉价差收窄下的毛利率提升。

我们的关键假设:(1)对产品价格假定:2013年色纺纱售价3.86万元/吨,2014年为3.9万元/吨。(2)对销售量假定:2013年色纺纱销量同比增16%(主要在于募投项目达产率的提升以及外协的补充,无新增产能),2014年销量增5%(假设淮北工业园第一期项目2014年可贡献一部分)。(3)对棉花价格及内外棉价差的假定:2013年国内棉价窄幅震荡,全年均价维持19000元/吨附近,内外价差维持2800元,2014年价差收窄至2000元/吨附近。(4)销售费用和管理费用率一直维持在8个百分点左右,存在变数的是财务费用,其中公司债固定利息支出0.4亿,另假设棉花采购资金周转0.4亿,淮北工业园第一期10万吨项目需投资6个多亿,对应利息0.4亿,在考虑到其他需求,假设财务费用率总体维持3%左右的水平。(5)对营业外收入的假定:考虑到新疆补贴等,假设维持1.26亿左右的规模。(6)对所得税率的假定:华孚色纺新疆产区享有优惠税率9%,目前公司在新疆50万吨左右,考虑到新疆盈利能力偏强,我们估计正常情况下平均所得税率16%左右。

我们与市场不同的观点:

我们认为长期内外棉价差必然收窄。为保护棉农利益,从2011年起,政府通过敞开收储的方式收购棉花,但我们可以看到黄、淮河流域的种棉面积却在减少;农民最主要的收入不再是种植农作物,而是在工厂中务工收入,而纺织服装企业是吸引劳动力主要行业。但是在2012年国内外棉花价格大幅偏差的背景下,可以看到的是整个棉纺行业性的亏损,转移到海外、关闭大批量存在。因此,我们判断未来可能通过采取类似于美国的“直补”方式,即种植多大面积的棉花给予多少补贴,具体的棉花价格高低完全取决于市场。在这种背景下,我们对内外棉价差的判断:趋窄是必然,甚至不排除内棉价格低于外棉的可能。

我们认为华孚色纺盈利能力大幅偏离正常水平,将会逐步向正常水平回归。

主要预测与投资建议:

我们预计公司2013、2014年收入规模分别为66.61、71.36亿,同比增速分别为16.2%、7.1%;净利润分别为2.20、3.09亿元,同比增速分别为142.2%、40.7%;毛利率分别为13.7%、15.5%;每股EPS分别为0.26、0.37元。当前股价对应PE分别为16.5、11.6倍。基于公司高弹性、以及长期我们对内外棉价差趋窄的判断,将公司投资评级从“谨慎推荐”上调至“推荐”。

股价表现的催化剂:

- (1)业绩超预期;
- (2)国内外棉花价差缩小。

主要风险因素:

(1)倘若国内外宏观经济恢复动力不足,纺织服装终端需求仍低迷,两寡头均有新增产能下实行价格战。(2)棉价下跌,内外价差再次扩大。

目 录

一、互太纺织、天虹纺织、申洲国际均有较好的股价表现.....	1
(一) 互太纺织自 2012 年 8 月份以来涨幅 80%	1
(二) 天虹纺织 2012 年 8 月份以来涨幅 290%	2
(三) 申洲国际自 2012 年 8 月份以来涨幅 90%	2
(四) 鲁泰 A2012 年 12 月份最低点以来涨幅 50%	3
(五) 华孚色纺 2012 年 12 月份最低点以来涨幅不到 20%	4
二、华孚色纺所在的主业：色纺纱领域.....	4
(一) 色纺纱主要用于针织服装，符合着装休闲化趋势	4
(二) 华孚色纺和百隆东方在高端色纺纱形成双寡头垄断的竞争格局.....	5
(三) 高端色纺纱双垄断格局下产能、产量扩张	6
三、棉花价格是影响色纺纱盈利能力的首要因素.....	7
(一) 华孚色纺和百隆东方业绩大幅波动	7
(二) 棉花价格大起大落导致色纺纱盈利能力大起大落	8
(三) 高内外棉价差导致 2012 年色纺纱、棉纺行业大幅偏离正常利润率水平.....	9
四、棉花价格短期趋势维稳、价差长期有望逐步缩小.....	10
(一) 短期内外棉价格稳中偏弱	10
(二) 不排除“直补”棉农的可能	11
五、营业外收入	11
六、盈利预测及投资评级	11
(一) 2013-2014 年盈利预测.....	11
(二) 2013 年逐季业绩增速预测：Q2-Q4 有较大弹性	12
七、华孚色纺背景资料	13
(一) 公司控股股东、历史	13
(二) 公司历史财务数据	13
插图目录	17
表格目录	17

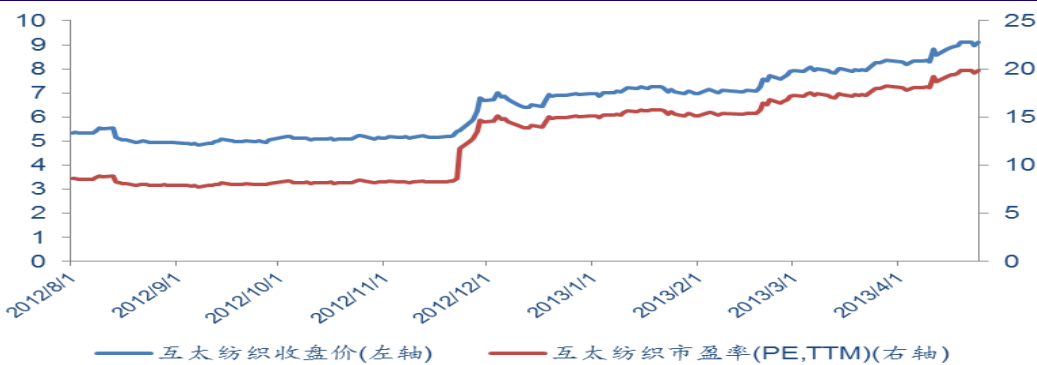
在写华孚色纺正文报告之前,我们先看一下港股传统的棉纺、针织类生产型企业股价表现,以及前期业绩陆续超预期的鲁泰 A。

一、互太纺织、天虹纺织、申洲国际均有较好的股价表现

(一) 互太纺织自 2012 年 8 月份以来涨幅 80%

互太纺织控股有限公司(证券代码:1382.HK)2005 年 5 月在香港主板上市、募集资金约 19 亿港元,生产基地设于番禺,是中国最具规模的针织布生产及营销商之一。在公司连续收入/EBIT 负增长、尚未公布 2012 年 8 月份以后业绩的情况下,互太纺织的股价从 2012 年 8 月份 5 块上下上涨至目前的 9 元。

图 1: 互太纺织 2012.8 月以来股价走势及对应 PE



资料来源: WIND 中国银河证券研究部

表 1: 互太纺织 2009H1-2012H2 收入、毛利率等指标

项目/季度	2009H1	2009H2	2010H1	2010H2	2011H1	2011H2	2012H1	2012H2	2013H1
销售收入	22.48	19.56	26.67	24.94	31.67	28.62	29.98	21.99	26.68
YoY	1.48%	20.86%	18.62%	27.51%	18.75%	14.77%	-5.32%	-23.18%	-11.00%
EBIT	1.78	2.01	4.16	4.33	4.75	4.28	6.43	2.01	4.51
报告净利润	1.59	1.79	3.49	3.69	3.94	3.57	5.70	1.54	3.77
主要财务比率									
毛利率	13.27%	15.94%	20.32%	21.24%	18.18%	17.73%	18.40%	15.36%	18.07%
销售费用率	3.07%	3.27%	2.90%	1.67%	1.49%	1.03%	1.46%	0.73%	0.74%
管理费用率	3.54%	3.68%	2.72%	3.57%	2.52%	2.89%	1.94%	3.34%	2.06%
财务费用率	-0.01%	-0.07%	-0.03%	-0.01%	-0.04%	0.00%	-0.06%	-0.25%	-0.30%
EBIT 比率	7.93%	10.30%	15.60%	17.35%	15.01%	14.97%	21.44%	9.16%	16.91%
报告净利润率	7.09%	9.13%	13.09%	14.80%	12.44%	12.47%	19.00%	7.01%	14.12%

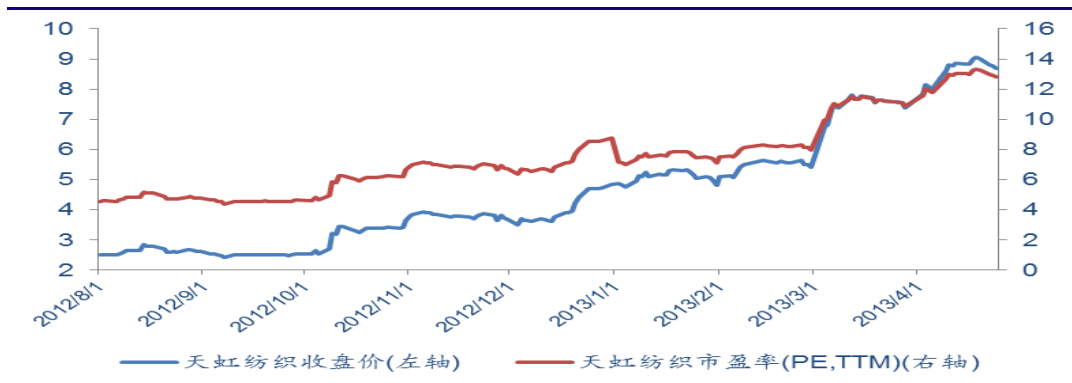
注: 互太纺织以 4 月 1 日到次年 9 月 30 日为一个会计年度, 2013H1 表示 2012 年 4 月 1 日到 2012 年 9 月 30 日, 同花顺上把这个区间段称为 2013 年中报。

资料来源: WIND 中国银河证券研究部

(二) 天虹纺织 2012 年 8 月份以来涨幅 290%

天虹纺织 (2678.HK) 2004 在香港主板上市、募集资金约 2 亿港元, 在江苏的徐州、泰州、南通, 浙江的浦江以及越南的同奈省拥有 13 个生产基地; 拥有 73 万纱锭及 920 台喷气织机的生产能力, 其中超过 60% 的产能用于制造氨纶弹力棉纺织产品。由于在越南设厂, 公司毛利率自 2012 年上半年陆续恢复至 2009 年水平, 受此带动, 公司股价自 2012 年 8 月最低点 2.3 元上涨至目前 9 元以上。

图 2: 天虹纺织 2012.8 月以来股价走势及对应 PE



资料来源: WIND 中国银河证券研究部

表 2: 天虹纺织 2009H1-2012H2 历史收入、毛利率等指标

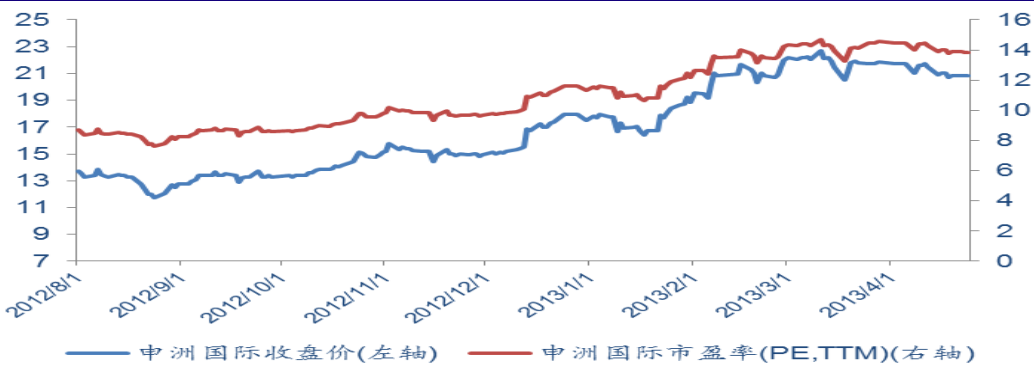
项目/季度	2009H1	2009H2	2010H1	2010H2	2011H1	2011H2	2012H1	2012H2
销售收入	17.13	23.76	24.73	29.98	29.74	38.99	33.25	40.16
YoY	-6.11%	24.16%	44.42%	26.20%	20.24%	30.04%	11.81%	3.01%
EBIT	0.89	2.74	3.71	6.23	3.48	-1.86	2.39	4.42
报告净利润	0.56	2.30	3.05	5.37	2.56	-1.95	1.45	3.41
主要财务比率								
毛利率	11.65%	16.91%	19.16%	27.84%	18.76%	-0.06%	13.41%	16.89%
销售费用率	3.21%	2.50%	2.70%	2.07%	2.07%	2.31%	2.69%	2.82%
管理费用率	3.57%	3.48%	3.08%	4.29%	3.39%	2.77%	3.34%	2.90%
财务费用率	1.28%	0.97%	0.91%	0.70%	1.42%	0.91%	2.24%	1.22%
EBIT 比率	5.17%	11.55%	15.00%	20.77%	11.69%	-4.78%	7.19%	11.00%
报告净利润率	3.27%	9.66%	12.31%	17.90%	8.62%	-5.00%	4.36%	8.50%

资料来源: WIND 中国银河证券研究部

(三) 申洲国际自 2012 年 8 月份以来涨幅 90%

申洲国际 (02313.HK) 为中国最具规模的纵向一体化针织制造商, 集织布、染整、印绣花、裁剪与缝制四个完整的工序于一身, 产品涵盖了所有的针织服装, 包括运动服、休闲服、内衣、睡衣等。公司与国内外知名客户建立了稳固的合作伙伴关系, 包括 UNIQLO、NIKE、ADIDAS、PUMA 等, 前五大客户占公司总销量 80%。虽然 2012 年下半年公司业绩向下, 但公司股价自 2012 年 8 月份最低点 11.36 上涨至当前 22.5 元。

