

# 纺织服装

证券研究报告  
2019年01月01日

门店草根调研印证我们此前观点，继续推荐业绩底标的及上游相关标的

投资评级  
行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

本周组合：开润股份/南极电商/百隆东方/水星家纺/歌力思/九牧王/安踏体育，建议关注李宁。

作者  
吕明 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518040001  
lvming@tfzq.com  
郭彬 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517120001  
guobin@tfzq.com  
于健 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518090002  
yujian@tfzq.com

- 高性价比组合：开润股份，南极电商；
- 纺织制造组合：百隆东方，健盛集团；
- 业绩触底组合：水星家纺，歌力思；
- 高景气体育服饰组合：安踏体育，建议关注李宁；
- 高股息率组合：九牧王，华孚时尚、海澜之家、鲁泰 A。

## 行业走势图

1、**行业数据**：本周上证指数下跌-0.89%，申万纺织服装板块下跌-1.12%，板块整体 PE 为 19 倍。个股方面，多喜爱、黑牡丹、南极电商涨幅居服装板块前三；摩登大道、浔兴股份、嘉欣丝绸跌幅居前三。本周是 2018 年最后一周，2018 年全年，申万纺织服装板块涨幅为-34.33%，排名全行业 20。涨幅靠前的标的包括柏堡龙、森马服饰、日播时尚、天创时尚、九牧王、比音勒芬、黑牡丹、鲁泰 A、开润股份、海澜之家。跌幅较多的包括：商赢环球、贵人鸟、振静股份、摩登大道、搜于特等。



资料来源：贝格数据

2、**行业观点**：本周我们发布了 12 家服装门店草根调研的报告——《12 家服装门店草根调研我们看到了什么?》结合本次草根调研，我们认为：

## 相关报告

- 1) 高性价比品牌相较于中高端品牌抗经济周期属性更强，推荐开润股份、南极电商；
- 2) 国产体育服饰行业表现突出，与国际品牌差距越来越小，推荐安踏体育，建议关注李宁；
- 3) 店面形象出色、货品竞争力强的水星家纺、歌力思、太平鸟；
- 4) 暖冬对品牌服装销售有负面影响，上游纺织制造业绩更为稳定，推荐百隆东方、健盛集团。

- 1 《纺织服装-行业专题研究:12 家服装门店草根调研我们看到了什么?》 2018-12-31
- 2 《纺织服装-行业研究周报:暖冬对 12 月服装销售有负面影响，继续推荐高性价比及上游相关标的》 2018-12-24
- 3 《纺织服装行业投资策略》 2018-12-17

此外，我们前期推荐的高股息标的九牧王本周有所调整，我们认为公司基本面无重大变化，继续推荐。

## 3、重点公司推荐：

**开润股份**：1) 18Q3 营收持续高增长，业绩符合预期。18Q1-3 实现营收 14.42 亿元 (+81.7%)，归母净利润 1.28 亿元 (+37.48%)，扣非归母净利润 1.13 亿元 (+35.3%)。传统 B2B 客户预计保持稳定增长为 15-20%；B2C 收入约 70.65 亿 (+111.19%)，Q3 为 2.95 亿 (+106.97%)，持续维持 100%以上增长。2) **B2C**：持续看好公司成长为出行市场细分龙头，18 年有望在核心箱包产品进行迭代及深度扩张。预计未来持续全渠道快速扩张，有望成为业绩增长驱动力之一。预计 18 年 B2C 营收增长 100%以上，净利率 7%左右。2) **B2B**：18 年国内互联网新零售客户逐渐上量贡献营收，老客户结构持续优化，18 年新客户开发有望超市场预期。拟收购印尼优质代工厂，打造东南亚供应链体系，并进入国际运动品牌供应链体系，引入新型客户及开发新品类，精益生产提高效率增强盈利能力，预计未来三年 B2B 收入 CAGR 20%以上。3) 维持 18/19 年净利润至 1.77/2.53 亿，对应 EPS 分别为 0.81/1.16/2.06 元，预计未来三年 CAGR 约 50%。

**南极电商**：1) 18 年前三季度实现营收 20.45 亿元 (+409.20%)；实现归母净利润 4.49 亿元 (+85.01%)。公司前三季度 GMV 持续增长，为 105.4 亿元 (+62.5%)；2) 商业模式越发清晰，马太效应凸显，大规模 GMV 高速增长印证商业模式壁垒。另外，在精细化管理及新品牌新品类的延伸下，受益低线城市消费升级以及对高性价比产品的追求，增长动力强劲，有望成为 A 股最具代表性的高成长新零售公司。3) 维持盈利预测 2018-20 净利润为 8.69/12.51/17.84 亿，预计 EPS 调整为 0.35/0.51/0.73 元，给予公司 2018 年 35 倍估值，维持目标价 12.4 元。

**百隆东方：越南产能稳步释放，净利率不断提升**

公司越南产能预计快速稳定释放，海外高盈利能力随产能占比增加有望带动整体净利率持续提升，同时国内订单趋稳下越南订单有望超预期。

**需求：公司订单增长：**1、头部客户（申洲国际等）订单集中度有望提升；2、受中美贸易战影响，公司越南工厂直接出口优势及国际客户（尤其是美国）订单有向海外转移趋势导致海外订单供不应求，订单量有望超预期。3、国内订单基本稳定，虽然出口海外的国际客户订单部分转移，但公司积极开发下游国内品牌客户，同时国内品牌由于供应商集中趋势明显，会加强对色纺纱细分龙头的采购，综合来看公司在国内能够补充转移后的订单需求缺口，预计基本稳定。

**供给：**1、量：随着越南B区纱线生产项目逐步投产，公司产能逐步得到释放，预计18-20年越南产能增速预计为40%/29%/22%；国内产能基本保持平稳；预计18年-20年公司总产能分别为140/160/180万锭，总产能增速预计为17%/14%/13%，到2022年越南产能占比有望超过2/3。2、价：棉价预计稳中有升，库存充足，经过年报库存数据的计算，我们预计公司储备了7-8月棉花用量，毛利率预计平稳上升。

**盈利能力：**越南税收优惠、贸易环境良好、成本优势等因素驱动下，18H1公司越南工厂净利率高于国内工厂净利率约6%超预期，预计随越南产能占比提升，拉动公司整体净利率上升，ROE持续提升。

**核心竞争优势：**进入头部客户供应链，稳定增长；越南产能具备规模及先发优势，政策红利对于后入者逐渐减少；资本支出持续投入提升技术优势。

**扰动因素：**人民币贬值，报表端增加营收和利润规模，促进出口；公司有约1亿美元净资产，汇兑损失变为收益，降低财务费用，增加利润弹性。

**水星家纺：**1) 18年前三季度，实现营收18.03亿元(+13.62%)，归母净利润1.81亿元(+15.22%)，营收符合我们预期，净利润略低于预期。其中Q3单季度实现营收6.43亿元(+8.72%)，净利润0.61亿元(+5.56%)；

2) 线下：根据我们估算，18年前三季度预计增长21%左右，其中，Q1同增25%，Q2同增25%+，Q3同增14.3%。Q3线上渠道占比下降至25%；

3) 线上：根据我们估算，前三季度公司线上渠道实现低个位数增长，增速在2%左右。其中Q1估算同增24%，Q2略降，Q3同降5.4%。

4) 18年全年预计线下渠道实现增长15%-20%。预计线上渠道增长5%-10%。

5) 考虑到公司前三季度利润略低于预期，同时由于线上电商业务在高基数的背景下，又受到低价电商品牌的积压，中短期将会受到波动，下调18-20年盈利预测，预计18-20年净利润分别为3.03/3.60/4.26亿元（原值为3.14/3.77/4.54亿元），EPS为1.14/1.36/1.61元，目标价22.8元。

**风险提示：**终端需求疲软，库存风险，行业回暖、调整不达预期。

**重点标的推荐**

股票 代码	股票 名称	收盘价 2018-12-27	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
300577.SZ	开润股份	30.86	买入	0.61	0.81	1.16	2.06	50.59	38.10	26.60	14.98
002127.SZ	南极电商	7.26	买入	0.22	0.35	0.51	0.73	33.00	20.74	14.24	9.95
601339.SH	百隆东方	5.41	买入	0.33	0.42	0.51	0.59	16.39	12.88	10.61	9.17
603558.SH	健盛集团	10.76	买入	0.00	0.51	0.65	0.78		21.10	16.55	13.79
603365.SH	水星家纺	15.17	买入	0.97	1.14	1.36	1.61	15.64	13.31	11.15	9.42
603808.SH	歌力思	16.10	买入	0.90	1.11	1.31	1.60	17.89	14.50	12.29	10.06

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS，收盘价及市值截至12月27日

## 1. 本周观点：门店草根调研印证我们此前观点，继续推荐业绩底标的及上游标的

### 1.1. 12 家服装门店草根调研我们看到了什么？

#### 1.1.1、调研背景

自 18 年下半年以来，由于社零数据持续走弱，叠加 17 年“冷冬”高基数影响，市场对于品牌服饰的销售情况存在疑虑。我们在跟踪行业发展动态的同时，希望通过草根调研，能够深入了解品牌的销售情况，解答投资者所关心的问题。

#### 1.1.2、我们得到了什么结论？

1) 我们认为国内中高端品牌短期内将持续承压，仍看好歌力思。

从商场角度来看，由于负财富效应、及顾客对于中高端产品的消费偏好减弱等因素，国内顶级商场 SKP 的流量增长有限，18 年促销力度高于往年。其次，我们走访的中高端品牌普遍反映销售相比往年稍显乏力，如 18 年“两万元单”较少；另外，部分品牌销售人员反映预计 2019 年产品价格可能会略微下调，以应对消费疲软的趋势。由此我们认为国内中高端品牌未来在量价上将持续承压，但歌力思表现相对优异。

