

纺织服装

社零数据逐步启稳，提前布局业绩底公司

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

- 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：海澜之家、鲁泰 A。建议关注：九牧王。

1、**板块数据**：本周上证指数收于 2601.72 点，较上周收盘上涨+0.22%；深证成指收于 7595.45 点，较上周收盘上涨+0.19%；沪深 300 收于 3184.47 点，较上周收盘上涨+0.51%；申万纺织服装板块收于 1829.53 点，较上周收盘下跌-0.74%。个股方面，安奈儿、华纺股份、华孚时尚涨幅居服装板块前三；日播时尚、乔治白、浔兴股份跌幅居前三。

2、**行业数据及观点**：12 月社零数据边际改善，服装针织鞋帽行业增速环比改善，建议提前布局业绩底公司。2018 年 1-12 月，社会消费品零售总额 380987 亿元，比上年增长 9.0%（扣除价格因素实际增长 6.9%），增速比 1-11 月略低 0.1pct。2018 年 12 月份，社会消费品零售总额 35893 亿元，同比增长 8.2%，环比提高 0.1pct。其中，限额以上单位消费品零售额 15084 亿元，增长 2.4%，整体增速呈现启稳态势；2018 年 12 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 7.40%（11 月为 5.50%，环比上升 1.9pct），同比 2017 年 12 月下降 2.3pct。边际改善，处于筑底过程，我们认为，部分上市公司业绩持续走低空间收窄，结合目前行业公司估值大多数处于低位，建议留意低业绩逐步收窄的公司：1) 以开润股份、南极电商为代表的专注于高性价比产品的公司，预计 2019 年业绩继续高增长。2) 水星家纺预计 2019Q1 业绩增长相较于 2018Q3 边际改善。3) 百隆东方 2018Q4 棉花期货账面亏损并非真实亏损，预计 2019Q1 会有棉花成本端带来的收益，因为预计 2019Q1 边际改善。4) 港股标的继续建议关注盈利能力逐步提升、产品力明显提升的李宁。此外，在行业尚在寻底过程中，我们继续建议关注高股息率的九牧王等标的，做为防守品种。

3、重点公司推荐逻辑

开润股份：1) 近期市场上有担心开润股份“90 分”与南极电商的卡帝乐拉杆箱是否互相抢份额的问题：我们认为 90 分和南极电商的卡帝乐拉杆箱都会快速增长，不是此消彼涨的关系。原因：第一，市场定位不同。90 分定位一二线新中产，价格 299 元以上的市场；卡帝乐定位三四线，价位以 299 元以下为主。第二，预计 2018 年 90 分全网 GMV 在 15 亿左右，其中线上渠道不能忽略 90 分非天猫数据；预计卡帝乐箱包 2018 年 GMV 在 6 亿以上，仍和 90 分总量有差距。两家的箱包都增长非常快，我们认为更多是抢占天猫上杂牌的市场份额，因为天猫整体流量增速放缓后，头部品牌流量优势更加显著。现在还不是 90 分和卡帝乐抢份额的时候。2) 开润的市场预期：我们此前预计 2018 年开润股份净利润在 1.77 亿左右，现在仍认为不会低于这个数。我们预计 2019 年 B2C 收入增速在 50%左右，也并未变得悲观。

南极电商：公司 2018 年 GMV 保持持续高增长，2018 年 GMV 为 205 亿，同比增长 65%，近三年的复合增长率保持 70%以上。目前，公司商业模式越发清晰，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，继续维持观点及推荐逻辑不变。

证券研究报告

2019 年 01 月 29 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

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

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《纺织服装-行业研究周报:本周南极电商领涨板块，开润股份迎来布局良机》 2019-01-22
- 2 《纺织服装-行业专题研究:2019 越南纺织服装行业投资指南》 2019-01-19
- 3 《纺织服装-行业研究周报:警惕人民币升值风险，继续推荐高性价比及业绩触底组合》 2019-01-14

百隆东方：公司公告棉花期货浮亏 7108.74 万，从中长期来看，浮亏不代表真正亏损，贴水情况下公司可以持有至交割。截止到 2019 年 1 月 2 日收盘，郑棉主力合约 1905 报收 14890 元/吨，328 国棉现货价格指数为 15465 元/吨，期货贴水。由于棉花为公司主要生产原料，公司可以长期持有期货，直至现货交割，实际亏损将小于浮亏。短期负面情绪影响公司股价，但公司内生增长逻辑（越南产能稳步释放+净利率提升）不变，继续推荐。

建议关注标的：九牧王：高股息率代表。目前股息率 7.7%，预计主业未来两年维持单位数增长，截至 2018Q3，货币资产+其他流动资产 9.17 亿，现金充足，是在消费疲软环境下，较为稳健的投资标的。

风险提示：人民币升值风险，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 2019-01-28 | 投资 评级 | EPS(元) | | | | P/E | | | |
|-----------|----------|-------------------|----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 300577.SZ | 开润股份 | 30.67 | 买入 | 0.61 | 0.81 | 1.16 | 2.06 | 50.28 | 37.86 | 26.44 | 14.89 |
| 002127.SZ | 南极电商 | 9.34 | 买入 | 0.22 | 0.35 | 0.51 | 0.73 | 42.45 | 26.69 | 18.31 | 12.79 |
| 601339.SH | 百隆东方 | 4.96 | 买入 | 0.33 | 0.40 | 0.47 | 0.55 | 15.03 | 12.40 | 10.55 | 9.02 |
| 603365.SH | 水星家纺 | 15.62 | 买入 | 0.97 | 1.14 | 1.36 | 1.61 | 16.10 | 13.70 | 11.49 | 9.70 |
| 603808.SH | 歌力思 | 15.30 | 买入 | 0.90 | 1.11 | 1.31 | 1.60 | 17.00 | 13.78 | 11.68 | 9.56 |

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 1 月 28 日

1. 本周观点：社零数据逐步启稳，提前布局业绩底公司

1.1. 社零数据逐步启稳，提前布局业绩底公司

12月社零数据边际改善，服装针织鞋帽行业增速环比改善，建议提前布局业绩底公司。

2018年1-12月，社会消费品零售总额380987亿元，比上年增长9.0%（扣除价格因素实际增长6.9%），增速比1-11月略低0.1pct。2018年12月份，社会消费品零售总额35893亿元，同比增长8.2%，环比提高0.1pct。其中，限额以上单位消费品零售额15084亿元，增长2.4%，整体增速呈现启稳态势；2018年12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7.40%（11月为5.50%，环比上升1.9pct），同比2017年12月下降2.3pct。边际改善，处于筑底过程，我们认为，部分上市公司业绩持续走低空间收窄，结合目前行业公司估值大多数处于低位，建议留意低业绩逐步收窄的公司：

