

纺服仍处估值修复周期，维持推荐核心组合

纺织服装行业

推荐（维持评级）

核心观点（02.25-03.03）：

1. 本周行业热点

美方将推迟原计划于3月1日提高对华关税最后期限。

2. 最新观点

美国总统特朗普当地时间2月24日晚间发推特称，因周日在华盛顿结束的新一轮中美磋商取得“巨大进展”，他将推迟原计划于3月1日提高对华关税最后期限。中美经贸磋商的每一次进程和最终结果都影响着我国纺织制造企业出口的走势。

截至2019年03月01日，美元兑人民币汇率6.6957（本周变化-0.72%，月变化-0.60%，年变化2.25%）。人民币自2018年6月起呈持续贬值趋势，2019年以来人民币有回暖迹象，缓解了18年的部分贬值。

截至2019年03月01日，纺织服装行业一年滚动市盈率为21.90倍（TTM），低于2005年以来的历史均值（32.10）。年初以来，A股市场投资情绪高涨，但纺服板块涨幅有限，处于申万28个子行业中第25位。我们认为此时正是配置业绩靓丽、仍有估值修复空间个股的时机，我们继续推荐森马服饰（002563.SZ）、海澜之家（600398.SH）、比音勒芬（002832.SZ）。截止当前我们核心推荐组合自年初以来累计收益15.52%，跑赢SW纺织服装指数1.49PCT。

3. 核心组合本周表现

表 1：核心组合本周表现

证券代码	证券简称	周涨幅 (%)	累计涨幅 (年初至今)	相对收益率 (年初至今)	市盈率 PE (TTM)
002563.SZ	森马服饰	7.79%	17.83%	3.79%	16.76
600398.SH	海澜之家	7.24%	16.98%	2.95%	12.94
002832.SZ	比音勒芬	3.15%	11.77%	-2.27%	23.33

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

风险提示：终端消费回暖不及预期，汇率大幅波动带来的风险等。

分析师

李昂

☎：8610-83574538

✉：liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

特别鸣谢

林相宜

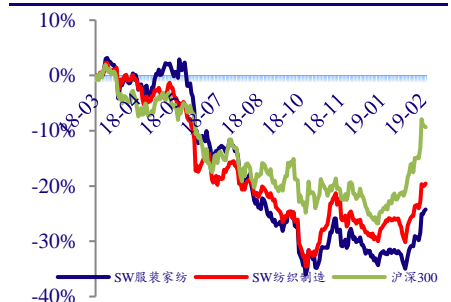
☎：8610-66568843

✉：linxiangyi_yj@chinastock.com.cn

从业证书编号：S0130118090029

对本报告编制提供信息

相对沪深300表现图 2019-03-01



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河纺服】行业周观点 20181126_纺织服装板块商誉风险总体可控

【银河纺服】行业周观点 20181203_维持推荐核心组合

【银河纺服】行业周观点 20181217_11月消费持续疲弱、出口趋缓，整体消费承压

【银河纺服】行业周观点 20190114_终端消费仍承压，关注抵御性强的个股

【银河纺服】行业周观点 20190121_18年纺织品出口呈复苏态势，看好优质制造龙头

【银河纺服】行业周观点 20190218_受春节时间扰动，纺织服装类出口大幅增长

【银河纺服】行业周观点 20190225_纺服仍处估值修复周期，建议配置业绩靓丽个股

目录

1. 最新研究观点	1
1.1 本周热点动态跟踪	1
1.2 最新观点	2
1.3 核心组合	3
1.4 国内外行业及公司估值情况	4
1.5 风险提示	9
附录:	10
1. 投资观点——2018Q4 公募基金持仓比重处于低位状态	10
2. 银河活动——调研情况	10
3. 行情跟踪——行业&个股行情	11
4. 行业数据跟踪——人民币迅速升值，棉价存上行预期	12
5. 上市公司动态	16

1. 最新研究观点

1.1 本周热点动态跟踪

表 2: 热点事件及分析

重点事件	我们的理解
MSCI 宣布扩大纳入 A 股:权重将增至 3.3% 500 亿美元驰援 (新浪网)	<p>北京时间 3 月 1 日早上, 明晟公司 (MSCI) 宣布, 将扩大中国 A 股在 MSCI 全球基准指数中的纳入因子。1、作为 2019 年 5 月的半年度指数审议的一部份, MSCI 会把指数中的现有的中国大盘 A 股纳入因子从 5% 增加至 10%, 同时以 10% 的纳入因子纳入中国创业板大盘 A 股; 2、作为 2019 年 8 月的季度指数审议的一部份, MSCI 会把指数中的所有中国大盘 A 股纳入因子从 10% 增加至 15%。3、作为 2019 年 11 月的半年度指数审议的一部份, MSCI 会把指数中的所有中国大盘 A 股纳入因子从 15% 增加至 20%, 同时将中国中盘 A 股 (包括符合条件的创业板股票) 以 20% 的纳入因子纳入 MSCI 指数。我们的观点: MSCI 提升 A 股权重在目前的投资环境下无疑是一个利好消息。其中, 纺织服装板块共有两家上市公司森马服饰 (002563.SZ)、海澜之家 (600398.SH) 纳入 MSCI。A 股在 MSCI 指数权重的提高有利于 A 股市场获得更大规模外资带来的流动性补充, 有利于 A 股市场的健康运行和平稳发展, 逐渐提升国际化水平实现与海外市场的接轨。</p>
3 月 1 日中国输美商品关税加码计划推迟, 中美经贸磋商取得实质性进展 (中国纺织报)	<p>2 月 21 日~24 日, 习近平主席特使、中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦在华盛顿举行第七轮中美经贸高级别磋商。双方进一步落实两国元首阿根廷会晤达成的重要共识, 围绕协议文本开展谈判, 在技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、服务业、农业以及汇率等方面的具体问题上取得实质性进展。美国总统特朗普当地时间 2 月 24 日晚间发推特称, 因周日在华盛顿结束的新一轮中美磋商取得“巨大进展”, 他将推迟原计划于 3 月 1 日提高对华关税最后期限。我们的观点: 关税加码的延期对国内对外出口商和采购商都是一个利好消息。对纺织制造业来说, 新一轮的磋商结果有利于稳定自贸易摩擦以来棉花现货和期货的价格震荡, 重振市场信心。</p>
两个拳头出击! 苏宁百货发力“他”经济 打造男性时尚达人库 (赛迪网)	<p>构建线上线下到店到手全场景的百货零售业态, 为用户提供更丰富的数字化、场景化购物体验, 实现由传统百货逐渐向“大百货”方向迭代升级, 是苏宁百货 2019 创新商业模式, 拓展“三位一体”智慧零售全场景布局的重要手段。具体包括与中国黄金战略合作, 邀请海澜之家“少帅”周立宸出席苏宁“全民焕新节”发布会, 联合红豆集团参加中国国际服装服饰博览会打造智慧生活馆, 洽谈哈吉斯、MO&Co、朗姿等品牌入驻以及星期六、亨吉利等品牌战略合作。我们的观点: 苏宁收购百货门店是其完善零售版图的战略举措。在进军百货的路途中苏宁的第一步就是布局时尚男装业务, 并依靠品牌优势成功吸引众多国内一线男装品牌入驻。苏宁百货靠男装品牌提升知名度和产品质量, 男装品牌则获取苏宁拥有的大数据信息, 这对二者来说是实现了双赢, 有利于双方进一步深化战略合作, 共同拓展男装市场。</p>
2018 年安踏体育越走越远 留下其他本土品牌捉对厮杀 (无时尚中文网)	<p>对于本土体育运动用品行业来说, 安踏体育越走越远, 收购 Amer Sports 更是让该公司对齐 Nike Inc. (NYSE:NKE) 耐克集团和 Adidas AG (ADS.DE) 阿迪达斯集团这样的国际竞争对手, 而李宁、特步国际、361 度则被远远抛诸背后, 并进行捉对厮杀。我们的观点: 安踏在收购芬兰高端体育用品巨头 Amer Sports 后, 2018 年公司各项指标都创下了历史最佳。这对本土体育运动用品企业来说, 既是开辟了一条转型为具有国际竞争力和坚实治理结构的公司的途径, 又进一步推动了行业内的竞争发展, 促使李宁、特步国际、361 度等积极开拓新的发展着力点, 活跃了国内运动用品市场也提升了我国运动用品在国际市场上的竞争力。</p>

资料来源: 中国银河证券研究院整理

1.2 最新观点

本周 SW 纺织服装板块上涨 5.78%，其中服装家纺子板块指数本周上涨 6.74%，纺织制造子板块指数本周上涨 4.39%。受益于“消费升级+行业回暖”趋势，组合推荐：森马服饰（002563.SZ）、海澜之家（600398.SH）、比音勒芬（002832.SZ）。截止当前我们核心推荐组合自年初以来累计收益 15.52%，跑赢 SW 纺织服装指数 1.49PCT。板块投资观点上，我们维持行业推荐评级，我们的观点是纺织服装板块仍将以结构性和个股性机会为特征。我们对于纺织服装板块的投资策略如下：

1) **高端服饰方面**，由于大部分公司在 2015 年以来陆续上市，期间板块估值较高，但公司的内生增速未与估值匹配；同时高端服饰上市公司普遍并购动作较多，2015 年以来市场对较多并购的公司利润增长存在质疑，导致高端服饰上市公司自上市以来表现不佳。我们建议关注**高端女装龙头服饰企业歌力思（603808.SH）**，主品牌内生突出+外延并购品牌增长迅速，轻奢行业空间广阔，多品牌战略布局初显成效；18 年前三季度公司实现营收 17.36 亿元，同增 25.87%，扣非归母净利润同比增长 23.95%，业绩表现虽然在终端消费疲弱影响下有所放缓，但仍保持高速增长，我们建议关注歌力思 18Q4 销售旺季的表现。

2) **休闲服饰**，行业上涨空间大、竞争激烈，从国际经验发展来看，休闲服饰行业具备巨头诞生的条件。目前国际快时尚消费品牌对于国内休闲服饰行业的冲击犹在，国内品牌仍处在继续优化供应链、提高产品设计阶段，高库存量挤占利润空间。其中森马服饰（002563.SZ）率先通过战略转型走出低迷行情，在其休闲服饰业务稳步复苏的同时，积极布局增长潜力较大的童装领域，公司基本面持续改善，18 前三季度收入 97.64 亿元，同比增加 21%，归母净利润 12.72 亿元，同比增 26%。根据最新的双十一销售数据来看，森马及巴拉巴拉在男装及童装销售额均为第一名，我们建议持续关注公司业绩表现，可逢低配置底仓。

3) **男装**，男装行业仍处于低迷行情，部分品牌还未找到成功转型方向，盈利能力较弱。男装龙头海澜之家（600398.SH）布局多品牌化定位已初有成效，市场占有率逐年提高，利润回报明显，不可忽视龙头所产生的马太效应带来的靓丽预期。我们建议持续关注海澜之家（600398.SH）。

4) **童装**，2017 年童装市场规模约 1,796 亿元，CR10 市场占有率为 11.5%。由于消费者对于童装消费习惯过去以国外品牌为主，导致目前国内童装行业集中度较低。目前童装设计风格成人化，流行时尚因素延伸至“亲子装”。我们的观点是童装行业目前处于成长期，市场规模不断增长，专业童装上市公司将受益于快速发展的市场需求及我国开放二胎后的多种鼓励政策，童装企业具备长期增长的动力。

5) **纺织制造板块**，人民币贬值有利出口，但贸易战加税举措影响出口情绪。2018 年下半年人民币持续贬值，2019 年初有回暖迹象。棉纺出口占比高的企业因为汇兑收益的增加而优先从人民币贬值中受益，在汇兑收益增加的同时，企业盈利情况会进一步得到改善，推动纺织行业景气度上升。中美贸易战虽影响中国纺织服装出口回暖趋势，但我国出口占比较高的纺织制造企业拥有良好的“出口产品竞争力”+“企业盈利能力较强”+“汇兑收益”+“出口退税率提高的政策支持”，我们建议关注具有业绩支撑的纺织制造子领域龙头标的百隆东方（601339.SH）。公司越南产能释放拉动 Q3 收入增长 7.5%，汇兑收益增加使得 Q3 归母净利润同比增加 76.90%，实现 1.4 亿元的归母净利润，同时扣非净利润同比增长 107.8%。在去年

低基数和汇兑收益增加的驱动下，我们预计公司业绩将继续稳步上行，持续向好。

1.3 核心组合

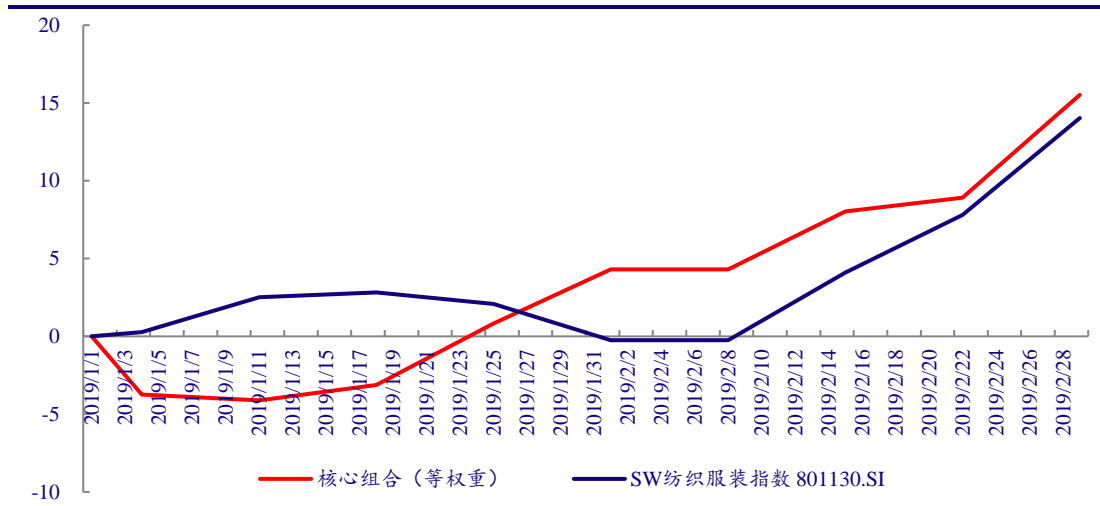
本周 SW 纺织服装指数上升 5.78%，我们的核心推荐组合上升 6.07%。截止当前我们核心推荐组合自年初以来累计收益 15.52%，跑赢 SW 纺织服装指数 1.49PCT；入选至今，我们的核心推荐组合夏普比率为 3.96，低于 SW 纺织服装指数的夏普比率（3.99）。

表 3：核心推荐组合及推荐理由

证券代码	证券简称	推荐理由	周涨幅	累计涨幅 (年初至今)	相对收益率 (年初至今)
002563.SZ	森马服饰	休闲服饰板块持续复苏，童装板块内生外延双向高速增长，供应链管理优化+线上线下渠道深度融合，基本面持续改善。	7.79%	17.83%	3.79%
600398.SH	海澜之家	公司发行 30 亿元可转债，为公司产业链信息化+物流+研发品牌设计提供夯实基础；有效整合产业上下游资源，多品牌“平台型”快速发展，稳步布局与数字化改革双管齐下，业绩增长可期。	7.24%	16.98%	2.95%
002832.SZ	比音勒芬	公司作为专注高尔夫服饰领域的新兴龙头，品牌定位高端，客户粘性高，在消费升级的大背景下业绩增长可期。	3.15%	11.77%	-2.27%

资料来源：WIND，中国银河证券研究院整理

图 1：核心组合年初至今收益率变动



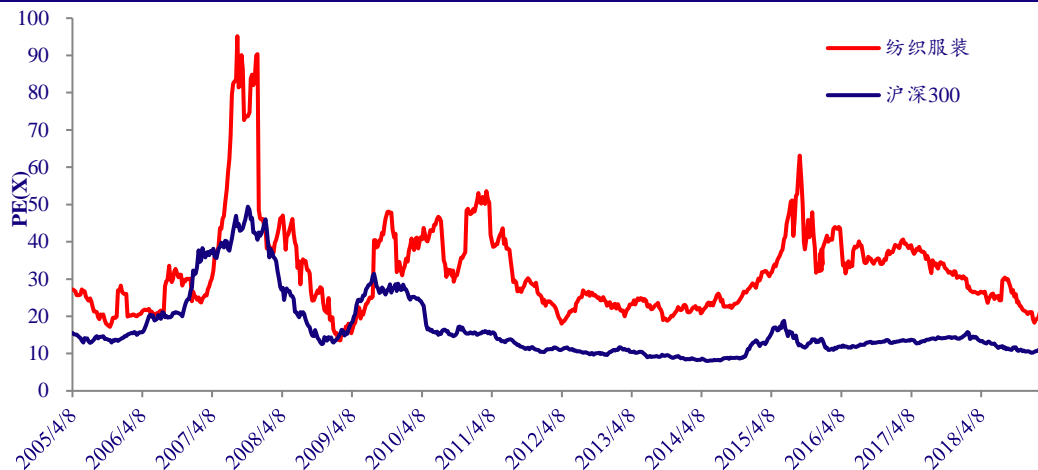
资料来源：WIND，中国银河证券研究院

1.4 国内外行业及公司估值情况

1.4.1 国内与国际纺服行业估值及对比

本周纺织服装板块估值小幅上升。截至2019年3月1日，纺织服装行业市盈率为21.90倍（TTM，指数法），与上一周相比上升1.22PCT。

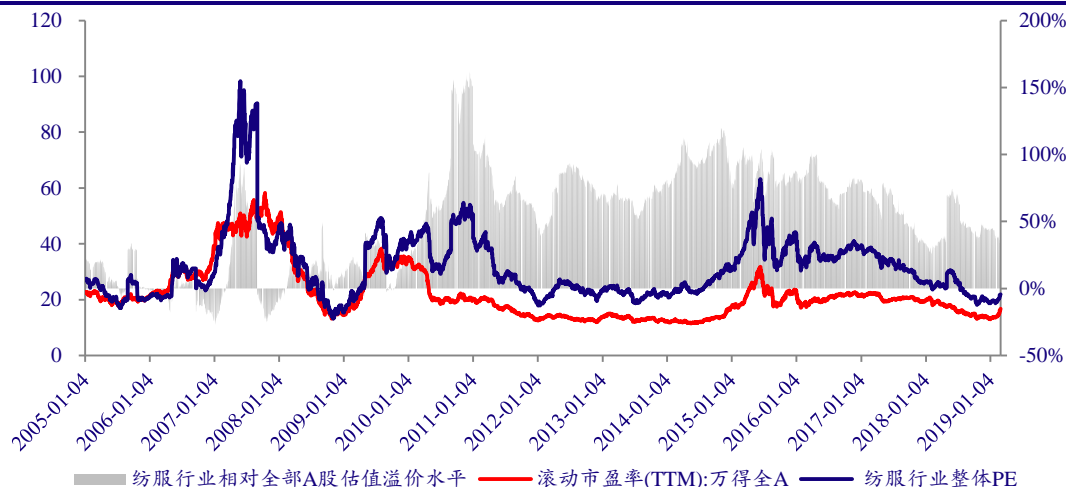
图 2：2005 年至今纺织服装板块估值水平变化



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

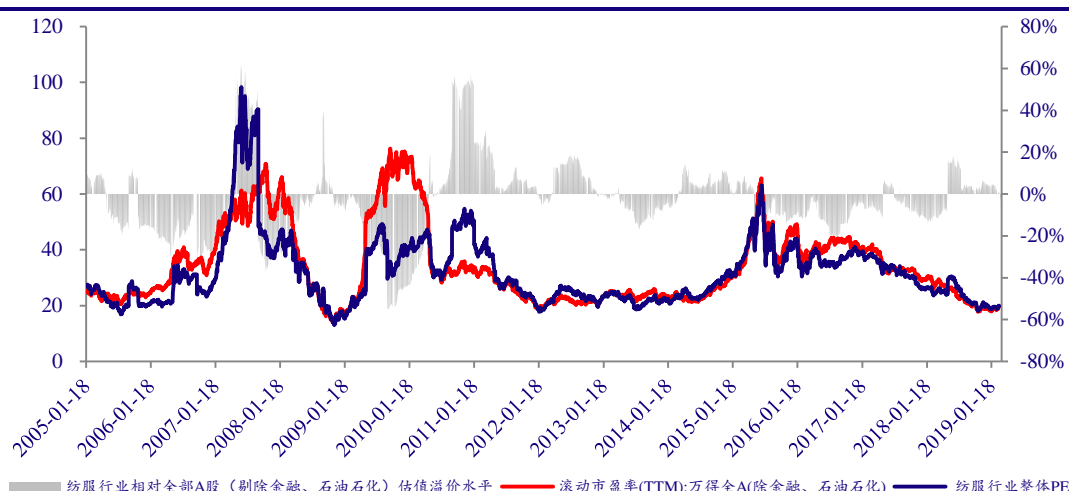
本周纺织服装行业估值溢价较上周下降4.82PCT，较上上周下降8.37PCT。截至2019年03月01日，纺织服装行业一年滚动市盈率为21.90倍（TTM），全部A股为16.73倍，分别较2005年以来的历史均值变化-9.81/-5.32个单位。纺织服装股票估值溢价率（A股剔除金融、石油石化后）为-8.04%，历史均值为-2.22%，估值溢价率较2005年以来的平均值减少0.06PCT，位于相对较低位置。

图 3：纺织服装股票估值溢价情况



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 4：纺织服装股票估值溢价情况-剔除金融、石油石化



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

国内纺织服装板块市盈率高于美日，相对溢价率处于较低水平。以 2019 年 03 月 01 日收盘价计算，国内纺织服装板块的动态市盈率为 21.90 倍（TTM），同期美国纺织服装板块为 17.84 倍。纺织服装对各国纺织服装板块的 PE 溢价率计算，国内相对美国纺织服装板块的溢价率较历史平均水平低 33.55%，当前值为 22.74%，历史均值为 56.37%；国内相对日本纺织服装板块的溢价率较历史平均水平低 17.36%，当前值为 34.88%，历史均值为 56.29%。我们的观点是国内纺织服装指数市盈率估值水平普遍高于国际纺织服装指数的原因主要是国内纺织服装上市公司整体增速高于全球服装市场增速，国内上市公司整体增速在 20-25%，而全球纺织服装市场增速在 8% 左右。由于最近一个月 A 股处于调整，纺织服装企业估值进一步下降，已低于美国市场。

目前国内纺织服装板块市净率低于美国，高于日本，相对溢价率处于历史平均水平。以 2019 年 03 月 01 日收盘价计算，国内纺织服装板块的市净率为 1.76 倍，同期美国纺织服装板块为 3.69 倍，日本纺织服装板块为 0.99 倍，我国纺织服装板块 PB 低于美国，略高于日本。以 SW 纺织服装对各国纺织服装板块的 PB 溢价率计算，国内相对美国纺织服装板块的溢价率较历史平均水平低 28.99%，当前值为 -52.32%，历史均值为 -23.33%；国内相对日本纺织服装板块的溢价率较历史平均水平低 79.77%，当前值为 77.22%，历史均值为 156.99%。我们的观点是国内纺织服装指数市净率估值水平低于美国，略高于日本的原因主要是美国服装市场较为成熟，盈利能力明显强于中国和日本的服装企业。

图 5：美、日、中三国纺织服装板块 PE 比较



资料来源：Bloomberg, WIND, 中国银河证券研究院

图 6：美、日、中三国纺织服装板块 PB 比较



资料来源：Bloomberg, WIND, 中国银河证券研究院

1.4.2 国内与国际重点公司估值及对比

我们筛选全球市值在 20 亿美元以上（及接近 20 亿美元）的国际巨头及在细分领域具有代表性的共计 37 家国际纺织服装龙头公司，计算了其收入、净利润增速及估值等。从过去五年收入的 CAGR 来看，平均为 7.65%，中位数为 7.53%；从过去五年净利润的 CAGR 来看，平均为 13.94%，中位数为 9.91%。其所对应估值 PE 平均数为 30.63 倍，估值中位数为 24.29 倍。

A 股市场，我们列示了纺织服装子行业市值居前的 31 只白马股及重点覆盖公司如下表。从过去五年收入的 CAGR 来看，平均为 14.10%，中位数为 10.47%；从过去五年净利润的 CAGR 来看，平均为 18.53%，中位数为 14.18%。其所对应估值 PE 平均数为 18.45 倍，PE 中位数为 15.79 倍。

表 4：国际纺织服装龙头业绩与估值（市值单位：亿美元；截止 2019.03.01）

证券代码	公司名称	国别	CAGR（过去五年）		净利率	股息率	估值			市值
			收入增速	利润增速			PE (TTM)	PS	PB	
MCFP	LVMH 集团	法国	10.04	13.08	13.57	1.95	24.42	3.31	4.80	1770.14
NKEUS	耐克	美国	7.53	-4.80	5.31	1.03	33.65	3.60	15.49	1349.22
CDIFP	迪奥	法国	9.40	12.46	5.50	1.37	27.61	1.52	5.00	809.57
KERFP	开云集团	法国	7.19	137.08	27.19	2.12	23.80	4.56	6.31	710.28
RMSFP	爱马仕国际	法国	9.76	10.55	22.01	0.53	44.55	10.37	12.47	678.49
CFRSW	历峰集团	瑞士	1.58	-9.52	11.12	2.44	15.51	3.18	2.43	447.54
ADSGR	阿迪达斯	德国	7.35	15.84	5.17	1.20	27.18	2.04	6.69	493.95
VFCUS	威富公司	美国	1.66	-10.75	5.21	2.34	22.58	2.52	8.03	345.60
UHRSW	斯沃琪集团	瑞士	0.04	-15.15	9.97	2.63	18.84	1.88	1.51	166.39
1913.HK	普拉达	意大利	3.64	-10.44	8.14	2.21	43.43	3.03	3.32	104.58
PVHUS	PVH 集团	美国	8.09	5.00	6.03	0.13	12.29	0.91	1.53	86.97

BRBYLN	博柏利	英国	6.46	2.91	10.74	2.15	24.15	2.99	6.19	104.93
TTANIN	TITAN	印度	-2.30	-26.33	2.63	2.00	18.01	1.60	2.93	98.41
RLUS	拉尔夫 劳伦	美国	9.74	9.27	7.09	0.37	80.25	5.70	17.85	128.07
KORSUS	MK	英国	16.68	8.28	12.54	N/A	9.18	1.35	2.99	68.72
UAAUS	安德玛	美国	17.37	N/A	-0.89	N/A	102.48	1.94	2.47	95.17
HBIUS	哈尼斯	美国	8.01	10.85	8.13	3.23	10.89	0.99	6.92	67.19
PUMGR	彪马	德国	9.26	104.03	4.03	0.70	40.06	1.61	4.41	86.03
GOOSCN	加拿大鹅	加拿大	N/A	N/A	16.25	N/A	57.40	10.25	21.19	62.72
COLMUS	哥伦比亚	美国	10.71	23.25	9.57	0.93	25.28	2.55	4.20	70.22
1910HK	新秀丽	美国	14.53	17.63	9.58	2.43	13.96	1.20	2.54	45.41
GILCN	吉登运动服饰	加拿大	5.89	1.84	12.06	1.50	19.51	2.59	3.82	74.04
CRIUS	CARTER'S	美国	5.58	12.08	8.15	2.05	15.37	1.30	5.11	44.36
PAGIN	PAGE 工业	印度	23.87	25.26	13.78	0.71	71.77	9.89	29.39	35.11
SKXUS	斯凯奇	美国	20.25	40.60	6.49	N/A	17.10	1.13	2.57	53.21
SFERIM	菲格拉慕	意大利	3.86	2.37	8.51	2.01	32.68	2.36	4.41	36.25
9910TT	丰泰	台湾	9.93	21.21	7.50	2.58	26.07	2.04	9.11	41.93
WWWUS	狐狼世界	美国	-3.61	15.30	8.94	1.12	16.37	1.50	3.33	32.73
9904TT	宝成集团	台湾	0.18	4.81	4.64	5.15	9.27	0.40	1.32	37.06
7936JP	亚瑟士	日本	8.24	0.55	-5.26	1.61	N/A	0.73	1.70	25.23
SHOOUS	史蒂夫 马登	美国	4.70	-0.44	7.81	1.70	18.13	1.63	3.58	28.34
1476TT	儒鸿企业	台湾	12.30	11.23	12.60	2.70	22.98	3.57	6.16	31.37
BCIM	BrunelloCucinelli	意大利	12.51	17.85	10.15	0.78	40.95	4.45	9.10	26.81
AINUS	奥巴马国际	美国	5.34	36.46	8.44	0.93	27.16	2.52	4.13	25.02
TODIM	TOD'S	意大利	0.00	-13.36	7.37	3.13	21.07	1.54	1.38	16.77
SMCPFP	SMCP	法国	N/A	N/A	0.80	N/A	42.98	2.28	1.13	14.36
3591JP	华歌尔	日本	2.01	5.03	4.98	2.57	45.81	0.96	0.81	17.67
	均值		7.65	13.94	8.54	1.82	30.63	2.87	6.12	225.13
	中位数		7.53	9.91	8.14	1.97	24.29	2.04	4.20	68.72
	最小值		-3.61	-26.33	-5.26	0.13	9.18	0.40	0.81	14.36
	最大值		23.87	137.08	27.19	5.15	102.48	10.37	29.39	1,770.14

注：N/A 表示 5 年前还未上市。

资料来源：Bloomberg, Wind, 中国银河证券研究院整理

表 5：港股龙头业绩及估值（市值单位：亿美元；截止 2019.03.01）

证券代码	公司名称	CAGR（过去五年）		净利率	股息率	估值			市值
		收入增速	利润增速			PE (TTM)	PS	PB	
0210HK	达芙妮国际	-13.23	-194.71	-14.19	-	-0.42	0.09	0.18	0.55
0999HK	I.T	4.91	2.14	5.15	4.68	9.40	0.52	1.38	5.79
0709HK	佐丹奴	-1.07	-9.70	10.38	8.88	12.22	1.09	2.18	7.92
2313HK	申洲国际	14.26	17.44	20.77	1.41	31.36	6.84	6.21	196.28
2299HK	百宏实业	2.14	-7.93	7.32	1.34	25.74	2.31	3.36	28.97

1234HK	利郎	-3.34	-1.28	24.94	5.79	11.27	2.82	2.37	11.59
2331HK	李宁	4.87	-175.81	5.79	-	35.25	2.18	3.88	31.67
3818HK	中国动向	-6.00	34.37	59.06	28.67	18.49	3.41	0.60	8.47
2020HK	安踏体育	16.00	16.93	18.92	2.09	26.86	4.57	6.99	160.24
3306HK	江南布衣	20.02	35.61	14.21	3.59	14.79	2.19	4.90	10.31
2298HK	都市丽人	14.06	9.61	6.95	2.34	13.85	1.00	1.23	7.27
1086HK	好孩子	9.16	-0.37	2.58	1.75	25.34	0.57	0.93	6.06
0551HK	裕元集团	4.47	0.51	5.97	18.52	16.96	0.58	1.35	55.61
3998HK	波司登	-1.04	-10.67	7.19	4.78	21.33	1.58	1.60	21.38
2678HK	天虹	16.41	17.89	7.20	4.17	7.51	0.47	1.31	12.59
1382HK	互太	-1.86	-4.47	11.69	6.10	12.41	1.62	3.21	13.60

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 6: 国内纺织服装白马股及重点跟踪公司业绩增速与估值 (市值单位: 亿人民币元; 截止 2019.03.01)

行业	证券代码	证券简称	CAGR (过去五年)		净利率	股息率	估值			市值
			收入增速	利润增速			PE (TTM)	PS	PB	
中高端服饰	002612.SZ	朗姿股份	16.06%	-3.56%	8.20	1.50	19.13	1.50	1.43	40.04
	603808.SH	歌力思	27.93%	23.72%	17.27	1.50	15.89	2.43	2.46	58.54
	603518.SH	维格娜丝	33.80%	18.58%	8.67	1.04	10.02	0.89	1.14	27.44
	603839.SH	安正时尚	7.07%	1.95%	19.22	4.33	14.79	2.94	1.72	46.65
	603196.SH	日播时尚	6.65%	-9.90%	7.17	1.12	37.74	1.95	2.40	22.44
	603587.SH	地素时尚	16.57%	22.36%	24.67	-	16.99	4.77	3.27	97.00
	002832.SZ	比音勒芬	18.26%	17.03%	17.09	2.68	23.33	4.68	4.16	67.69
	002029.SZ	七匹狼	-2.36%	-9.51%	11.13	1.42	15.31	1.51	0.93	53.20
	601566.SH	九牧王	-0.27%	-5.93%	19.19	7.27	15.79	2.92	1.74	79.01
大众服饰	002563.SZ	森马服饰	11.23%	8.24%	9.40	2.38	16.76	1.81	2.54	283.75
	600398.SH	海澜之家	67.80%	98.74%	18.29	4.84	12.94	2.38	3.83	445.68
	603877.SH	太平鸟	22.72%	35.18%	6.34	3.73	15.88	1.17	2.75	90.29
	603157.SH	拉夏贝尔	25.30%	15.67%	5.97	6.38	11.86	0.53	1.22	47.21
家纺	002293.SZ	罗莱生活	11.34%	3.47%	9.72	3.42	14.73	1.60	2.05	77.18
	603365.SH	水星家纺	N/A	N/A	10.45	3.10	15.28	1.60	2.06	42.96
	002327.SZ	富安娜	8.04%	13.65%	18.86	3.00	13.69	2.50	2.20	72.93
	002397.SZ	梦洁股份	10.01%	7.58%	4.18	1.23	40.95	1.62	1.81	37.97
童装	002875.SZ	安奈儿	13.26%	11.79%	6.68	0.82	38.57	2.66	3.75	32.28
	603557.SH	起步股份	N/A	N/A	14.51	0.72	19.69	2.89	2.58	39.69
鞋类	603001.SH	奥康国际	-1.15%	-15.19%	6.91	4.48	21.62	1.41	1.11	44.71
	603608.SH	天创时尚	6.06%	8.61%	10.71	2.26	20.27	2.38	2.28	47.63
新模式	300577.SZ	开润股份	32.98%	46.88%	12.20	0.97	42.63	3.60	11.62	73.92
纺织制造	002087.SZ	新野纺织	10.47%	29.60%	5.64	0.95	8.90	0.56	0.88	34.22
	002003.SZ	伟星股份	7.18%	18.85%	15.58	6.72	18.23	2.08	2.38	56.40
	601339.SH	百隆东方	4.53%	14.18%	8.19	4.35	13.89	1.32	1.02	78.60

002042.SZ	华孚时尚	17.05%	50.29%	5.58	7.73	12.60	0.69	1.42	98.30
000726.SZ	鲁泰 A	1.67%	4.29%	13.78	5.00	11.02	1.36	1.32	92.35
002083.SZ	孚日股份	1.53%	91.69%	8.59	7.18	11.26	0.98	1.47	50.58
002394.SZ	联发股份	7.95%	8.24%	8.89	6.34	9.76	0.88	1.19	37.17
603558.SH	健盛集团	20.68%	15.03%	11.56	1.46	21.48	2.81	1.47	42.76
600987.SH	航民股份	6.53%	15.75%	18.96	3.09	10.93	1.72	1.39	67.46
	均值	14.10%	18.53%	11.73	3.26	18.45	2.00	2.31	76.97
	中位数	10.47%	14.18%	10.45	3.00	15.79	1.72	1.81	53.20
	最小值	-2.36%	-15.19%	4.18	-	8.90	0.53	0.88	22.44
	最大值	67.80%	98.74%	24.67	7.73	42.63	4.77	11.62	445.68

注：N/A 表示 5 年前还未上市。

资料来源：WIND，中国银河证券研究院整理

1.5 风险提示

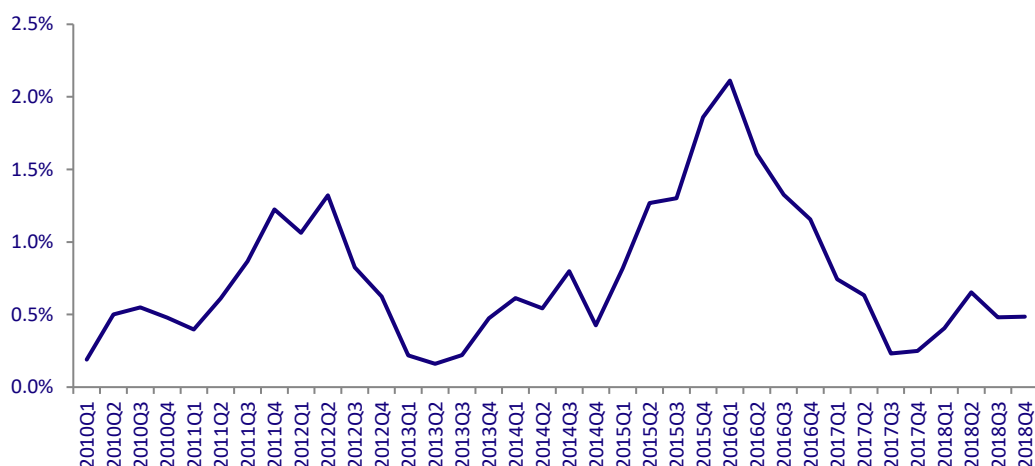
终端消费回暖不及预期；大量存货减值风险；汇率大幅波动风险；棉价大幅波动的风险；部分公司解禁压力。

附录：

1. 投资观点——2018Q4 公募基金持仓比重处于低位状态

- 我们计算了 2010 年以来 SW 纺织服装分类成分股市值在公募基金重仓 A 股市值中的所占比重，并对纺织服装重仓持股比重及其变化趋势进行了分析。因公募基金季报只公布持有的股票组合中市值前十名的股票持仓情况。因此，重仓持股情况不能完全反映公募基金对于各股票的持仓情况。
- 自 2010 年公募基金重仓持股市值占总重仓持仓比重来看，在 16Q1 起呈现持续下降的趋势，在 17Q3 达到最低值 0.23%，17Q4 开始逐步上升，18Q4 为 0.48%，比历史平均 0.76% 低 0.28%，与 18Q3 持平。目前公募基金重仓持股市值占总重仓持仓比重低于历史平均水平，持仓比重降低，仍处于低配状态。

图 7：纺织服装行业公募基金重仓持股市值占总重仓持仓比重



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

2. 银河活动——调研情况

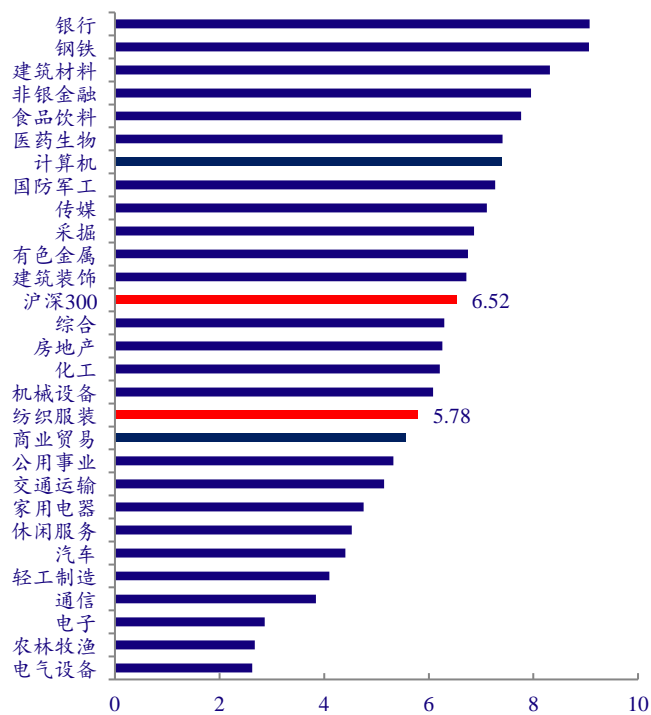
- 近期调研：**际华集团（601718.SH）、金发拉比（002762.SZ）、三夫户外（002780.SZ）、朗姿股份（002612.SZ）、安正时尚（603839.SH）、罗莱生活（002293.SZ）、海澜之家（600398.SH）、维格娜丝（603518.SH）。欢迎电话交流。

3. 行情跟踪——行业&个股行情

3.1 行业行情

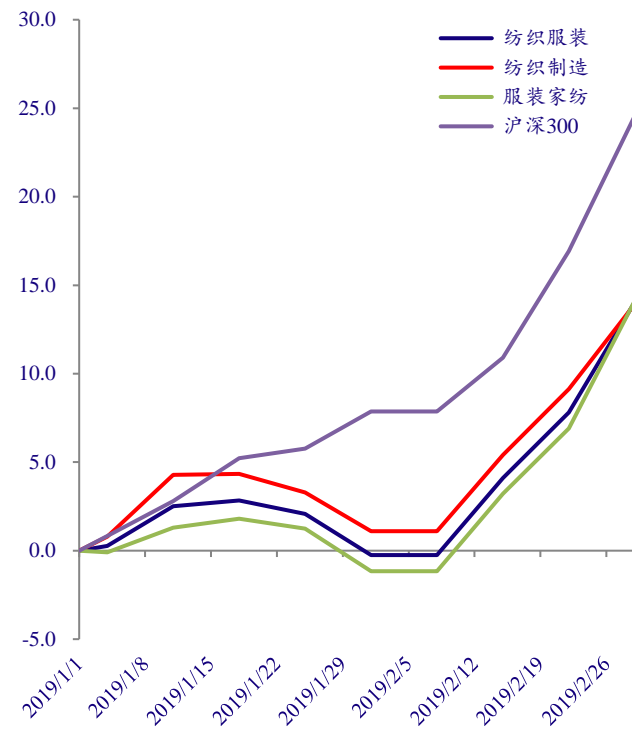
本周 SW 纺织服装板块上涨 5.78%，沪深 300 指数上涨 6.52%。年初至今纺织服装板块上涨 14.03%，整体表现不及沪深 300（24.55%）。

图 8：本周各行业涨跌幅



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 9：纺织服装行业及其子行业年初以来市场表现



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

3.2 个股行情

表 7：本周纺织服装板块涨幅前十

公司代码	公司简称	涨跌幅
002875.SZ	安奈儿	33.10%
002656.SZ	摩登大道	22.48%
002034.SZ	旺能环境	20.46%
002776.SZ	柏堡龙	18.90%
601718.SH	际华集团	13.70%
002503.SZ	搜于特	12.90%
600146.SH	商赢环球	12.50%
600156.SH	华升股份	12.00%
002485.SZ	希努尔	10.28%
600220.SH	江苏阳光	9.60%

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

表 8：本周纺织服装板块跌幅前十

公司代码	公司	涨跌幅
002761.SZ	多喜爱	-4.08%
603558.SH	健盛集团	-1.82%
600689.SH	上海三毛	-1.53%
002569.SZ	步森股份	-0.95%
000955.SZ	欣龙控股	-0.44%
002087.SZ	新野纺织	-0.24%
000726.SZ	鲁泰 A	0.20%
603477.SH	振静股份	0.48%
002327.SZ	富安娜	0.48%
603518.SH	维格娜丝	0.80%

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

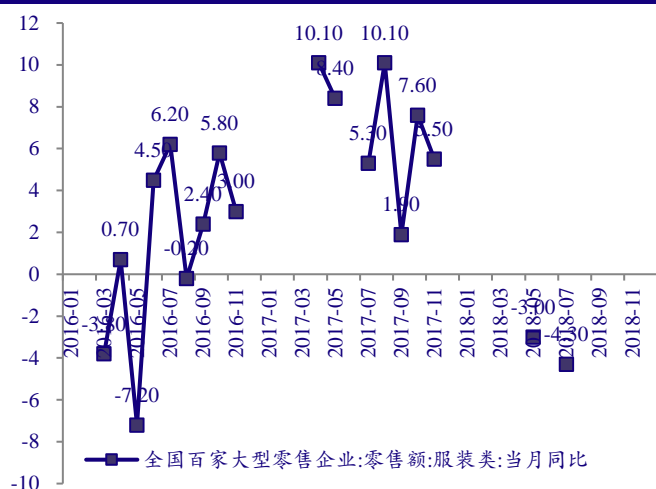
4. 行业数据跟踪——人民币迅速升值，棉价存上行预期

4.1 零售端：12月社会消费品零售总额同比增8.16%

截至2018年7月份，全国百家大型零售企业零售额同比下跌4.3%，截至2018年7月份，50家重点大型零售企业零售额同比下跌3.8%，总体呈下跌趋势。

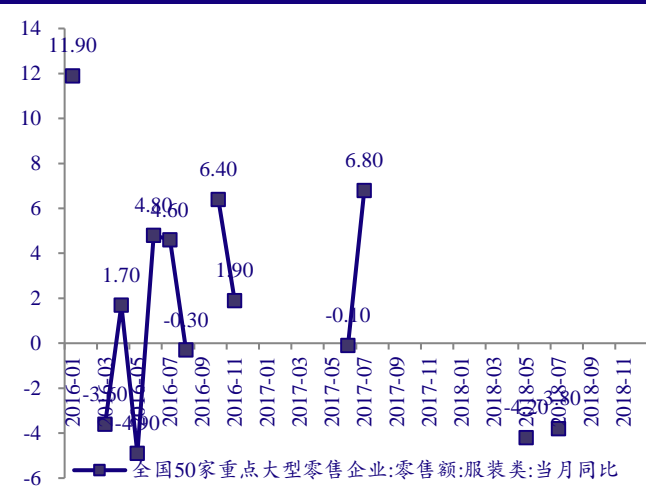
截至2018年12月份，社会消费品零售总额同比增长8.16%，限额以上企业消费品零售总额服装鞋帽针织品类同比增长7.4%，较上月上涨1.9PCT。

图 10：2016 年以来全国百家大型零售企业零售额当月同比 (%)



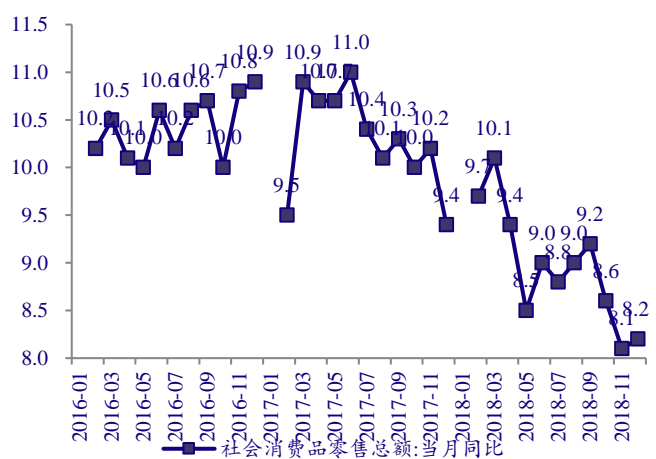
资料来源：中华商业信息网，中国银河证券研究院

图 11：2016 年以来全国 50 家大型零售企业零售额当月同比 (%)



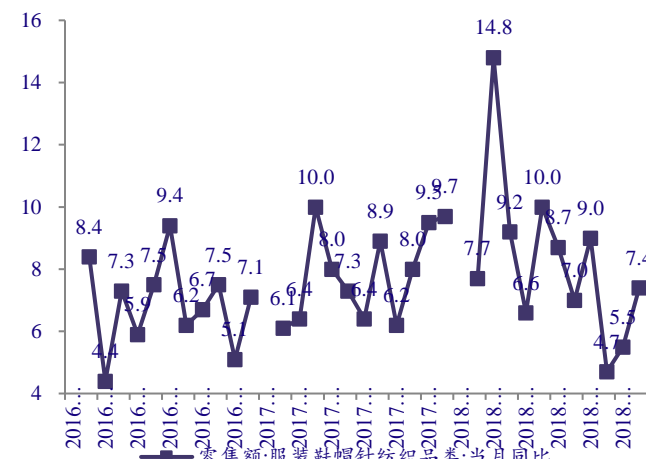
资料来源：中华商业信息网，中国银河证券研究院

图 12：2016 年至今社会消费品零售总额当月同比 (%)



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 13：服装鞋帽针纺织品类限额以上零售额当月同比 (%)

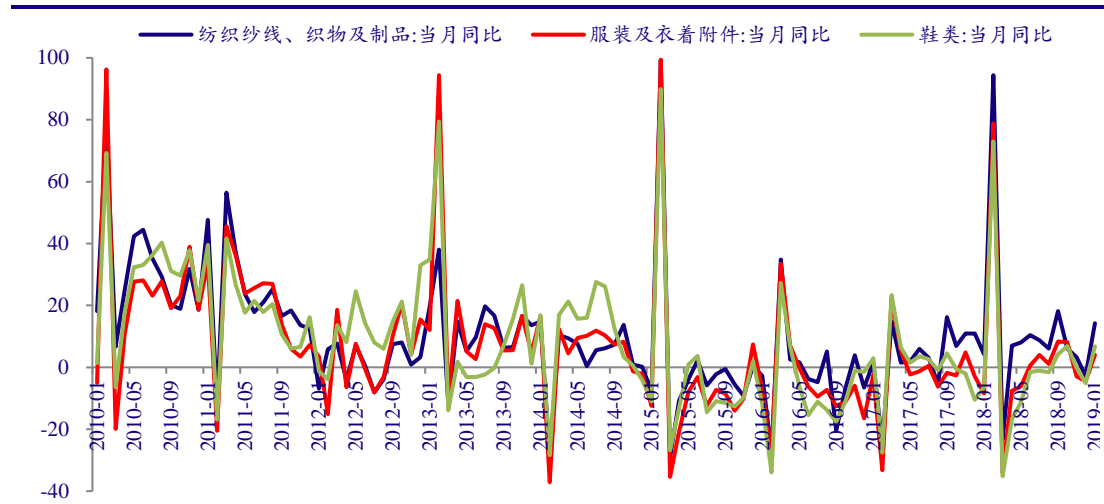


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

4.2 出口端：19年1月上游纺织纱线、织物及制品/服装及衣着附件/鞋类等出口增幅扩大

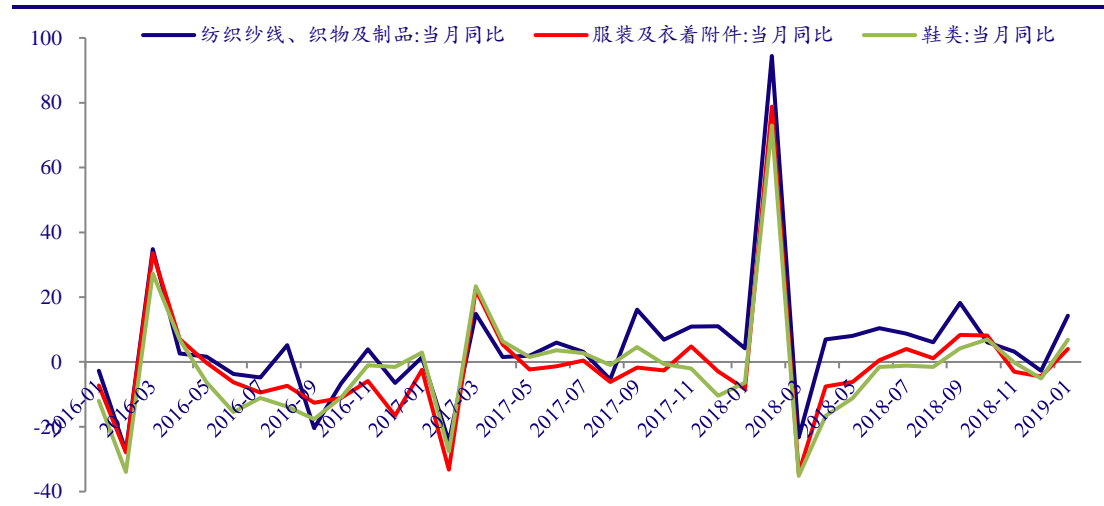
出口方面，纺织纱线、织物及制品/服装及衣着附件/鞋类1月单月同比增加14.29%/4.03%/6.84%。累计来看，年初至今出口累计同比变化14.60%/5.10%/9.40%，出口增幅呈扩张趋势。

图 14：纺织品、服装、鞋类出口增速（分月同比）（%）



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

图 15：2016 年 1 月至今纺织品、服装、鞋类出口增速（分月同比）（%）

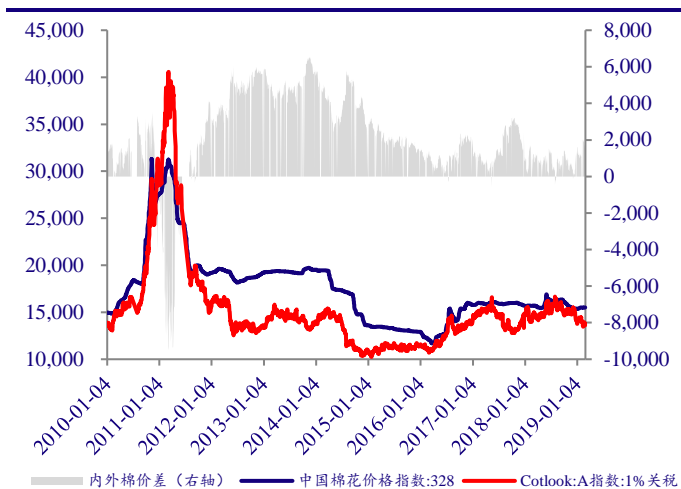


资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

4.3 上游主要原料：人民币持续升值，棉价存上行预期

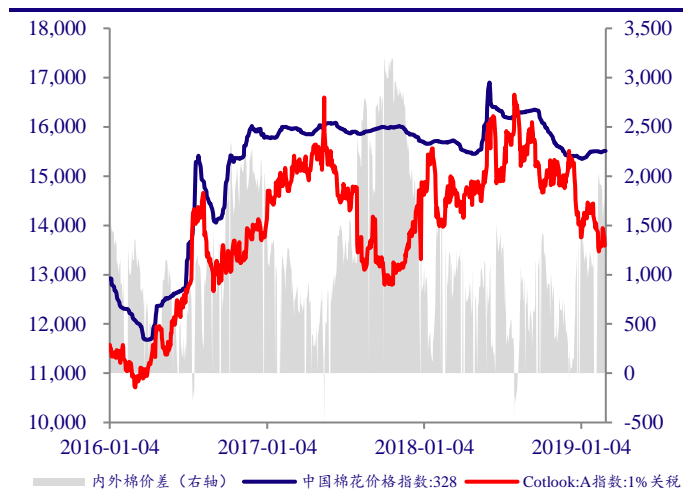
中国棉花价格指数 328 级现货周均价：15,512.40 元/吨（周变化 11.00 元/吨，月变化 10.00 元/吨，过去一年变化 -184.00 元/吨）；CotlookA 周均价：80.70 美分/磅（周变化 -1.90 美分/磅，月变化 -3.25 美分/磅，过去一年变化 -11.35 美分/磅）。内外棉现货价差（中国棉花价格指数 328-Cotlook A 1% 关税）走势趋小，本周均价为 1,807.33 元/吨。

图 16: 2010 年至今内外棉花现货价格及价差走势 (元/吨)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

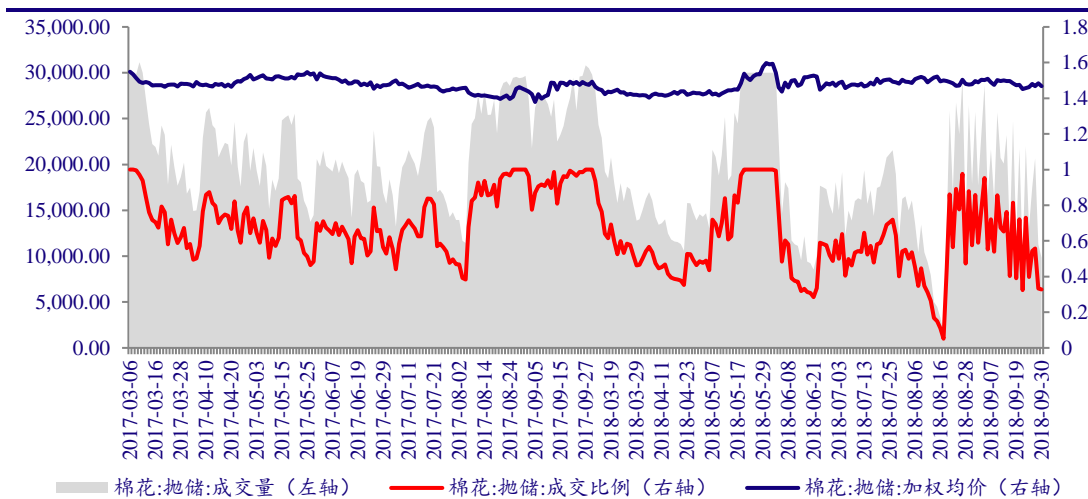
图 17: 2016 年至今内外棉花现货价格及价差走势 (元/吨)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

从我国储备棉轮出情况来看,我国棉花库存分为工商业库存和国储棉,比例约为 3:5。2017 年储备棉累计轮出 322 万吨,部分纺织企业仍有部分储备棉库存没有使用,17 年抛储结束后库存约为 534 万吨。2018 年 9 月 30 日结束抛储,储备棉 2018 年共成交 249.56 万吨,较上年下降 22.62%;平均成交均价 14735.77 元/吨,较上年下降 0.13%;平均成交率为 58.27%,较上年下降 20.97%;每天基本可以保证 1.76 万吨的投放量。今年抛储结束后,国储棉库存量预计剩余 284 吨左右,仅为今年棉花需求的 1/3 左右,且其中优质新疆棉储备持续减少,在当前政策下棉花市场供需缺口将持续扩大,棉价存上涨预期。

图 18: 2017 年至今储备棉轮出情况 (吨、%、元/吨)



资料来源: 中国棉花交易网, 中国银河证券研究院

美元兑人民币汇率：6.6957（本周变化-0.72%，月变化-0.60%，年变化 2.25%）。人民币自 2018 年 6 月起呈持续贬值趋势，2019 年以来人民币有回暖迹象，缓解了 18 年的部分贬值。

图 19：2010 年至今美元兑人民币中间价走势



资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

图 20：2016 年年初至今美元兑人民币中间价走势



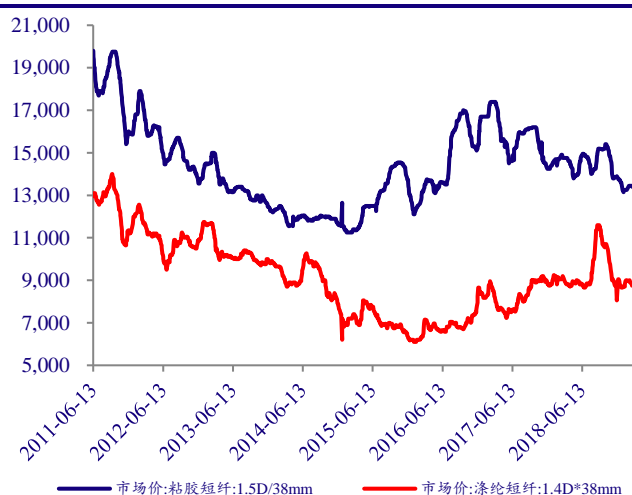
资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

化纤：

粘胶短纤：13,400.00 元/吨（-0.37%）（周变化-50 元/吨，月变化 150 元/吨，过去一年变化-1500.00 元/吨）；

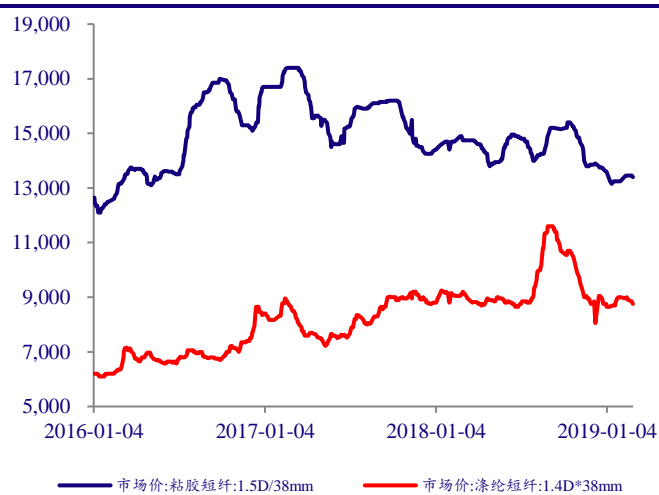
涤纶短纤：8816.67 元/吨（-1.70%）（周变化-150 元/吨，月变化-250 元/吨，过去一年变化-350 元/吨）。

图 21：2011 年至今国内粘胶短纤、涤纶短纤价格走势



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 22：2016 年年初至今国内粘胶短纤、涤纶短纤价格走势

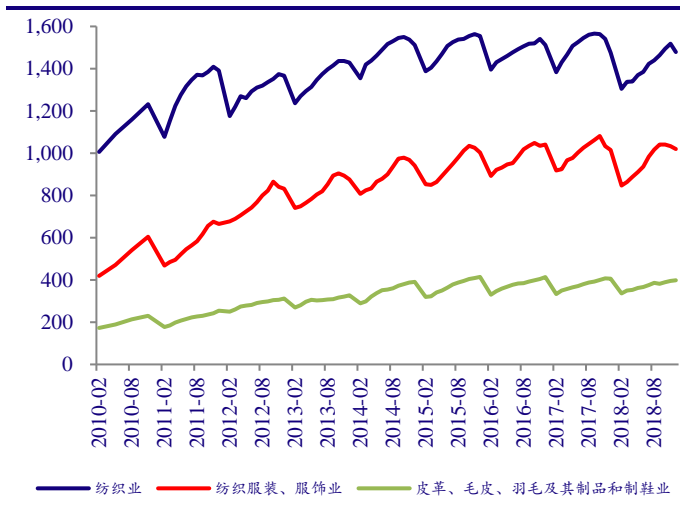


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

4.4 行业库存情况：存货存量同比增加

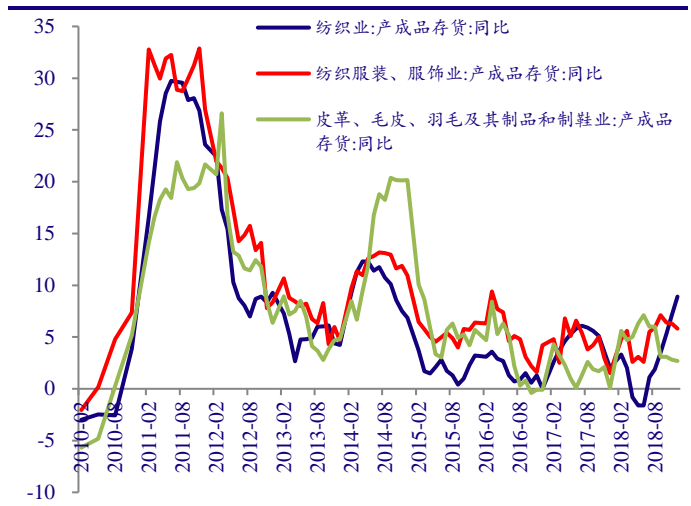
截止 2018 年 12 月，纺织业产成品存货 1545.36 亿元，同比增加 8.90%；纺织服装、服饰业产成品存货 1031.30 亿元，同比增加 5.80%；皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业产成品存货 402.27 亿元，同比增加 2.70%。

图 23：纺织业及子行业产成品存货情况（亿元）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 24：纺织业及子行业产成品存货同比情况（%）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

5. 上市公司动态

5.1 本周上市公司重要公告

表 9：本周上市公司重要公告

行业	证券代码	证券简称	公告日期	事件	公告内容
中高端服饰	603518.SH	维格娜丝	2019-03-01	维格娜丝时装股份有限公司关于任期届满前离职的监事减持股份计划公告	张玉英女士原系维格娜丝时装股份有限公司（以下简称“公司”）监事，由于个人原因，已于 2018 年 7 月 19 日辞去公司监事职务，辞职后不再担任公司任何职务。根据《上海证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则》等相关规定，董监高在任期届满前离职的，应当在其就任时确定的任期内和任期届满后 6 个月内，遵守减持有关限制性规定。截至本公告日，张玉英女士持有公司股份 422,900 股，占公司总股本的 0.234%；
	002687.SZ	乔治白	2019-02-28	浙江乔治白服饰股份有限公司关于回购股份事项前十名股东及前十名无限售条件股东持股信息的公告	浙江乔治白服饰股份有限公司（以下简称“公司”）于 2019 年 2 月 22 日召开第五届董事会第十七次会议，审议通过了《关于回购部分社会公众股份方案的议案》，具体内容详见 2019 年 2 月 23 日披露的《关于第五届董事会第十七次会议决议公告》（公告编号：2019-002）。

大众服饰	002503.SZ	搜于特	2019-03-01	搜于特集团股份有限公司关于公司股东股份部分解除质押的公告	搜于特集团股份有限公司(以下简称“公司”)2019年2月28日收到公司股东马鸿先生的通知,马鸿先生所持公司的部分股份于2019年2月28日办理解除质押的手续。截至本公告日,马鸿先生共持有公司1,047,670,188股股份,占公司股份总数的33.88%,其中累计质押股份960,070,000股,占公司股份总数的31.05%,占马鸿先生所持公司股份的91.64%。截至本公告日,广东兴原投资有限公司(以下简称“兴原投资”)共持有公司600,522,764股股份,占公司股份总数的19.42%,其中累计质押股份412,750,000股,占公司股份总数的13.35%,占兴原投资所持公司股份的68.73%。马鸿先生及其一致行动人兴原投资共计质押股份1,372,820,000股,占其合计持有公司股份总数的83.29%。
	002516.SZ	旷达科技	2019-03-01	旷达科技集团股份有限公司关于回购公司股份的进展公告	旷达科技集团股份有限公司(以下简称“公司”)于2018年7月6日召开公司2018年第一次临时股东大会,审议通过了关于回购公司股份事项的相关议案。于2018年7月18日披露了《回购报告书》(公告编号:2018-054)。并于2018年7月20日首次实施了回购,2018年7月21日披露了《首次实施回购公司股份的公告》(公告编号:2018-055)。截至2019年2月28日,公司已通过集中竞价交易方式累计回购公司股份数量29,860,470.00股,占公司总股本的比例为1.9875%。回购股份成交的最高价为3.89元/股,成交的最低价为2.83元/股,累计支付的资金总额为人民币94,673,181.06元(不含手续费)。
纺织制造	002634.SZ	棒杰股份	2019-02-26	浙江棒杰数码针织品股份有限公司关于控股股东部分股份被质押的公告	浙江棒杰数码针织品股份有限公司(以下简称“本公司”或“公司”)于近日接到公司控股股东、实际控制人陶建伟先生的通知,获悉其持有本公司的部分股份被质押,截至本公告日,陶建伟先生共持有本公司股份129,650,625股,占公司总股本的28.12%;其中本次质押股份10,000,000股,占公司总股本的2.17%;累计质押本公司股份107,550,000股,占公司总股本的23.33%。陶建伟先生及其一致行动人陶建锋先生、陶士青女士共持有公司股份189,893,703股,占公司总股本的41.19%;其持有的公司股份累计被质押的数量为126,860,000股,占其持有本公司股份总数的66.81%,占公司总股本的27.52%。

资料来源:WIND, 中国银河证券研究院整理

5.2 年内上市公司非流通股解禁明细

表 10：年内上市公司非流通股解禁明细

证券代码	证券简称	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 (%)	
002098.SZ	浔兴股份	2019/1/4	4,800	35,800	31,000	86.59%	35,800	35,800	100.00%	定向增发机构配售股份
002780.SZ	三夫户外	2019/1/11	712	11,213	7,347	65.52%	11,213	8,059	71.87%	首发原股东限售股份
002404.SZ	嘉欣丝绸	2019/3/6	5,702	57,767	40,204	69.60%	57,767	51,609	89.34%	首发原股东限售股份
603518.SH	维格娜丝	2019/3/6	2,826	18,055	14,917	82.62%	18,055	20,569	113.92%	股权激励限售股份
603558.SH	健盛集团	2019/3/22	7,050	41,636	31,025	74.51%	41,636	38,075	91.45%	定向增发机构配售股份
002154.SZ	报喜鸟	2019/5/6	3,843	121,761	110,742	90.95%	121,761	114,585	94.11%	股权激励限售股份
002034.SZ	旺能环境	2019/5/9	4,100	41,657	21,804	52.34%	41,657	25,905	62.19%	定向增发机构配售股份
002293.SZ	罗莱生活	2019/6/6	93	75,441	70,031	92.83%	75,441	70,124	92.95%	股权激励限售股份
002003.SZ	伟星股份	2019/6/13	3,233	75,802	62,977	83.08%	75,802	66,211	87.35%	股权激励限售股份
002397.SZ	梦洁股份	2019/6/20	1,650	77,976	50,192	64.37%	77,976	51,842	66.48%	定向增发机构配售股份
603587.SH	地素时尚	2019/6/24	3,400	40,100	6,100	15.21%	40,100	9,500	23.69%	首发一般股份, 首发机构配售股份
603958.SH	哈森股份	2019/7/1	15,136	21,991	6,600	30.01%	21,991	21,736	98.84%	首发原股东限售股份, 首发机构配售股份
300526.SZ	中潜股份	2019/8/2	11,000	17,146	6,012	35.06%	17,146	17,012	99.21%	股权激励限售股份
002656.SZ	摩登大道	2019/8/2	14,387	71,252	47,171	66.20%	71,252	61,559	86.40%	定向增发机构配售股份
002193.SZ	如意集团	2019/8/16	3,051	26,172	23,042	88.04%	26,172	26,093	99.70%	定向增发机构配售股份
002674.SZ	兴业科技	2019/8/19	6,151	30,208	24,042	79.59%	30,208	30,193	99.95%	首发原股东限售股份
600400.SH	红豆股份	2019/8/30	3,690	53,326	249,636	98.54%	253,326	253,326	100.00%	定向增发机构配售股份
603877.SH	太平鸟	2019/9/16	173	48,076	20,049	41.70%	48,076	20,222	42.06%	股权激励限售股份
600146.SH	商赢环球	2019/9/30	26,997	46,997	20,000	42.56%	46,997	46,997	100.00%	股权分置限售股份
002494.SZ	华斯股份	2019/11/11	371	38,556	29,502	76.52%	38,556	29,873	77.48%	定向增发机构配售股份
002516.SZ	旷达科技	2019/11/11	2,692	150,239	94,272	62.75%	150,239	96,964	64.54%	股权激励限售股份
002832.SZ	比音勒芬	2019/12/23	9,520	18,134	7,900	43.56%	18,134	17,420	96.06%	首发原股东限售股份
300577.SZ	开润股份	2019/12/23	15,226	21,761	6,415	29.48%	21,761	21,640	99.44%	股权激励限售股份
603608.SH	天创时尚	2019/12/26	701	43,140	12,856	29.80%	43,140	13,557	31.43%	股权激励限售股份

资料来源：WIND，中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 核心组合年初至今收益率变动.....	3
图 2: 2005 年至今纺织服装板块估值水平变化.....	4
图 3: 纺织服装股票估值溢价情况.....	4
图 4: 纺织服装股票估值溢价情况-剔除金融、石油石化.....	5
图 5: 美、日、中三国纺织服装板块 PE 比较.....	6
图 6: 美、日、中三国纺织服装板块 PB 比较.....	6
图 7: 纺织服装行业公募基金重仓持股市值占总重仓持仓比重.....	10
图 8: 本周各行业涨跌幅.....	11
图 9: 纺织服装行业及其子行业年初以来市场表现.....	11
图 10: 2016 年以来全国百家大型零售企业零售额当月同比 (%).....	12
图 11: 2016 年以来全国 50 家大型零售企业零售额当月同比 (%).....	12
图 12: 2016 年至今社会消费品零售总额当月同比 (%).....	12
图 13: 服装鞋帽针纺织品类限额以上零售额当月同比 (%).....	12
图 14: 纺织品、服装、鞋类出口增速 (分月同比) (%).....	13
图 15: 2016 年 1 月至今纺织品、服装、鞋类出口增速 (分月同比) (%).....	13
图 16: 2010 年至今内外棉花现货价格及价差走势 (元/吨).....	14
图 17: 2016 年至今内外棉花现货价格及价差走势 (元/吨).....	14
图 18: 2017 年至今储备棉轮出情况 (吨、%、元/吨).....	14
图 19: 2010 年至今美元兑人民币中间价走势.....	15
图 20: 2016 年年初至今美元兑人民币中间价走势.....	15
图 21: 2011 年至今国内粘胶短纤、涤纶短纤价格走势.....	15
图 22: 2016 年年初至今国内粘胶短纤、涤纶短纤价格走势.....	15
图 23: 纺织业及子行业产成品存货情况 (亿元).....	16
图 24: 纺织业及子行业产成品存货同比情况 (%).....	16

表格目录

表 1: 核心组合本周表现.....	1
表 2: 热点事件及分析.....	1
表 3: 核心推荐组合及推荐理由.....	3
表 4: 国际纺织服装龙头业绩与估值 (市值单位: 亿美元; 截止 2019.03.01).....	6
表 5: 港股龙头业绩及估值 (市值单位: 亿美元; 截止 2019.03.01).....	7
表 6: 国内纺织服装白马股及重点跟踪公司业绩增速与估值 (市值单位: 亿人民币元; 截止 2019.03.01).....	8
表 7: 本周纺织服装板块涨幅前十.....	11
表 8: 本周纺织服装板块跌幅前十.....	11
表 9: 本周上市公司重要公告.....	16
表 10: 年内上市公司非流通股解禁明细.....	18

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。

李昂，商贸零售行业分析师。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。

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 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：尚薇 010-83574522 shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn