



Research and  
Development Center

# 新疆、越南双引擎助力公司快速增长

—— 华孚色纺（002042.sz）深度报告

2015年12月01日

中小企业研究团队

单丹 分析师

胡申 分析师

## 证券研究报告

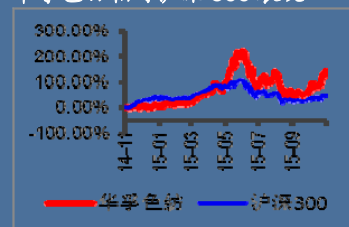
### 公司研究——首次覆盖

#### 华孚色纺 (002042.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

#### 华孚色纺相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

#### 公司主要数据 (2015.11.30)

收盘价(元)	12.41
52周内股价波动区间(元)	5.39-18.65
最近一月涨跌幅(%)	23.12
总股本(亿股)	8.33
流通A股比例(%)	99.8%
总市值(亿元)	103.37

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院  
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

#### 中小企业研究团队

单丹 分析师

执业编号：S1500512060001

联系电话：+86 10 63081079

邮箱：shandan@cindasc.com

胡申 行业分析师

执业编号：S1500514070007

联系电话：+86 10 63081425

邮箱：hushen@cindasc.com

## 新疆、越南双引擎助力公司快速增长

### 首次覆盖报告

2015年12月01日

#### 本期内容提要：

- ◆ **产能转移布局新疆、越南，有助于公司业绩持续增长。**公司与恒天集团、阿克苏行政公署签署投资协议，项目规模为100万吨色纺纱及6万吨棉花染色，达产可实现20万吨色纺纱线产能，预计项目总投资50亿元。目前一期已经投产，公司预计二期36万吨一年可建成，三期55万吨将在随后三年内建成。此外，公司10月26日公告向越南华孚增资7000万美元，增资后越南华孚注册资本达到1亿美元。
- ◆ **公司业绩拐点已现，未来有望快速增长。**2015年前三季度公司实现营收59.42亿元，同比增长11.18%，归母净利润2.91亿元，同比增长46.37%，受益于政府补贴，公司1-9月营业外收入1.89亿元，扣非净利润为2.31亿元，同比增长28.94%。受益于政府补贴政策落实及公司向供应链企业转型，公司未来有望快速增长。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2015-2017年EPS分别为0.61元、0.87元、0.93元。相关可比公司16年PE区间在12x-35x，考虑到公司目前在新疆的产能逐步释放，在同类企业中受益于政策优惠程度最为突出，同时高杠杆员工持股计划带来的对股价较强的诉求，给予公司2016年18xPE，对应目标价15.66元，首次覆盖给予“增持”评级。
- ◆ **风险因素：**棉价波动剧烈影响销售订单，政策改变影响补贴额，人民币汇率波动剧烈，海外需求低于预期。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	6,240.13	6,132.75	7,091.94	7,732.77	8,331.82
增长率 YoY %	8.86	-1.72	15.64	9.04	7.75
归属母公司净利润(百万元)	200.27	168.47	508.65	726.52	772.77
增长率 YoY %	120.72	-15.88	201.93	42.83	6.37
毛利率 %	14.11	13.36	14.24	15.27	15.20
净资产收益率 ROE %	6.39	5.08	13.94	17.01	15.37
每股收益 EPS(元)	0.24	0.20	0.61	0.87	0.93
市场一致预期 EPS(元)			0.40	0.50	0.61
市盈率 P/E(倍)	52	61	20	14	13
市净率 P/B(倍)	3.19	3.05	2.65	2.23	1.91

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：股价为2015年11月30日收盘价

## 目 录

投资聚焦.....	1
1. 色纺纱行业双寡头格局，公司是行业龙头.....	3
二十年专注色纺纱造就行业龙头.....	3
2. 色纺纱行业尚属新兴行业，前景广阔.....	4
色纺纱技术门槛高，有效阻挡外来者进入行业.....	4
色纺纱未来产业规模可达 3000 万锭以上，行业前景广阔.....	5
3. 公司 2015 年受益于产业链恢复.....	6
2015 年棉价下跌令产业链恢复正常，高库存压力致使 2016 年国内棉价仍将低位徘徊.....	6
公司毛利受内外棉价差影响明显.....	9
4. 公司业绩拐点已现，未来有望快速增长.....	10
公司投资新疆与越南，与国家“一带一路”战略形成共振，同时受益于 TPP 协议，为公司可 持续长期增长提供支撑.....	10
公司三季度盈利增长 46.37%，未来业绩有望继续增长.....	12
公司业绩弹性大，营业外收入助公司净利润大幅增长.....	12
布局供应链，打造千亿级别企业.....	14
汇率波动显著影响公司利润.....	15
高杠杆员工持股彰显公司信心.....	16
盈利预测、估值与投资评级.....	16
盈利预测及假设.....	16
估值与投资评级.....	18
风险因素.....	18

## 表 目 录

表 1: 公司简要财务数据.....	4
表 2: 棉花直补政策差异.....	7
表 3: 纺织服装业十大优惠政策细则.....	10
表 4: 华孚与百隆产销量、库存量及毛利等比较.....	13
表 5: 汇率波动对公司利润影响.....	16
表 6: 华孚色纺盈利预测.....	17
表 7: 棉纺类公司估值比较.....	18

## 图 目 录

图 1: 公司股权结构相对集中.....	3
图 2: 公司主营业务以纱线为主.....	3
图 3: 色纺纱产业链.....	6
图 4: 色纺纱与传统纺纱工艺比较.....	6
图 5: 服装产量及出口金额有所下降.....	7
图 6: CPI 与 PPI 走势背离.....	7
图 7: 国内棉花产销平衡.....	8
图 8: 国内棉花库存仍然高企.....	8
图 9: 国际棉花依然供大于求.....	8
图 10: 内外棉价差有所增大.....	8
图 11: 棉花占色纺纱成本的 75% 左右.....	9
图 12: 公司毛利率与国内外棉价差呈负相关.....	9
图 13: 公司营收有望大幅增长.....	12
图 14: 公司净利润有望大幅增长.....	12
图 15: 华孚与百隆的资产周转率及 ROE 比较.....	13
图 16: 华孚与百隆毛利率对净利润影响.....	13
图 17: 服装供应链比较.....	14
图 18: 2015 中期公司出口销售收入占比 47%.....	15
图 19: 海外销售收入大幅上涨.....	15

## 投资聚焦

### 投资逻辑:

**1、色纺纱行业双寡头格局，公司是行业龙头。**公司是色纺行业龙头，与另一家上市公司百隆东方一起占色纺行业 60%以上的市场，形成双寡头垄断格局。

**2、色纺纱行业尚属新兴行业，前景广阔。**色纺行业“先染色，后纺纱”的技术特点，显著减少工艺流程和生产成本。无排放污染、清洁生产使得色纺纱具有环保概念。由于色纺纱能在同一根纱线上显现出多种颜色，色彩丰富、饱满柔和，织成的面料具有朦胧的立体效果，制成服装后色彩自然、含蓄，这种回归自然的风格深受欧美国家以及国内年轻人的喜爱。同时色纺纱目前色纺纱占原料比例不足 5%，尚有广阔增长空间。

**3、公司在新疆产能进一步释放，补贴仍有增长。**2015 年 7 月公司公告与恒天集团、阿克苏行政公署签署投资协议，项目规模为 100 万锭色纺纱及 6 万吨棉花染色，达产可实现 20 万吨色纺纱线产能，预计项目总投资 50 亿元。目前一期已经投产，公司预计二期 36 万锭一年可建成，三期 55 万锭将在随后三年内建成。依照新疆的补贴政策，公司预计 2016 年还将可以获得 1 亿元以上的补贴增长。

**4、产能投资新疆、越南，有助于公司业绩持续增长。**公司于 2015 年 8 月 18 日公告成立新疆华孚色纺集团有限公司，注册资本达 12 亿元人民币。公司将整合新疆产能资源、实现规模效应。此外，公司 10 月 26 日公告向越南华孚增资 7000 万美元，增资后越南华孚注册资本达到 1 亿美元。长期来看，公司将充分利用越南身为 TPP 成员国的优势以及越南相对于国内较低的劳动力成本，同时搭乘“一带一路”的东风，有望加速开拓南亚、中亚、欧洲等国外市场，为公司的业绩提升提供新的增长点。

**5、公司业绩拐点已现，未来有望快速增长。**2015 年前三季度公司实现营收 59.42 亿元，同比增长 11.18%，归母净利润 2.91 亿元，同比增长 46.37%，受益于政府补贴，公司 1-9 月营业外收入 1.89 亿元，扣非净利润为 2.31 亿元，同比增长 28.94%。公司于 2015 年 11 月 13 日公告成立深圳华孚网链投资有限公司，注册资本达 5 亿元，旨在原料、纺纱、面料、制衣全产业链布局，积极融入垂直整合服饰电商平台，形成柔性供应链垂直社交生态圈，最终实现从时尚制造商向时尚运营商的转型。

**与市场不同之处:**1、公司锁定优质棉花资源，试水供应链，逐步提升在市场中的话语权；2、公司产能转移新疆，未来将获得稳定补贴；3、员工持股成本较高，高杠杆以及较短的锁定期令其对股价有较高的诉求；4、人民币汇率贬值有望对公司净利润产生显著影响。

**盈利预测与投资评级:**我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.61 元、0.87 元、0.93 元。由于色纺纱有其独特的优势，行业目前尚处于发展阶段，代表了纺织产业未来发展的方向，潜力巨大。华孚色纺作为色纺行业的龙头之一，有着长期稳定发展的良好环境及产业基础。同时随着直补政策的实施，2015 年内外棉价差已经消除，下游企业补库存的需求以及海外需求持

续复苏使得订单量和价有所回升，带动公司业绩企稳回升。公司新成立的深圳华孚网链投资有限公司和新疆华孚色纺集团有限公司有助于公司锁定棉花资源，降低成本，提高收益。新疆对服装业的政策使得公司在较长的时间内可以持续而稳定的获得数额不小的营业外收入。相关可比公司 16 年 PE 区间在 12x-35x，考虑到公司作为色纺行业龙头，目前在新疆的产能逐步释放，在同类企业中受益于政策优惠程度最为突出，同时高杠杆员工持股计划带来的对股价较强的诉求，给予公司 2016 年 18xPE，对应目标价 15.66 元，首次覆盖给予“增持”评级。

#### 风险因素：

1. 棉价波动剧烈影响销售订单；
2. 政策改变影响补贴额；
3. 人民币汇率波动剧烈；
4. 海外需求低于预期。

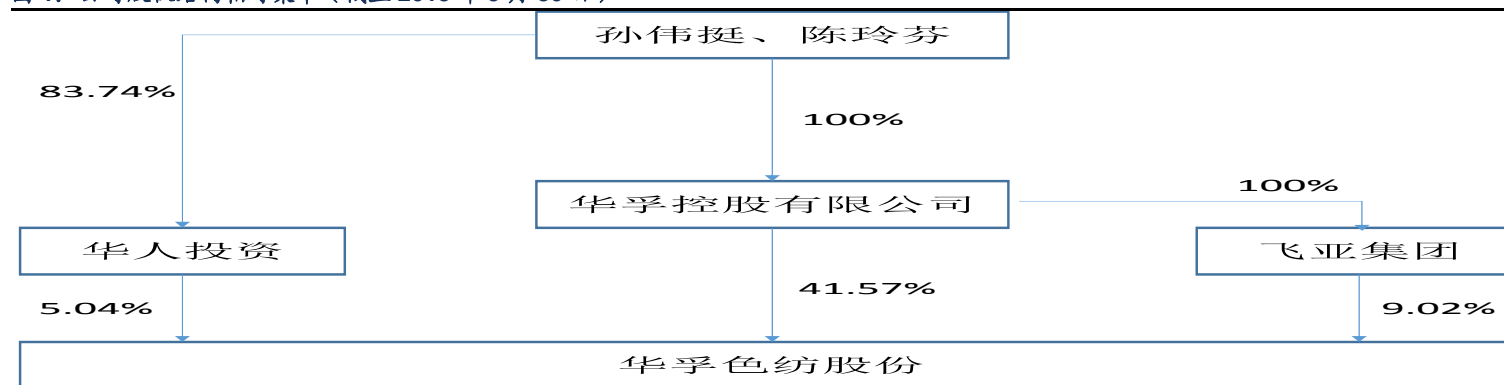
## 1. 色纺纱行业双寡头格局, 公司是行业龙头

### 二十年专注色纺纱造就行业龙头

公司创立于 1993 年, 2008 年借壳飞亚股份上市, 实际控制人由淮北市人民政府国有资产监督管理委员会变更为华孚控股有限公司 (实际控制人为公司创办人孙伟挺、陈玲芬)。实际控制人孙伟挺、陈玲芬间接持有公司约 56% 的股份, 公司股权结构相对集中。

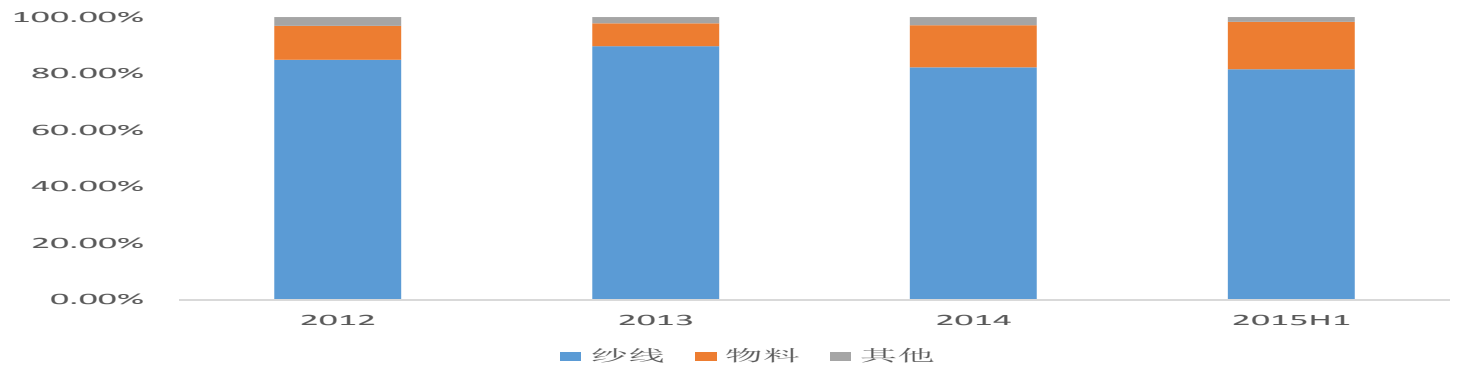
色纺纱行业于上世纪 80 年底起源日本, 后发展于韩国、台湾地区, 90 年代后产能转移到国内, 至今也才二十多年历史, 可以说公司是伴随着色纺纱行业一起成长, 这二十多年来公司只专注于一件事, 那就是做好色纺纱, 数十年如一日的坚持令华孚色纺成为了全球色纺产业的领导品牌。公司目前拥有实用新型专利 24 件、发明授权专利 28 件, 另有 14 件发明通过实质审查, 大量的专利为公司的发展提供了坚实的保障。拥有产能 135 万锭, 分布在新疆、浙江、长江、黄淮以及越南, 其中新疆的纺纱规模已达 45 万锭。目前在色纺纱中高端领域, 公司与另一家上市公司百隆东方合计占有 60% 以上的市场, 形成了色纺纱双寡头的垄断格局。其余为竞争力不足的中小企业, 且多集中在中低端色纺纱领域。

图 1: 公司股权结构相对集中 (截至 2015 年 9 月 30 日)



资料来源: 公司三季报 信达证券研发中心

图 2: 公司主营业务以纱线为主



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 1: 公司简要财务数据

项目	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	毛利率 (%)
2011	510,723.53	39,552.93	19.85
2012	573,242.93	9,164.74	10.77
2013	624,012.76	18,855.84	14.11
2014	613,274.75	16,712.12	13.36
2015Q3	594,174.54	29,021.79	12.45

资料来源: 公司公告 信达证券研发中心

## 2. 色纺纱行业尚属新兴行业，前景广阔

### 色纺纱技术门槛高，有效阻挡外来者进入行业

色纺纱是分工极细、用工相对较多的纺纱方式，万锭用工通常比本色白纱增加 30%~50%，因染色后原棉强力下降 10%~20%，棉结增加 10%左右，所以色纺纱中染色棉的品质要求相对较高。色纺纱打样的对色技术是做色纺纱最关键的技术门槛，相应技术人员应具有丰富的经验，能够精耕细作，且目光独特。色纺纱在开工前需要正确对光，考虑错视影响，必须选择好布样与客户指定的光源，通过实物色纱色泽、色光比对，才能可靠完成对色要求。色纺纱生产管理的重点是对不同色系、品种的管理，防止混色、异色污染，必要的隔离是纺色纺纱的前提。同时，华孚控股的“华孚牌”色纺纱已成为行业国际品牌，全球市场占有率名列前茅，公司每两年更新一次标准色咭，并制作成一套利用色彩语言设计的、制作精良而实用的产品工具书，对外传播华孚色纺的色彩理念。公司的流行趋势研究团队，能解读社会流行心理，在对市场深入研究的基础上，应用各种新

型材料、各款新颖色彩、各项新创工艺，每年分春夏和秋冬两次发布流行色咭，为色纺行业注入独特的时尚元素，指引产业的发展方向，并受到了国内外品牌服装设计师的认可，成为色纺趋势的引领者。因此其主导产品远销欧美、日韩、港澳、东南亚等几十个国家和地区，是众多国内外名牌服饰的首选纱线，如国际上有 H&M、ZARA、POLO、GAP、耐克、阿迪达斯等，国内有美特斯邦威、森马、李宁、七匹狼等。生产、研发、管理、下游客户四个方面共同构筑了色纺纱行业相对较高的门槛，使得新进入者很难对原有龙头企业形成有效威胁。

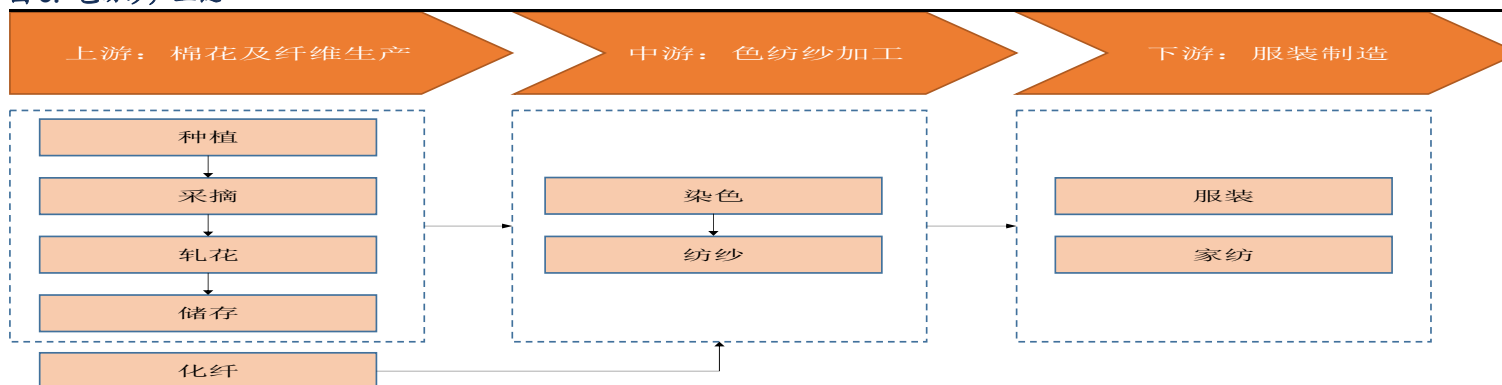
## 色纺纱未来产业规模可达 3000 万锭以上，行业前景广阔

传统的纺织服装生产流程一般都是先纺成纱线后将纱线染色，或是纱线织成布料后布料染色。而色纺纱的特点在于其先染色、后纺纱，其名也源于此。新工艺缩短了后续加工企业的生产流程，降低了企业的生产成本；由于纺纱前所用的纤维原料均通过染色或原液着色专业技术，能达到染色工艺的效果，明显减少工艺和降低成本，因而有着巨大的市场潜力和较高的附加值。特别是其利用原液着色技术，改变了传统的“先纺纱、后染色”的工艺，实现了无排放染色，清洁生产，从源头上解决了染色污染。在《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》文中指出“绿色是永续发展的必要条件和人民对美好生活追求的重要体现。必须坚持节约资源和保护环境的基本国策，坚持可持续发展，坚定走生产发展、生活富裕、生态良好的文明发展道路，加快建设资源节约型、环境友好型社会，形成人与自然和谐发展现代化建设新格局，推进美丽中国建设，为全球生态安全作出新贡献”，“支持绿色清洁生产，推进传统制造业绿色改造，推动建立绿色低碳循环发展产业体系，鼓励企业工艺技术装备更新改造。发展绿色金融，设立绿色发展基金”。文中两度提到绿色发展，强调了环保的重要性。而色纺纱的工艺流程比传统工艺节水减排 50% 以上，符合低碳环保要求，实现了传统纺织工业的环保创新，恰恰符合这样的要求，因此具有绿色环保概念。色纺纱线一般是用两种及两种以上的不同色泽或不同性能的纤维纺制成纱，由于各种纤维收缩性或上色性的差异，在纱线织成布后的整理加工中，会使布面呈现出色彩丰富、色泽柔和、立体感强的风格，提高了产品的附加值。色纺纱线可以实现多种纤维组合，解决了不同纤维交织或混纺坯布染色不能过关的难题，可实现小批量、多品种生产，使纺纱企业在市场中有较强的市场竞争力。由于色纺纱能在同一根纱线上显现出多种颜色，色彩丰富、饱满柔和，织成的面料具有朦胧的立体效果，制成服装后色彩自然、含蓄，这种回归自然的风格深受欧美国家以及国内年轻人的喜爱，符合时尚、舒适、快速、环保的服装消费趋势。色纺纱由于颠倒了传统的工艺流程，突破了技术的极限，一方面解决了染纱染布的缸差问题，色纺只要颜色确定，就可以做到批量无限；另一方面还解决了各种不同化学特性纤维混纺的染色问题，不仅达到了各种纤维随意化混纺优势互补的目的，更主要的是使多组分新产品呈现出几何级数的增长。

因此，从长期来看，色纺纱代表了环保、科技和时尚方向，是具有朝阳产业特征的细分子行业，具有旺盛的生命力。随着人均收入的提升，居民的消费意识也会随之提升，同时技术的进步也将有助于色纺纱进一步与色织布、匹染形成三分天下的格局。目前色纺纱在原料中的占比不足 5%，依照目前全国纺纱产能一亿多锭来算，其产业规模未来可达 3000 万锭以上，依照 40000/吨纱线测算，其年销售额可达 1800 亿元，产业前景非常广阔。

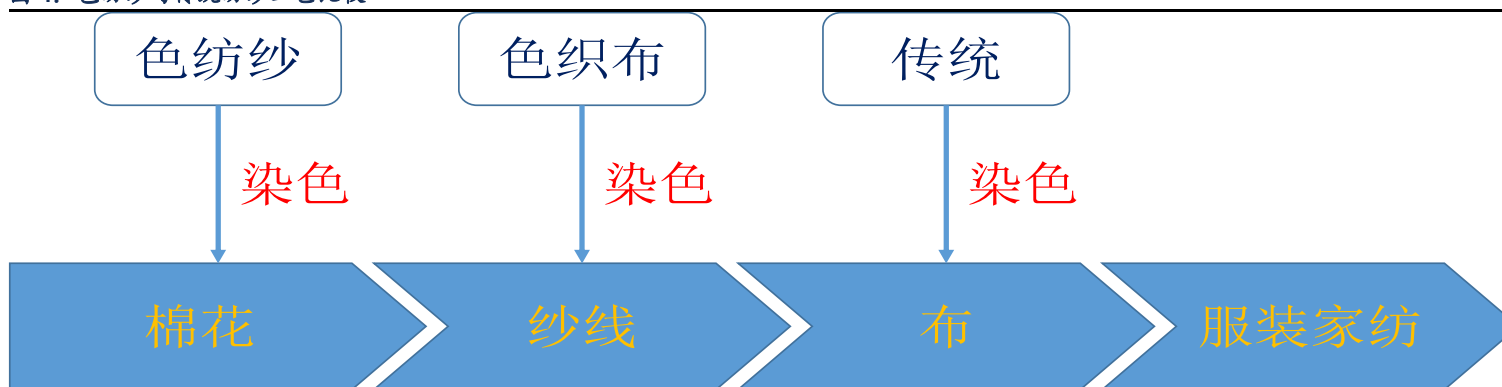


图 3: 色纺纱产业链



资料来源: 百隆东方招股说明书, 信达证券研发中心

图 4: 色纺纱与传统纺纱工艺比较



资料来源: 百隆东方招股说明书, 信达证券研发中心

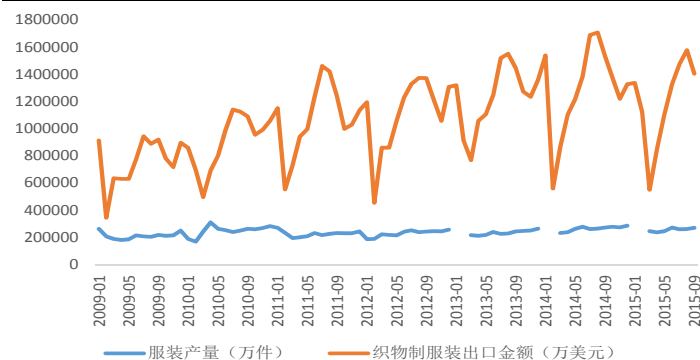
### 3.公司 2015 年受益于产业链恢复

2015 年棉价下跌令产业链恢复正常, 高库存压力致使 2016 年国内棉价仍将低位徘徊

自 2014 年 9 月国家出台棉花直补政策细则以来, 棉价跌幅已超过 2000 元/吨, 政策对棉价影响因素已充分释放, 由于目标价格补贴按“价差”补贴的原则, 国内棉价(包括新疆棉)更加市场化, 棉价受政策影响度降低, 开始回归基本面。由于近两年棉价内外倒挂的现象以及需求疲软, 下游企业订单偏向短期化、快速化, 而棉价下行期间, 出于对棉价未来预期更低, 订单呈现低价化特征。然而随着棉花价格的企稳, 下游企业有补库存的需求, 使得 2015 年产业链回归正常化运营。从今年的数据来

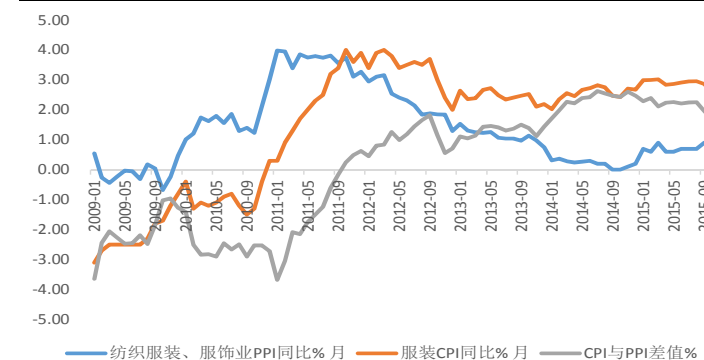
看，服装业的产量和出口金额与去年同期相比有所下降，预期 2016 年下游需求持续疲软，我们认为国家对在新疆地区对企业的政策支持将成为 2016 年保持企业业绩增长的重要因素。

图 5: 服装产量及出口金额有所下降



数据来源: WIND, 信达证券研发中心

图 6: CPI 与 PPI 走势背离



数据来源: WIND, 信达证券研发中心

从国内棉花供需格局来看，目前依然是供大于求的局面，但差额有所减少。我们了解到建设兵团棉花产量占新疆总产量的 1/3，而 2015 年兵团棉花将限产 25%，同时由于新疆地区 2014 年棉花实际收购价格远低于国家公布的目标价格 19800 元/吨，预计 2016 年国内棉花种植面积有所下降，进一步降低国内棉花供给。此外从历史上看 2014 年国内棉花产销接近平衡，但是由于自 2011 年临时收储政策以来，国内棉花库存急剧增长，依照 13 年收储价 20400 元/吨，抛储价 18000 元/吨，收储 600 万吨计算，仅 13 年收储亏损就高达 1440 亿元，而大量的棉花带来的储存费用、耗损折旧费用等也给财政带来巨大的压力。同时，国家收储棉花量占全国全年产量的 85%以上，过高的棉价以及巨量的收储使得棉花市场受到了严重的干扰，同时由于收储政策期间补贴不是直接发放给棉农，因此，棉农实际到手价格远低于预期，可以说临时收储政策同时损害了棉农和棉纺企业的利益。在直补政策实施以后，由于国家不再大规模收储，棉花的市场化运行得以实现，同时棉花补贴直接发放到棉农手中，因此棉农和棉纺企业将同时收益，棉花价格将更加市场化。2015 年中国国际棉花会议上国家发改委经贸司副司长尹坚表示：“近期我国纺织产业发展有所起色，但棉花市场总体仍较为低迷，考虑这一情况，今年储备棉轮出也会积极稳妥，将在不打压市场价格，保持市场平稳运行的前提下，在新棉上市前，随行就市，有序开展”。依照今年 7-8 月抛储约 100 万吨的规模，我们预计高库存的压力使得 2016 年国内棉花价格仍将在低位徘徊。

从全球范围来看，目前全球棉花库存消费比依然保持在高位，但是从供需来看，国际棉花需求自 2013 年下半年以来一直保持增长，而全球产量受棉花种植面积影响 2015 年产量已开始回落，我们预计国际棉花将在 2016 年开始去库存。因此我们预计国内外棉价将同步见底。目前国内棉价稳定在 1.3 万元/吨左右，进口棉价在 1.3-1.4 万元/吨区间浮动。截至 11 月 06 日，国内 328 棉价已低于进口棉折算滑准税后价格超过 700 元/吨。由于 9 月新棉上市以后，对现货市场产生一定影响，棉价小幅下

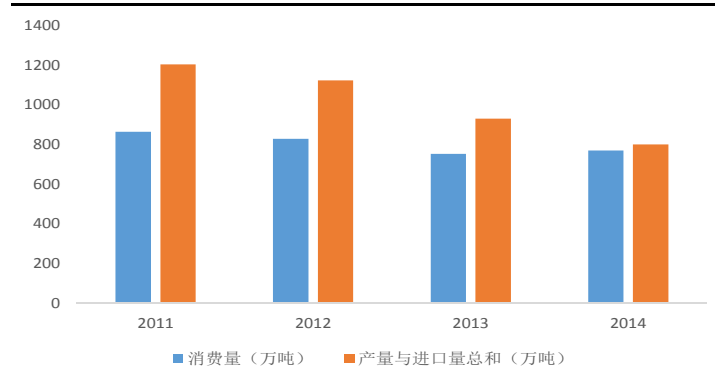
跌，我们预计年内棉价将在 1.2-1.4 万元/吨之间波动。内外棉价差保持在 1000 元/吨左右的范围浮动。我们认为尽管供需逐渐平衡，但是受高库存的影响，国内外棉价在 2016-2017 年还将有一个筑底的过程，棉价短期内持续保持低位波动。

表 2: 棉花直补政策差异

2014 棉花补贴政策区域	主要内容
新疆	由市场供求形成价格，政府不干预市场价格。国家不再按照固定价格进行临时收储，在市场价格较低时，种植者的种植收益通过国家补贴得到基本保障，稳定棉花生产。2014 年目标价位 19800 元/吨。2015 年目标价位 19100 元/吨
山东、湖北、湖南、河北、江苏、安徽、河南、江西和甘肃九省	在市场价格较低时，对当地棉农的补贴为 2000 元人民币/吨，且以后年度的补贴标准以新疆补贴额的 60%为依据，上限不超过 2000 元/吨。

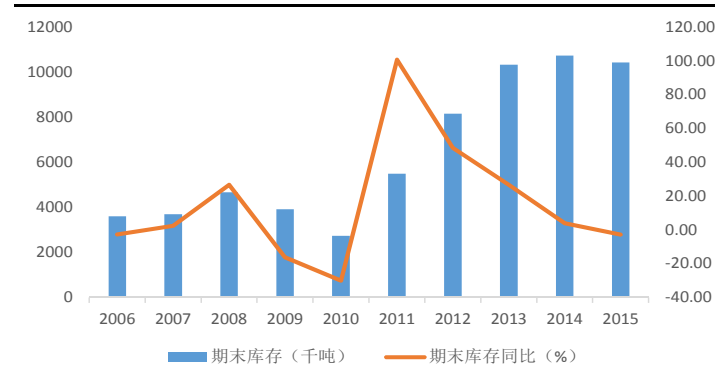
资料来源：信达证券研发中心整理

图 7: 国内棉花产销平衡



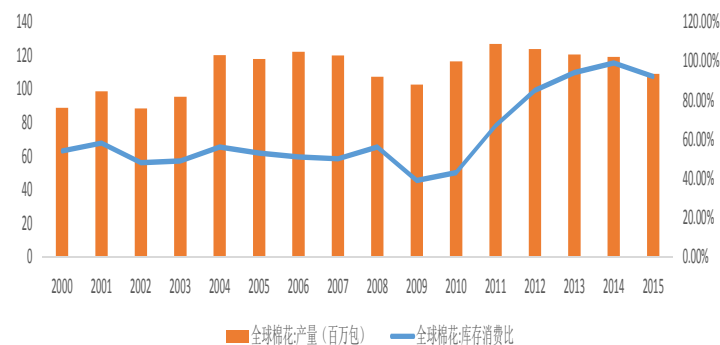
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 8: 国内棉花库存仍然高企



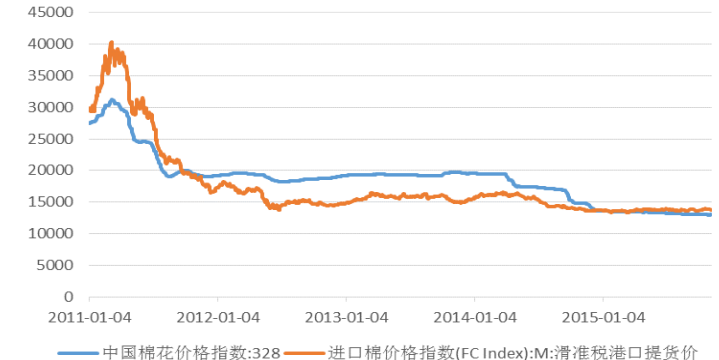
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 9: 国际棉花依然供大于求



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 10: 内外棉价差有所增大



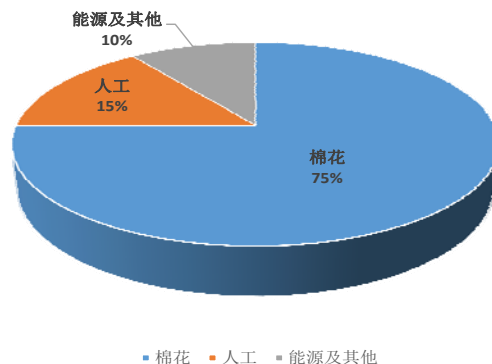
资料来源: wind, 信达证券研发中心

### 公司毛利受内外棉价差影响明显

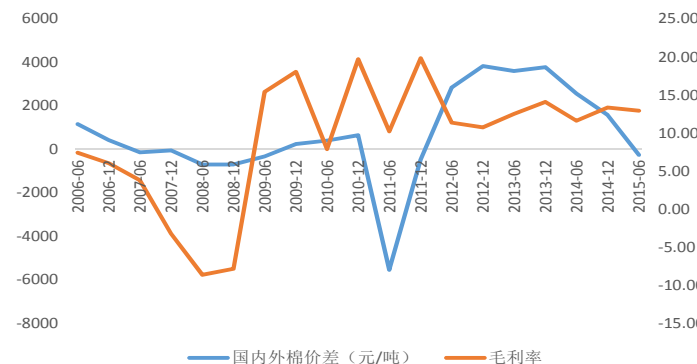
国内棉价从 2009 年进入上升周期开始，棉花牛市一直持续到 2011 年 1 季度。2011 年 2 季度开始棉价不断下跌，同时内外棉价差不断扩大。华孚与百隆从 2011 年开始业绩增长放缓，2012 年更是净利润增速大幅下跌（华孚下跌 76.8%，百隆下跌 73.6%）。从 2012 年以来，国内外棉价一直处于倒挂的走势，进口棉价长期低于国内棉价。公司产品的原料主要为国内棉花，而出口定价主要参照国外棉花价格，公司采用成本加成定价模式，因而内外棉的价差显著影响公司产品利润。历年内外棉价差与公司毛利率增速波动呈反向相关。由于色纺纱成本结构中棉花占比达到 75%，国内棉价的下跌有助于公司成本进一步的降低，从而提升毛利率。

图 11: 棉花占色纺纱成本的 75%左右

图 12: 公司毛利率与国内外棉价差呈负相关



资料来源: wind, 信达证券研发中心



资料来源: wind, 信达证券研发中心

## 4.公司业绩拐点已现，未来有望快速增长

公司投资新疆与越南，与国家“一带一路”战略形成共振，同时受益于 TPP 协议，为公司可持续长期增长提供支撑

公司利用募集资金进行产能战略转移，总产能不会出现太大变化，我们预计公司今年产能达到 150 万锭。2015 年 7 月公司公告与恒天集团、阿克苏行政公署签署投资协议，项目规模为 100 万锭色纺纱及 6 万吨棉花染色,达产可实现 20 万吨色纺纱线产能，预计项目总投资 50 亿元。目前一期已经投产，公司预计二期 36 万锭一年可建成，三期 55 万锭将在随后三年内建成。我们认为公司在产能转移后，将进一步提高机械化程度，减少劳动力及环保成本。

2014 年 7 月新疆发布纺织服装业十大优惠政策，政策对公司的建设、经营、人力资源以及金融四个方面进行全方位的支持，公司充分利用中央与地方扶持新疆纺织服装产业发展政策，重点布局新疆，享受中央对新疆纺织的十大优惠政策外，锁定优质资源，打造高质、高效、高附加值，具有国际一流竞争力的新型棉花产业链，公司预计每吨纱线将获得补贴 3500 元以上。因此在未来较长的一段时间内，公司将稳定获得固定的政府补助。

表 3: 纺织服装业十大优惠政策细则

序号	内容
1	设立 200 亿元左右的纺织服装产业发展专项资金,用于园区基础设施建设、企业技改、标准厂房建设等
2	实施税收特殊优惠政策,将纺织服装企业缴纳的增值税,全部用于支持纺织服装产业发展
3	实施低电价优惠政策,支持具备条件的纺织工业园区建设配套电厂,切实降低企业用电价格
4	实施纺织品服装运费补贴政策,扩大补贴范围,提高补贴标准,实施南北疆差别化的补贴政策

- |    |  |
|----|--|
| 5  | 实施使用新疆棉花补贴政策,对疆内棉纺企业使用新疆棉花按实际用量给予适当补贴                |
| 6  | 实施企业员工培训补贴政策,对企业招录新员工开展的岗前培训按培训后实际就业人数给予培训费用补贴       |
| 7  | 实施企业社保补贴政策,对纺织服装企业新招用的新疆籍员工和新疆四地州享受低保的就业人员,均制定特殊补贴政策 |
| 8  | 支持高标准印染污水处理设施建设,在一定时期内对运营费用给予补贴                      |
| 9  | 加大对新疆地区支持力度,实施更加优惠的政策,在资金安排、项目布局上向南疆地区倾斜             |
| 10 | 加大金融支持力度,研究制定了一系列金融支持新疆纺织服装产业发展的具体措施                 |

资料来源: 新浪网, 信达证券研发中心整理

2013年9月和10月习近平主席分别提出建设“新丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”的战略构想。共建“一带一路”旨在促进经济要素有序自由流动、资源高效配置和市场深度融合,推动沿线各国实现经济政策协调,开展更大范围、更高水平、更深层次的合作,共同打造开放、包容、均衡、普惠的区域经济合作架构。具体来说,目前中国处于产能和外汇资产过剩的局面,而油气、矿产资源又高度依赖进口,中国已与除印度、不丹外的12个陆上邻国解决了边界问题,未划定的中印、中不边界地区也总体保持稳定安宁,边境地区整体状况处于历史最好时期,邻国与中国加强合作的意愿普遍上升。由于我国之前的对外贸易主要是海运,因此实际上“一带一路”着重发展陆路贸易。“一带一路”贯穿亚欧非大陆,一头是活跃东亚经济圈,一头是发达的欧洲经济圈,中间广大腹地国家经济发展潜力巨大。丝绸之路经济带重点畅通三条线,一条经中亚、俄罗斯至欧洲,一条经中亚、西亚至波斯湾、地中海,还有一条至东南亚、南亚、印度洋。由于新疆紧邻中亚,其在“一带一路”战略中占有重要地位。目前中亚有约7000万人口,西亚约3.5亿人口,南亚有约18亿人口,东南亚有约7亿人口,庞大的人口基数以及广阔的发展潜力所带来的消费需求为出口奠定了扎实的基础。由于公司三分之一的产能在新疆,且比重不断加大,因此新疆对于公司发展至关重要。依据欧盟网站报道,2014年欧盟GDP增长1.4%,欧元区增长0.9%,欧洲发达的经济,成熟的消费理念以及作为引领世界时尚的中心也将有利于公司的发展。公司于2015年8月18日公告成立新疆华孚色纺集团有限公司,注册资本达12亿元人民币。公司将整合新疆产能资源、实现规模效应。随着中巴经济走廊建设和新欧铁路线的提速,为公司开拓南亚、中亚与欧洲市场夯实生产基地,提高交付效率。

依据商务部数据,2014年美国GDP增长2.4%,其中四季度占美国GDP三分之二的消费者支出增长4.3%,为2006年初以来的最高水平。目前国际市场需求复苏对公司2015年的营收和利润增速有较大刺激。公司顺应服装个性化、多样化,订单碎片化的趋势,坚持“新色纺新时尚”的品牌主张,抓住美国市场的复苏和其他市场的创新求变的需求,着力彩新产品的研发设计与产能提升,实现上半年彩新产品销量同比增长18.4%,出口营收同比增长39%。公司上半年海外销售比例占销售收入的50%,与去年同期相比大幅增长了14%。公司是国内较早越南投资布局的纺织企业之一,目前越南一期产能6万锭14年底已投入生产,二期6万锭预计将在15年末逐渐投入试生产。公司10月26日公告向越南华孚增资7000万美元,增资后越南华孚注册资本达到1亿美元。短期来看由于TPP协议还需等各国批准方可生效,因此协议对公司2016年影响有限,但是

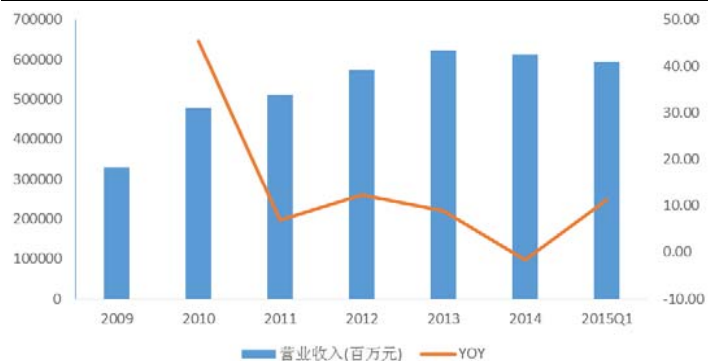
随着 TPP 协议的出台，公司进一步加快东南亚地区的战略布局，规划未来在越南投资建设共计 30 万锭色纺纱，充分利用越南身为 TPP 成员国的优势以及越南相对于国内较低的劳动力成本，同时搭乘“一带一路”的东风，有望加速开拓南亚、中亚、欧洲等国外市场，为公司的业绩提升提供新的增长点。

### 公司三季度盈利增长 46.37%，未来业绩有望继续增长

公司近几年收入持续增长，但是 2014 年净利润大幅下滑，出现了负增长。2015 年前三季度公司实现营收 59.42 亿元，同比增长 11.18%，归母净利润 2.91 亿元，同比增长 46.37%，受益于政府补贴，公司 1-9 月营业外收入 1.89 亿元，扣非净利润为 2.31 亿元，同比增长 28.94%。

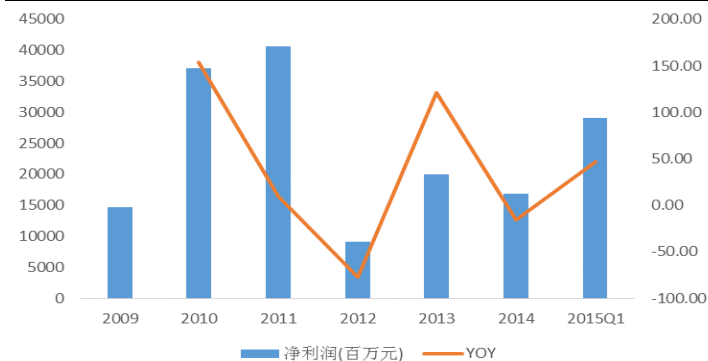
公司投资阿克苏有助于锁定当地优质棉花资源，为公司做主营行业供应链提供了保障，同时由于享受新疆十项优惠政策，公司有望获得 2500-3000 元/吨的净补贴，而依照 2014 年公司约 28000 元/吨的纺纱价格测算，补贴占了纺纱成本的 10%左右公司目前的产能利用率在 80%左右，依据公司在新疆的产能以及未来一段时间内在新疆内的产能扩张，估计 2015 年仅棉花补贴就不少于 1.44 亿元，之后 4 年平均每年有约 6000 万元的补贴增长。三季度报显示公司前三个季度销售、管理和财务费用率较去年同期分别降 0.89、0.31、0.15 个百分点。随着公司整合资源，产生规模效应，我们认为公司的成本还有进一步下降的空间。

图 13: 公司营收有望大幅增长



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 14: 公司净利润有望大幅增长



资料来源: wind, 信达证券研发中心

### 公司业绩弹性大，营业外收入助公司净利润大幅增长

从华孚和百隆的库存来看，华孚的库存一直保持着低增长的态势，而百隆则一直保持着 40%以上的增速，同时三季度报显示

华孚色纺存货规模为 2.24 亿元，较期初降低 10.15%，而百隆东方存货规模为 31.74 亿元，较期初增长 21.38%，因此我们预计今年百隆与华孚的库存量相当。考虑到 2015 年棉价仍处于低位，国内棉花供远大于求的关系在未来较长的一段时间内不会改变，同时华孚比百隆高出近 1 倍的存货周转率，我们预期百隆毛利率将受持续影响，而华孚将首先摆脱国内高价棉的不利影响。同时，从资产周转率来看，华孚的资产周转率远远高于百隆，这使得华孚受棉价波动影响较小。此外，从地域上看，华孚色纺在新疆拥有近 1/3 产能，受益于新疆服装业优惠政策，每年补贴可达上亿元，而百隆东方目前在新疆仅部署了原棉收购及初加工基地，同时受限于其产能，每年获得的补贴非常有限。百隆目前在越南拥有近 1/3 的产能，而鉴于 TPP 协议生效尚需时日，因此我们认为华孚业绩将先于百隆转好。

由于色纺纱作为可替代产品，在棉价较低时色纺纱产品售价同步降低，这有助于其替代普通纱线产品，提高色纺纱在纱线产品中的占比。公司作为色纺纱行业龙头将会从中受益，同时公司毛利率比百隆低，因此毛利率的波动会显著影响公司净利润增速的波动。

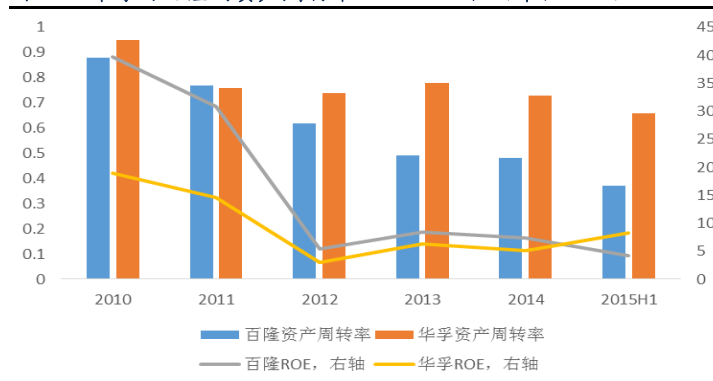
**表 4: 华孚与百隆产销量、库存量及毛利等比较**

时间	2012	2013	2014
<b>华孚色纺</b>			
纺织业产量 (万吨)	13.43	15.54	15.72
纺织业销量 (万吨)	13.27	15.13	15.44
纺织业库存量 (万吨)	3.82	4.22	4.50
纱线毛利 (亿元)	4.82	7.34	6.25
纱线毛利率	10.77%	13.11%	12.39%
每吨纱线毛利额 (万元)	0.36	0.49	0.40
<b>百隆东方</b>			
纺织业产量 (万吨)	9.10	11.10	13.43
纺织业销量 (万吨)	10.11	10.22	12.40
纺织业库存量 (万吨)	1.72	2.60	3.63
纱线毛利 (亿元)	6.69	7.69	9.00
纱线毛利率	17.24%	19.66%	20.25%
每吨纱线毛利额 (万元)	0.66	0.75	0.73

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

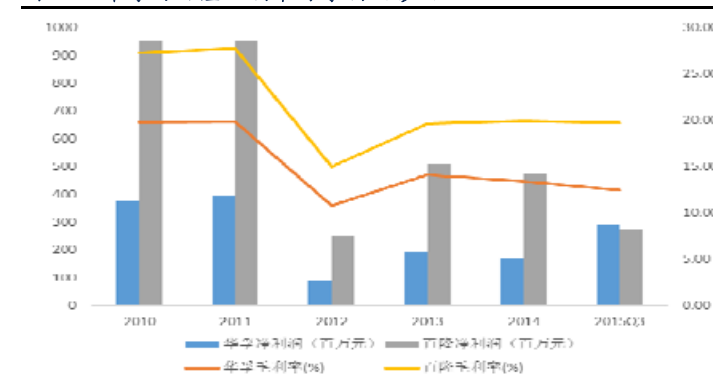


图 15: 华孚与百隆的资产周转率及 ROE 比较 (单位: %)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 16: 华孚与百隆毛利率对净利润影响

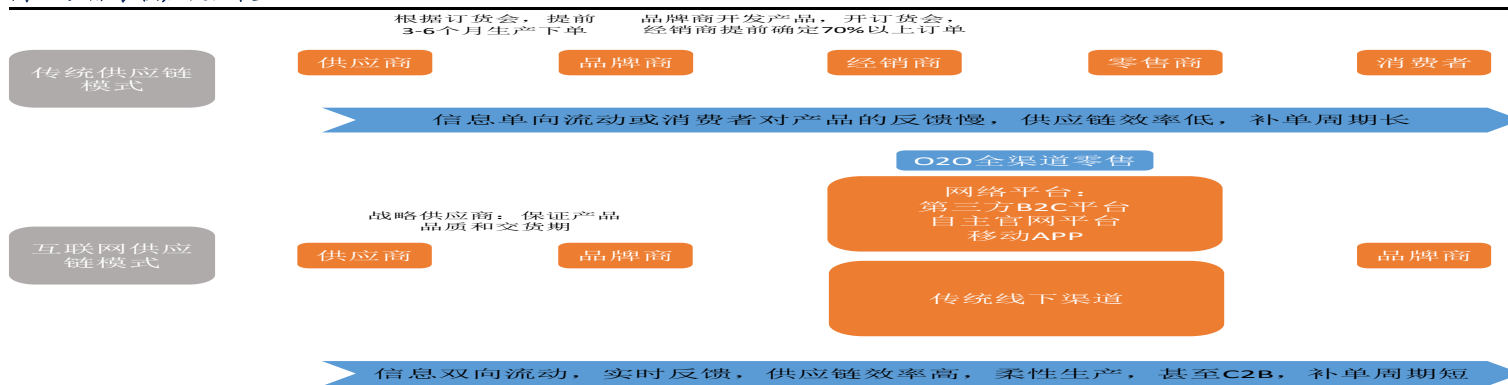


资料来源: wind, 信达证券研发中心

## 布局供应链，打造千亿级别企业

公司于 2015 年 11 月 13 日公告成立深圳华孚网链投资有限公司，注册资本达 5 亿元，旨在原料、纺纱、面料、制衣全产业链供应链布局，积极融入垂直整合服饰电商平台，形成柔性供应链垂直社交生态圈，最终实现从时尚制造商向时尚运营商的转型。上半年公司物料同比增长 42.43%，主要是棉花贸易带来收入的增长。棉花直补政策的到来使得棉价更加市场化，国内棉花更多的流向市场，公司较早的布局新疆，锁定优秀的棉花资源，因原材料采购渠道改变，第三季度预付款科目增加至 0.47 亿元，较期初提高 112.86%，随着上游渠道的稳定，我们认为公司将在棉花贸易上长期受益。虽然目前纺织服装全产业链尚未形成成熟的商业模式，但是从服装业互联网供应链模式来看，其最大的优势在于订单周期较传统供应链短，这有助于公司加快资金周转速度，提升毛利率。从上游棉花市场化带来的成本降低以及棉花贸易的开展，到下游的供应链互联网化带来的高效周转，公司将进一步从百亿级别的时尚制造商向千亿级别的时尚运营商转型。

图 17: 服装供应链比较

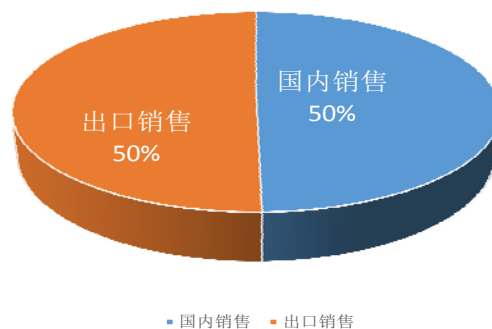


资料来源：Choice，信达证券研发中心

### 汇率波动显著影响公司利润

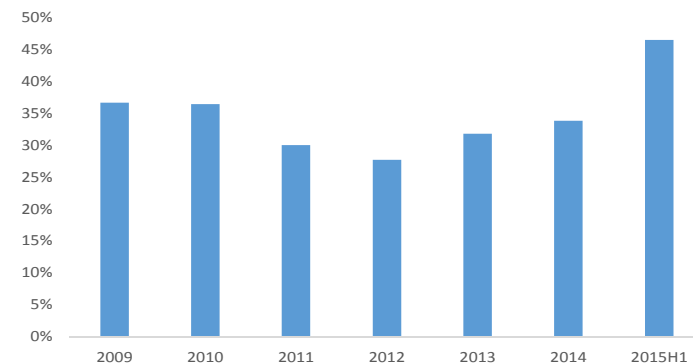
公司的海外销售收入快速增长，中报显示海外收入占比已达 50%，另外，我们了解到公司在国内销售中有 20%销售额采用外币结算。因此，人民币汇率的变化会对公司利润产生显著影响，公司 Q3 由于汇兑损失影响，本期公允价值损益为-504.98 万元，同比降低 139.99%。由于自三季度以来人民币汇率波动较大，我们以 2015 年 1 月 5 日 CFETS 价格为基准，参照 2014 年公司营业收入预测了人民币贬值对公司利润的影响。而随着出口退税率提高，人民币贬值预期持续强化，在一定程度上加强了公司的国际竞争力。

图 18: 2015 中期公司出口销售收入占比 47%



资料来源：公司公告 信达证券研发中心

图 19: 海外销售收入大幅上涨



资料来源：公司公告 信达证券研发中心

表 5: 汇率波动对公司利润影响

出口占比	40%	50%	60%	70%
美元兑人民币价差	收入差额 (百万元人民币)			
1000 基点	39	48	58	68
2000 基点	77	96	116	135
3000 基点	116	145	174	203

资料来源 信达证券研发中心预测

### 高杠杆员工持股彰显公司信心

公司于 2015 年 6 月 30 日完成第一期员工持股计划股票购买, 购买成本 11.47 元/股, 募集资金依照 6:3:1 的比例设立优先级、中间级和劣后级份额, 在目前 A 股市场员工持股变动中杠杆最高。2.1% 的持股比例在员工持股标的中也属于偏高比例。目前股价略高于成本, 公司大股东质押 3000 万股, 按照 150% 的补仓线以及 130% 的平仓线, 公司对应的股价分别为 5.71 元及 4.87 元。考虑到较高的杠杆以及相对较短的锁定期 (一年), 公司对股价有较高的诉求。

## 盈利预测、估值与投资评级

### 盈利预测及假设

主要假设:

(1) 随着新疆补贴政策的实施, 在较长的时间内, 公司有望获得稳定的政府补贴。公司投资新疆阿克苏的产能目前一期已经投产, 二期 36 万锭一年可建成, 三期 55 万锭将在随后三年内建成。随着公司产能不断转移, 新疆棉的占比逐渐增大, 我们假设 2015-2017 年新疆地区产量分别为 5.76 万吨, 10.90 万吨, 13.51 万吨。按照 2500 元/吨的净补贴额算, 新疆 2015-2017 年每年能获得的补贴额达 1.44 亿元、2.47 亿元、2.99 亿元。

(2) 棉花政策的改变令国内棉价走向市场化, 内地棉花价格逐渐与国际棉价挂钩, 供需将是影响国内棉价的主要因素, 我们认为历史上棉价倒挂现象将很难再现。当前棉花的高库存抵消了棉产量走低带来的利好, 棉价的还将持续受压, 大幅上涨的概率较小。同时公司转型供应链企业, 投资新疆, 整合资源, 这有助于公司提升议价能力, 进一步开展棉花贸易, 有效降低成本, 我们假定 2015-2017 年的色纺纱毛利率分别为 13.2%, 14%, 14%。

表 6: 华孚色纺盈利预测

报告期	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
纱线						
收入 (万元)	486,553.41	559,945.81	504,247.09	554,671.80	576,858.67	599,933.02
YOY	-1.3%	15.1%	-9.9%	10.0%	4.0%	4.0%
成本 (万元)	438,338.01	486,558.58	441,774.43	481,534.13	495,980.15	515,819.36
YOY	8.0%	11.0%	-9.2%	9.0%	3.0%	4.0%
毛利 (万元)	48,215.39	73,387.23	62,472.66	73,137.67	80,878.52	84,113.66
YOY	-44.7%	52.2%	-14.9%	17.1%	10.6%	4.0%
毛利率(%)	9.91%	13.11%	12.39%	13.2%	14.0%	14.0%
物料						
收入 (万元)	68,875.19	50,095.68	91,186.39	132,220.27	171,886.35	206,263.61
YOY		-27.3%	82.0%	45.0%	30.0%	20.0%
成本 (万元)	64,660.03	48,918.43	87,434.71	124,157.29	156,438.18	187,725.82
YOY		-24.3%	78.7%	42.0%	26.0%	20.0%
毛利 (万元)	4,215.16	1,177.25	3,751.68	8,062.98	15,448.16	18,537.79
YOY		-72.1%	218.7%	114.9%	91.6%	20.0%
毛利率(%)	6.12%	2.35%	4.11%	6.1%	9.0%	9.0%
其他						
收入 (万元)	17,814.33	13,971.27	17,841.27	22,301.59	24,531.75	26,984.92
YOY		-21.57%	27.70%	25.0%	10.0%	10.0%
成本 (万元)	8,513.08	514.13	2,117.72	2,541.26	2,769.98	3,019.28
YOY		-93.96%	311.90%	20.0%	9.0%	9.0%
毛利 (万元)	9,301.25	13,457.14	15,723.55	19,760.32	21,761.77	23,965.65
YOY		44.68%	16.84%	25.67%	10.13%	10.13%
毛利率 (%)	1.09	26.17%	7.42%	20.0%	10.0%	10.0%
合计						
销售收入 (万元)	573,243	624,013	613,275	709,194	773,277	833,182
YOY	16%	9%	-2%	16%	9%	8%
毛利率 (%)	11%	14%	13%	14%	15%	15%

资料来源 WIND, 信达证券研发中心预测

结合以上假设，我们预测公司 2015-2017 年归母净利润为 5.09、7.27、7.73 亿元，同比增长 201.93%、42.83%、6.37%；EPS 分别为 0.61 元、0.87 元、0.93 元。

## 估值与投资评级

表 7：棉纺类公司估值比较

证券代码	证券简称	股价 (元/股)	2015E 营业收 入(亿元)	2014A 每 股收益(元 /股)	2015E 每 股收益(元 /股)	2016E 每 股收益(元 /股)	2017E 每 股收益(元 /股)	2014A 市 盈率(X)	2015E 市 盈率(X)	2016E 市 盈率(X)	2017E 市盈率 (X)
000726.SZ	鲁泰 A	13.43	62.70	1.00	0.91	1.02	1.20	11	15	13	11
002083.SZ	孚日股份	7.42	48.84	0.08	0.32	0.35	0.38	50	23	21	19
002087.SZ	新野纺织	0.00	30.75	0.16	0.21	0.24	0.27	31	35	31	28
002394.SZ	联发股份	15.16	37.05	0.94	1.05	1.23	1.39	12	14	12	11
601339.SH	百隆东方	7.76	52.83	0.63	0.34	0.43	0.50	16	23	18	16

资料来源 WIND，信达证券研发中心预测，股价为 11 月 30 日收盘价，每股收益及 15 年收入均为 WIND 一致预测值

由于色纺纱有其独特的优势，行业目前尚处于发展阶段，代表了纺织产业未来发展的方向，潜力巨大。华孚色纺作为色纺行业的龙头之一，有着长期稳定发展的良好环境及产业基础。同时随着直补政策的实施，2015 年内外棉价差已经消除，下游企业补库存的需求以及海外需求持续复苏使得订单量和价有所回升，带动公司业绩企稳回升。公司新成立的深圳华孚网链投资有限公司和新疆华孚色纺集团有限公司有助于公司锁定棉花资源，降低成本，提高收益。新疆对服装业的政策使得公司在较长的时间内可以持续而稳定的获得数额不小的营业外收入。相关可比公司 16 年 PE 区间在 12x-35x，考虑到公司作为色纺行业龙头，目前在新疆的产能逐步释放，在同类企业中受益于政策优惠程度最为突出，同时高杠杆员工持股计划带来的对股价较强的诉求，给予公司 2016 年 18xPE，对应目标价 15.66 元，首次覆盖给予“增持”评级。

## 风险因素

1、棉价波动剧烈影响销售订单；2、政策改变影响补贴额；3、人民币汇率波动剧烈；4、海外需求低于预期。

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	4,401.89	5,043.11	5,335.17	5,825.02	6,350.35
货币资金	629.56	1,117.86	778.86	929.70	1,099.40
应收票据	283.81	187.13	308.12	335.96	361.99
应收账款	719.84	671.64	754.33	822.49	886.21
预付账款	324.44	222.05	542.97	584.89	630.75
存货	2,135.35	2,498.35	2,604.82	2,805.91	3,025.93
其他	308.89	346.07	346.07	346.07	346.07
<b>非流动资产</b>	3,516.62	3,817.85	4,257.38	4,594.79	4,947.47
长期投资	23.77	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,962.22	3,127.69	3,171.67	3,410.85	3,642.47
无形资产	375.19	430.12	508.40	584.77	658.74
其他	155.44	260.04	577.32	599.17	646.26
<b>资产总计</b>	7,918.51	8,860.96	9,592.55	10,419.81	11,297.82
<b>流动负债</b>	3,681.04	4,319.04	4,535.78	4,631.20	4,730.80
短期借款	2,592.58	3,047.65	3,047.65	3,047.65	3,047.65
应付账款	519.72	717.25	754.77	813.04	876.79
其他	568.74	554.13	733.36	770.51	806.35
<b>非流动负债</b>	918.10	1,072.29	1,072.29	1,072.29	1,072.29
长期借款	175.85	260.88	260.88	260.88	260.88
其他	742.25	811.42	811.42	811.42	811.42
<b>负债合计</b>	4,599.14	5,391.33	5,608.08	5,703.50	5,803.09
少数股东权益	77.51	76.16	77.85	78.65	79.79
归属母公司股东权益	3,241.87	3,393.47	3,906.63	4,637.66	5,414.94
<b>负债和股东权益</b>	7,918.51	8,860.96	9,592.55	10,419.81	11,297.82

主要财务指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	6,240.13	6,132.75	7,091.94	7,732.77	8,331.82
同比(%)	8.86%	-1.72%	15.64%	9.04%	7.75%
归属母公司净利润	200.27	168.47	508.65	726.52	772.77
同比(%)	120.72%	-15.88%	201.93%	42.83%	6.37%
毛利率(%)	14.11%	13.36%	14.24%	15.27%	15.20%
ROE(%)	6.39%	5.08%	13.94%	17.01%	15.37%
每股收益(元)	0.24	0.20	0.61	0.87	0.93
P/E	52	61	20	14	13
P/B	3.19	3.05	2.65	2.23	1.91
EV/EBITDA	19.17	19.68	12.30	9.60	8.76

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	6,240.13	6,132.75	7,091.94	7,732.77	8,331.82
营业成本	5,359.91	5,313.27	6,082.33	6,551.88	7,065.64
营业税金及附加	36.26	27.77	32.12	35.02	37.73
营业费用	272.43	309.71	242.54	231.98	249.95
管理费用	274.84	320.81	270.20	255.18	274.95
财务费用	195.20	208.59	188.04	215.68	254.24
资产减值损失	15.76	11.61	9.38	10.17	10.97
公允价值变动收益	-5.71	4.61	0.00	0.00	0.00
投资净收益	13.93	37.51	11.38	20.85	23.35
<b>营业利润</b>	93.95	-16.88	278.70	453.70	461.68
营业外收入	148.99	237.65	380.17	482.46	534.60
营业外支出	4.13	6.97	5.99	5.70	6.22
<b>利润总额</b>	238.81	213.80	652.88	930.47	990.06
所得税	50.25	46.68	142.54	203.14	216.15
<b>净利润</b>	188.56	167.12	510.34	727.33	773.91
少数股东损益	-11.71	-1.35	1.69	0.80	1.14
<b>归属母公司净利润</b>	200.27	168.47	508.65	726.52	772.77
EBITDA	715.93	731.03	1,169.11	1,498.52	1,641.29
EPS (摊薄)	0.24	0.20	0.61	0.87	0.93

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	233.37	117.14	601.77	1,031.93	1,146.70
净利润	188.56	167.12	510.34	727.33	773.91
折旧摊销	285.36	302.98	336.09	372.24	416.26
财务费用	191.76	214.25	180.14	195.81	234.97
投资损失	-13.93	-37.51	-11.38	-20.85	-23.35
营运资金变动	-439.44	-544.37	-423.70	-253.77	-267.00
其它	21.07	14.67	10.27	11.16	11.91
<b>投资活动现金流</b>	-143.10	-158.89	-760.63	-685.29	-742.02
资本支出	-120.58	-247.73	-772.01	-706.14	-765.38
长期投资	10.30	51.53	11.38	20.85	23.35
其他	-32.83	37.31	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-155.72	121.47	-180.14	-195.81	-234.97
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	101.28	702.53	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	183.61	196.80	180.14	195.81	234.97
<b>现金净增加额</b>	-76.20	89.67	311.78	150.83	169.70

## 中小企业研究团队

**单丹**，分析师，2012年5月加入信达证券研究开发中心，担任高级销售经理，2014年起从事中小企业研究。曾任职于天相投资顾问有限公司和齐鲁证券研究所，从事汽车行业研究和卖方销售业务，6年行业经验。

**胡申**，分析师，农林经济硕士，2012年2月加盟信达证券研发中心，从事农林牧渔行业研究；2014年起从事中小企业研究。

## 中小企业研究 重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
中南传媒	601098	银河磁体	300127	利亚德	300296	大杨创世	600233	时代出版	600551
长江传媒	600757	银邦股份	300337	澳洋顺昌	002245	双塔食品	002481	新文化	300336
科大讯飞	002230	有研新材	600206	银河电子	002519	大冷股份	000530	苏州固得	002079
中青宝	300052	正海磁材	300224	三泰电子	002312	渤海轮渡	603167	苏大维格	300331
掌趣科技	300315	杰瑞股份	002353	初灵信息	300250	首旅酒店	600258	东方集团	600811
乐视网	300104	富瑞特装	300228	长电科技	600584	中国国旅	601888	精伦电子	600355

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	高放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。