- 1) 以开润股份、南极电商为代表的专注于高性价比产品的公司，预计2019年业绩继续高速增长。
- 2) 水星家纺预计2019Q1业绩增长相较于2018Q3边际改善。
- 3) 百隆东西2018Q4棉花期货账面亏损并非真实亏损，预计2019Q1会有棉花成本端带来的收益，因为预计2019Q1边际改善。
- 4) 港股标的继续建议关注盈利能力逐步提升、产品力明显提升的李宁。此外，在行业尚在寻底过程中，我们继续建议关注高股息率的九牧王等标的，做为防守品种

重点公司推荐逻辑：

1) 开润股份： 1) 近期市场上有担心开润股份“90分”与南极电商的卡帝乐拉杆箱是否互相抢份额的问题：我们认为90分和南极电商的卡帝乐拉杆箱都会快速增长，不是此消彼涨的关系。原因：第一，市场定位不同。90分定位一二线新中产，价格299元以上的市场；卡帝乐定位三四线，价位以299元以下为主。第二，预计2018年90分全网GMV在15亿左右，其中线上渠道不能忽略90分非天猫数据；预计卡帝乐箱包2018年GMV在6亿以上，仍和90分总量有差距。两家的箱包都增长非常快，我们认为更多是抢占天猫上杂牌的市场份额，因为天猫整体流量增速放缓后，头部品牌流量优势更加显著。现在还不是90分和卡帝乐抢份额的时候。2) 开润的市场预期：我们此前预计2018年开润股份净利润在1.77亿左右，现在仍认为不会低于这个数。**我们预计2019年B2C收入增速在50%左右，也并未变得悲观。**

2) 南极电商：我们预计公司2018年GMV保持持续高速增长，2018年GMV为205亿，同比增长65%，近三年的复合增长率保持70%以上。目前，公司商业模式越发清晰，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产品的延伸下，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，继续维持观点及推荐逻辑不变。

3) 百隆东方：公司公告棉花期货浮亏7108.74万，从中长期来看，浮亏不代表真正亏损，贴水情况下公司可以持有至交割。截止到2019年1月2日收盘，郑棉主力合约1905报收14890元/吨，328国棉现货价格指数为15465元/吨，期货贴水。由于棉花为公司主要生产原料，公司可以长期持有期货，直至现货交割，实际亏损将小于浮亏。短期负面情绪影响公司股价，但公司内生增长逻辑（越南产能稳步释放+净利率提升）不变，继续推荐。

4) 九牧王（建议关注）：高股息率代表。目前股息率7.7%，预计主业未来两年维持单位数增长，截至2018Q3，货币资产+其他流动资产9.17亿，现金充足，是在消费疲软环境下，较为稳健的投资标的。

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/安踏体育，建议关注李宁、九牧王；

- **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（建议关注），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 2019/1/25 | 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) | 核心逻辑 |
|------|--|------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|--------------|--------------|-------------|---|
| 开润股份 | 开润股份：1) 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%。 | 30.48 | 176.6 | 252.7 | 37.6% | 37.6 | 26.2 | 66.33 | 1、B2C：19年箱包核心品类持续深化迭代，多元化渠道（自有线上、线下、海外）扩张有望成为业绩主要驱动力，预计19年B2C增长50%以上； 2、B2B：拟收购印尼工厂切入Nike供应链，开启运动休闲新品类增长点，享受关税等优惠提升盈利能力，老客户15-20%稳定增长、新零售客户利润率有望提升，预计未来三年B2B收入CAGR 20%+； |
| 南极电商 | 1) 公司公布三季报：18Q1-Q3实现营收20.44亿元(+409%)，归母净利润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，高规模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净利润分别为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。 | 8.81 | 868.6 | 1,251.3 | 55.5% | 24.9 | 17.3 | 216.27 | 1、受益经济增速换挡下性价比产品需求增长，可拓展品类多，客户广。 2、品质升级：19年严控品质，预计19年再拜访300家客户，并在19年再签约5-8家新的质检机构，预计送检10000件商品，提升公司质量控制环节的管理，提升产品调性； 3、报表经营端数据有望持续改善（应收及现金流） 4、商业模式越发清晰，马太效应凸显，高规模GMV高速增长印证商业模式壁垒。 |
| 百隆东方 | 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：公司作为家纺龙头企业之一，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然存在，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。 | 5.00 | 635.4 | 760.5 | 24.9% | 11.8 | 9.9 | 75.00 | 1、海外产能未来三年陆续释放，产能提升 2、越南净利率高于国内超预期，海外产能释放后盈利能力不断提升 3、棉花期货盈亏不代表真正亏损，风险可控，预计2019Q1会有棉花成本端带来的收益，短期提供配置机会； |
| 健盛集团 | 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，公司受业绩受益于行业发展；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。 | 10.40 | 213.7 | 270.9 | 43.5% | 20.3 | 16.0 | 43.30 | 1、越南产能陆续释放，生产能力提升； 2、越南净利率高于国内超预期，海外产能释放后盈利能力不断提升； 3、俏尔婷婷2018年业绩有望超预期，并表增厚业绩； |

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：收盘价及市值截至1月25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 2019/1/25 | 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) | 核心逻辑 |
|------|---|------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|--------------|--------------|-------------|--|
| 水星家纺 | 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%); 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。 | 15.86 | 302.8 | 359.9 | 18.3% | 14.0 | 11.8 | 42.29 | 1、线下渠道在三线城市优势明显, 渠道下沉空间大; 2、低线城市消费升级持续利好; 3、业绩有望提前见底, 预计2019Q1业绩增长相较于2018Q3边际改善 |
| 歌力思 | 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; 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, 经营效率持续提升, 多角度验证公司系统化及精细化运营初步取得成效。 | 15.50 | 373.9 | 440.2 | 20.7% | 14.0 | 11.9 | 52.24 | 1、预计11月、12月经营数据边际改善, 业绩于2018Q3提前见底; 2、VIP客户培育良好, 单客价值持续提升, 未来在店效和渠道方面均有提升, 内生增长动力强劲 |