2) 运动服饰行业质地较好，国内运动品牌升级较为明显，与国外运动品牌差距很小，推荐安踏，建议关注李宁。

运动服饰行业的受到消费疲软的影响较小，景气度依旧较高。我们通过走访李宁的门店发现，18 年李宁王府井门店的同店增长在 15%-20%。

同时，从门店设计、商品陈列、产品和服务等方面来看，我国国内运动品牌的升级效果明显，与国外竞品品牌的差距很小，竞争力逐步提升。

3) 天气因素对于品牌服饰的销售仍有较大的影响，今年冬装销售稍显乏力。

18 年冬季，由于受到厄尔尼诺效应的影响，冬季到来较晚，影响冬装销售。如海澜之家门店 12 月由于月初降温，促进了冬装的销售，但月中气温有所回升，对于产品的销售带来了一定的影响。

4) 太平鸟 TOC 系统应用成熟，门店库存管理效率显著提升，达到行业领先水平。

2017 年秋冬季公司从男装品牌首先引入 TOC 管理模式，实现售罄率、存货管理、及折扣率等方面的质的改变。TOC 系统会对店铺的销售进行实时监控，“销一补一”即当天销售一件产品，系统会自动下达补货指令，补货一件产品；若产品畅销，将会补货 4-5 件，保证库存。目前太平鸟君太百货男装门店 TOC 系统已经应用一年多的时间，目前库存 1200 多件，而未使用 TOC 的品牌门店库存在 3000 件左右；通州万达童装门店在使用 TOC 之前每款产品压货十几件左右，季度退货 20 箱左右；引入 TOC，目前每种商品库存约为 2 件。当前每季产品退货率约 15%，并呈逐渐下降的趋势，每季度退货约 7-8 箱。TOC 对于品牌的供应链管理、存货周转等方面成效显著。

#### 1.1.3、我们还学习了很多终端门店管理知识！

通过走访各品牌的门店，以及和品牌督导、店长店员的交流，我们也发现了线下门店的形象、管理及服务等方面正逐步升级，我们认为主要有以下几点：

1) 门店位置：大多选择在购物中心、核心商业街及百货商场中，新开店多在郊区大型购物中心内；传统百货店也正在积极“购物中心化”；核心商圈的街边店仍有价值。

2) 门店形象：品牌服饰的门店形象逐步升级，提升品牌形象，增强进店吸引力。

3) 店员情况：由于消费持续走弱，门店为控制成本，对于员工人数也进行了控制。

4) 管理方面：品牌采用大区督导的方式，管理、监督、考核区域内的门店销售。

- 5) 提高坪效的指标：连带率、客单价、会员数等，同时也是公司对门店的考核指标。
- 6) 存货及周转：品牌服饰门店的周转速度较快，一般实行周补制。
- 7) 上新速度在半月左右，部分品牌速度更快；存货的折扣率平均在 7-8 折左右。

#### 1.1.4、推荐标的

结合本次草根调研，我们认为：

- 1) 高性价比品牌相较于中高端品牌抗经济周期属性更强，推荐开润股份、南极电商；
- 2) 国产体育服饰行业表现突出，与国际品牌差距越来越小，推荐安踏体育，建议关注李宁；
- 3) 店面形象出色、货品竞争力强的水星家纺、歌力思、太平鸟；
- 4) 暖冬对品牌服装销售有负面影响，上游纺织制造业绩更为稳定，推荐百隆东方、健盛集团。

此外，我们前期推荐的高股息标的九牧王本周有所调整，我们认为公司基本面无重大变化，继续推荐。

## 1.2. 推荐标的简述

本周组合：开润股份/南极电商/百隆东方/水星家纺/歌力思/九牧王/安踏体育，建议关注李宁；

- 高性价比组合：开润股份，南极电商；
- 纺织制造组合：百隆东方，健盛集团；
- 业绩触底组合：水星家纺，歌力思；
- 高景气体育服饰组合：安踏体育，建议关注李宁
- 高股息率组合：九牧王，华孚时尚，海澜之家，鲁泰 A。

图 1：重点标的情况梳理（1）

证券简称	18年最新数据情况	收盘价 2018/12/28	预测18年 净利润 (百万元)	预测19年 净利润 (百万元)	18-19 净利润 CAGR	预测PE 2018	预测PE 2019	总市值 (亿元)
开润股份	<p>开润股份：1) 营收持续高速增长，业绩符合预期。18Q1-3实现营收14.42亿元(+81.7%)，归母净利润1.28亿元(+37.48%)，扣非归母净利润1.13亿元(+35.3%)。传统B2B客户预计保持稳定增长为15-20%；B2C收入约70.65亿(+111.19%)，Q3为2.95亿(+106.97%)，持续维持100%以上增长。2) B2C：持续看好公司成长为出行市场细分龙头，18年有望在核心箱包产品进行迭代及深度扩张。预计截止Q3，各渠道占比为：小米70%左右，京东/天猫各不到10%，团购不到10%，剩下是其他渠道。预计未来持续全渠道快速扩张，有望成为业绩增长驱动力之一。预计18年润米整体营收增长100%+，净利率6%-7%。2) B2B：18年国内互联网新零售客户逐渐上量贡献营收，老客户结构持续优化，18年新客户开发有望超市场预期。拟收购印尼优质代工厂，打造东南亚供应链体系，并进入国际运动品牌供应链体系，引入新型客户及开发新品类，精益生产提高效率增强盈利能力，预计未来三年B2B收入CAGR 20%+。3) 维持买入评级。维持18-20年预测为0.81/1.17/2.07元，18/19年净利润约1.77/2.53亿，预计未来三年CAGR达50%。</p>	31.18	176.6	252.7	37.6%	38.4	26.8	67.85
南极电商	<p>1) 公司公布三季报：18Q1-Q3实现营收20.44亿元(+409%)，归母净利4.49亿元(+85%)，符合市场预期。剔除并表主营业务收入5.2亿元(+30%)。Q3单季度收入8.11亿(+441%)，净利润1.58亿元(+52.7%)，主营业务收入1.92亿(+28%)。我们估算货币化率在4.1%-4.5%之间，环比中报水平或有所提升，较同期略有下降，我们判断货币化率变动与扶持新品类、新渠道；终端零售价格提升和GMV与收入确认时间的错配有关，波动程度在合理区间。我们维持预计2018年公司GMV规模将达到202亿，2019年GMV规模将达到298亿元。2) 商业模式越发清晰，马太效应凸显，大规模GMV高速增长印证商业模式壁垒。另外，在精细化管理及新品类新品牌的延伸下，受益低线城市消费升级以及对高性价比产品的追求，增长动力强劲，有望成为A股最具代表性的高成长新零售公司。3) 维持盈利预测2018-20净利润为8.69/12.51/17.84亿，对应EPS为0.35/0.51/0.73元，给予公司2018年35倍估值，维持目标价12.4元。</p>	7.52	868.6	1,251.3	55.5%	21.3	14.8	184.61
百隆东方	<p>1) 公司公布前三季度业绩公告，实现营收45.58亿元(-0.1%)，实现归母净利润4.65亿元(20.1%)；其中Q3单季度实现营收16.15亿元(+7.5%)，实现归母净利润1.39亿元(+76.9%)；三季度公司业绩持续改善，主要系三季度越南产区部分产能投产，人民币贬值使汇兑收益提高增厚三季度净利润。2) 产能陆续释放：公司作为色纺纱龙头企业之一，目前拥有140万锭纺纱产能。其中，国内产能和海外产能各70万锭，未来产能释放我们认为主要在越南产区。公司在2013年布局越南建厂，目前越南A区实现满产，产能为50万锭；越南B区有20万锭产能，预计19年4月和三季度分别释放10万锭产能，剩余10万锭产能预计可以在2020年实现投产。3) 原材料价格预计温和上行，使产品价格有所上涨。虽然自三季度开始，我国棉花价格持续走低，但由于国内棉花缺口仍旧存在，需要进口国外棉花弥补不足，这将带动外棉价格上涨，由此我们预计今年棉价将温和上涨。</p>	5.53	635.4	760.5	24.9%	13.1	10.9	82.95
健盛集团	<p>1) 公司公布前三季度业绩公告，实现营收11.44亿元(+50.39%)，实现归母净利润1.74亿元(+63.66%)，符合预期。其中Q3单季度实现营收3.88亿元(+28.87%)，实现归母净利润6310万元(+53.77%)。2) 国内改造完成，越南产能释放效果逐步显现，推动棉袜主业业绩增长。国内产能方面，杭州基地已建成，江山未来产能集中在健盛产业园，产量预计维稳。另一方面，公司主要发展棉袜业务，丝袜业务不再加大投入。国外产能方面，公司于2013年开始布局海外生产基地，拟建设2.3亿双棉袜生产及产业链配套项目，目前三个生产项目均已开始有效运营。3) 订单全球化布局，结构调整改善盈利。国外市场方面，积极开发新客户，调整客户订单组合提升毛利。国内市场方面，建设自有品牌jason home，高质量+低价格打造核心竞争力。同时进一步加强与渠道商的合作，与都市丽人签署框架协议，强强联合互利共赢。4) 并表俏尔婷婷，产业并购推动业绩增长。考虑到俏尔婷婷上虞和贵州产能稳步增加，预期可兑现收购时业绩承诺。5) 近年来袜业行业持续增长，公司受业绩于行业发展；另外，国内外产能释放为公司业绩提供持续增长动力。预计公司18—20年EPS为0.51/0.65/0.78元(18/19年原值为0.70/0.93)，对应PE为17/13/11倍。</p>	10.85	213.7	270.9	43.5%	21.1	16.7	45.17