图 3: 申洲国际 2012.8 月以来股价走势及对应 PE



资料来源: WIND 中国银河证券研究部

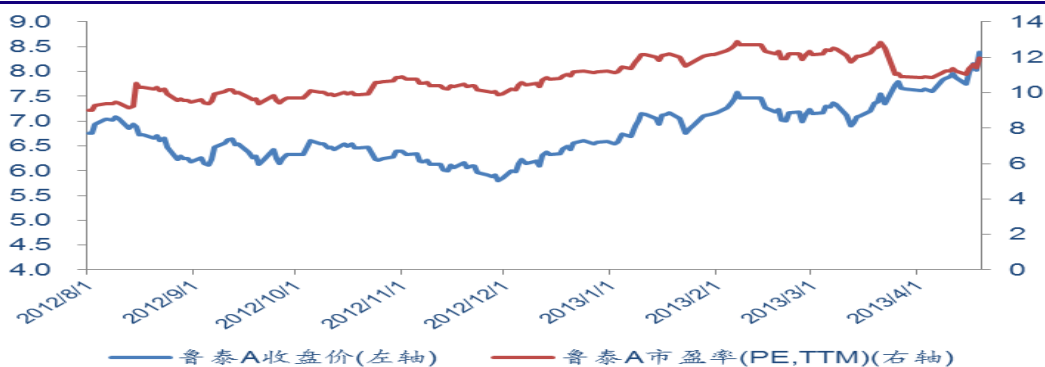
表 3: 申洲国际 2009H1-2012H2 收入、毛利率等指标

项目/季度	2009H1	2009H2	2010H1	2010H2	2011H1	2011H2	2012H1	2012H2
销售收入	27.56	33.38	31.37	35.82	42.33	48.11	43.59	45.79
YoY	30.78%	22.92%	13.84%	7.32%	34.93%	34.30%	2.98%	-4.82%
EBIT	7.06	7.93	8.14	8.46	10.69	10.42	10.52	9.83
净利润	5.76	6.77	6.59	6.14	8.57	8.48	8.28	7.94
EPS(元)	0.44	0.52	0.51	0.47	0.66	0.65	0.61	0.58
主要财务比率								
毛利率	31.80%	31.69%	30.79%	29.04%	28.79%	28.75%	29.59%	27.40%
销售费用率	0.81%	1.28%	1.57%	1.33%	1.00%	1.33%	1.44%	1.76%
管理费用率	6.08%	7.08%	6.61%	6.12%	5.82%	5.61%	6.57%	6.85%
财务费用率	0.60%	0.27%	0.45%	0.61%	0.69%	0.46%	0.35%	0.32%
EBIT 比率	25.60%	23.77%	25.96%	23.62%	25.26%	21.65%	24.13%	21.48%
净利润率	20.90%	20.29%	21.01%	17.13%	20.24%	17.63%	18.99%	17.34%

资料来源: WIND 中国银河证券研究部

(四) 鲁泰 A2012 年 12 月份最低点以来涨幅 50%

图 4: 鲁泰 A2012.8 月以来股价走势及对应 PE



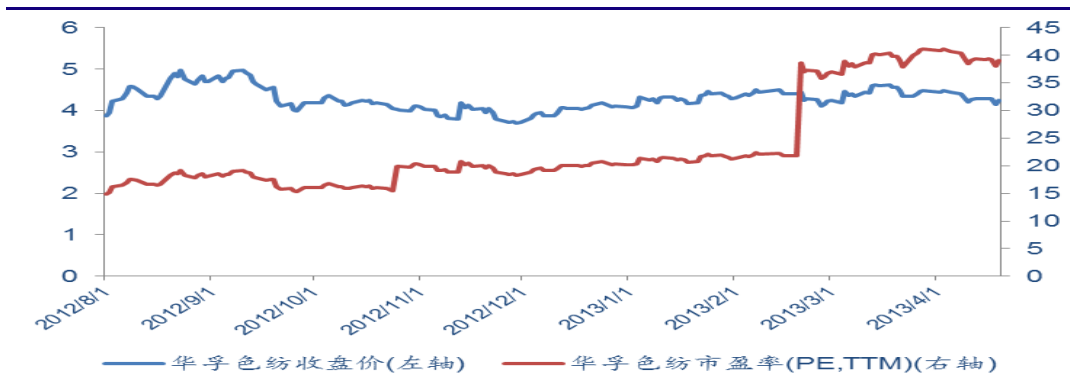
资料来源: WIND 中国银河证券研究部

鲁泰 A 是 A 股公认的优秀制造业公司，主营业务是全棉色织布、印染布、衬衫；受棉价下降以及高额内外棉价差影响，2012 年出现了公司成立以来唯一的一年业绩负增长。伴随 A 股反弹，由于公司 Q4 业绩超预期、Q1 业绩高增长（我们提前已经有预期），公司股价自 2012 年 12 月最低点以来涨幅 50%。

（五）华孚色纺 2012 年 12 月份最低点以来涨幅不到 20%

华孚色纺归于棉纺细分行业，主营色纺纱业务；在 2012 年棉价下降、以及高内外棉价差背景下，公司营业利润出现较大幅度亏损；除此以外，2012Q4 的经营状况、毛利率水平等均未见改进。由于前期缺乏业绩基本面的支撑，在 A 股反弹背景下，公司股价涨幅仅 20% 不到。