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 收盘价及市值截至1月25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) |
|-------|--------------|--------------|------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|-------------|
| 开润股份* | 37.6 | 26.2 | 37.6% | 32.4% | 43.1% | 133.4 | 176.6 | 252.7 | 449.0 | 66.3 |
| 南极电商* | 24.9 | 17.3 | 53.0% | 62.6% | 44.1% | 534.3 | 868.6 | 1,251.3 | 1,783.9 | 216.3 |
| 健盛集团* | 20.3 | 16.0 | 43.5% | 84.6% | 33.6% | 131.5 | 213.7 | 270.9 | 324.3 | 43.3 |
| 百隆东方* | 11.8 | 9.9 | 24.9% | 30.3% | 19.7% | 487.7 | 635.4 | 760.5 | 890.7 | 75.0 |
| 水星家纺* | 14.0 | 11.8 | 18.3% | 17.6% | 18.9% | 257.3 | 302.8 | 359.9 | 426.3 | 42.3 |
| 歌力思* | 14.0 | 11.9 | 20.7% | 23.7% | 17.7% | 302.3 | 373.9 | 440.2 | 539.2 | 52.2 |
| 太平鸟* | 13.2 | 9.8 | 36.5% | 38.4% | 34.7% | 456.3 | 631.3 | 850.5 | 1,022.5 | 83.4 |
| 安正时尚* | 11.6 | 8.9 | 31.2% | 32.0% | 30.4% | 273.1 | 360.4 | 470.1 | 573.1 | 41.8 |
| 搜于特 | 9.5 | 8.4 | 18.3% | 23.7% | 13.1% | 612.8 | 758.3 | 857.9 | 925.5 | 71.7 |
| 华孚时尚* | 10.5 | 8.5 | 25.4% | 27.1% | 23.8% | 677.4 | 861.1 | 1,065.6 | 1,244.1 | 90.3 |
| 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* | 11.3 | 10.4 | 7.5% | 6.5% | 8.6% | 3,328.9 | 3,545.3 | 3,849.9 | 4,309.4 | 401.7 |
| 罗莱生活* | 12.6 | 10.6 | 23.4% | 28.6% | 18.4% | 427.9 | 550.2 | 651.3 | 763.8 | 69.3 |
| 九牧王 | 13.6 | 12.4 | 10.8% | 11.6% | 10.0% | 494.1 | 551.3 | 606.6 | 676.2 | 75.0 |
| 维格娜丝 | 9.8 | 8.2 | 31.2% | 43.7% | 19.8% | 189.9 | 273.0 | 326.9 | 391.8 | 26.7 |
| 天创时尚 | 17.0 | 14.4 | 29.5% | 42.1% | 18.0% | 187.9 | 267.1 | 315.2 | 351.7 | 45.3 |
| 朗姿股份 | 14.4 | 12.5 | 24.1% | 34.3% | 14.7% | 187.6 | 251.9 | 288.9 | 341.6 | 36.2 |
| 新野纺织 | 8.0 | 6.7 | 24.6% | 29.7% | 19.6% | 292.2 | 379.0 | 453.2 | 540.6 | 30.3 |
| 七匹狼 | 13.8 | 12.2 | 12.2% | 11.6% | 12.7% | 316.6 | 353.4 | 398.3 | 435.0 | 48.7 |
| 富安娜 | 11.6 | 10.0 | 16.9% | 18.3% | 15.5% | 493.5 | 583.8 | 674.5 | 767.6 | 67.8 |
| 孚日股份 | 10.2 | 9.2 | 11.4% | 12.4% | 10.4% | 410.2 | 461.0 | 509.0 | 567.0 | 46.9 |
| 伟星股份 | 14.5 | 13.0 | 4.1% | -2.7% | 11.5% | 364.6 | 354.7 | 395.4 | 444.0 | 51.5 |
| 拉夏贝尔* | 7.1 | 6.5 | 11.6% | 13.8% | 9.5% | 498.5 | 567.2 | 621.1 | 635.9 | 40.3 |
| 鲁泰A* | 9.6 | 8.8 | 6.6% | 4.0% | 9.2% | 841.2 | 875.2 | 955.5 | 1,071.8 | 83.7 |
| 航民股份 | 9.7 | 9.0 | 9.2% | 10.2% | 8.3% | 573.6 | 631.8 | 684.3 | 748.7 | 61.6 |
| 雅戈尔 | 15.9 | 14.3 | 150.0% | 461.8% | 11.3% | 296.7 | 1,667.0 | 1,855.0 | 0.0 | 264.7 |
| 探路者 | 49.5 | 37.4 | - | -173.1% | 32.3% | -84.9 | 62.0 | 82.0 | 0.0 | 30.7 |
| 奥康国际 | 15.5 | 14.2 | - | 15.2% | 8.8% | 226.5 | 261.0 | 284.0 | 0.0 | 40.4 |
| 联发股份 | 8.7 | 8.6 | 3.9% | 6.6% | 1.3% | 360.3 | 384.0 | 389.0 | 414.0 | 33.5 |
| 汇洁股份 | 16.7 | 13.0 | 5.6% | -13.6% | 29.2% | 222.3 | 192.0 | 248.0 | 272.0 | 32.2 |

资料来源: Wind, 天风证券研究所

备注: 1) 市值截至时间 2019年1月25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. 2019 越南纺织服装行业投资指南

深度调研越南纺织业，越南投资干货全整合。

2019年1月9日-2019年1月11日,天风证券研究所纺织服装团队深入到越南进行调研;并重点对百隆东方、鲁泰A、健盛集团所在的越南产区进行了调研。纺织制造行业等劳动密集型行业,向东南亚地区转移的趋势不可避免,很多国内的企业跃跃欲试,那么如何在越南投资、在越南投资的优劣势是什么?我们将在此报告里详细回答您所关心的投资越南的问题。

如果您需要到越南投资,那您一定需要了解越南这个国家的情况。作为与中国一衣带水的越南,其地理条件优越,交通设施便利,自然资源丰富。另外,目前越南的劳动力资源丰富,仍处于人口红利期,人口平均年龄仅31岁,35岁以下人口约占总人口的55.6%。那么在近年中国产业升级的阶段,越南凭借其成本、税收和较为宽松的贸易环境优势,吸引了众多产业的转移和进入。

纺织服装行业是最典型的劳动密集型行业,也是最早向越南转移的行业,透过越南纺织业的发展,可以较好了解越南投资历史和现状。纺织业是2013年前后逐步向越南地区转移的,在调研了百隆东方、鲁泰A和健盛集团的越南产区后,我们认为越南相比于东南亚其他国家具备以下优势:

- 1) 越南尚存很多产业空白,比如就纺织服装行业来说,越南的纺织配套工业较弱,纺织面料生产高度依赖进口,存在较大的投资机会。以百隆东方为例,公司13年进入越南投资建厂时所做的市场调研显示,当时82%越南服装生产的面料是从中国大陆、中国台湾和韩国等地进口。
- 2) 越南的文化与中国相近,员工素质相比东南亚其他国家好,管理较为方便。
- 3) 成本优势:在能源、劳动力、土地、原材料等方面成本相对国内低廉。
- 4) 税收优势:企业所得税最高优惠税率是“四免九减半”,标准优惠税率是“两免四减半”,对于外商来说具备较强的吸引力。目前百隆东方及健盛集团的海防市工厂可以享受“四免九减半”的政策。
- 5) 关税优势:越南加入多个自由贸易协定,并有多个协定正在谈判推进,具备优势。
- 6) 下游客户拉动:近期由于中美贸易战的影响,纺织企业的下游客户更希望产品能够在东南亚地区如越南进行出货,NIKE、ADIDAS等品牌只要其供应商有越南工厂,他们就会要求订单优先放到越南工厂来进行生产,有利于其降低成本,规避贸易风险。下游客户的需求和订单的转移,也促使我国纺织企业的产能向越南进行转移。

如果现在到越南投资还有优势吗?