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：收盘价及市值截至12月28日

图 2：重点标的情况梳理（2）

证券简称	18年最新数据情况	收盘价 2018/12/21	预测18年 净利润 (百万元)	预测19年 净利润 (百万元)	18-19 净利润 CAGR	预测PE 2018	预测PE 2019	总市值 (亿元)
水星家纺	<p>1) 公司公布18年三季度报告，实现营收18.03亿元（+13.62%），归母净利润1.81亿元（+15.22%），营收符合我们预期，净利润略低于预期。其中Q3单季度实现营收6.43亿元（+8.72%），净利润0.61亿元（+5.56%）；</p> <p>2) 线下：根据我们估算，18年前三季度预计增长21%左右，其中，Q1同增25%，Q2同增25%+，Q3同增14.3%。Q3线上渠道占比下降至25%；</p> <p>3) 线上：根据我们估算，前三季度公司线上渠道实现低个位数增长，增速在2%左右。其中Q1估算同增24%，Q2略降，Q3同降5.4%。</p> <p>4) 18年全年预计线下渠道实现增长15%-20%。预计线上渠道增长5%-10%。</p> <p>5) 考虑到公司前三季度利润略低于预期，同时由于线上电商业务在高基数的背景下，又受到低价电商品牌的积压，中短期将会受到波动，下调18-20年盈利预测，预计18-20年净利润分别为3.03/3.60/4.26亿元（原值为3.14/3.77/4.54亿元），EPS为1.14/1.36/1.61元，目标价22.8元。</p>	14.93	302.8	359.9	18.3%	13.2	11.1	39.81
歌力思	<p>Q3以来，预计主品牌同店高单位数，EDHARDY双位数增长，多品牌开店落地迅速。预计前三季度收入及业绩增速25%~30%。</p> <p>业绩方面，18H1公司的回款增长或者直营同店增长基本保持稳定，主要系客群较为稳定，品牌忠诚度所致。若主品牌同店持续增长，加之Ed Hardy收入及增长预期维稳；Laurel渠道数量增加，收入稳定性提高；IRO品牌逐步落地，增速规模持续提升；则业绩有望增长；</p> <p>营运能力方面，公司存货天数、应收账款周转天数较17H1有所下降，经营效率时序提升，多角度验证公司系统化及精细化运营初步取得成效。</p>	16.24	373.9	440.2	20.7%	14.6	12.4	54.73
太平鸟	<p>1) 公司前三季度实现营收48.88亿元（+13.14%）；归母净利润28.23亿元（+69.72%）</p> <p>2) 开店情况：9月份净开店150左右，7-8月份30家左右，Q3整体净开1-200家。10-11月预计每个月100家左右，12月份50-100家，预计H2净开350的目标可以达成；</p> <p>3) 十一黄金周情况：线上个位数增长，线下小幅下滑。1-7号除了第一天较好，其余天数可比负增长。</p> <p>4) 三季度业绩指引：收入端来看，零售额Q3增速低于Q2，但是营收不一定较Q2弱，总体来说全年84亿营收目标有一定压力。利润端来看，如果刨除激励费用的1000-2000万，达到6.3亿的预算目标压力不大。</p> <p>4) 维持买入评级，目标价34.50元。考虑到公司终端销售情况良好，渠道和品牌调性调整期已过，未来几年将享受增长红利，我们预计18-20年实现净利润6.3/8.5/10.2亿；18-20年EPS为1.31/1.77/2.13元。给予18年25倍估值，对应目标价32.75元。</p>	18.79	631.3	850.5	36.5%	14.3	10.6	90.33

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：收盘价及市值截至12月28日

图 3：重点公司估值情况概览

证券简称	预测PE 2018	预测PE 2019	2018-2019 净利润 CAGR	预测净利润 增长率 2018	预测净利润 增长率 2019	净利润 2017 (百万元)	预测净利润 均值2018 (百万元)	预测净利润 均值2019 (百万元)	预测净利润 均值2020 (百万元)	总市值 (亿元)
太平鸟*	14.3	10.6	36.5%	38.4%	34.7%	456.3	631.3	850.5	1,022.5	90.3
水星家纺*	13.2	11.1	18.3%	17.6%	18.9%	257.3	302.8	359.9	426.3	39.8
安正时尚*	12.0	9.2	31.2%	32.0%	30.4%	273.1	360.4	470.1	573.1	43.3
歌力思*	14.6	12.4	20.7%	23.7%	17.7%	302.3	373.9	440.2	539.2	54.7
搜于特	9.6	8.5	18.3%	23.7%	13.1%	612.8	758.3	857.9	925.5	72.7
华孚时尚*	9.6	7.7	25.4%	27.1%	23.8%	677.4	861.1	1,065.6	1,244.1	82.5
健盛集团*	21.1	16.7	43.5%	84.6%	33.6%	131.5	213.7	270.9	324.3	45.2
南极电商*	21.3	14.8	53.0%	62.6%	44.1%	534.3	868.6	1,251.3	1,783.9	184.6
开润股份*	38.4	26.8	37.6%	32.4%	43.1%	133.4	176.6	252.7	449.0	67.9
比音勒芬*	23.2	17.0	40.6%	45.0%	36.4%	180.2	261.3	356.3	464.1	60.6
森马服饰*	15.3	12.6	29.3%	38.3%	21.0%	1,137.9	1,573.5	1,903.9	2,298.8	240.8
海澜之家*	10.7	9.9	7.5%	6.5%	8.6%	3,328.9	3,545.3	3,849.9	4,309.4	381.0
百隆东方*	13.1	10.9	24.9%	30.3%	19.7%	487.7	635.4	760.5	890.7	83.0
罗莱生活*	11.9	10.0	23.4%	28.6%	18.4%	427.9	550.2	651.3	763.8	65.3
维格娜丝	9.3	7.8	31.5%	43.7%	20.3%	189.9	273.0	328.4	393.7	25.5
天创时尚	16.7	14.1	34.1%	52.4%	18.0%	187.9	286.4	338.0	376.6	47.7
朗姿股份	13.9	12.2	24.1%	34.3%	14.7%	187.6	251.9	288.9	341.6	35.1
新野纺织	7.6	6.4	24.6%	29.7%	19.6%	292.2	379.0	453.2	540.6	28.8
七匹狼	13.3	11.8	12.2%	11.6%	12.7%	316.6	353.4	398.3	435.0	46.9
富安娜	11.2	9.7	17.1%	18.5%	15.7%	493.5	584.5	676.5	773.4	65.4
九牧王	13.8	12.6	10.8%	11.6%	10.0%	494.1	551.3	606.6	676.2	76.1
孚日股份	9.9	9.0	10.3%	10.3%	10.4%	410.2	452.5	499.5	558.5	44.8
伟星股份	13.6	12.1	9.7%	7.0%	12.6%	364.6	390.0	439.0	492.0	53.2
拉夏贝尔*	7.2	6.6	11.6%	13.8%	9.5%	498.5	567.2	621.1	635.9	41.0
鲁泰A*	9.6	8.8	6.6%	4.0%	9.2%	841.2	875.2	955.5	1,071.8	83.8
航民股份	9.7	8.9	9.2%	10.2%	8.3%	573.6	631.8	684.3	748.7	61.0
雅戈尔	15.4	13.9	150.0%	461.8%	11.3%	296.7	1,667.0	1,855.0	0.0	257.5
探路者	47.0	35.5	-	-173.1%	32.3%	-84.9	62.0	82.0	0.0	29.1
奥康国际	15.5	14.3	-	15.2%	8.8%	226.5	261.0	284.0	0.0	40.5
联发股份	8.5	8.4	3.9%	6.6%	1.3%	360.3	384.0	389.0	414.0	32.6
汇洁股份	16.2	12.6	5.6%	-13.6%	29.2%	222.3	192.0	248.0	272.0	31.1

资料来源：Wind、天风证券研究所

备注：1) 市值截至时间 2018 年 12 月 28 日；

2) 表中\*为重点覆盖标的，盈利预测来源于报告；未标\*公司盈利预测均来源于 Wind 资讯 2018-2019 净利润预测的均值；

## 2. 近期报告回顾

### 2.1. 《12 家服装门店草根调研我们看到了什么?》

#### 1、调研背景

自 18 年下半年以来，由于社零数据持续走弱，叠加 17 年“冷冬”高基数影响，市场对于品牌服饰的销售情况存在疑虑。我们在跟踪行业发展动态的同时，希望通过草根调研，能够深入了解品牌的销售情况，解答投资者所关心的问题。

#### 2、我们得到了什么结论?

##### 1) 我们认为国内中高端品牌短期内将持续承压，仍看好歌力思。

从商场角度来看，由于负财富效应、及顾客对于中高端产品的消费偏好减弱等因素，国内顶级商场 SKP 的流量增长有限，18 年促销力度高于往年。其次，我们走访的中高端品牌普遍反映销售相比往年稍显乏力，如 18 年“两万元单”较少；另外，部分品牌销售人员反映预计 2019 年产品价格可能会略微下调，以应对消费疲软的趋势。由此我们认为国内中高端品牌未来在量价上将持续承压，但歌力思表现相对优异。