图 5：华孚色纺 2012.8 月以来股价走势及对应 PE

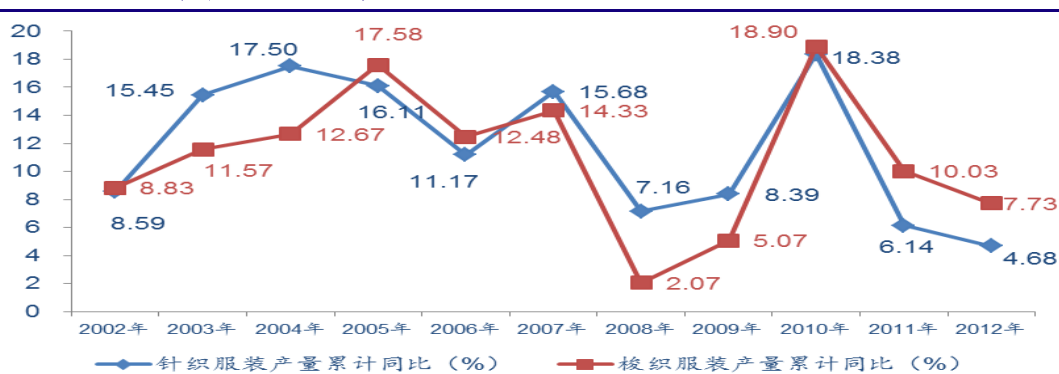


资料来源：WIND 中国银河证券研究部

二、华孚色纺所在的主业：色纺纱领域

（一）色纺纱主要用于针织服装，符合着装休闲化趋势

图 6：2002-2012 年针织、梭织服装产量同比增速

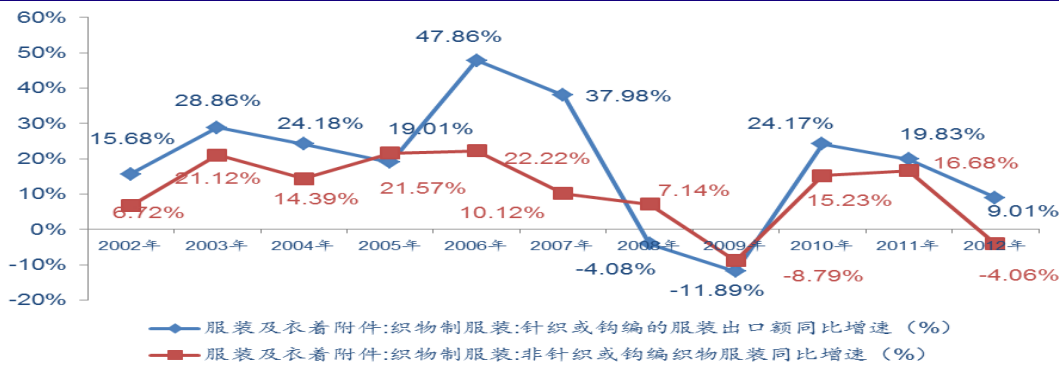


资料来源：WIND 中国银河证券研究部

所谓的色纺纱，是纤维先染色、然后纺成纱线，主要用于针织服装；其中，针织服装中约 15% 使用色纺纱（内衣中达到 30%），梭织使用色纺纱的比例不到 1%。从近年看，由于休闲化、舒适化的流行趋势，针织服装在国内保持相对较快的增长速度；我们以出口额增速看，2011、

2012年针织服装增速分别为19.8%、9%的增长;从产量上看,2011年针织服装同比量增6.14%、2012年同比量增4.68%。

图7: 2002-2012年针织、非针织(梭织)服装出口额同比增速



资料来源: CEIC 中国银河证券研究部

(二) 华孚色纺和百隆东方在高端色纺纱形成双寡头垄断的竞争格局

色纺纱分为两类: (1) 麻灰纱: 黑色纤维与原色纤维(白色)以不同比例混合纺制而成, 按照颜色的深浅(黑色纤维掺入的比例)不同分为10-15个型号, 标准化产品, 价格透明, 随棉花价格波动。占行业总产量的70%以上。(2) 彩色纱: 两种或两种以上颜色纤维按不同比例混合纺制的产品, 没有固定的标准。小批量, 多品种, 订制为主。价格由厂商自主制定, 利润空间大, 产量约占行业的30%。

目前, 除意大利等少数国家拥有少量产能外, 全球90%以上色纺纱产能都集中在中国。我国纱线总产能1.2亿锭左右, 其中色纺纱产能550万锭左右。华孚1994年底正式进入色纺纱行业, 截至2013年初, 华孚自有约120万锭; 百隆同样90年代进军色纺纱行业, 包括刚投产的募投项目在内, 自有产能约96万锭, 两家在色纺纱总产能中占比约40%。位居第三的是江阴市天华纱业有限公司, 拥有60多万锭产能; 此外, 霞客环保产能27万锭(以聚酯纤维为原料)。在高端色纺纱领域, 华孚色纺和百隆东方两家基本能占到80%比例, 基本形成双寡头垄断格局, 我们认为这种格局是非常稳定的:

(1) 纤维在染色和后面的成纱过程中容易“飞花”, 造成成品率下降。企业的处理方法是在纺纱过程中架设屏蔽装置, 或换纺另一种颜色纤维之前仔细清理机器, 但仍难以完全避免。大企业订单量大, 种类多, 可以做到一条生产线只生产一种类型的产品, 从而大幅提高生产效率和成品率。

(2) 色纺纱产品颜色以万计, 由几十种基本色按不同比例混合而成, 大企业可以做到每种基本颜色纤维都备有一定量的库存, 接到订单后立即按比例配制进行生产, 反应能力明显快于小企业。

(3) 色纺纱产品具有小批量、多品种的特征, 工厂管理难度远大于生产白坯纱, 客户群体也完全不同, 普通棉纺厂转型色纺难度很大, 目前鲜见成功案例。

(三) 高端色纺纱双垄断格局下产能、产量扩张

1、两家历史产能扩张及业绩水平

华孚色纺处于连续扩张过程中；2011 年公司产量较 2010 年有 10% 增长，2012 年受产能扩张等因素驱动，产量较上年提高幅度较大。

百隆东方 2009-2012 年自有产能一直稳定，对外外协的政策上和华孚色纺不同，认为自有产能更容易管理，因此外协不稳存在一定变数，市场好的情况下、外协量相对较高，而市场不好、外协量也相对下降。

表 5: 2007-2012 年华孚色纺历史产能、产量、销量、价格、收入等

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
产量(万吨)	9.59	9.06	9.14	10.00	10.95	13.43
销量(万吨)	7.11	7.87	8.97	9.29	9.92	13.27
销售单价(万元/吨)	2.93	3.13	3.13	4.22	4.45	3.67
销售收入(亿元)	20.82	24.61	28.09	39.23	44.11	48.66
毛利率(%)	15.07%	18.89%	19.17%	19.44%	18.43%	9.91%

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

表 6: 2009-2012 年百隆东方历史产能、产量、销量、价格、收入等

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
自有产能(万吨)	7.7	7.7	7.7	7.7
自有产量(万吨)	7.49	7.25	7.69	7.70
外协产量(万吨)	2.54	4.32	2.31	1.35
总产量(万吨)	10.03	11.57	10.00	9.05
总销售数量(万吨)	10.53	10.96	8.80	10.11
销售单价(元/吨)	29442	36632	45685	38380
同比		24.42%	24.71%	-15.99%
销售收入(万元)	310,029	401,492	402,089	388,018
同比		29.50%	0.15%	-3.50%
色纺纱毛利率	24.48%	28.88%	28.34%	17.24%

资料来源: 公司招股说明书 中国银河证券研究部

2、两家未来产能扩张快于前几年

由于两家公司先后上市，百隆东方 2013 年开始有新的产能扩张，较上年增加 20%；华孚色纺 2013 年主要是消化 2012 年新增产能，2014 年-2016 年淮北华孚工业园项目投产。总体上看，两家基本代表了国内高端色织布领域产能投放情况，但合计产能投放速度是明显超过前几年的。对于这种产能投放进度，市场是否完全消化是我们推荐华孚色纺的一项风险点。

表 7: 华孚百隆 2013 年产能扩张情况

公司	2011 年	2012 年	2013 年最新产能	后续产能增加规划

华孚色纺	自有 106 万锭, 外协 12 万锭 (部分外协签订 5 年关系稳定)	自有 130 万锭 (新增募投的 20 万锭年中试产, 以及奎屯新增的 6 万锭), 外协 10 万锭	自有 135 万锭, 外协 10 万锭	50 万锭色纺纱淮北华孚工业园项目 (新建 10 万锭紧密纺厂 2014 年中期、搬迁改造 20 万锭老色纺厂 2015 年投产、新建 20 万锭色纺厂 2016 年中投产)
百隆东方	自有 80 万锭, 外协不稳定	80 万锭, 外协不稳定	自有 96 万锭 (邹城 8 万锭+新国 8 万锭), 外协不稳	越南 8 万锭 2014 年投产

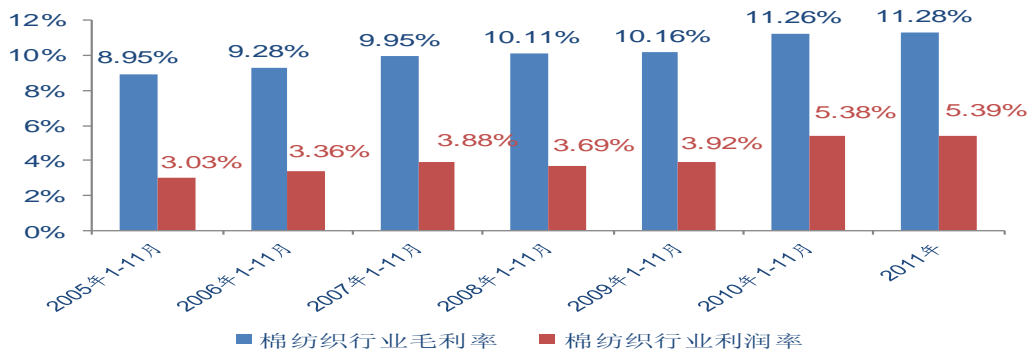
资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部 (注: 1 万锭对应 1500 吨的产量, 较传统棉纱低 15%左右)

三、棉花价格是影响色纺纱盈利能力的首要因素

从华孚色纺和百隆东方历史业绩大起大落, 而棉花价格是影响其首要因素, 尤其是在 2008-2012 年这段棉花价格大起大落的背景下, 除此以外内外棉大幅价差也将对色纺纱影响产生重大影响。(1) 在棉价上涨过程中, 纱线价格也会上涨, 客户为了锁定风险会加大下单; 除此以外, 公司通常手中会有低价棉库存也将带来利润。但是棉价下跌的时候, 产品价格下跌, 且客户小单增加、使批次生产成为困难; 除此以外, 高价库存棉也会提高使用成本。(2) 对于内外棉高价差, 由于海外客户占比较大, 其报价依据通常会考虑外棉价格。

(一) 华孚色纺和百隆东方业绩大幅波动

图 8: 2005-2011 年我国棉纺织行业毛利率、利润率水平



资料来源: WIND 中国银河证券研究部

2009-2011Q4 华孚色纺毛利率一直维持在 17%-23% 的较高水平, 销售费用+管理费用率大体维持在 8-9 个点之间, 剔除两个点的财务费用, 营业利润率维持在 6-10 个点上下。而在 2012 年棉花价格大幅下跌的过程中、以及高额内外棉价差, 2012 年 Q2-Q4 毛利率下降至不到 10 个点, 营业利润每个季度亏损 3000 万以上。

表 8: 华孚色纺 2010Q1 以来逐季经营数据

项目/季度	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4
销售收入	8.69	14.20	13.25	11.69	14.14	14.01	10.40	12.52
毛利率	21.19%	17.34%	18.30%	23.13%	22.00%	17.78%	19.50%	20.03%
销售费用率	3.60%	4.17%	5.39%	4.47%	3.07%	3.57%	3.86%	3.24%

管理费用率	4.43%	3.28%	4.16%	4.75%	6.09%	1.39%	6.09%	5.51%
财务费用率	2.44%	2.38%	1.79%	3.92%	2.36%	2.08%	3.58%	3.09%
营业利润	0.82	0.99	0.88	1.66	1.32	1.56	0.76	0.85
营业利润率	9.43%	6.95%	6.65%	14.22%	9.32%	11.16%	7.30%	6.81%
项目/季度	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1			
销售收入	12.25	15.66	13.02	16.39	15.08			
毛利率	16.58%	9.49%	10.83%	7.60%	11.66%			
销售费用率	3.64%	3.48%	3.72%	4.56%	3.87%			
管理费用率	5.83%	4.61%	4.83%	3.14%	4.28%			
财务费用率	4.57%	2.35%	4.90%	5.03%	3.08%			
营业利润	0.38	-0.33	-0.55	-0.89	0.15			
营业利润率	3.09%	-2.13%	-4.21%	-5.44%	0.98%			

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

对于百隆东方，上市时间相对较短，2012年毛利率水平和营业利润率水平同样大幅低于2011年。

表 9：百隆东方 2011Q3 以来逐季经营数据

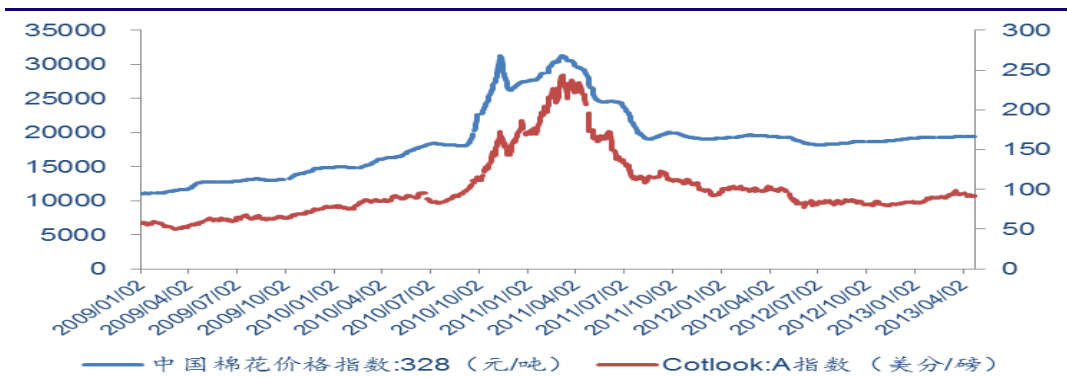
项目	2009	2010	2011H1	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
销售收入	33.03	48.75	25.89	10.93	10.79	10.23	14.70	10.94	11.84	10.45
毛利率	23.28%	27.20%	35.93%	19.66%	16.27%	15.62%	17.95%	12.50%	13.10%	18.45%
销售费用率	2.92%	2.27%	1.76%	2.88%	3.15%	2.26%	2.28%	2.85%	3.48%	1.93%
管理费用率	4.40%	5.69%	4.66%	5.26%	8.01%	5.94%	4.32%	5.78%	6.72%	7.41%
财务费用率	1.12%	0.86%	0.23%	-1.21%	1.26%	0.75%	0.52%	2.13%	0.15%	0.44%
营业利润	5.64	10.26	7.45	1.45	0.68	0.63	1.45	0.08	0.41	1.04
营业利润率	17.08%	21.05%	28.75%	13.23%	6.32%	6.15%	9.87%	0.76%	3.50%	9.92%

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

（二）棉花价格大起大落导致色纺纱盈利能力大起大落

在 2008-2012 年中国的棉花价格经历了一波过山车，2009 年初国内棉花价格达到最低 1 万附近，随后一路上涨至 2011 年 4 月份 3.4 万左右，而后快速下跌至 2011 年 10 月份 20000 左右价格水平。通过对比棉价涨跌时点，在棉花价格上涨的 2009-2011Q1，华孚色纺和百隆东方毛利率水平均较高，营业利润率普遍在 8 个点以上。

图 9：2009 年 1 月-2013 年 4 月国内外棉价走势



资料来源：中国棉花协会 中国银河证券研究部

在棉价上涨的过程中，库存会为公司的业绩增添不少亮点，我们对华孚色纺和百隆东方的年末库存情况进行分析。2009、2010年棉花价格上涨过程中，华孚色纺基本棉1.5-2个月用量，百隆东方库存棉明显高于华孚色纺，成为百隆2010、2011H1毛利率高于华孚色纺的一大原因。