不可否认的是,相比于2013年前后,越南的整个投资环境已经发生了很大的变化,虽然人工成本和租金在持续上涨,但是相比国内仍然具有优势;其次,越南原材料价格优势、税收及关税优势仍存;另外,订单趋向越南转移也迫使我国纺织企业必须来越投资建厂,同时能有效规避贸易战的不确定性带来的风险。由此,我们可以看到国内的色纺纱龙头企业华孚时尚在2018年12月16日通过子公司越南华孚投资25亿元建设越南新兴纱线项目,继续对越南持续投资。所以我们认为如今到越南投资仍然具有优势。

越南本国是否有大的纺织企业呢?

有,但是数量并不多。主要原因:1)越南纺织业整体实力不强,全产业链布局不均衡,产业大多以成衣制造为主,面料技术落后制约当地纺织服装业发展。2)越南纺织服装产业发展中主要依靠外资投资。截至2018年,外资企业占越南纺织服装企业的比重约为25%,为该行业贡献了60%的出口总额。外资企业往往会产业链“抱团”,例如,中国大陆的成衣制造公司更倾向于向中国大陆的面料厂、纱线厂采购,韩国和中国台湾的相关公司也都抱

团，越南当地企业较难切入进去。

那么在越南投资有什么不足之处？

1) 首先，近年随着来越投资的外商逐渐增多，对于劳动力需求的大幅提升使得近年工厂在越南招工存在一定困难，一类地区此问题凸显。我们在对健盛集团越南产区的调研中得知，其海防市工厂位于一类地区，2015 年只要贴广告，应聘者就会排队前来。但从 2017 年开始，张贴广告已经不足以招到工人，要发传单才能招到人。

2) 其次基础设施较为落后，由于政府外债占比较高，18 年占 GDP 的 50%左右，导致越南政府没有充足资金加强基础设施建设。

3) 存在贪污腐败问题：越南政府不可避免也存在一些贪污腐败问题。

4) 外汇管制较为严格，且越南盾汇率波动较大，总体呈现小幅贬值趋势。

在越南投资有什么风险呢？

1) 首先应该注意经济过热风险。此次我们和越南富布莱特大学的大学交流后了解到，尽管越南是个低收入的国家，但是 GDP 增长非常迅猛，已经引起了世界银行和 IMF 的担忧，2018 年 IMF 提示越南的经济有过热的风险，IMF 认为越南的经济增长率应该保持在 6.5% 左右，但真实情况却在 7%左右。另外越南的房价持续走高，未来将持续上涨，比如 18 年胡志明市第一郡的优质豪宅的价格在 6000-8000 美元/平方米(40000-55000 元/平米)，这些单位面积在 75-95 平方米之间，也就是说，这一地区一套豪宅的总价平均总价在 45 万到 76 万美元之间(300-500 万元之间)。这个价格已经与目前深圳福田区中心的房价相差不多。

2) 其次，应该注意政治风险，新上任的越南领导对中国友好倾向，中越关系预计将趋于稳。然而，中越关系也存在一定的潜在威胁。比如近年越南反华事件多发，也对于在越的中国企业来说造成了一些损失。

3) 由于越南对于外汇的管制较为严格，规定企业申请的美元贷款必须用于支付商品或劳务进口且有能力用自有外汇收入支付还款，对于在越的中国企业来说就具备一定的融资风险。主要是由于近年来越盾兑美元汇率不稳，越盾兑美元大幅贬值，而人民币兑美元有升值的可能性，所以若中资企业使用美元计价结算，这使在越南的中国企业面临双重汇率风险。

投资建议：

百隆东方、健盛集团、鲁泰 A、申洲国际。

风险提示：越南经济过热、政治风险、融资风险。调研信息可能不尽全面，如依据本报告自行赴越投资造成的后果自行承担。

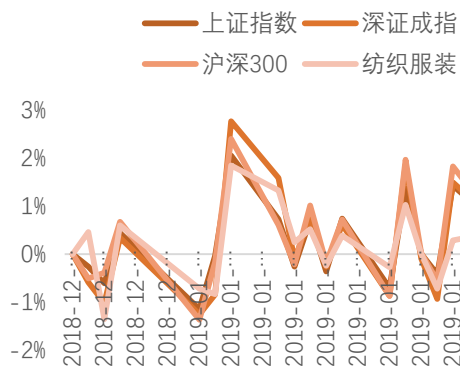
(报告摘自 2019 年 1 月 19 日《2019 越南纺织服装行业投资指南》)

3. 市场行情

3.1. 板块及个股涨跌幅

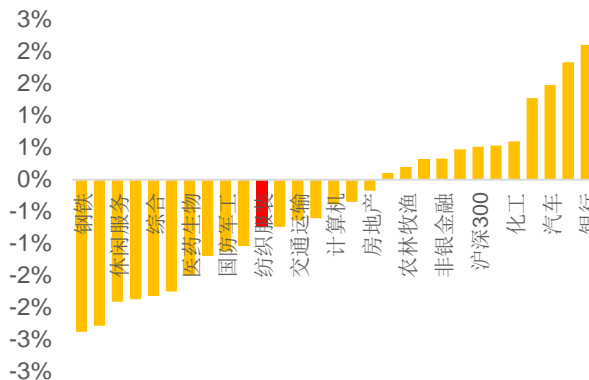
本周上证指数收于 2601.72 点，较上周收盘上涨+0.22%；深证成指收于 7595.45 点，较上周收盘上涨+0.19%；沪深 300 收于 3184.47 点，较上周收盘上涨+0.51%；申万纺织服装板块收于 1829.53 点，较上周收盘下跌-0.74%。

图 4：纺织服装板块月度走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

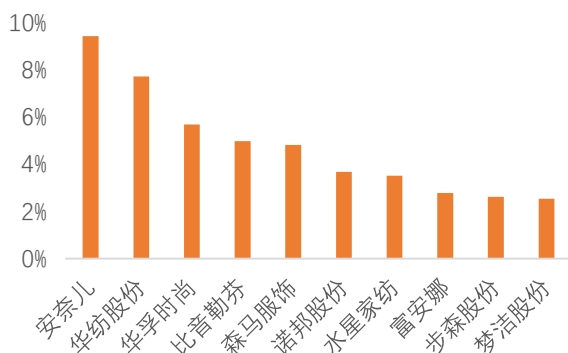
图 5：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

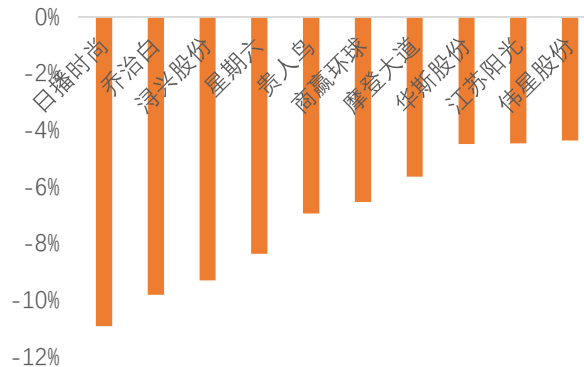
个股方面，安奈儿、华纺股份、华孚时尚涨幅居服装板块前三；日播时尚、乔治白、浔兴股份跌幅居前三。

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 (%)



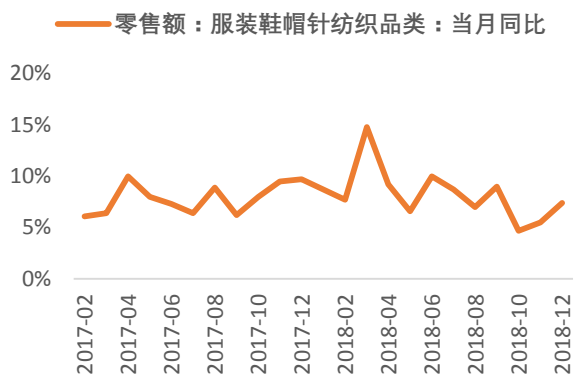
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 行业数据回顾

3.2.1. 零售端：12 月零售数据边际改善，服装针织鞋帽行业增速环比上升

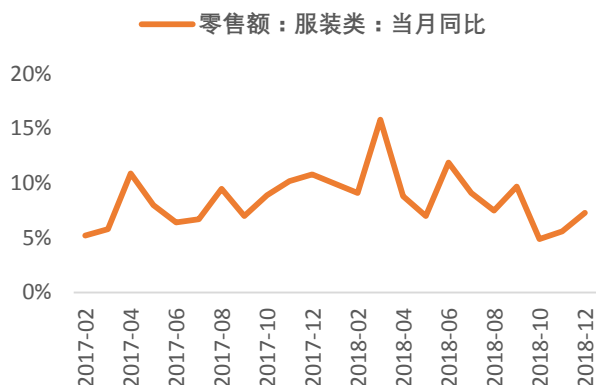
2018 年 1-12 月，社会消费品零售总额 380987 亿元，比上年增长 9.0%（扣除价格因素实际增长 6.9%），增速比 1-11 月略低 0.1pct。2018 年 12 月份，社会消费品零售总额 35893 亿元，同比增长 8.2%，环比提高 0.1pct。其中，限额以上单位消费品零售额 15084 亿元，增长 2.4%；2018 年 12 月份限额以上零售企业服装鞋帽针纺织品类零售额同比增长 7.40%（11 月为 5.50%，环比上升 1.9pct），同比 2017 年 12 月下降 2.3pct。边际改善，处于筑底过程，预计有 19 年春节提前效应影响。继续关注终端数据，等待行业复苏。

图 8：2017 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 (%)



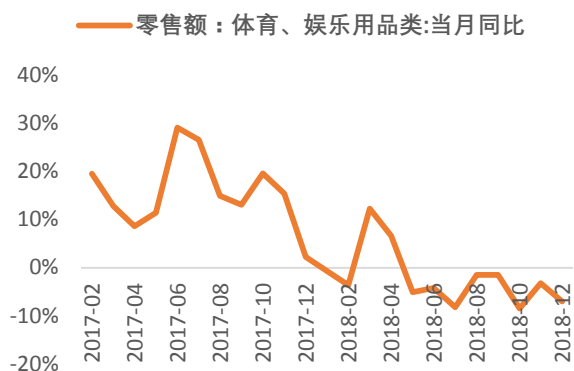
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2017 年至今限额以上零售企业服装类零售额：当月同比 (%)



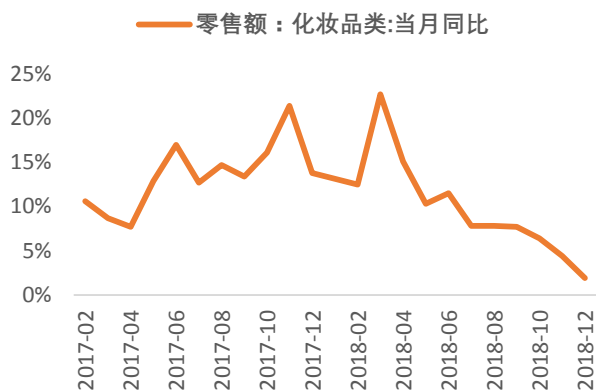
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2017 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 11：2017 年至今限额以上零售企业化妆品类零售额：当月同比 (%)



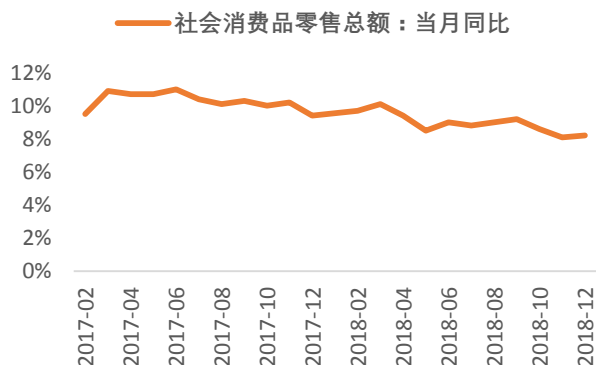
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：2011 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

图 13：2017 年至今社会消费品零售总额：当月同比 (%)



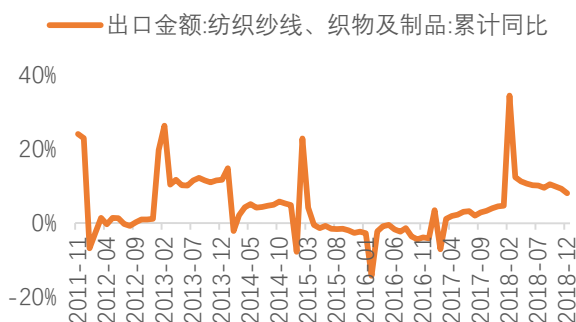
资料来源：Wind，天风证券研究所

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 12 月，据海关总署发布的数据显示 12 月，我国纺织纱线、织物及制品出口 98.82 亿美元，同比下降 2.74%；累计出口 1190.98 亿美元，同比下降 4.48%，降幅相比 11 月有所升高；服装及衣着附件 11 月的出口金额为 132.35 亿美元，同比上升 8.10%，累计

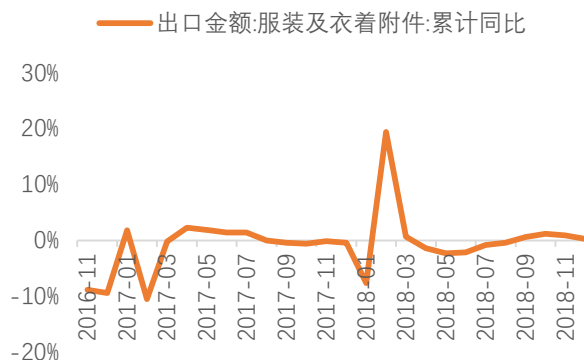
出口 1576.33 亿美元，同比上升 0.30%，相比 11 月份（同比上升 0.90%）有所放缓。

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

3.2.1. 上游：羊毛进口价格下降明显，涤纶长丝 POY 价格上涨明显

中国棉花综合价格指数：120.08，较上周上涨 2.63%。

棉花进口价格：2018 年 12 月为 1,998.98 元/吨，较 11 月份 2,059.06 元/吨，下降-2.92%。

羊毛进口价格：2018 年 12 月为 9,910.23 元/吨，较 11 月份 10,537.911 元/吨，下降-5.96%。

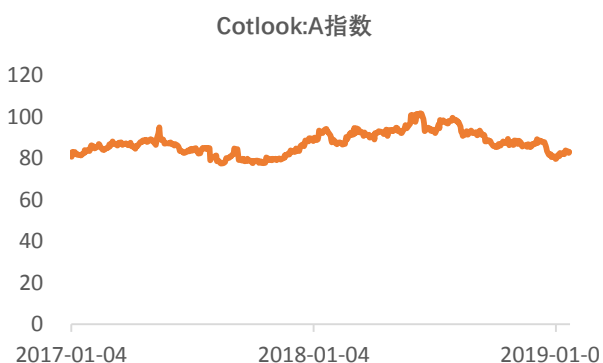
粘胶短纤、长丝价格：粘胶短纤本周均价为 13,350.00 元/吨，较上周相比上涨了 0.38%。
粘胶长丝本周均价 37,700 元/吨，与上周价格持平。

涤纶短纤、长丝价格：涤纶短纤本周均价为 8,850.00 元/吨，较上周下降了 1.26%。涤纶长丝 POY 本周均价为 8,535.00 元/吨，较上周上涨 5.11%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 9,900.00 元/吨，较上周上涨 2.59%。涤纶长丝 DTY 本周均价为 10,400.00 元/吨，与上周相比上涨了 2.97%。

国内棉布产量：12 月棉布产量 47.60 万吨，同比下降-1.25%。

国内棉纱产量：12 月棉纱产量 266.60 万吨，当月同比下降-2.27%。

图 16：2017 年至今 Cotlook:A 价格走势（美分/磅）



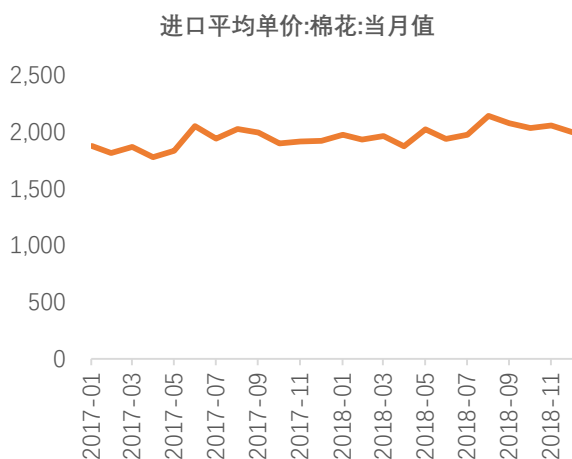
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：2017 年至今中国棉花综合价格指数走势



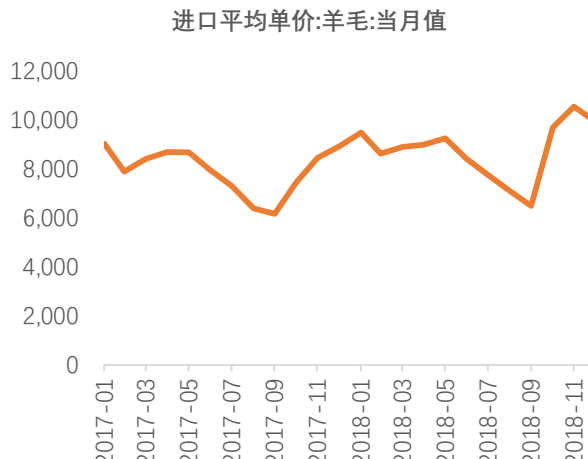
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：2017 年至今棉花进口平均单价走势单位：（美元/吨）



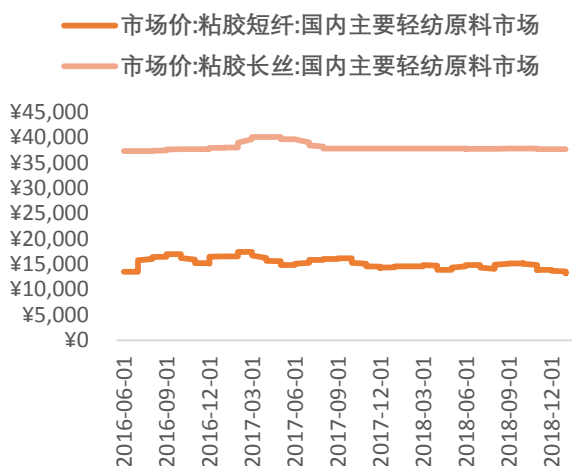
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2017 年至今羊毛进口平均单价走势单位：（美元/吨）



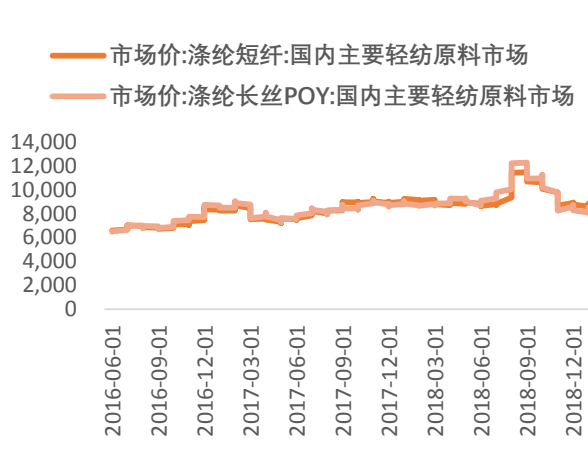
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：2016 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



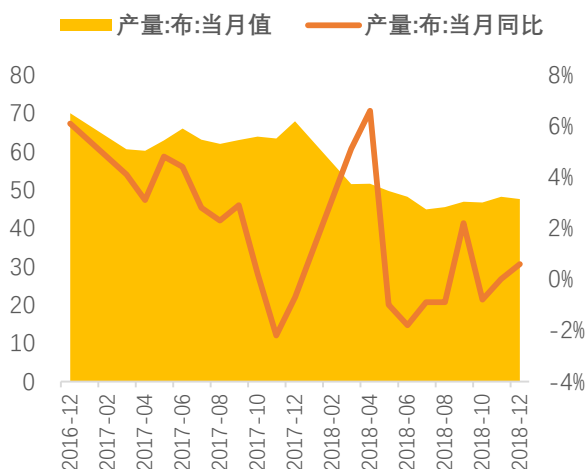
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



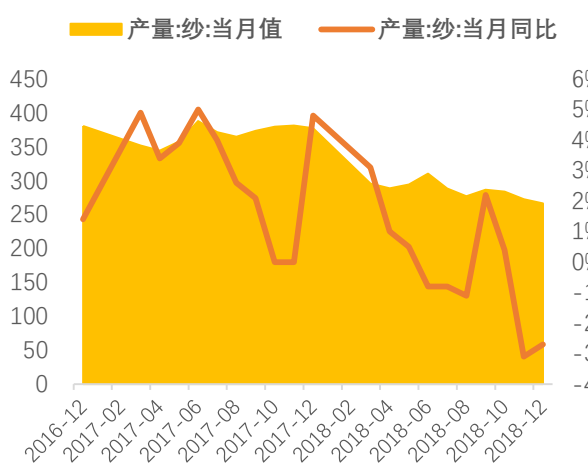
资料来源：Wind，天风证券研究所

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

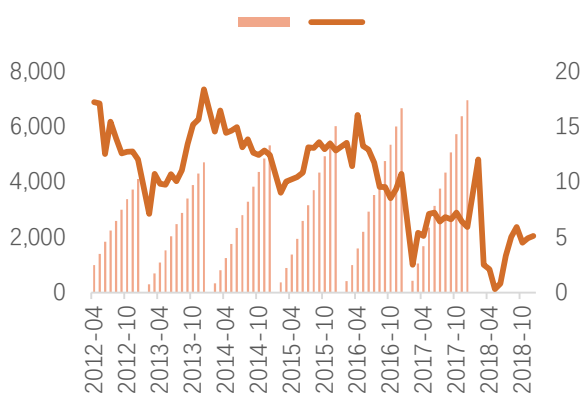
3.2.2. 行业投资：纺织行业投资增速上升，服装行业投资增速上升

纺织行业固定资产投资：2018 年 12 月，纺织行业固定资产投资同比增长+5.10%，较上月

同比增速有所上升 (0.20pct)。

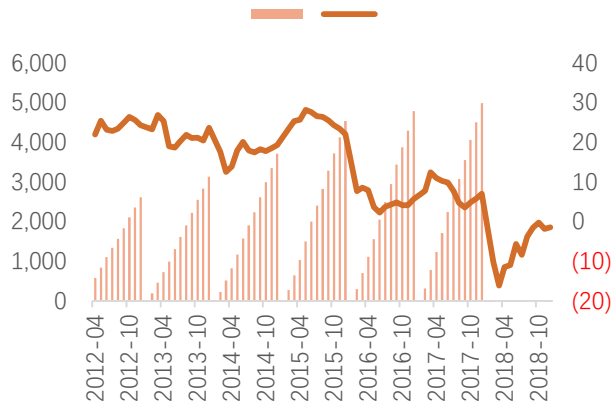
服装行业固定资产投资: 2018 年 12 月, 纺织服装行业固定资产投资同比下降-1.50, 下降的速度有所放缓 (+0.40pct)。

图 24: 2012 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: 2012 年至今服装行业固定资产投资完成额及同比 (单位: 亿元, %)



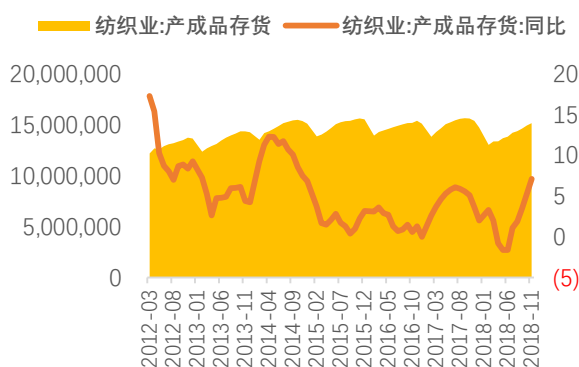
资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.2.3. 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 11 月, 纺织行业产成品库存 1,517.40 亿元, 同比增长 7.10%, 较上月增速有所增加 (+1.80pct)。

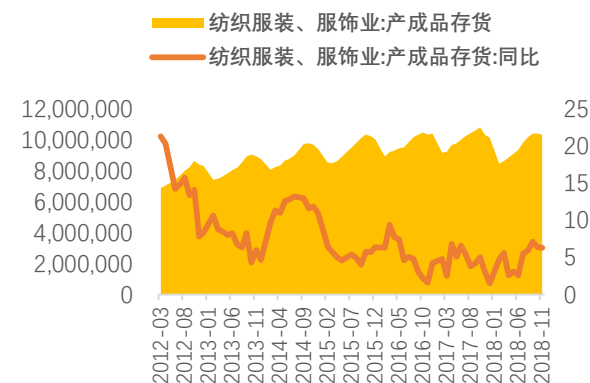
服装行业库存情况: 2018 年 11 月, 服装行业产成品库存 1,033.40 亿元, 同比增长 6.30%, 较上月增速有所放缓 (-0.10pct), 库存量有所下降。

图 26: 2012 年至今纺织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

图 27: 2012 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

3.3. 公司公告

3.3.1. A 股公告:

维格娜丝 (603518.SH) 1) 公开发行可转债公告: 本次发行 7.46 亿元可转债, 每张面值为人民币 100 元, 共计 746 万张, 74.60 万手, 按面值发行。发行人现有总股本 1.81 亿股, 按本次发行优先配售比例计算, 原股东最多可优先认购约 74.59 万手, 约占本次发行的可转债总额 74.60 万手的 99.98%。2) 回购注销部分激励对象限售股票的公告: 本次拟回购注销的限制性股票股份数量为 11.15 万股, 约占公司股权激励计划已授予登记数量的 2.59%, 约占公司总股本的 0.06%。本次回购注销完成后, 公司总股本将由 1.803 亿股减少至 1.802 亿股。

多喜爱 (002761.SZ) 公司前持股 5%以上股东因涉嫌违规增持及短线交易“多喜爱”股票,

被中国证券监督管理委员会立案调查。

开润股份 (300577.SZ) 公司已如期赎回部分理财产品，共计获得收益 18.90 万元。

健盛集团 (603558.SH) 公司将杭州乔登针织有限公司用于暂时补充流动资金的 1.2 亿元募集资金归还至募集资金专户中。

拉夏贝尔 (603157.SH) 公司及控股子公司收到与政府补助款项 7309.81 万元，累计达到公司最近一期经审计的归属于母公司所有者净利润的 10%，且上述金额均已到账。

柏堡龙 (002776.SZ) 公司控股股东陈伟雄已将其与红塔证券股份有限公司进行部分股票质押回购交易的个人质押比例降低至 68.71%。截止公告日，陈伟雄持有公司股份 1.10 亿股，占公司总股本 30.58%。

搜于特 (002503.SZ) 公司全资子公司广东美易达供应链管理有限公司以 1.14 亿元人民币竞得了东莞市国土资源局和东莞市公共资源交易中心挂牌出让的地块编号为“2019WT008”的国有建设用地使用权。

3.3.2 海外板块公告：

特步国际 (1361.HK) 根据财务报表的初步评估，预计截止 2018 年 12 月 31 日，公司年度归属于股东净利润同比大幅增加 50%至 60%。

I.T (0999.HK) 公司截至二零一八年十一月三十日止三个月同店销售额，在中国大陆和日本及美国市场的增长比率达到了+6.8%、+8.5%；在香港及澳门地区则下滑了-1.8%。公司截至二零一八年十一月三十日止三个月的毛利率达到了 62.7%，较去年同期相比减少了 2.2%。

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 |
|------|------|---------------------------------------|-------|
| 1.30 | 起步股份 | 浙江省杭州市江干区新业路 228 号来福士 T1-907 室 | 14:30 |
| 1.31 | 健盛集团 | 浙江杭州萧山经济技术开发区金一路 111 号健盛集团股份有限公司六楼会议室 | 14:00 |
| 1.31 | 红豆股份 | 江苏省无锡市锡山区东港镇公司一楼会议室 | 14:30 |

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 (万股) | 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 (%) | |
| 浔兴股份 | 2019-01-04 | 4,800.00 | 35,800.00 | 31,000.00 | 86.59 | 35,800.00 | 35,800.00 | 100.00 | 定向增发机构配售股份 |
| 梦洁股份 | 2019-01-14 | 7,624.06 | 77,976.48 | 42,567.67 | 54.59 | 77,976.48 | 50,191.73 | 64.37 | 定向增发机构配售股份 |
| 南极电商 | 2019-01-21 | 39,173.73 | 245,487.04 | 147,983.18 | 60.28 | 245,487.04 | 187,156.90 | 76.24 | 定向增发机构配售股份 |
| 天创时尚 | 2019-02-18 | 26,460.00 | 43,140.22 | 12,856.13 | 29.80 | 43,140.22 | 39,316.13 | 91.14 | 首发原股东限售股份 |
| 嘉欣丝绸 | 2019-03-06 | 5,702.36 | 57,767.36 | 39,886.83 | 69.05 | 57,767.36 | 45,589.19 | 78.92 | 定向增发机构配售股份 |
| 维格娜丝 | 2019-03-07 | 2,826.24 | 18,055.40 | 14,916.94 | 82.62 | 18,055.40 | 17,743.18 | 98.27 | 定向增发机构 |

| | | | | | | | | | |
|------|------------|-----------|------------|------------|-------|------------|------------|--------|-----------------------|
| 健盛集团 | 2019-03-22 | 7,050.00 | 41,635.63 | 31,024.57 | 74.51 | 41,635.63 | 38,074.57 | 91.45 | 构配售股份 定向增发机 |
| 报喜鸟 | 2019-05-06 | 3,842.81 | 125,820.50 | 110,419.99 | 87.76 | 125,820.50 | 114,262.80 | 90.81 | 构配售股份 股权激励限 售股份 |
| 罗莱生活 | 2019-06-06 | 92.70 | 75,440.91 | 70,030.94 | 92.83 | 75,440.91 | 70,123.64 | 92.95 | 股权激励限 售股份 |
| 摩登大道 | 2019-06-10 | 2,325.42 | 71,251.98 | 47,171.07 | 66.20 | 71,251.98 | 49,496.49 | 69.47 | 定向增发机 构配售股份 |
| 伟星股份 | 2019-06-13 | 3,233.23 | 75,802.04 | 62,977.34 | 83.08 | 75,802.04 | 66,210.56 | 87.35 | 定向增发机 构配售股份 |
| 梦洁股份 | 2019-06-20 | 1,650.00 | 77,976.48 | 50,191.73 | 64.37 | 77,976.48 | 51,841.73 | 66.48 | 股权激励限 售股份 |
| 摩登大道 | 2019-08-02 | 14,387.49 | 71,251.98 | 47,171.07 | 66.20 | 71,251.98 | 61,558.56 | 86.40 | 定向增发机 构配售股份 |
| 如意集团 | 2019-08-16 | 3,051.47 | 26,171.56 | 23,041.60 | 88.04 | 26,171.56 | 26,093.07 | 99.70 | 定向增发机 构配售股份 |
| 红豆股份 | 2019-08-30 | 3,689.98 | 253,325.69 | 249,635.71 | 98.54 | 253,325.69 | 253,325.69 | 100.00 | 定向增发机 构配售股份 |
| 太平鸟 | 2019-09-16 | 172.78 | 48,075.93 | 20,049.38 | 41.70 | 48,075.93 | 20,222.16 | 42.06 | 股权激励限 售股份 |
| 商赢环球 | 2019-09-30 | 26,997.00 | 46,997.00 | 20,000.00 | 42.56 | 46,997.00 | 46,997.00 | 100.00 | 定向增发机 构配售股份 |
| 比音勒芬 | 2019-12-23 | 9,520.00 | 18,133.90 | 7,899.83 | 43.56 | 18,133.90 | 17,419.83 | 96.06 | 首发原股东 限售股份 |
| 开润股份 | 2019-12-23 | 15,225.56 | 21,761.49 | 6,414.57 | 29.48 | 21,761.49 | 21,640.14 | 99.44 | 首发原股东 限售股份 |
| 申达股份 | 2019-12-26 | 9,791.40 | 85,229.13 | 71,024.28 | 83.33 | 85,229.13 | 80,815.68 | 94.82 | 定向增发机 构配售股份 |
| 天创时尚 | 2019-12-26 | 701.34 | 43,140.22 | 12,856.13 | 29.80 | 43,140.22 | 13,557.47 | 31.43 | 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 | 上海市浦东新区兰花路 333 | 深圳市福田区益田路 5033 号 |
| 邮编：100031 | 号保利广场 A 座 37 楼 | 号 333 世纪大厦 20 楼 | 平安金融中心 71 楼 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| | 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 |