##### 2) 运动服饰行业质地较好，国内运动品牌升级较为明显，与国外运动品牌差距很小，推

荐安踏，建议关注李宁。

运动服饰行业的受到消费疲软的影响较小，景气度依旧较高。我们通过走访李宁的门店发现，18 年李宁王府井门店的同店增长在 15%-20%。

同时，从门店设计、商品陈列、产品和服务等方面来看，我国国内运动品牌的升级效果明显，与国外竞品品牌的差距很小，竞争力逐步提升。

3) 天气因素对于品牌服饰的销售仍有较大的影响，今年冬装销售稍显乏力。

18 年冬季，由于受到厄尔尼诺效应的影响，冬季到来较晚，影响冬装销售。如海澜之家门店 12 月由于月初降温，促进了冬装的销售，但月中气温有所回升，对于产品的销售带来了一定的影响。

4) 太平鸟 TOC 系统应用成熟，门店库存管理效率显著提升，达到行业领先水平。

2017 年秋冬季公司从男装品牌首先引入 TOC 管理模式，实现售罄率、存货管理、及折扣率等方面的质的改变。TOC 系统会对店铺的销售进行实时监控，“销一补一”即当天销售一件产品，系统会自动下达补货指令，补货一件产品；若产品畅销，将会补货 4-5 件，保证库存。目前太平鸟君太百货男装门店 TOC 系统已经应用一年多的时间，目前库存 1200 多件，而未使用 TOC 的品牌门店库存在 3000 件左右；通州万达童装门店在使用 TOC 之前每款产品压货十几件左右，季度退货 20 箱左右；引入 TOC，目前每种商品库存约为 2 件。当前每季产品退货率约 15%，并呈逐渐下降的趋势，每季度退货约 7-8 箱。TOC 对于品牌的供应链管理、存货周转等方面成效显著。

3、我们还学习了很多终端门店管理知识！

通过走访各品牌的门店，以及和品牌督导、店长店员的交流，我们也发现了线下门店的形象、管理及服务等方面正逐步升级，我们认为主要有以下几点：

- 1) 门店位置：大多选择在购物中心、核心商业街及百货商场中，新开店多在郊区大型购物中心内；传统百货店也正在积极“购物中心化”；核心商圈的街边店仍有价值。
- 2) 门店形象：品牌服饰的门店形象逐步升级，提升品牌形象，增强进店吸引力。
- 3) 店员情况：由于消费持续走弱，门店为控制成本，对于员工人数也进行了控制。
- 4) 管理方面：品牌采用大区督导的方式，管理、监督、考核区域内的门店销售。
- 5) 提高坪效的指标：连带率、客单价、会员数等，同时也是公司对门店的考核指标。
- 6) 存货及周转：品牌服饰门店的周转速度较快，一般实行周补制。
- 7) 上新速度在半月左右，部分品牌速度更快；存货的折扣率平均在 7-8 折左右。

4、推荐标的

结合本次草根调研，我们认为：

- 1) 高性价比品牌相较于中高端品牌抗经济周期属性更强，推荐开润股份、南极电商；
- 2) 国产体育服饰行业表现突出，与国际品牌差距越来越小，推荐安踏体育，建议关注李宁；
- 3) 店面形象出色、货品竞争力强的水星家纺、歌力思、太平鸟；
- 4) 暖冬对品牌服装销售有负面影响，上游纺织制造业绩更为稳定，推荐百隆东方、健盛集团。

风险提示：本次调研仅为北京地区品牌门店情况，不能完全反应公司整体经营情况。

（摘自 12 月 31 日发布的报告《12 家服装门店草根调研我们看到了什么?》）

## 2.2. 开润股份：收购 NIKE 印尼代工厂，为 B2B 业务发展提供新增长点

一、事件：开润股份于 2018 年 10 月 26 日与王贻卫、BillionIslands Ltd.、White Angel Ltd. 签署《股权转让协议》。拟通过上市公司名义或上市公司附属机构名义以 2,280 万美元受让乙方持有的 PT. Formosa Bag Indonesia、PT. Formosa Development 的 100% 股权。

二、收购标的介绍：本次收购标的业务为 OEM（代工工厂）客户，大多数为北美客户，最主要的客户是 NIKE 公司。市场分布全球，主要包括：欧洲、美洲及亚太地区。我们预计开润股份接手收购标的后，会改善收购标的的运营状况，通过扩产能提高收入，提高效率、控制费用等提高盈利能力。

### 三、收购标的对开润股份影响分析

1、进入世界一线运动品牌客户的供应商体系，有利于开启运动服饰领域新增长点。开润股份在收购标的公司前，B2B 业务主要为：以联想、DELL、惠普为代表客户的电脑包 ODM 业务；以迪卡侬为代表客户的户外包 ODM 业务；以名创优品、网易严选为代表的新零售客户箱包的 ODM 业务。此次收购，相当于开润直接拿到了 NIKE 供应商的“牌照”。因此，我们认为此次切入到 NIKE 箱包全球供应商体系，有利于开润 B2B 业务开拓运动休闲领域的新客户。运动服饰行业是纺织服装增速较快的子行业之一，且 NIKE 是运动服饰行业龙头，如果成为 NIKE 供应商，预计对开发运动服饰类的新客户有较大帮助，成为开润 B2B 业务新增长点。

2、享受关税优惠及降低人力成本，提高公司产品竞争力，并提升产品盈利空间。印尼政局稳定、经济发展迅速、市场化程度较高、其地理位置控制着关键的国际海洋交通线，并拥有丰富的自然资源、较为廉价的劳动力以及优惠的税收政策。

3、进一步完善海外布局，逐渐迈向东南亚地区出行消费品制造产业纵向一体化。印尼人口众多，是非常具有潜力的消费市场，本次收购将为打通东南亚地区上游产业链、实现纵向一体化的发展策略进行铺垫。

4、有利于提高 B2B 业务盈利水平。开润 B2B 业务 18 年开发的新零售客户，毛利率、净利率均较低，而一般国际品牌的 ODM 代工厂净利率较高，例如健盛集团，2018 年前三季度净利率为 15%，申洲国际 2018 年上半年净利率为 23.5%。本次收购利于改善开润 B2B 业务的盈利能力。

### 三、消费疲弱环境下，继续看好开润股份受益于高性价比的消费趋势。

1) B2C：持续看好公司成长为出行市场细分龙头，18 年有望在核心箱包产品进行迭代及深度扩张。预计未来持续全渠道快速扩张，有望成为业绩增长驱动力之一。预计 18 年 B2C 营收增长 100% 以上，净利率 7% 左右。2) B2B：18 年国内互联网新零售客户逐渐上量贡献营收，老客户结构持续优化，18 年新客户开发有望超市场预期。收购印尼优质代工厂，打造东南亚供应链体系，并进入国际运动品牌供应链体系，引入新型客户及开发新品类，精益生产提高效率增强盈利能力，预计未来三年 B2B 收入 CAGR 20% 以上。维持买入评级。维持公司 18/19/20 年净利润 1.8/2.5/4.5 亿，由于公司回购股份导致股本变动，使 18-20 年 EPS 为 0.81/1.16/2.06 元（原值为 0.81/1.17/2.07 元），预计未来三年 CAGR 达 50%。

风险提示：海外政治风险、海外收购标的的经营不及预期、收购进展不及预期。

（摘自 12 月 30 日发布的报告《收购 NIKE 印尼代工厂，为 B2B 业务发展提供新增长点》）

## 2.3. 安踏体育：八大问题梳理重量级交易——安踏收购亚玛芬点评

**事件：**安踏体育 12 月 7 日公告，安踏体育用品有限公司、FV Fund 和 Anamered Investments Incorporation（合称“财团”）与 Amer Sports Oyj（亚玛芬体育）签署了合并协议，在合并协议的条款与条件的约束下，财团将发起自愿性的受到推荐的公开现金收购要约，收购亚玛芬体育（始祖鸟母公司）的全部已发行流通股份。安踏领头财团以要约价 40 欧元/股现金收购，总收购价 46 亿欧元，交易规模预计 26 亿欧元。未来 Amer 仍将由原有团队将保持独立的运营。本次交易规模 26 亿欧元，其中安踏出资 15 亿欧元左右。交易完成后，安

踏体育持股 58%、方源资本和 Anamerred Investments (Lululemon 创始人 Chip Wilson 拥有) 各占 21%，腾讯通过方源资本参与。

#### 我们的观点：

**安踏及财团有望为 Amer 旗下各品牌在供应链、渠道及零售运营方面提供支持协同。**亚玛芬体育旗下主要始祖鸟，萨洛蒙等在中国国内的竞争优势并不明显。安踏收购完成后将分享中国国内的供应链、渠道、研发以及零售运营方面的资源与经验，实现强强联合的协同效应。Anamerred 的合作也有利于 lululemin 的品牌管理经验分享促进 AMER 的北美销售，提供诸多协同。

保持原有经营团队，有利于延续旗下各品牌运营的稳定性。未来亚玛芬将以独立公司的形式运营，其管理团队也将继续保留，继续由原 CEO 领导，有利于旗下品牌的稳定运营和平稳过渡。未来其品牌的发展方向也将更加趋向长期目标。

**收购亚玛芬体育极大的扩充了安踏的品牌与品类版图，并且为品牌进一步国际化打下基础。**亚玛芬体育旗下拥有越野跑鞋、高山滑雪装备、超高端户外服装、越野滑雪器具、自行车轮、网球、棒球足球篮球、滑雪板、运动手表和商用健身机械等品类。极大的扩充的安踏的品类和品牌版图，旗下各品牌在海外运营良好，有利于安踏积累海外运营的经验与资源，为品牌国际化打下基础。

**看好多品牌战略继续发力，维持业绩预测。**预计到 2020 年安踏公司整体销售额复合增速 15-20%，其中安踏品牌销售额复合增速达中双位数、FILA 销售额复合增长超过 40%、DESCENTE 销售额达到 25 亿、2020 年电商占总销售额比例望达 20%；到 2025 年实现千亿销售。