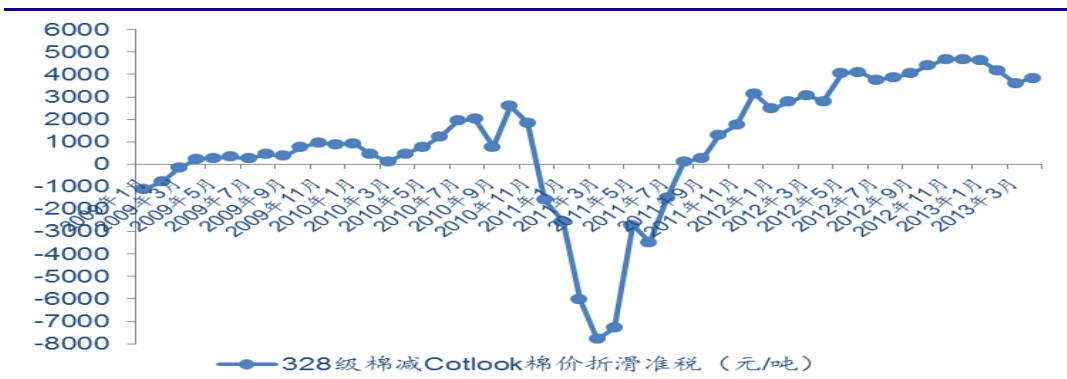
表 10: 华孚色纺与百隆东方库存情况测算

	华孚色纺				百隆东方			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
存货(亿元)	12.31	17.12	23.26	21.29	26.01	24.47	28.55	19.29
原材料(亿元)	3.86	6.58	7.91	6.07	11.70	13.79	12.57	10.48
库存商品(亿)	6.29	8.35	13.20	12.92	1.59	4.63	9.26	5.82
库存商品数量(万吨)			3.65	3.82			2.82	1.72
期末库存成本价(万元/吨)			3.61	3.38			3.29	3.40

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

（三）高内外棉价差导致 2012 年色纺纱、棉纺行业大幅偏离正常利润率水平

图 10: 2009 年 1 月-2013 年 4 月内外棉花当月价差走势



资料来源：中国棉花协会 中国银河证券研究部

内外棉价差是影响华孚色纺和百隆东方的第二大因素。根据我们测算，328级棉-Cotlook棉价折滑准税对应的2009、2010、2011、2012年平均价差为218元、723元、-2137元、3726元。

元。在内外棉价差处于 2000 元左右的情况下，基于中国的生产效率、历史上中国棉纺企业正常的利润率水平可以保持在 3% 左右。

我们对华孚色纺、百隆东方的耗棉量进行分析，并且结合内外棉价差简单的对两家公司静态受到的影响。2012 年的高价差导致华孚毛利额分别减少了 4.2 亿，算法是采用价差*（棉花总用量-进口量）。

表 11: 历史内外价差水平对华孚毛利额的影响静态测算

时间	价差(328 级棉-Cotlook 棉价折滑准税) (元/吨)	华孚纱线产量 (万吨)	华孚用棉量(万吨)(1 吨纱需 1.2 吨棉)	华孚配额量(万吨)	价差*华孚国内用棉量(即: 价差对毛利影响额)(亿)
2009 年	218	9.14	10.97		0.24
2010 年	723	10.00	12.00	3.00	0.65
2011 年	-2137	10.95	13.14	4.00	-1.95
2012 年	3726	13.43	16.12	4.84	4.2

资料来源: 中国棉花协会 公司公告 中国银河证券研究部

如果 2013、2014 年内外棉价差可以收窄，我们对收窄幅度相较于 2012 年可以带来的利好进行测算，如果 2013 年可以收窄至 2800 元，可以较 2012 年增加 1.2 亿的毛利；对于 2014 年棉花价格收窄幅度的敏感性测算参见下表。

表 12: 假定 2013 年棉价差缩窄相对于 2012 年带来的增量

时间	假定内外棉价差	华孚纱线产量 (万吨)	华孚用棉量 (万吨)	华孚配额量 (万吨)	相对 2012 价差下的利好
2013 年	2800	15	18	5	-1.20
2014 年	2000	16	19.2	5	-2.45
2014 年	1500	16	19.2	5	-3.16
2014 年	1000	16	19.2	5	-3.87
2014 年	500	16	19.2	5	-4.58
2014 年	0	16	19.2	5	-5.29

资料来源: 中国棉花协会 公司公告 中国银河证券研究部

四、棉花价格短期趋势维稳、价差长期有望逐步缩小

(一) 短期内外棉价格稳中偏弱

我们认为 2013Q2 国内价格短期偏弱（原因：中储棉有 900 万吨棉花在库，Q2 增加抛储力度，进口棉与新棉都可入市），2013Q3-4 国内棉价稳中有升（原因：2013 年度 20400 元/吨敞开收储、中国植棉面积减少）。外棉价格方面：考虑到美棉种植面积下降（USDA 预测 2013/14 年度植棉面积下滑 18.6%）、海外棉花库存消费比不高（2012/13 年度 51.58%，同比下降 9.95 个百分点）、中国部分纺织产能需求转移至海外等因素，外棉价格在 2013Q2 弱势（同样因中国增加抛储影响）之后，仍有向上动能。总体上看，我们判断价差 2013 年暂时维持 3000 元上下的水平。

(二) 不排除“直补”棉农的可能

为保护棉农利益,从2011年起,政府通过敞开收储的方式收购棉花,但我们可以看到黄、淮河流域的种棉面积却在减少;农民最主要的收入不再是种植农作物,而是在工厂中务工收入,其中,纺织服装企业是吸引劳动力主要行业。但是在2012年国内外棉花价格大幅偏差的背景下,可以看到的是整个棉纺行业性的亏损,转移到海外、关闭大批量存在。

因此,我们判断未来可能通过采取类似于美国的“直补”方式,即种植多大面积的棉花给予多少补贴,具体的棉花价格高低完全取决于市场。在这种背景下,我们对内外棉价差的判断:趋窄是必然,甚至不排除内棉价格低于外棉的可能。

五、营业外收入

公司的营业外收入近几年稳中有增,其中来源比较稳定是新疆天宏新八棉收到的福利企业增值税退税款每年1000多万,以及出疆棉运输补贴,2012年度出疆棉运费补贴标准为500元/吨,此外,另据财政部通知,从2013年起,除了原先铁路运输之外,公路运输亦开始享有此补贴。2012年有个额外增量在于获得淮北“退城进区”的政府扶植资金1.30亿。

表 13: 2009-2012 年华孚色纺营业外收入主要构成

类型	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
营业外收入	0.29	0.47	0.73	3.00
拆迁补偿收入	0.11 亿元(2009 子公司浙江华孚色纺因厂房搬迁收到的补偿款)			
税收返还款(主要是新疆天宏新八棉收到的福利企业增值税退税款)		0.11	0.14	0.11
出疆棉运输补贴		0.0147	0.28	0.52
政府扶植资金				1.41(安徽淮北经济开发区管理委员会的拨付资金 1.3 亿,非经常性)

资料来源:公司公告 中国银河证券研究部

六、盈利预测及投资评级

(一) 2013-2014 年盈利预测

1、主要假定

对产品价格假定:2013 年色纺纱售价 3.86 万元/吨,2014 年为 3.9 万元/吨。

对销售量假定:2013 年色纺纱销量同比增 16% (主要在于募投项目达产率的提升以及外协的补充,无新增产能),2014 年销量增 5% (假设淮北工业园第一期项目 2014 年可贡献一部分)

对棉花价格及内外棉价差的假定:2013 年国内棉价窄幅震荡,全年均价维持 19000 元/吨

附近，内外价差维持 2800 元，2014 年价差收窄至 2000 元/吨附近。

销售费用和管理费用率一直维持在 8 个百分点左右，存在变数的是财务费用，其中公司债固定利息支出 0.47 亿，另假设棉花采购资金周转 0.4 亿，淮北工业园第一期 10 万锭项目需投资 6 个多亿，对应利息 0.4 亿，在考虑到其他需求，假设财务费用率总体维持 3% 左右的水平。

对营业外收入的假定：考虑到新疆补贴等，假设维持 1.26 亿左右的规模。

对所得率的假定：华孚色纺新疆产区享有优惠税率 9%，目前公司在新疆 50 万锭左右，考虑到新疆盈利能力偏强，我们估计正常情况下平均所得税率 16% 左右。

2、盈利预测

基于上述假设，我们预计公司 2013、2014 年收入规模分别为 66.61、71.36 亿，同比增速分别为 16.2%、7.1%；净利润分别为 2.20、3.09 亿元，同比增速分别为 142.2%、40.7%；毛利率分别为 13.7%、15.5%；每股 EPS 分别为 0.26、0.37 元。当前股价对应 PE 分别为 16.3、11.6 倍。基于公司高弹性、以及长期我们对内外棉价差趋窄的判断，将公司投资评级从“谨慎推荐”上调至“推荐”。

(二) 2013 年逐季业绩增速预测：Q2-Q4 有较大弹性

公司 2013Q1 业绩一般，虽然收入增速 23%、净利润增速 25%，毛利率小幅回升至 11.66%，营业利润率仅 1%；但与此同时，公司预计上半年利润增速 80%-110%，主要基于内外棉价收窄导致价格提升、市场回暖、进口棉增加，考虑到 12Q2 有 0.75 亿营业外收入基数，我们判断 Q2 主要增长来自于主营业务，具体假定参见下表。由于 Q3\Q4 基数极低，假定营业利润率能恢复至 2.5% 的情况下，业绩弹性将非常明显。

表 14: 华孚色纺 2013 年逐季业绩增速预测

华孚	指标	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-4
2012	单价	4	3.6	3.6	3.6	3.67
	总收入(亿元)	12.25	15.66	13.02	16.39	57.32
	毛利率(%)	16.58%	9.49%	10.83%	7.60%	10.77%
	营业利润(亿元)	0.38	-0.33	-0.55	-0.89	
	营业利润率(%)	3.09%	-2.13%	-4.21%	-5.44%	
	营业外收入	0.19	0.75	0.81	1.24	
	净利润	0.35	0.16	0.29	0.1	0.9
	价格	3.87	3.9	3.85	3.85	
2013	总收入(亿元)	15.07	18.48	15.36	17.70	
	量增	20%	10%	10%	0	
	总收入同比(%)	23.02%	18.00%	18.00%	8.00%	—
	毛利率(%)	11.72%	15.00%	14.00%	14.00%	
	营业利润率	1.00%	3.50%	2.50%	2.50%	
	营业利润	0.15	0.65	0.38	0.44	

营业外收入	0.36	0.3	0.3	0.3	
净利润	0.40	0.71	0.51	0.56	2.18
净利润额同比	14%	344%	77%	457%	142%

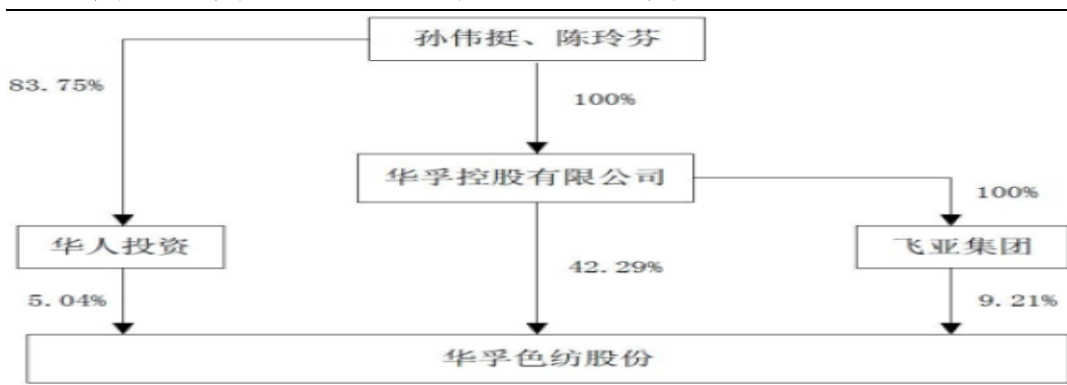
资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

七、华孚色纺背景资料

华孚色纺 2009 年 4 月向大股东定向增发注入色纺纱主业。当前总股本 8.3 亿、基本全为流通股，当前股价 4.3 元，对应的总市值及流通市值约 36.7 亿元。

(一) 公司控股股东、历史

图 11: 华孚控股是华孚色纺控股股东，孙伟挺陈玲芬夫妇是华孚色纺实际控制人



资料来源：公司 2012 年报 中国银河证券研究部

图 12: 华孚色纺发展历史



资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

(二) 公司历史财务数据

表 15: 2009-2012 年华孚资产负债表、损益表和现金流量表主要指标

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
资产负债表				

货币资金	4.40	15.89	11.37	6.38
应收票据	0.57	0.27	2.44	3.12
应收账款	2.31	3.39	4.82	5.40
预付款项	5.75	4.49	7.23	8.46
存货	12.31	17.12	23.26	21.29
固定资产	11.12	13.89	18.66	27.00
在建工程	0.47	1.34	3.86	2.10
无形资产	1.26	1.62	1.76	2.07
资产总计	40.50	59.73	74.89	80.09
短期借款	9.11	12.78	26.73	26.52
应付账款	3.53	6.81	4.71	7.18
预收款项	0.51	1.05	0.57	0.98
长期借款	0.60	0.13	0.63	0.62
负债合计	27.70	33.38	44.12	48.92
实收资本(或股本)	2.35	2.78	5.55	8.33
归属于母公司所有者权益合计	12.95	26.07	29.87	30.26
所有者权益合计	13.17	26.35	30.77	31.16

利润表

营业总收入	32.90	47.83	51.07	57.32
YOY		45.40%	6.78%	12.24%
营业成本	26.96	38.40	40.93	51.15
毛利润	5.94	9.43	10.14	6.17
YOY		58.89%	7.49%	-39.11%
费用	3.77	5.40	5.58	7.21
销售费用	1.29	2.14	1.74	2.22
管理费用	1.45	1.96	2.38	2.58
财务费用	0.84	1.24	1.38	2.39
资产减值损失	0.19	0.06	0.08	0.01
营业利润	2.19	4.35	4.49	-1.39
所得税	0.57	0.81	1.18	0.62
净利润	1.70	3.76	3.96	0.92
归属于母公司所有者的净利润	1.46	3.71	4.07	0.91