**盈利预测：**预计 18-20 年实现收入 205/255/318 亿人民币，同比增长 23%/25%/24%；实现净利润 39/47/57 亿人民币，同比增长 26%/21%/22%；EPS 为 1.45/1.76/2.14 元，对应 PE 24.6/20/16.7 倍。给予 18 年 32 倍 PE，目标价 46.4 元，对应港币 52.5 元。（截至 2018 年 12 月 11 日汇率 1:1.13）

（摘自 12 月 11 日发布的报告《安踏体育：八大问题梳理重量级交易——安踏收购亚玛芬点评》）

## 2.4. 天虹纺织：弹力包芯纱线龙头，纱线主业产能持续扩张，下游产业链整合不断推进

天虹纺织创立于 1997 年，于 2004 年在中国香港上市，目前是中国最大的棉纺织品制造商之一，也是全球弹力包芯纱线龙头，市占率排名第一位。公司主要业务为制造及销售优质纱线、坯布、面料及服装，尤其专注生产具有高附加值的棉包芯纱线。2018 年 H1 公司实现主营业务收入 88.12 亿元，其中纱线业务收入实现 73.1 亿元，占集团总收入的 83%。目前公司拥有国内（江苏、山东、新疆、浙江、广东等）及海外（越南、柬埔寨、尼加拉瓜）的生产基地，拥有 330 万锭及 1400 台喷气织机的生产能力，国内外客户逾 3000 名，其中中国作为主要市场，占比 79.9%。

### 1、从纱线业务来看：

#### 1) 需求端：

**从行业层面来看：全球：**我们观测主要棉纱出口国的情况发现，各国的棉纱出口量实现稳健增长，其中 2017 年菲律宾出口量增速达到 248.6%、越南棉纱出口量增速达到 42%、埃及达到 22.2%，由此全球市场对于棉纱的需求较大。中国：我国是最大的棉纺生产基地，对于纱线的需求量较大，国内纱线的缺口在 100-200 万吨。从下游订单和客户情况来看，由于市场前期受到中美贸易战的情绪影响，纱线市场行情短期承压；但是从中长期来看，我国对于纱线的需求仍旧较大，截至 18 年 10 月，我国进口棉纱累计 175 万吨，同比增长 9%。

从公司层面来看，公司近年来纱线销量逐年提升，需求较为稳定。2012-2017 五年的 CAGR 达到 21.67%。18H1 为 31.7 万吨，同比增长 5.10%。

## 2) 供给端：

① **量**：公司国内及海外产区近年持续扩张，有效提升公司生产能力。18H1 公司纱线总产能 313 万锭，其中中国产区 188 万锭，越南产区 125 万锭。公司未来计划扩充 74 万锭，预计 18 年 4 季度至 19 年上半年进入试运转阶段，届时，公司纱线总产能将扩充至 387 万锭。公司 18 年纱线销售目标为 70 万锭。我们预计公司未来纱线产能的扩张有望维持在每年 10%-15% 的增长空间。

② **价**：由于公司纱线产品的成本中，原材料棉花成本占比在 70%-80% 左右，受到棉价波动的影响较大；另外棉花价格每提升 10%，公司的纱线价格将提升 5%-6%。我们认为未来棉花价格保持稳定或温和上涨对于公司来说是利好因素，考虑到我国棉花仍存在供需缺口，中长期来看棉价有望保持温和上涨的态势，从而有利于公司产品端价格的提升，增强盈利能力，促业绩稳定增长。我们预计 18 年公司产品价格有望实现 3%-5% 左右的增长。

## 2、下游业务来看：

由于纱线业务的产业链较短，极易受到棉花价格的波动影响，从而影响公司的盈利能力和业绩水平；同时公司包芯纱线龙头地位稳固，有能力继续拓展产业链和新业务，形成产业纵向一体化布局，提升公司的盈利能力。得益于公司对于下游业务的重视和推进，公司下游业务占比近几年逐年提升，并已经形成了纺纱-织布-成衣的上下游完整产业链。下游业务占比逐年提升，18H1 达到 17%。

1) **坯布业务**：通过与越南纱厂的局部垂直整合，提升坯布业务的毛利率水平至 15.6% (+8.04pct)；2018H1 公司坯布业务实现营收 4.05 亿元，同比增长 51%；销量比去年同期大幅增加约 58.4% 至 4,420 万米。18 年坯布的销售目标为 8000 万米。

2) **面料业务**：公司通过收购年兴纺织公司相关资产和自建面料工厂，进一步扩大面料产能，由此，2018H1 公司面料业务的销售收入达到 7 亿元，同比增长 244%；18 年面料销售目标为 4000 万米梭织面料及 18,000 吨针织面料。

3) **成衣方面**：通过与华利达合作和收购年兴纺织，积累成衣业务生产和管理经验，拥有尼加拉瓜、越南、柬埔寨等多个产区，并在越南海河工业园形成纵向一体化产业布局，提升生产效率。2018H1 公司牛仔服装销售额为 3.92 亿元 (+75%)；18 年公司销售目标为 1800 万条，但上半年销量比预期略低，预计 18 年销量 1700 万条。另外，公司强化了与日本东丽的合作关系，由纱线业务推进至牛仔服装业务；同时公司成衣业务也与美国鹰及其他快消品牌进行合作，未来有望与 GAP 达成合作。

我们认为随着公司下游业务的不断推进，公司纵向一体化产业链布局效果将愈发显著，促公司盈利能力将得到进一步提升，并有望在未来形成新的业绩增长驱动力。

## 3、业绩扰动因素：汇率波动

1) **融资活动产生的汇兑损益**：近年公司外币借贷规模减少且维持稳定，维持在 30 亿元（占比 50%），18H1 实现汇兑损益 5044.4 万元，主要系上半年人民币升值所致；

2) **衍生金融工具产生的汇兑损益**：利用外汇合约、棉花期货等进行对冲，18H1 实现汇兑损益 -3086.5 万元。

整体来看，公司近年汇兑损益净额基本维持稳定，18H1 汇兑损益净额为 8130.9 万元；由于下半年人民币开始贬值，对于上半年汇兑损益产生一定的抵消，预计 18 年全年能够维持稳定。

#### 4.首次覆盖，给予“买入”评级，3-6个月目标价 15.3 元。

考虑到公司纱线业务产能持续扩张，未来逐步落地；以及公司下游业务的不断推进，盈利能力有望持续提升，并促公司业绩持续稳定增长。我们预计公司 18—20 年实现营收分别为 190.50 亿元、215.87 亿元、247.42 亿元，同比增长 16.8%、13.3%、14.6%；预计实现归母净利润 13.49 亿元、15.60 亿元、18.11 亿元，同比增长 17.2%、15.6%、16.1%。预计 18—20 年 EPS 为 1.47/1.70/1.98 元，对应 PE 为 5.61/4.85/4.18 倍。我们选取行业内其他可比公司：百隆东方、华孚时尚、鲁泰 A、联发股份以及新野纺织计算 19 年行业平均估值为 8.81 倍。考虑到公司作为包芯纱线领域绝对龙头，且未来公司下游业务将持续拓展，提升公司盈利能力和业绩规模，根据行业可比估值，我们给予公司 19 年 9 倍 PE，对应目标价 15.3 元人民币，对应港币 17.39 港币。

风险提示：棉花价格波动风险、下游业务拓展不及预期、公司纱线业务产能扩张不及预期、政治风险、汇率波动风险。

（摘自 12 月 10 日发布的深度报告《天虹纺织：弹力包芯纱线龙头，纱线主业产能持续扩张，下游产业链整合不断推进》）

#### 2.5. 鲁泰 A：海外产能持续释放，全球色织布龙头稳步向前

鲁泰纺织股份有限公司全球色织布龙头企业，主要生产和销售中、高档衬衫用色织面料、印染面料、成衣等产品，公司高端色织面料产能占全球市场约 18%。截至 2018H1，鲁泰国内拥有 1.8 亿米色织布，80 万锭纺纱以及 1300 万件衬衫产能，越南拥有 3000 万米色织布，600 万件衬衫及 6 万锭纺纱产能。由于上游棉纺企业的分析框架主要是量、价以及汇率棉价等扰动因素，我们从这三方面来梳理鲁泰的投资逻辑：

##### 量：产能持续扩张，东南亚产能稳步释放

**积极布局东南亚，预计 2020 年前越南新增产能有望全部释放。**鲁泰越南色织布产能增加 4000 万米（预计 2019 年至 2020 年分批投产，释放后越南产能占比 28%）、越南二期衬衫（300 万件）产能预计 19 年上半年投放。截至 2020 年底前，整体色织布产能预计增加 19%，衬衫产能增加 15%。

另，11 月 27 日公告，全资子公司鲁泰越南拟投资成立全资子公司鲁泰新洲公司，总投资额 6000 万美元。投资建设 14.4 万锭纺纱及气流纺 3000 头项目。我们预计公司在东南亚的产能布局仍将推进，为产销量提供动力。

##### 价：价格机制为成本加成，具备一定提价空间

公司以成本加成的方式进行产品定价。价格传导机制导致棉价上涨利好公司，提升收入规模。价格传导存在滞后性，在棉价上行情况下，企业对于下游客户一般在一定时间周期后可提价，因此若棉价上涨，公司能够通过产品提价将价格传导，提升收入规模，因此棉花温和上涨有利于公司。

**公司存在提价能力与空间。**1) 产能逐步成熟，海外面料生产比去年更加规范化，客户信任逐渐增加，产品结构得以调整，高价产品占比提升；2) 棉价上涨，成本上升。棉花价格上涨主要来自需求端驱使，通过定价机制向下游传导，鲁泰前五大客户均为国外知名企业，具有一定价格接受能力。

##### 短期扰动因素：预计棉价温和上涨，汇率升值风险渐消

1) 棉花价格方面，我们认为未来棉价存在温和上涨的空间。从供需角度，未来两年中国棉花需求仍将大于供应和国储棉抛储压力减少两大因素支持未来棉价。短中期内棉价温和上涨是可能性比较高的趋势。

2) 汇率方面, 前期央行连续调低人民币中间价, 对冲美元指数走强和贸易摩擦影响, 人民币升值压力减轻, 预计在当前国际贸易环境下, 贬值仍是顺应当前国际贸易环境的需要。另外, 公司也充分利用汇率套保降低外汇波动风险, 汇率作为扰动因素的风险逐渐削弱。

**投资建议:** 预计 2018-20 年的 EPS 分别为 0.95 元, 1.04 元, 1.16 元。我们认为公司将受益于在东南亚的产能布局, 提高产品价格与竞争力, 持续提升公司的收入规模和盈利水平, 当前棉价和汇率等扰动因素对于股价的影响也在减弱, 并且可观的分红比例与股息率 (预计对应现价 18 年 5.4%)。公司目前估值低于行业平均, 考虑到公司竞争力提升, 参考上游制造公司给予 18 年 12x, 对应目标价 11.4 元, 首次覆盖并给予公司“买入”评级。

**风险提示:** 大宗原材料价格波动, 国际贸易形势严峻, 越南政策环境变化

(摘自 12 月 6 日发布的首次覆盖报告《鲁泰 A: 首次覆盖报告: 海外产能持续释放, 全球色织布龙头稳步向前》)

## 2.6. 百隆东方: 首次覆盖报告: 预计越南产能持续释放, 净利率稳步提升

**公司越南产能预计快速稳定释放, 海外高盈利能力随产能占比增加有望带动整体净利率持续提升, 同时国内订单趋稳下越南订单有望超预期。**

**需求: 公司订单增长:** 1、头部客户 (申洲国际等) 订单集中度有望提升; 2、受中美贸易战影响, 公司越南工厂直接出口优势及国际客户 (尤其是美国) 订单有向海外转移趋势导致海外订单供不应求, 订单量有望超预期。3、国内订单基本稳定, 虽然出口海外的国际客户订单部分转移, 但公司积极开发下游国内品牌客户, 同时国内品牌由于供应商集中趋势明显, 会加强对色纺纱细分龙头的采购, 综合来看公司在国内能够补充转移后的订单需求缺口, 预计基本稳定。

**供给: 1、量:** 随着越南 B 区纱线生产项目逐步投产, 公司产能逐步得到释放, 预计 18-20 年越南产能增速预计为 40%/29%/22%; 国内产能基本保持平稳; 预计 18 年-20 年公司总产能分别为 140/160/180 万锭, 总产能增速预计为 17%/14%/13%, 到 2022 年越南产能占比有望超过 2/3。2、价: 棉价预计稳中有升, 库存充足, 经过年报库存数据的计算, 我们预计公司储备了 7-8 月棉花用量, 毛利率预计平稳上升。

**盈利能力:** 越南税收优惠、贸易环境良好、成本优势等因素驱动下, 18H1 公司越南工厂净利率高于国内工厂净利率约 6%超预期, 预计随越南产能占比提升, 拉动公司整体净利率上升, ROE 持续提升。

**核心竞争优势:** 进入头部客户供应链, 稳定增长; 越南产能具备规模及先发优势, 政策红利对于后者逐渐减少; 资本支出持续投入提升技术优势。

**扰动因素:** 人民币贬值, 报表端增加营收和利润规模, 促进出口; 公司有约 1 亿美元净资产, 汇兑损失变为收益, 降低财务费用, 增加利润弹性。

**首次覆盖给予买入评级, 目标价 7.65 元。** 预计 2018-2020 年营收为 61.5/70.1/80.9 亿元, 同比增长预计 3.29%/14.07%/15.42%; 净利润为 6.35/7.61/8.91 亿元, 同比增长 30.27%/19.69%/17.11%; EPS 预测为 0.42/0.51/0.59 元; 参考纺织制造行业平均 PE, 给予 19 年 15XPE, 对应目标价 7.65 元。

**风险提示:** 越南产能释放进程缓慢、东南亚地区反华等政治风险、国内订单量大幅下滑、棉价及汇率剧烈波动等

(摘自 11 月 29 日发布的首次覆盖报告《百隆东方: 首次覆盖报告: 预计越南产能持续释放, 净利率稳步提升》)

## 3. 市场行情

### 3.1. 板块及个股涨跌幅

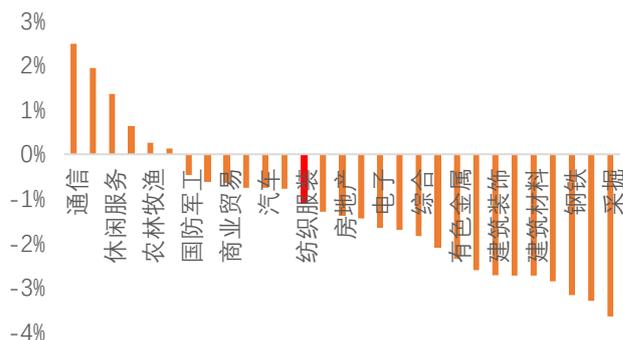
本周上证指数收于 2493.90 点，较上周收盘下跌-0.89%；深证成指收于 7239.79 点，较上周收盘下跌-1.33%；沪深 300 收于 3,010.65 点，较上周收盘下跌-0.62%；申万纺织服装板块收于 1792.37 点，较上周收盘下跌-1.12%。

图 4：纺织服装板块月度走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

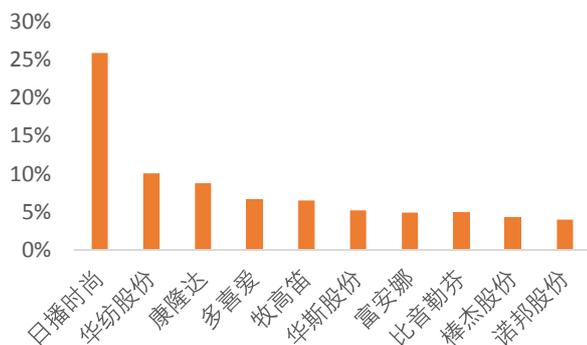
图 5：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

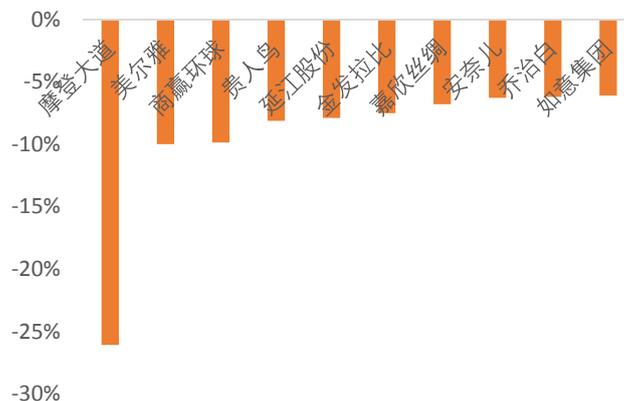
个股方面，日播时尚、华纺股份、康隆达涨幅居服装板块前三；摩登大道、美尔雅、商赢环球跌幅居前三。

图 6：纺织服装个股周涨幅前十名 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：纺织服装个股周涨幅后十名 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 3.2. 行业数据回顾

### 3.2.1. 零售端：11 月零售数据未见明显改善，服装针织鞋帽行业增速环比上升

2018 年 11 月份限额以上零售企业服装鞋帽针纺织品类零售额同比增长 5.5% (2018 年 10 月为 4.70%)，化妆品类同比增长 4.40% (2018 年 10 月为 6.40%)，行业整体呈现上升趋势，细分各个行业也均呈现出上升趋势。

截至 2018 年 11 月，社会消费品零售总额同比增长 8.10%，相比 2018 年 10 月份的 8.60% 略有下降，服装鞋帽针纺织品类累计同比 8.10%。

图 8：2016 年至今限额以上零售企业服装鞋帽针纺织品类零售额：当月同比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2016 年至今限额以上零售企业体育、娱乐用品类零售额：当月同比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：社会消费品零售总额：当月同比 (%)

图 9：2016 年至今限额以上零售企业服装类零售额：当月同比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2016 年至今限额以上零售企业化妆品类零售额：当月同比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2016 年至今社会消费品零售总额：当月同比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2.2. 出口：纺织品出口增速放缓，服装类出口累计增速有所放缓

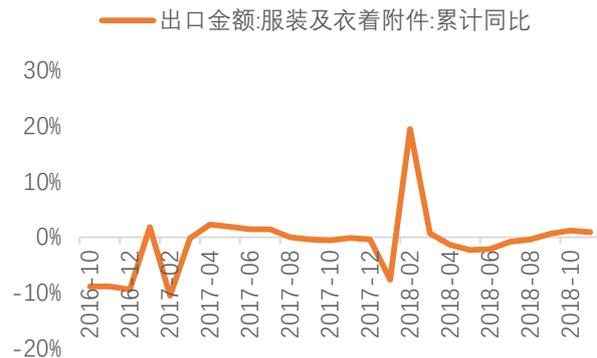
截至 2018 年 11 月，据海关总署发布的数据显示 11 月，我国纺织纱线、织物及制品出口 103.14 亿美元，同比上升 3.24%；累计出口 1093.02 亿美元，同比增长 9.30%，增速相比 10 月有所降低；服装及衣着附件 11 月的出口金额为 127.41 亿美元，同比下降 2.97%，累计出口 1446.57 亿美元，同比上升 0.90%，相比 10 月份（同比上升 1.20%）有所放缓。

图 14：2011 年至今纺织品出口增速：累计同比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：2016 年至今服装及衣着附件出口增速：累计同比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2.3. 上游：上游原料价格小幅波动，涤纶长丝 FDY 价格下降明显

**中国棉花综合价格指数：**118.36，较上周下跌 0.95%。

**棉花进口价格：**2018 年 11 月为 2,059.06 元/吨，较 10 月份 2,038.28 元/吨，上涨 1.02%。

**羊毛进口价格：**2018 年 11 月为 10537.91 元/吨，较 10 月份 9692.51 元/吨，上涨 8.72%。

**粘胶短纤、长丝价格：**粘胶短纤本周均价为 13680.00 元/吨，较上周相比下降了 0.87%。粘胶长丝本周均价 37,700 元/吨，与上周价格持平。

**涤纶短纤、长丝价格：**涤纶短纤本周均价为 8780.00 元/吨，较上周价格下降 1.57%。涤纶长丝 POY 本周均价为 8300.00 元/吨，较上周下降 4.54%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 9750.00 元/吨，较上周下降 7.14%。涤纶长丝 DTY 本周均价为 10100.00 元/吨，与上周相比下降了 3.81%。

**国内棉布产量：**11 月棉布产量 48.2 万吨，当月同比上涨 3.21%。

**国内棉纱产量：**10 月棉纱产量 272.00 万吨，当月同比下降 3.10%。

图 16：2016 年至今 Cotlook:A 价格走势（美分/磅）

图 17：2016 年至今中国棉花综合价格指数走势



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 18: 2016 年至今棉花进口平均单价走势单位: (美元/吨)



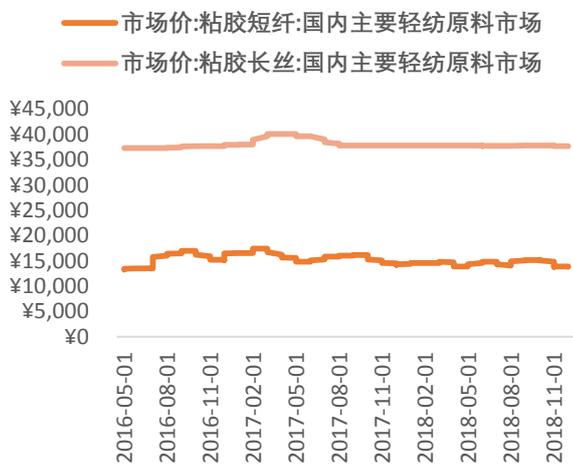
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 19: 2016 年至今羊毛进口平均单价走势单位: (美元/吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 20: 2016 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势 (单位: 元/吨)



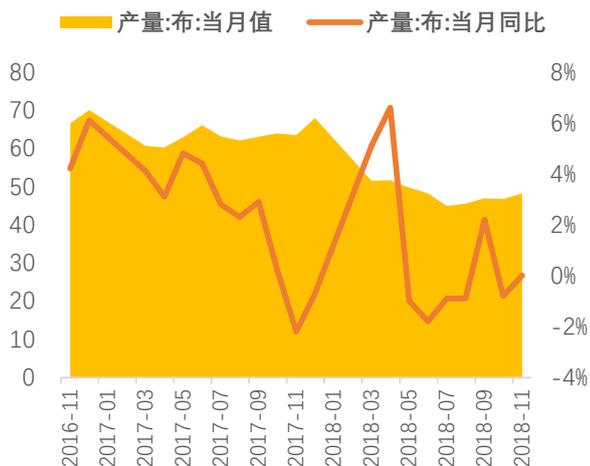
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 21: 2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势 (单位: 元/吨)



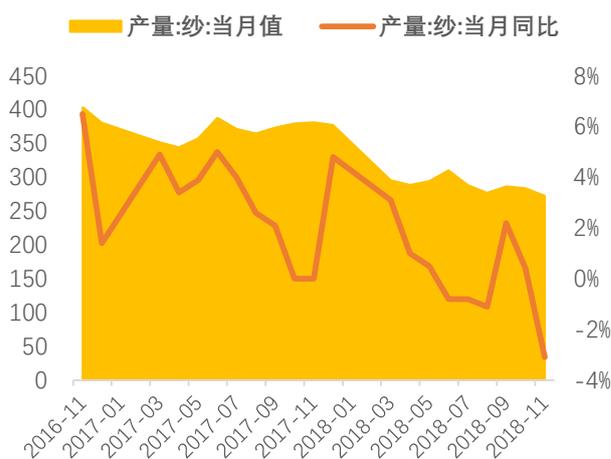
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 22：2016 年至今国内棉布产量走势单位：（万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：2016 年至今国内棉纱产量走势单位：（万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2.4. 行业投资：纺织行业投资增速上升，服装行业投资增速上升

**纺织行业固定资产投资：**2018 年 11 月，纺织行业固定资产投资同比增长+4.90%，较上月同比增速有所上升（0.40pct）。

**服装行业固定资产投资：**2018 年 11 月，纺织服装行业固定资产投资与同期持平（0%），较上月同比增速有所上升（+0.30pct）。

图 24：2011 年至今纺织行业固定资产投资完成额及同比（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：2011 年至今服装行业固定资产投资完成额及同比（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

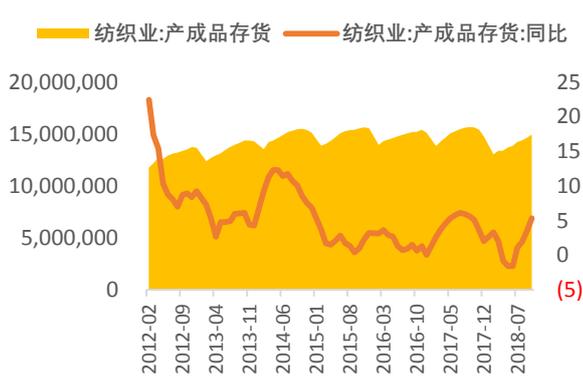
### 3.2.5. 行业库存情况：纺织业库存继续增长，服装行业库存增速放缓

**纺织行业库存情况：**2018 年 10 月，纺织行业产成品库存 1,494.3 亿元，同比增长 5.30%，较上月增速有所增加（+1.80pct）。

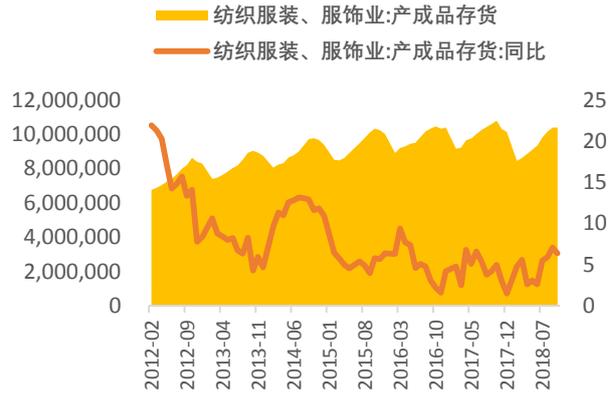
**服装行业库存情况：**2018 年 10 月，服装行业产成品库存 1,041.3 亿元，同比增长 6.40%，较上月增速有所放缓（-0.70pct），库存继续上升创造年内新高。

图 26：2011 年至今纺织行业库存情况及同比（单位：万元）

图 27：2011 年至今服装行业库存情况及同比（单位：万元）



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3.3. 公司公告

#### 3.3.1. A 股公告:

**伟星股份(002003.SZ)** 公司控股股东伟星集团将其质押给交通银行的 1813 万股股份解除质押, 并再次将 1813 万股股份质押给交通银行, 占公司总股本的 2.39%。截至本公告日, 伟星集团持有公司 2.29 亿股股份, 占总股本的 30.27%

**新野纺织(002087.SZ)** 公司拟对全资子公司新疆锦域纺织提供 3 亿元连带责任保证担保, 担保期限至 2020.12.31。

**报喜鸟(002154.SZ)** 公司控股股东吴志泽将其质押给招商证券的 9250 万股股份解除质押, 占公司总股本的 7.35%。截至本公告日, 吴志泽持有公司 1.26 亿股股份, 占总股本的 10.02%。

**朗姿股份(002612.SH)** 公司控股股东、实际控制人申东日将其质押给东方财富证券的 3330 万股股份解除质押, 并再次将 3314.55 万股股份质押给开源证券, 占公司总股本的 8.29%。截至本公告日, 申东日持有公司 1.96 亿股股份, 占总股本的 49.06%。

**嘉欣丝绸(002404.SZ)** 公司控股股东、董事长周国建于 12 月 24 号、25 号分别收到中国证监会浙江监管局下发的《行政处罚事先告知书》和《行政处罚决定书》, 因内幕交易被处以 60 万元罚款。

**华孚时尚(002042.SZ)** 持有公司 5,000 万股 (占本公司总股本的比例 5.51%) 的股东孙日贵先生计划减持本公司股票 2,000 万股, 占公司总股本比例的 2.2%。截至本公告披露日, 持股 5%以上股东兼公司董事孙日贵先生减持股份数量超过其预披露计划的一半。

**孚日股份(002083.SZ)** 孚日控股将其持有的公司股份 200 万股追加质押给了中泰证券, 本次质押占其持股比例共计 0.74%。截至本公告日, 孚日控股共持有本公司股份 2.67 亿股, 占公司总股本的 29.42%。

**海澜之家(600398.SH)** 公司使用募集资金置换预先已投入募集资金投资项目的自筹资金金额为人民币 1.23 亿元, 符合募集资金到账后 6 个月内进行置换的规定。

**开润股份(300577.SZ)** 1) 关于变更募集资金用途的公告 公司变更“平板电脑与智能手机保护套及箱包技术改造与扩能项目” 剩余募集资金 1.53 亿元及其利息用途用于收购公司控股子公司上海润米科技有限公司少数股东部分股权。2) 安徽开润股份有限公司关于收购 PT. Formosa Bag Indonesia 和 PT. Formosa Development 100% 股权的公告: 公司拟通过境外全资孙公司和子公司受让标的公司 100% 股权, 收购金额为 2280 万美元, 折合人民币约 1.55 亿元。

#### 3.3.2 海外板块公告:

**南旋控股(1982.HK)** 截至 9 月 30 日, 公司六个月营收为 28.81 亿元, 同比增长 36.28%;

归属母公司净利润为 2.36 亿元，同比下降 19.22%。

**波司登(3998.HK)** 截止至 2018/09/30 日,公司实现营收 34.44 亿人民币,同比增长 16.40%,实现归母净利润 2.51 亿人民币,同比增长 43.90%。

### 3.4 行业新闻动态

**突发 | Acne Studios 找到买家, 香港 I.T 4.2 亿入股 (LADYMAX 2018-12-23)** 香港多品牌零售商 I.T 集团今日晚间 (00999.HK) 发布公告, 其间接全资附属的买方甲恩豪国际有限公司已于 12 月 22 日与该瑞典品牌 Acne Studios 订立股份购买 37.5 万股, 占 Acne Studios 已发行股本的 10.9%, 代价为 4.23 亿港元, 而买方乙 IDG China Capital Fund III L.P. 将购买额外数目的股份, 占 Acne Studios 已发行股本最多 30.1%。

**正式离任 Calvin Klein 是谁“杀死”了 Raf Simons (品牌服装网 2018-12-26)** 短短三年时间, Raf Simons 再次成为悲情人物, 昨日正式离任 Calvin Klein。近两三年, 伴随时尚行业节奏的加速, 各奢侈时尚品牌进入快速洗牌阶段, 创意总监更替周期大大缩短, 人们逐渐达成一个共识, 明星创意总监的黄金时代已经一去不复返。

**前菲拉格慕 CFO Ugo Giorcelli 出任 Benetton 集团总经理 (品牌服装网 2018-12-26)** 近日, 意大利服装品牌 Benetton 母公司时尚集团 Benetton Group (以下简称“Benetton 集团”) 正式宣布, 前意大利奢侈品品牌 Salvatore Ferragamo 首席财务官 Ugo Giorcelli 将出任集团总经理一职。

**当你还在追捧优衣库的时候 他已经悄悄追上来了 (品牌服装网 2018-12-26)** 说到广受中国消费者青睐的快时尚品牌, 优衣库肯定是榜上有名的, 但是除了优衣库, 韩国 LF 集(前身为 LG 服装集团) 推出的中高端时尚品牌 HAZZYS 也慢慢成长起来了。

**每天净赚 1.3 亿! 优衣库老板成今年时尚圈大赢家 (品牌服装网 2018-12-27)** 今年时尚圈大赢家是快时尚优衣库老板柳井正, 其财富增长了 70 亿美元, 相当于每日净赚 1.3 亿人民币, 净资产则达到 271 亿美元, 他也是进入十大赢家中仅有的来自时尚产业的亿万富翁

**奢从 CK 下台 Raf Simons 职业生涯几乎结束 (无时尚中文网 2018-12-23)** 在公布 Calvin Klein 糟糕的三季度业绩三周后, 如市场所料, 美国经典服饰集团 PVH Corp. (NYSE:PVH) 宣布因与 Raf Simons 的理念不一致, 双方即日起友好结束合作, 并表示 Calvin Klein 不会参与明春的纽约时装周。

## 4. 近期重要事项提醒

表 1: 近期上市公司股东大会信息

日期	公司	地点	时间
1.25	天创时尚	广东省广州市南沙区东涌镇银沙大街 31 号天创时尚股份有限公司行政楼三楼会议厅	14:00
1.1	商赢环球	上海市徐汇区徐虹中路 8 号 3 楼会议室	14:30
1.14	申达股份	上海市闸北区恒丰路 777 号 (近秣陵路) 维也纳国际酒店三楼	14:00

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 5. 年内重点限售股解禁公司

表 2: 年内限售股解禁公司明细

简称	解禁日期	解禁数量(万)	变动前(万股)			变动后(万股)			解禁股份类型
			总股本	流通 A 股	占比(%)	总股本	流通 A 股	占比(%)	

股)									
新澳股份	2018-01-02	17,947	39,365	14,359	36.48	39,365	32,306	82.07	首发原股东限售股份
太平鸟	2018-01-09	14,377	48,093	5,500	11.44	48,093	19,877	41.33	首发原股东限售股份
健盛集团	2018-01-29	18,450	41,636	11,550	27.74	41,636	30,000	72.05	首发原股东限售股份
富安娜	2018-02-08	30	87,116	49,861	57.24	87,116	49,891	57.27	股权激励限售股份
安正时尚	2018-02-14	336	28,906	7,126	24.65	28,906	7,462	25.81	首发原股东限售股份
华孚时尚	2018-03-23	17,433	101,292	83,748	82.68	101,292	101,181	99.89	定向增发机构配售股份
际华集团	2018-04-24	53,463	439,163	385,700	87.83	439,163	439,163	100.00	定向增发机构配售股份
歌力思	2018-04-24	20,956	33,730	11,315	33.54	33,730	32,270	95.67	首发原股东限售股份
报喜鸟	2018-05-10	3,839	126,329	107,522	85.11	126,329	111,362	88.15	股权激励限售股份
歌力思	2018-05-22	715	33,730	32,270	95.67	33,730.2	32,985.3	97.79	股权激励限售股份
富安娜	2018-06-04	1,474	87,116	49,891	57.27	87,115.8	51,364.4	58.96	股权激励限售股份
汇洁股份	2018-06-11	6,809	38,880	11,646	29.95	38,880.0	18,454.5	47.47	首发原股东限售股份
多喜爱	2018-06-11	0	12,000	5,898	49.15	12,000.0	5,898.2	49.15	首发原股东限售股份
摩登大道	2018-06-11	997	71,252	43,832	61.52	71,252.0	44,828.6	62.92	定向增发机构配售股份
柏堡龙	2018-06-26	13,510	24,046	10,536	43.82	24,045.8	24,045.8	100.00	首发原股东限售股份
罗莱生活	2018-06-27	115	74,473	69,931	93.90	74,472.9	70,046.1	94.06	股权激励限售股份
红蜻蜓	2018-06-29	22,809	41,720	18,071	43.31	41,720.0	40,880.0	97.99	首发原股东限售股份
报喜鸟	2018-07-19	720	126,329	109,647	86.80	126,328.5	110,367.5	87.37	股权激励限售股份
富安娜	2018-07-23	280	87,116	50,333	57.78	87,115.8	50,612.7	58.10	股权激励限售股份
新澳股份	2018-07-30	6,849	39,365	32,306	82.07	39,365.1	39,154.9	99.47	定向增发机构配售股份
维格娜丝	2018-08-03	119	18,055	14,798	81.96	18,055.4	14,916.9	82.62	股权激励限售股份
红豆股份	2018-08-03	46,647	253,326	202,989	80.13	253,325.7	249,635.7	98.54	定向增发机构配售股份

富安娜	2018-08-06	312	87,116	50,613	58.10	87,115.8	50,924.6	58.46	股权激励限售股份
起步股份	2018-08-20	17,190	46,998	4,700	10.00	46,998.0	21,890.2	46.58	首发原股东限售股份
摩登大道	2018-09-04	2,342	71,252	44,829	62.92	71,252.0	47,171.1	66.20	定向增发机构配售股份
开润股份	2018-09-11	39	21,768	6,376	29.29	21,767.6	6,414.6	29.47	股权激励限售股份
拉夏贝尔	2018-09-25	9,103	54,767	5,477	10.00	54,767.2	14,580.3	26.62	首发原股东限售股份
伟星股份	2018-09-28	763	75,802	62,214	82.07	75,802.0	62,977.3	83.08	股权激励限售股份
安正时尚	2018-10-10	105	40,446	10,447	25.83	40,445.9	10,551.4	26.09	股权激励限售股份
天创时尚	2018-10-12	116	43,140	12,740	29.53	43,140.2	12,856.1	29.80	股权激励限售股份
红蜻蜓	2018-10-19	388	58,408	57,232	97.99	58,408.0	57,620.1	98.65	股权激励限售股份
新澳股份	2018-11-05	210	39,365	39,155	99.47	39,365.1	39,365.1	100.00	股权激励限售股份
南极电商	2018-11-09	3,114	245,487	145,126	59.12	245,487.0	148,239.7	60.39	定向增发机构配售股份
富安娜	2018-11-12	19	87,116	50,925	58.46	87,115.8	50,943.2	58.48	股权激励限售股份
水星家纺	2018-11-20	2,191	26,667	6,667	25.00	26,667.0	8,858.4	33.22	首发原股东限售股份
太平鸟	2018-11-29	173	48,076	19,877	41.34	48,075.9	20,049.4	41.70	股权激励限售股份
健盛集团	2018-11-30	1,374	41,636	29,651	71.21	41,635.6	31,024.6	74.51	定向增发机构配售股份
振静股份	2018-12-18	5,350	24,000	6,000	25.00	24,000.0	11,350.0	47.29	首发原股东限售股份
黑牡丹	2018-12-26	25,157	104,710	79,552	75.97	104,709.5	104,709.5	100.00	定向增发机构配售股份

资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com