现金流量表

销售商品、提供劳务收到的现金	37.80	54.32	50.48	52.68
购买商品、接受劳务支付的现金	31.59	44.46	54.83	40.74
支付给职工以及为职工支付的现金	2.33	3.99	4.74	6.21
支付的各项税费	2.05	2.47	3.89	2.96
支付其他与经营活动有关的现金	2.70	3.69	3.60	4.26
经营活动产生的现金流量净额	0.94	2.58	-11.30	4.72
投资活动产生的现金流量净额	-1.39	-0.21	-9.50	-5.75
吸收投资收到的现金	0.02	9.84	0.00	0.00
筹资活动产生的现金流量净额	0.16	9.47	16.41	-3.25

盈利能力

毛利率(%)	18.05	19.72	19.85	10.77
销售净利率(%)	5.17	7.86	7.74	1.60

所得税率(%)	26.14	18.72	26.22	-44.51
费用率(%)	11.45	11.30	10.93	12.57
ROE(%)	11.30	14.24	13.63	3.00
ROA(%)	4.20	6.29	5.28	1.14

资料来源: WIND 中国银河证券研究部

附表 1: 华孚色纺 (002042) 财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	利润表	2011A	2012A	2013E	2014E
货币资金	1,137	638	1,066	1,142	营业收入	5,107	5,732	6,661	7,136
应收票据	244	312	362	388	营业成本	4,093	5,115	5,749	6,030
应收账款	482	540	628	672	营业税金及附加	22	22	25	29
预付款项	723	846	607	637	销售费用	174	222	240	278
其他应收款	47	292	339	363	管理费用	238	258	286	321
存货	2,326	2,129	2,135	2,239	财务费用	138	239	200	210
其他流动资产	7	49	49	49	资产减值损失	8	1	3	3
长期股权投资	33	33	33	33	公允价值变动收益	0	3	1	1
固定资产	1,866	2,700	2,497	2,313	投资收益	16	-17	0	0
在建工程	386	210	210	210	汇兑收益	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	营业利润	449	-139	158	266
无形资产	176	207	204	199	营业外收支净额	64	293	107	107
长期待摊费用	7	5	5	2	税前利润	513	154	265	373
资产总计	7,489	8,009	8,156	8,268	减: 所得税	118	62	42	60
短期借款	2,673	2,652	2,476	2,235	净利润	396	92	222	313
应付票据	221	391	434	455	归属于母公司的净利润	407	91	220	309
应付账款	471	718	796	834	少数股东损益	-11.4	0.9	2.6	3.7
预收款项	57	98	127	136	基本每股收益	0.73	0.11	0.26	0.37
应付职工薪酬	69	57	64	68	稀释每股收益	0.49	0.11	0.26	0.37
应交税费	-51	28	28	28	财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E
其他应付款	137	120	120	120	成长性				
其他流动负债	0	0	0	0	营收增长率	6.8%	12.2%	16.2%	7.1%
长期借款	63	62	62	62	EBIT 增长率	11.0%	-80.1%	212.6%	32.7%
预计负债	0	0	0	0	净利润增长率	9.6%	-77.7%	142.2%	40.7%
负债合计	4,412	4,892	4,874	4,705	盈利性				
股东权益合计	3,077	3,116	3,282	3,564	销售毛利率	19.9%	10.8%	13.7%	15.5%
现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	销售净利率	8.0%	1.6%	3.3%	4.3%
净利润	396	92	222	313	ROE	14.6%	3.0%	7.1%	9.3%
折旧与摊销	187	172	265	279	ROIC	11.6%	1.2%	5.4%	7.5%
经营活动现金流	-1130	472	907	639	估值倍数				
投资活动现金流	-950	-575	-82	-81	PE	5.9	39.6	16.3	11.6
融资活动现金流	1641	-325	-397	-482	P/S	0.5	0.6	0.5	0.5
现金净变动	-440	-427	428	76	P/B	0.8	1.2	1.1	1.0
期初现金余额	1589	1137	638	1066	股息收益率	4.1%	0.3%	0.6%	0.9%
期末现金余额	1149	709	1066	1142	EV/EBITDA	6.1	22.2	9.2	7.2

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 互太纺织 2012.8 月以来股价走势及对应 PE	1
图 2: 天虹纺织 2012.8 月以来股价走势及对应 PE	2
图 3: 申洲国际 2012.8 月以来股价走势及对应 PE	3
图 4: 鲁泰 A2012.8 月以来股价走势及对应 PE	3
图 5: 华孚色纺 2012.8 月以来股价走势及对应 PE	4
图 6: 2002-2012 年针织、梭织服装产量同比增速	4
图 7: 2002-2012 年针织、非针织（梭织）服装出口额同比增速	5
图 8: 2005-2011 年我国棉纺织行业毛利率、利润率水平	7
图 9: 2009 年 1 月-2013 年 4 月国内外棉价走势	8
图 10: 2009 年 1 月-2013 年 4 月内外棉花当月价差走势	9
图 11: 华孚控股是华孚色纺控股股东，孙伟挺陈玲芬夫妇是华孚色纺实际控制人	13
图 12: 华孚色纺发展历史	13

表格目录

表 1: 互太纺织 2009H1-2012H2 收入、毛利率等指标	1
表 2: 天虹纺织 2009H1-2012H2 历史收入、毛利率等指标	2
表 3: 申洲国际 2009H1-2012H2 收入、毛利率等指标	3
表 5: 2007-2012 年华孚色纺历史产能、产量、销量、价格、收入等	6
表 6: 2009-2012 年百隆东方历史产能、产量、销量、价格、收入等	6
表 7: 华孚百隆 2013 年产能扩张情况	6
表 8: 华孚色纺 2010Q1 以来逐季经营数据	7
表 9: 百隆东方 2011Q3 以来逐季经营数据	8
表 10: 华孚色纺与百隆东方库存情况测算	9
表 11: 历史内外价差水平对华孚毛利额的影响静态测算	10
表 12: 假定 2013 年棉价差缩窄相对于 2012 年带来的增量	10
表 13: 2009-2012 年华孚色纺营业外收入主要构成	11
表 14: 华孚色纺 2013 年逐季业绩增速预测	12
表 15: 2009-2012 年华孚资产负债表、损益表和现金流量表主要指标	13
附表 1: 华孚色纺（002042）财务报表预测（单位：百万元）	16

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

马莉，纺织服装行业证券分析师。 本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

雅戈尔(600177.sh)、美邦服饰(002269.sz)、鲁泰 A(000726.sz)、七匹狼(002029.sz)、伟星股份(002003.sz)、报喜鸟(002154.sz)、罗莱家纺(002293.sz)、富安娜(002327.sz)、潮宏基(002345.sz)、探路者(300005.sz)、星期六(002291.sz)、梦洁家纺(002397.sz)、森马服饰(002563.sz)、搜于特(002503.sz)、华斯股份(002494.sz)、希努尔(002485.sz)

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn