

新澳股份 (603889.SH)

毛纺龙头，经营策略改变，业绩高速增长动能激发

核心观点：

- 公司是国内毛纺纱线龙头企业。主营业务为毛精纺纱线的研发、生产和销售，主要产品为毛精纺纱线以及中间产品羊毛毛条，主要应用于下游纺织服装领域。2020年，公司具有年产毛精纺纱线13,300吨、毛条7,000吨、改性处理10,000吨、染整13,000吨、羊绒纱线2,700吨的产能。2020年，公司主营业务收入为22.56亿元。其中毛精纺纱线、羊毛毛条、改性处理及染整加工、羊绒纱线营收分别为15.95亿元、3.97亿元、0.67亿元、1.96亿元，占公司营收的比例分别为70.16%、17.45%、2.93%、8.60%，其中羊绒纱线为2020年新增业务。
- 2020年毛纺行业形势好转，2021H1复苏态势更加稳健。中国毛纺织行业协会资料显示，2020年1~11月，部分产品的生产已经恢复到上年同期水平，毛纱线的累计产量16.7万吨，同比跌幅收窄至0.01%；2021年上半年毛纱线的生产呈现快速的反弹，1~6月产量总计8.4万吨，同比增长16.2%，增速为近10年最高水平。需求端中国消费市场形势优于全球消费市场，毛纺产品的出口市场更趋于多元化。
- 看好公司未来三年业绩有望保持快速增长。首先，公司持续扩张毛精纺纱线产能，改变销售策略，积极拓宽羊毛产品的应用范围和应用时间。同时毛条、改性处理和染整等前后道配套全面提升；其次，公司可持续宽带发展初显成效，通过设立宁夏新澳羊绒、收购英国邓肯等举措开拓羊绒纱线市场；第三，羊毛价格逐步回暖对公司构成利好。
- 盈利预测与投资建议。预计公司2021-2023年EPS分别为0.59元/股、0.77元/股、0.97元/股。参考可比公司2022年平均估值，给予公司2022年13倍市盈率，合理价值10.00元/股，给予“买入”评级。
- 风险提示。宏观经济、行业和市场波动风险；原材料价格波动风险；汇率波动风险。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,710	2,273	3,404	4,336	5,310
增长率(%)	5.6	-16.1	49.8	27.4	22.5
EBITDA(百万元)	254	258	493	623	753
归母净利润(百万元)	143	151	301	394	496
增长率(%)	-28.2	5.8	98.5	30.9	25.9
EPS(元/股)	0.28	0.30	0.59	0.77	0.97
市盈率(x)	20.40	16.25	10.54	8.05	6.39
ROE(%)	6.0	6.0	10.6	12.2	13.3
EV/EBITDA(x)	10.35	7.54	5.53	4.21	3.16

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

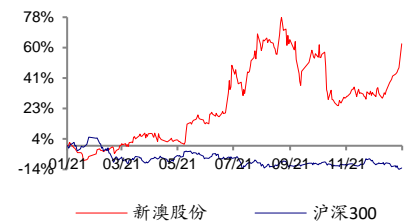
买入

当前价格	7.12元
合理价值	10.00元
报告日期	2022-01-19

基本数据

总股本/流通股本(亿股)	5.12/5.12
总市值/流通市值(亿元)	36.44/36.44
一年内最高/最低(元)	8.27/4.41
30日日均成交量/成交额(亿)	0.08/0.55
近3个月/6个月涨跌幅(%)	-0.28/6.91

相对市场表现



分析师：

糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001



SFC CE No. BPH764

021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

相关研究：

目录索引

一、国内毛精纺纱线龙头企业	4
(一) 公司立足毛纺行业，国内精梳羊毛纱单项冠军	4
(二) 2021 年前三季度业绩超预期，拐点向上加速增长	5
二、毛纺行业 2020 年逐步回暖，看好未来有望保持较快增长	9
(一) 2019 年面临国内外风险挑战，毛纺行业增速放缓	9
(二) 2020 年毛纺行业形势好转，2021H1 复苏态势更加稳健	10
(三) 看好毛纺行业未来有望持续保持稳健增长	11
三、看好公司未来三年业绩有望保持快速增长	12
(一) 纺纱产能稳步推进，前后道配套协同发展	12
(二) 宽带发展战略初显成效，羊绒业务有望高速增长	14
(三) 羊毛价格逐步回暖对公司造成利好	15
四、盈利预测与投资建议	16
五、风险提示	18
(一) 宏观经济、行业和市场波动风险	18
(二) 原材料价格波动风险	18
(三) 汇率波动风险	19

图表索引

图 1: 毛纺、毛针织行业生产流程	5
图 2: 公司历年营收及同比增速	7
图 3: 公司近年归母净利润及同比增速	7
图 4: 公司近年利润率 (单位: %)	7
图 5: 公司历年期间费用率 (单位: %)	7
图 6: 公司近年资产负债率 (单位: %)	7
图 7: 公司近年资产周转率 (单位: 次)	7
图 8: 公司分业务营收占比 (单位: %)	8
图 9: 毛精纺纱业务历年营收及同比增速	8
图 10: 羊毛毛条业务历年营收及同比增速	9
图 11: 改性处理及染整加工历年营收及同比增速	9
图 12: 公司分业务毛利率 (单位: %)	9
图 13: 2014 年-2019 年中国毛纺织行业规上企业营业收入及同比增速	10
图 14: 2014 年-2019 年中国毛纺织行业规上企业利润总额及增速	10
图 15: 国内实体商店服装鞋帽零售额及实物穿类商品网上零售额增速情况 (单位: %)	11
图 16: 2021H1 毛纺产品出口地区份额情况	11
图 17: 毛精纺纱线产能变迁 (单位: 锭)	12
图 18: 新澳羊绒与邓肯公司营收 (单位: 百万元)	15
图 19: 新澳羊绒与邓肯公司净利润 (单位: 百万元)	15
图 20: 历年公司营收与澳毛指数	16
图 21: 历年公司归母净利润与澳毛指数	16
图 22: 2009 年至今澳毛指数 (单位: 澳分/公斤)	16
表 1: 公司 2020 年各业务年产能 (单位: 吨)	4
表 2: 公司拓宽羊毛产品应用	13
表 3: 公开发行 A 股可转换公司债券拟募集资金使用计划 (单位: 万元)	14

一、国内毛精纺纱线龙头企业

（一）公司立足毛纺行业，国内精梳羊毛纱单项冠军

公司成立于1991年，位于浙江省桐乡市，前身为桐乡市新华毛纺联营厂，于2007年实施股份制改造，由浙江新澳纺织集团有限责任公司整体改组为浙江新澳纺织股份有限公司。2014年在上海证券交易所挂牌上市。公司立足于毛纺行业，主营业务为毛精纺纱线的研发、生产和销售，主要产品为毛精纺纱线以及中间产品羊毛毛条，主要应用于下游纺织服装领域。公司集制条、改性处理、精纺、染整于一体的纺纱产业链。公司多次入围中国纺织服装企业竞争力500强、中国毛纺、毛针织行业竞争力10强和中国纺织服装品牌价值评价50强企业。公司被国家工业和信息化部和中国工业经济联合会认定为2019-2021制造业单项冠军示范企业，获制造业“精梳羊毛纱单项冠军”。2020年底，公司具有年产毛精纺纱线13,300吨、毛条7,000吨、改性处理10,000吨、染整13,000吨、羊绒纱线2,700吨的生产能力。2020年，公司主营业务收入22.56亿元，其中毛精纺纱线、羊毛毛条、改性处理及染整加工、羊绒纱线营收分别为15.95亿元、3.97亿元、0.67亿元、1.96亿元，占公司总营收的比例分别为70.16%、17.45%、2.93%、8.60%，其中羊绒纱线为2020年新增业务。

表 1: 公司2020年各业务年产能（单位：吨）

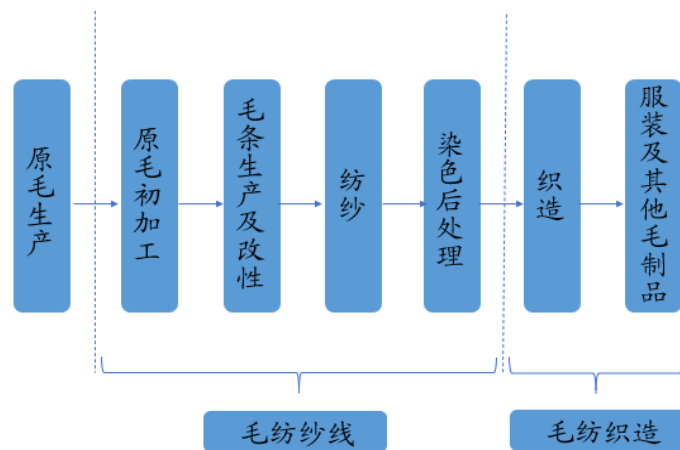
业务名称	年产能（吨）
毛精纺纱线	13300
羊毛毛条	7000
改性处理	10000
染整加工	13000
羊绒纱线	2700

数据来源：公司公告 20201103、广发证券发展研究中心

公司按业务流程和经营体系构建了以新澳股份为主体，各主要子公司专业化分工生产、独立销售的市场化经营模式。新澳股份采购毛条生产纱线并对外销售；新中和采购澳大利亚、新西兰等地的优质羊毛，生产毛条，一部分供应给新澳股份，其余对外销售，同时为新澳股份提供毛条改性处理加工服务；厚源纺织提供染整加工服务；新澳羊绒生产销售羊绒纱线，并提供羊绒加工服务；英国邓肯进行纺织纤维制备和纺纱。

毛纺织行业（毛纺、毛针织行业）按生产流程可分为纺纱、织造等主要环节。纺纱是毛纺织行业中非常重要的生产环节，是整个毛纺织行业的基础。公司属于毛纺织行业中的毛精纺纱细分行业。随着宽带发展战略的践行，公司也逐步涉及羊绒精粗纺纱、染整等。

图 1：毛纺、毛针织行业生产流程



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

公司产品主要定位全球中高端市场，与世界顶尖服饰品牌建立良好的合作关系，有稳定的优质客户群体。公司在全球约有4,000多家客户，涉及500多个品牌，主要包括爱马仕、香奈儿、阿玛尼、Prada、Gucci、Burberry，以及以及中高端的哥哥、MUJI、J.Crew、Lululemon、Tory Burch、Banana Republic、Cos等，并成为众多知名服装品牌的指定纱线供应商之一，拥有较大的市场影响力。销售渠道方面，公司坚持内销与外贸并重，全球多点布局，市场全面开花。公司客户分散度较高，建立了完善的销售渠道。公司营销网络覆盖了国内大多省份和境外二十多个国家和地区。国内市场主要包括浙江、上海、广东、江苏、中国香港等省份及地区，国外市场主要面向北美洲、欧洲、大洋洲等。外贸方面，采取贴近市场的本土化策略，在美国、英国、法国、德国、土耳其、意大利、北欧等市场当地设立办事处，并聘请专业团队进行市场开拓。近年来，随着新澳香港、新澳欧洲等渠道铺开，更密切了与专业买手、成衣厂、品牌时尚设计师的直接沟通与合作，帮助公司更敏锐地把握前沿流行趋势，为扩大海外市场提供强有力的支撑平台。

（二）2021 年前三季度业绩超预期，拐点向上加速增长

营业收入和归母净利润：公司2018年-2020年及2021Q1-3营业收入分别为25.66亿元、27.10亿元、22.73亿元、27.05亿元，同比增长10.99%、5.60%、-16.12%、57.34%，归母净利润分别为1.99亿元、1.43亿元、1.51亿元、2.56亿元，同比增长-3.90%、-28.16%、5.75%、148.62%。2019年公司营业收入增长但归母净利润下降主要系公司新增产能使得固定资产折旧成本增加，同时经济增速放缓，终端需求遇冷，公司产能利用率不足，导致产品单位制造成本增加，另外原材料价格急剧下跌。2020年公司营业收入下降但归母净利润增长主要系受疫情影响，但政府补贴等非经营性收入增加，2020年公司扣非后归母净利润下降，但降幅较2020年上半年收窄，主要受益于内贸品牌及电商客户补货需求旺盛以及原材料价格低位修复，包括新澳羊绒生产经营逐渐步入正轨，实现扭亏为盈。2021Q1-3公司营业收入和归母净利润大幅增

长，主要系：（1）2021年前三季度，基于国内疫情有效控制及新冠疫苗普及等影响，消费市场信心逐渐恢复，纺织行业持续复苏向好，原材料羊毛价格低位修复后转入波动上行通道，公司整体经营环境较去年同期有积极改善。（2）公司优化产销策略，提升产能利用率，充分释放优质产能，激励考核销售团队。同时，公司紧抓内部管理，强化成本费用管控，提质增效。（3）公司宽带发展成效显著，羊绒纺纱业务营业收入与净利润同比增长较快。

根据公司2021年度业绩预告，公司2021年度实现归属于上市公司股东的净利润预计2.8亿元至3.1亿元之间，同比增长84%到105%，扣除非经常性损益的净利润在2.7亿元至3.0亿元之间，同比增长168%到198%。主要得益于，（1）2021年度，消费市场复苏，纺织行业回暖，原材料羊毛价格低位修复上涨后转入平稳波动；（2）公司优化产销策略，强化激励考核，提升产能利用率，报告期内主营业务产品产销量较上年同期显著增加；（3）公司宽带发展成效显著，羊绒业务生产经营逐渐步入正轨，其营业收入与净利润较上年同期增长较快。

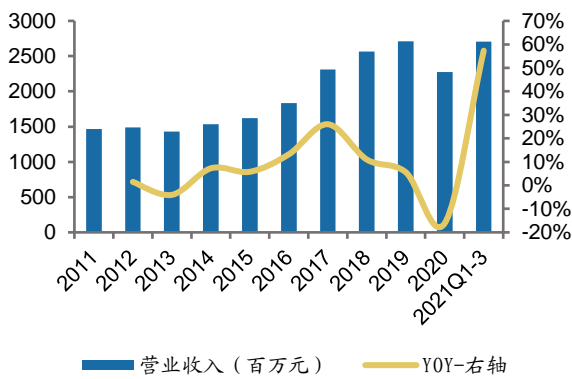
利润率：（1）毛利率：公司2018年-2020年及2021Q1-3毛利率分别为18.16%、14.29%、15.11%、19.20%，毛利率逐步回升主要系于羊毛价格的回暖，有利于产品销售价格回升和市场信心恢复，并且结转的销售成本包含前期相对低位的库存。**（2）净利率：**公司2018年-2020年及2021Q1-3净利率分别为7.82%、5.33%、7.08%、10.03%。

期间费用率：公司2018年-2020年及2021Q1-3期间费用率整体平稳，其中**（1）销售费用率：**公司2018年-2020年及2021Q1-3销售费用率分别为1.66%、1.71%、1.59%、1.58%；**（2）管理费用率：**公司2018年-2020年及2021Q1-3管理费用率分别为6.54%、6.43%、6.92%、5.37%；**（3）财务费用率：**公司2018年-2020年及2021Q1-3财务费用率分别为0.20%、0.11%、0.64%、0.52%，由于汇率变动带来的汇兑损失，2020年财务费用小幅上升。

资产负债率：公司2018年-2020年及2021Q1-3资产负债率分别为21.97%、22.22%、21.21%、29.92%，维持合理的较低水平，保持较强的融资能力和抗风险能力。

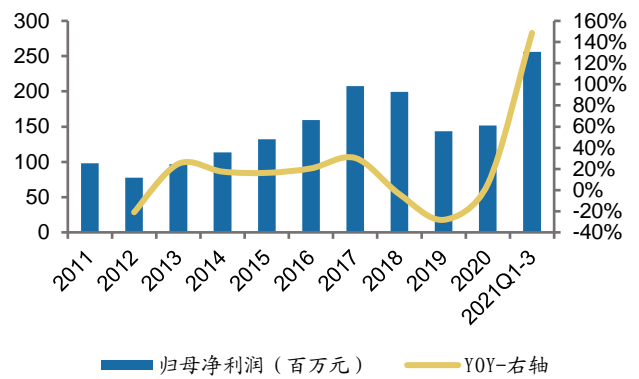
资产周转率：（1）存货周转率：公司2018年-2020年及2021Q1-3存货周转率分别为2.44次、2.55次、2.29次、1.87次，受“新冠疫情”导致的物流和停产限产的影响，部分客户要求延迟发货，导致存货周转率出现下降，符合公司实际情况和行业特征，具有合理性。**（2）应收账款周转率：**公司2018年-2020年及2021Q1-3应收账款周转率分别为17.12次、14.50次、9.85次、8.10次。应收账款周转率呈现下降趋势主要由于公司根据经济及行业形势，进一步调整完善营销策略，为了开发欧洲等地区新兴市场、丰富客户资源，公司适当放宽该地区客户的信用期；此外，受行业景气度和新冠疫情的影响，公司下游客户的回款周期延长。2020年公司应收账款周转率下降，但较2020年上半年已上升0.75次。

图 2: 公司历年营收及同比增速



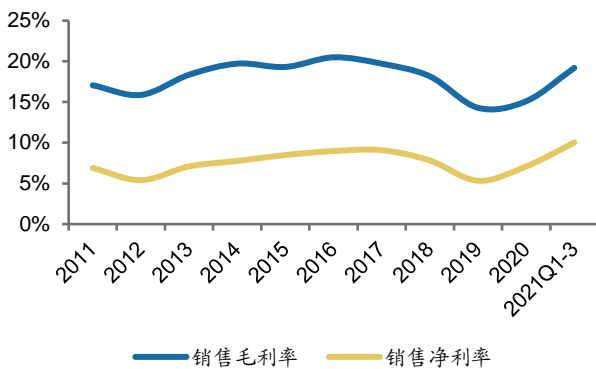
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 3: 公司近年归母净利润及同比增速



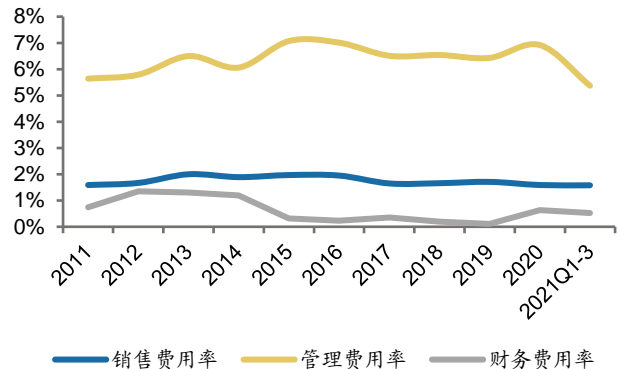
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 4: 公司近年利润率 (单位: %)



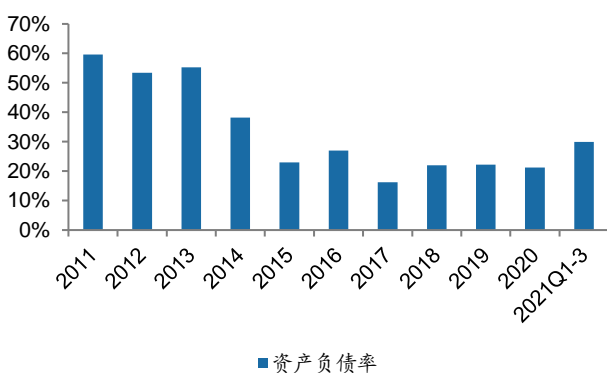
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 5: 公司历年期间费用率 (单位: %)



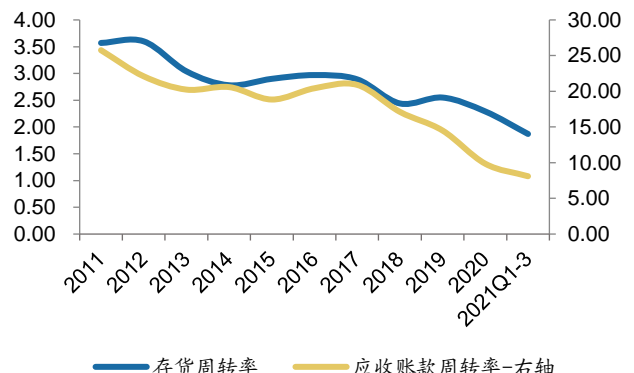
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 6: 公司近年资产负债率 (单位: %)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 7: 公司近年资产周转率 (单位: 次)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

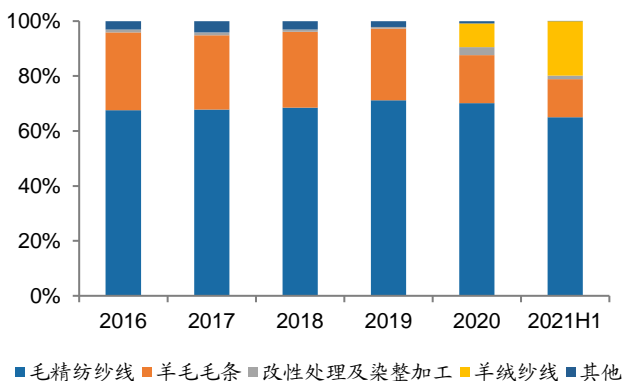
主营业务分产品看, 毛精纺纱业务: 2016-2020年及2021H1营收分别为12.41亿元 (YOY+17.18%)、15.67亿元 (YOY+26.31%)、17.59亿元 (YOY+12.28%)、19.28亿元 (YOY+9.59%)、15.95亿元 (YOY-17.29%)、11.32亿元 (YOY+36.39%),

近年来公司毛精纺纱线产能不断扩张，规模效应显著，毛精纺纱线业务收入规模稳步上升，2020年出现下滑主要受前期原材料价格大幅回落影响，导致产品销售价格持续下滑，出现原材料价差损失。主要境外国家疫情尚未得到有效控制，经济下滑、市场萎缩、销售产品价格下降、出口订单减少，导致境外营业收入下降。毛利率分别为25.70%、24.63%、21.75%、18.55%、16.83%、22.08%，毛精纺纱线毛利率变化主要受原材料市场价格影响。

羊毛毛条业务：2016-2020年及2021H1营收分别为5.18亿元（YOY+12.40%）、6.25亿元（YOY+20.71%）、7.06亿元（YOY+12.99%）、7.08亿元（YOY+0.20%）、3.97亿元（YOY-43.96%）、2.40亿元（YOY+23.00%）。毛利率分别为9.83%、9.48%、9.87%、2.60%、2.75%、12.80%，公司全资子公司新中和主要业务是从事羊毛毛条的生产、销售，并提供改性加工业务。其中，由于羊毛制条业务属于初加工，加工过程较短、毛利率较低，单位毛利受原材料价格波动影响较大。2019年，其毛条业务虽然销量增加了3%，但受羊毛急涨急跌影响，产品利润收窄甚至微亏，毛利率减少7.27%，只有2.6%，直接拉低了公司整体利润水平。2020年1-9月羊毛价格处于缓慢下行通道，公司结合原材料和产品市场行情，合理计提了存货跌价准备，结转成本减少，毛利率有所回升。

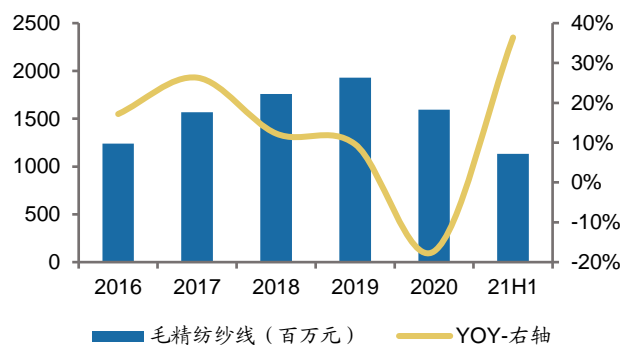
改性处理及染整加工业务：2016-2020年及2021H1营收分别为0.19亿元（YOY-26.81%）、0.25亿元（YOY+29.45%）、0.21亿元（YOY-15.09%）、0.16亿元（YOY-22.64%）、0.67亿元（YOY+307.51%）、0.22亿元（YOY+15.43%），毛利率分别为38.60%、36.32%、34.51%、28.70%、31.99%、27.04%。公司2020年改性处理及染整加工业务的营收大幅增长，主要系公司在2019年开拓羊绒纱线业务，2020年生产经营逐渐步入正轨，除了生产销售羊绒纱线之外，还提供羊绒加工服务。改性处理及染整加工业务的毛利率近年有所下滑主要系“年产15,000吨生态毛染整搬迁建设项目”逐步达到预定可使用状态，转入固定资产，使得折旧上升，毛利率有所下降。

图 8：公司分业务营收占比（单位：%）



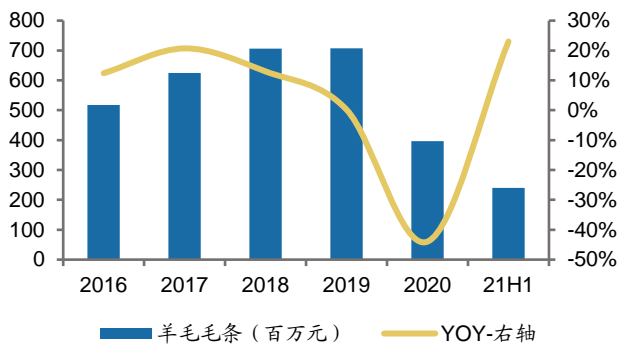
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 9：毛精纺纱业务历年营收及同比增速



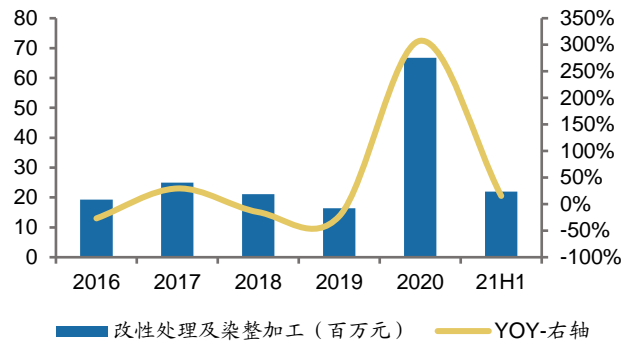
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 10: 羊毛毛条业务历年营收及同比增速



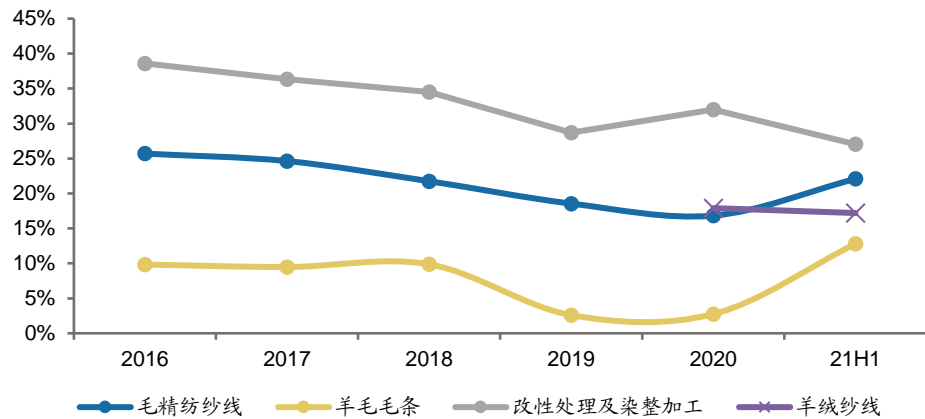
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 11: 改性处理及染整加工历年营收及同比增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 公司分业务毛利率 (单位: %)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

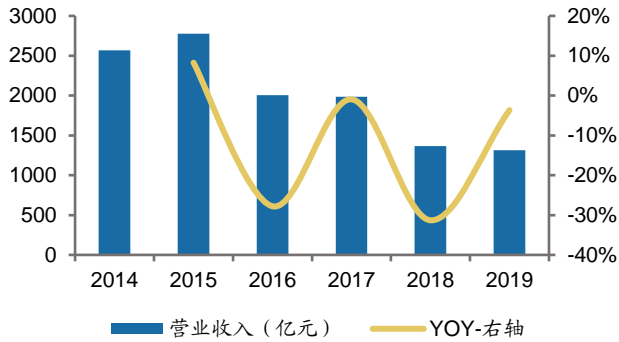
二、毛纺行业 2020 年逐步回暖，看好未来有望保持较快增长

(一) 2019 年面临国内外风险挑战，毛纺行业增速放缓

毛纺织加工是指以毛条及毛型化学纤维为原料进行纺织生产活动，以及对毛纺织品进行漂白、染色、印花等工序的染整精加工。2019年国内毛纺行业受到贸易不确定性、国际国内市场形势放缓以及产业结构调整带来的影响，整体运行依然处于调整区间，行业整体形势有所回落，运行压力进一步加大，整体盈利能力表现下滑。根据国家统计局统计，2019年中国毛纺织行业规模以上企业营业收入为1,315亿元，与上年同期相比下滑3.66%，实现利润总额24亿元，与上年同期相比下滑52.94%。毛纺行业的平均利润率水平也远低于纺织业的平均利润率水平。受此影响，行业内公

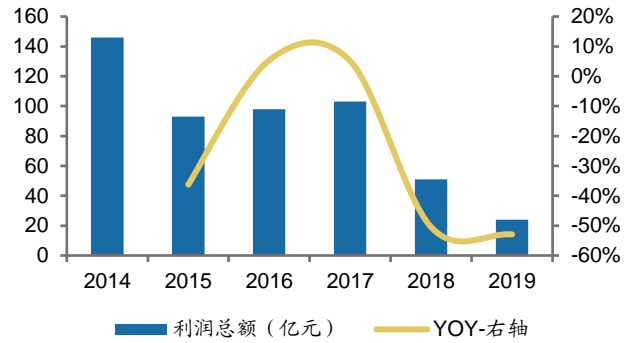
司不可避免地面临订单减少、毛利率下降的冲击。

图 13: 2014年-2019年中国毛纺织行业规上企业营业收入及同比增速



数据来源: 国家统计局, 智研咨询, 广发证券发展研究中心

图 14: 2014年-2019年中国毛纺织行业规上企业利润总额及增速



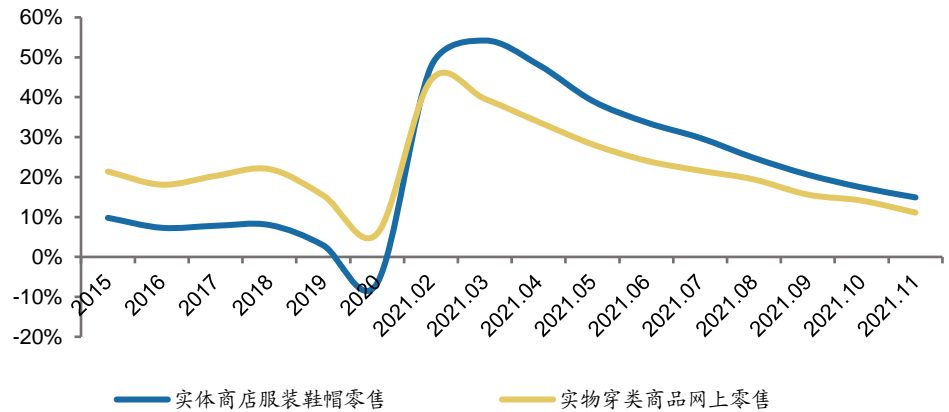
数据来源: 国家统计局, 智研咨询, 广发证券发展研究中心

(二) 2020年毛纺行业形势好转, 2021H1 复苏态势更加稳健

国内毛纺生产逐步恢复。中国毛纺织行业协会资料显示, 2020年1~11月, 部分产品的生产已经恢复到上年同期水平, 毛纱线的累计产量16.7万吨, 同比跌幅收窄至0.01%。2020年1~11月, 规模以上毛纺企业整体收入水平1,143亿元, 同比下跌8%, 平均利润率为1.7%, 同比下跌1.2%。在市场复苏的促进下, 企业整体效益有明显回升。2021年上半年毛纺生产继续恢复, 其中, 毛纱线的生产呈现快速的反弹, 1~6月产量总计8.4万吨, 同比增长16.2%, 增速为近10年最高水平。毛织物产量1.2亿米, 同比下跌11.1%, 跌幅较2020年水平呈现回调。

中国消费市场形势显著好于全球消费市场。在全球范围内, 服装服饰产品所主要依赖的零售店销售、旅游消费等受挫, 对全球毛纺行业形成一定不利影响。但中国国内消费市场则持续向好, 网络与实体商店的服装商品销售均呈现良好势头。根据中国国家统计局数据, 2021年1-11月实体商店服装鞋帽类商品零售总额同比增长14.9%, 穿类商品网上零售额同比增长11.1%。

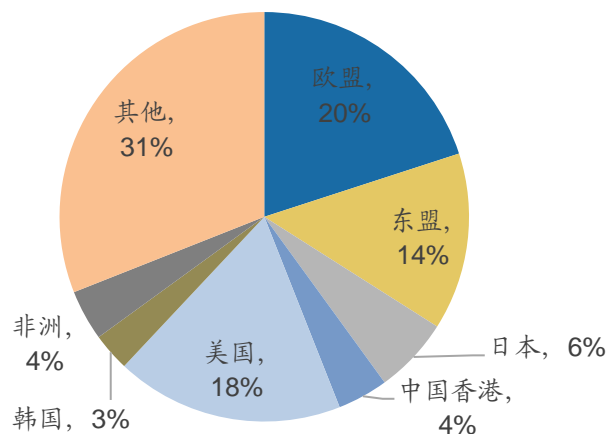
图 15: 国内实体商店服装鞋帽零售额及实物穿类商品网上零售额增速情况(单位: %)



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

毛纺出口需求明显回升, 出口市场趋于多元。据中国海关数据, 2020年1~11月, 国内毛纺原料与制品出口总额93.3亿美元, 与上年同期相比下降18%。随着全球毛纺消费市场的复苏, 2021年上半年行业的出口形势不断好转。以纱线、毛针织服装为首的多类毛纺产品出口需求都有明显的回升。2021年1~6月, 毛纺原料与制品出口总额51.6亿美元, 与上年同期相比增长43.7%。毛纺产品的出口市场更趋于多元化, 传统的出口市场占比不断下滑, 出口前五的欧盟、日本、美国、中国香港及东盟等出口市场总份额跌至62%, 较疫情前降低约10%。

图 16: 2021H1毛纺产品出口地区份额情况



数据来源: 中国海关, 广发证券发展研究中心

(三) 看好毛纺行业未来有望持续保持稳健增长

随着全球零售的逐步复苏, 毛纺行业需求有望逐步回升, 特别是在疫情下受影响较

大的毛梭织服装（正装、外套等）的需求有望恢复增长，同时随着新技术和新工艺的研发，羊毛应用场景不断增加，除了针织衫等传统品类，羊毛越来越多的被应用在内衣、毛袜、鞋面、运动及户外服饰、家纺用品等领域，另外全球时尚产业越来越重视可持续循环发展，而羊毛是100%可生物降解、可再生的天然活性纤维，其在绿色天然方面拥有大多数合成纤维无可比拟的优越性，因此我们看好毛纺行业未来有望持续保持稳健增长。

三、看好公司未来三年业绩有望保持快速增长

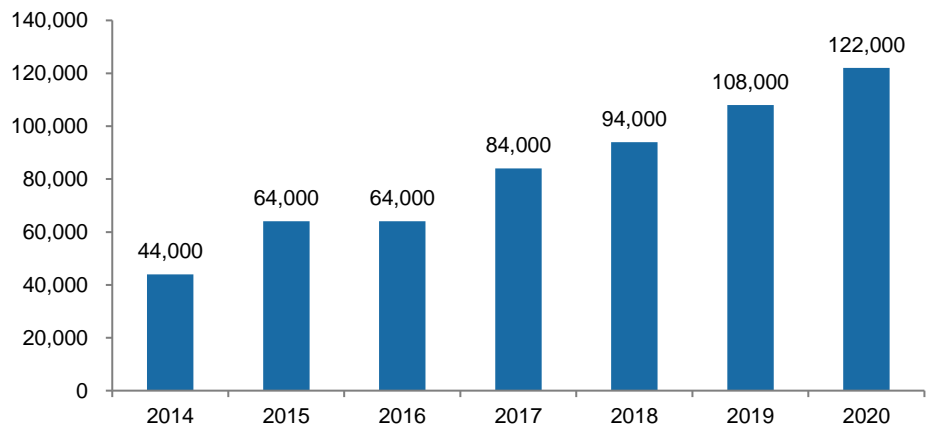
（一）纺纱产能稳步推进，前后道配套协同发展

1. 公司持续扩张毛精纺纱线产能，积极拓宽羊毛产品的应用范围和应用时间

供应方面，公司通过首次公开发行股票募投项目投产“20,000锭高档毛精纺生态纱项目（2,280吨）”、2017年非公开发行股票募投项目投产“30,000锭紧密纺高档生态纺织项目（3,300吨）”、以自有资金投产“60,000锭高档精纺生态纱项目（一期，28,000锭）（3,000吨）”，综合上述毛精纺纱线所投项目，公司毛精纺纱线产能已达122,000锭（13,300吨）。具体产能扩张如下：

公司上市前毛精纺纱线产能为44,000锭，2014年首次公开发行股票募投项目20,000锭高档毛精纺生态纱，毛精纺纱线产能扩展到64,000锭。2017年公司非公开发行股票募投项目30,000锭紧密纺高档生态纺织项目，其中的20,000锭于2017年下半年建成投产，剩余10,000锭于2018年上半年完成安装调试并实现投产。2018年7月公司拟以自有及自筹资金预计总额约125,017万元，利用公司厂区现有土地，新增60,000锭高档精纺生态纱生产线，该项目第一期所涉及的28,000锭生产线于2019年基本建成，其中50%左右的产能试运行。2020年，项目一期所涉及的28,000锭产能逐步实现全部释放。

图 17：毛精纺纱线产能变迁（单位：锭）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

2020年4月30日公司公告公开发行可转换公司债券，募集资金投向聚焦公司主业，拟投入60,000锭高档精纺生态纱项目（二期）项目，建设期两年，本次募投项目中的“60,000锭高档精纺生态纱项目（二期）”主要产品包括高档精梳紧密纺纯羊毛生态机织纱和高档精梳紧密纺极细羊毛及羊绒混纺生态机织纱，生产工艺为机织。

“60,000锭高档精纺生态纱项目（二期）”完全投产后，将新增32,000锭机织毛精纺纱线，一方面可以提高公司毛精纺纱线的产能，巩固公司在行业内的领先地位，另一方面有利于丰富毛精纺纱线的产品结构，与现有产品针织毛精纺纱线相互补充，提高公司的竞争力。

需求方面，首先，公司通过改变销售策略，从过去的以销定产，变成以产促销，开足全部马力生产，全方位参与市场竞争，通过规模扩大，规模效益的显现，使得原先无法承接的低端订单也可以承接（公司2021H1毛精纺纱线的毛利率为22.08%，2017-2020年的毛利率为24.60%、21.80%、18.60%、16.80%，2017年和2018年羊毛价格处在上升通道和2021H1相仿，从毛利率看毛精纺纱线业务的毛利率较原先仅承接中高端订单时没有明显下降），未来有望延续2021年上半年产销两旺的势头，其次，继续与现有客户进一步加深合作，扩大合作规模，同时继续开拓新客户，包括公司已参加多个境内展会，如2020yarnexpo大湾区国际纺织纱线博览会等，通过深入了解国内市场需求，开拓境内客群资源，另外，充分发挥公司设立在全球十多个地区的办事处以及当地员工组成的国际营销团队的关键作用，利用海外子公司布局优势，与成衣厂、品牌方、时尚设计师等保持密切沟通与合作，开拓和维护海外市场。最后，公司依靠自身在新品研发和技术创新上的能力，重塑羊毛多元化，打破针织衫等传统品类局限，拓宽羊毛产品在内衣、毛袜、鞋面、运动及户外服饰、家纺用品等领域的应用范围以及覆盖四季的应用时间。

表 2：公司拓宽羊毛产品应用

羊毛产品分类	产品特点
运动羊毛产品	既保留羊毛柔软、透气、防臭的天然性能，又赋予面料良好的弹力和恢复性，穿着运动时伸缩自如，舒适合体，使用场景覆盖瑜伽、跑步、滑雪、骑行、徒步等细分运动领域
功能性羊毛产品	通过增加多种纤维结合，平衡叠加各自的优势，辅之特殊的后整理工艺，突出羊毛混纺纱线的功能性特点，包括抑菌防护、吸湿排汗、发热轻量等
可持续发展羊毛产品	公司生产的羊毛纱线主要源于澳洲美丽诺羊毛，羊绒纱线选用优质产区的山羊绒，均是100%可生物降解、可再生的天然活性纤维，其在绿色天然方面拥有大多数合成纤维无可比拟的优越性

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

2.公司毛条、改性处理和染整等前后道配套全面提升

伴随公司毛精纺纱线业务的销售策略改变为以产促销后带来的产量增加，有望继续带动公司前后道配套业务上游毛条业务和下游改性处理行业染整业务的增长。

自公司2014年上市以来，公司在羊毛毛条业务并未扩增产能，均为7,000吨。公司改性处理及染整加工业务产能由上市前的18,000吨扩展至23,000吨。2020年4月30日公司公告公开发行可转换公司债券，拟投入“年新增6,000吨毛条和12,000吨功能性纤维改性处理生产线项目”。本次募投项目建设期两年，截至2021年中报，厂房建

设正有序推进中。前者投产后，一方面公司将减少对外采购羊毛毛条，代以采购羊毛原毛，加工成羊毛毛条后，内部用于毛精纺纱线生产；另一方面部分产能将用于公司开辟粗纺和半精纺用的短毛条市场。后者投产后，能够进一步强化公司毛纺产业链后处理染整综合能力，完善公司纱线品质管控能力。

表 3: 公开发行A股可转换公司债券拟募集资金使用计划 (单位: 万元)

序号	项目名称	投资总额	拟使用募集资金金额
1	60,000 锭高档精纺生态纱项目 (二期)	55,798	55,798
2	年新增 6,000 吨毛条和 12,000 吨功能性纤维改性处理生产线项目	38,000	35,875
	合计	93,798	91,673

数据来源: 公司公告 20200430、广发证券发展研究中心

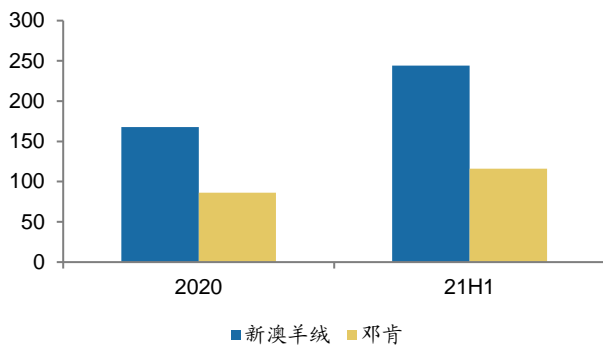
(二) 宽带发展战略初显成效, 羊绒业务有望高增长

公司于2019年提出宽带发展战略, 推动同行业下品类多元化扩容, 先后设立宁夏新澳羊绒、收购英国邓肯等举措, 开拓羊绒纱线市场。2021年上半年宽带发展战略成效显著, 公司羊绒纺纱业务超预期。我们看好公司未来羊绒纺纱业务有望实现高增长。

2019年12月13日, 公司控股股东新澳实业成立宁夏浙澳, 参与中银绒业重整承接了其羊绒纺纱业务和资产, 2019年12月28日, 公司新设控股子公司新澳羊绒公司。2020年3月20日, 公司董事会同意控股子公司新澳羊绒与关联方宁夏浙澳签订租赁协议, 租赁其持有的位于宁夏灵武市生态纺织园区的羊绒纺纱板块资产, 并支付租赁费每年600万元; 2020年6月公司参与竞拍英国邓肯公司100%股权暨关联交易, 开拓高端羊绒纱线业务, 进一步完善海外产业布局。邓肯纱厂是拥有140多年纺纱历史的世界知名羊绒纱线生产商, 位于英国苏格兰地区拥有较为先进的制造工厂, 在羊绒纱线的研发、生产、销售等方面具备丰富的行业经验和历史积淀。

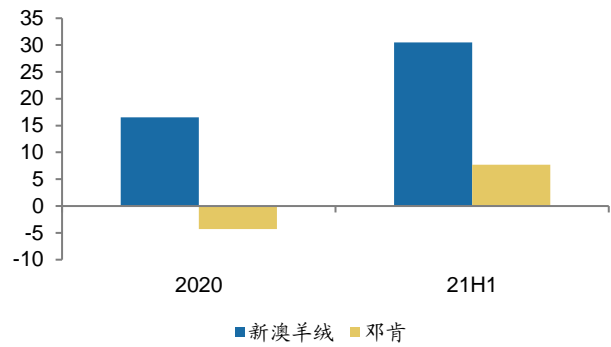
新澳羊绒2020年及2021H1营收分别为1.68亿、2.44亿, 净利润分别为0.17亿、0.31亿, 净利润占公司净利润的比例分别为10%、17%。新澳羊绒去年4月份开始试生产, 自营订单比例不高, 我们预计2021年自营订单有望做到订单总量的40%-60%, 2022年预计达到70%以上, 2023年预计达到95%以上。羊绒业务通过进一步加强自主品牌的市场推广力度, 有望通过进一步提高自接经销单比例使得毛利率加快提升。英国邓肯公司 (TODD & DUNCAN LIMITED) 2020年及2021H1营收分别为0.86亿、1.16亿, 2021H1营收超2020年全年营收, 净利润分别为-427万、768万, 成功实现扭亏为盈, 好于预期。

图 18: 新澳羊绒与邓肯公司营收 (单位: 百万元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 19: 新澳羊绒与邓肯公司净利润 (单位: 百万元)



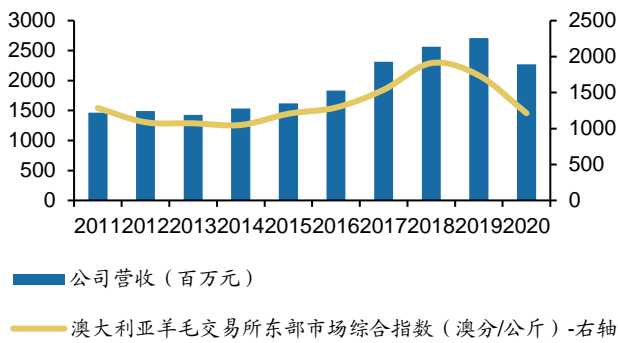
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(三) 羊毛价格逐步回暖对公司造成利好

毛纺行业的主要盈利模式为通过对羊毛的精加工生产来获取较为稳定的加工费。公司产品的主要原材料为澳大利亚原产羊毛及其半成品羊毛毛条, 澳毛价格受气候、消费需求、产业国政策、羊毛储备情况、汇率变动等多因素影响, 其价格的波动影响到公司原材料成本以及产品价格, 进而影响公司业绩。从2015年开始澳大利亚羊毛价格已持续波动上涨近四年, 公司2015年-2018年营业收入及归母净利润同步呈上升趋势。2019年, 澳毛价格指数从1,910澳分/公斤(2019年1月10日)迅速上涨至2,027澳分/公斤(2019年2月27日), 涨幅6.13%。随后澳毛价格又断崖式急跌32.66%至1,365澳分/公斤(2019年9月5日)。同时2019年末澳元兑美金汇率跌至10年低点, 放大了波动幅度。公司2019年营收增速由2018年的10.99%减缓至5.60%, 归母净利润同比下降28.16%。

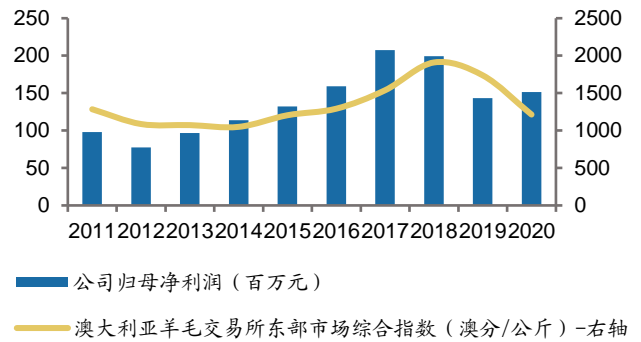
2020年内, 公司主要原材料澳大利亚羊毛价格呈现小幅波动—大幅下降—低位徘徊—探底回升的变动趋势。2020年初至9月上旬, 原材料价格延续了上一年的下跌趋势, AWEX东部市场指数跌至858澳分/公斤(2020年9月3日), 较2020年年初下降约47%。2020年9月底后羊毛价格触底反弹, 主要得益于中国作为澳大利亚羊毛最大出口国, 中国服装市场的恢复导致中国市场羊毛需求反弹。至2021年12月16日, 羊毛价格反弹至1358澳分/公斤, 涨幅接近60%, 逐渐走出低迷, 但与历史高位仍有距离, 未来羊毛价格有望保持稳定。一方面, 处于回暖状态的羊毛价格有利于公司产品销售价格回升和市场信心恢复, 且当期结转的销售成本包含前期相对低位的库存, 使得公司主要产品的毛利率和单位毛利转入上升通道。另一方面, 目前羊毛价格处于历史价格区间的中枢, 毛纺企业之前被高价位挤压的产品市场有望得到一定程度释放。

图 20: 历年公司营收与澳毛指数



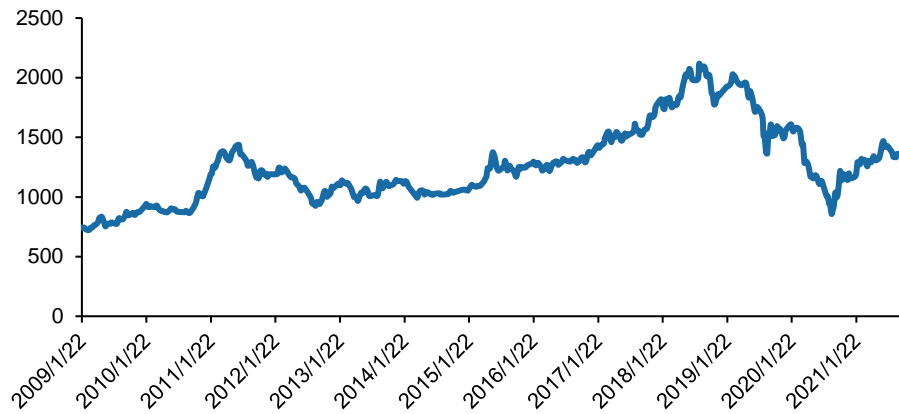
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 21: 历年公司归母净利润与澳毛指数



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 22: 2009年至今澳毛指数 (单位: 澳分/公斤)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测与投资建议

我们对公司的盈利做出如下假设:

(1) **毛精纺纱线:** 我们预计公司2021年-2023年毛精纺纱线收入分别为21.12亿元、26.12亿元、30.82亿元, 同比增长32.39%、23.68%、18.00%。2021年-2023年毛精纺纱线的产能分别为13,800吨、15,400吨、18,172吨, 产能不断增加主要基于公司未来开展60,000锭高档精纺生态纱项目(二期), 建设期两年, 预计2021年-2023年产能利用率分别为90%、95%、95%, 2021年第四季度预计受到能耗双控影响。我们预计公司2021年-2023年毛精纺纱线毛利率分别为19.55%、19.55%、19.55%, 2021年毛利率较2020年提升主要基于羊毛价格上涨, 2022年和2023年毛利率保持稳定主要基于羊毛价格预计保持稳定。

(2) **羊毛毛条:** 我们预计公司2021年-2023年羊毛毛条收入分别为5.00亿元、6.22亿元、8.08亿元, 同比增长26.12%、24.29%、30.00%。2021年-2023年羊毛毛条的产能分别为7,000吨、10,000吨、13,000吨, 2021年羊毛毛条产能保持不变, 2022

年及2023年产能增长主要基于公司年新增6,000吨毛条生产线项目，建设期两年，目前处在设备安装过程当中。本次项目投产后，一方面公司将减少对外采购羊毛毛条，代以采购羊毛原毛，加工成羊毛毛条后，内部用于毛精纺纱线生产；另一方面新项目投产后部分产能将用于开辟粗纺和半精纺用的短毛条市场。我们预计公司2021年-2023年羊毛毛条毛利率分别为6.00%、6.00%、6.00%，2021年毛利率较2020年提升主要基于羊毛价格上涨，2022年和2023年毛利率保持稳定主要基于羊毛价格预计保持稳定。

(3) 改性处理及染整加工：我们预计公司2021年-2023年改性处理及染整加工收入分别为0.75亿元、0.86亿元、1.04亿元，同比增长12.61%、14.96%、20.69%，2021年-2023年改性处理及染整加工的产能分别为23,000吨、29,000吨、35,000吨，2022年及2023年产能增长主要基于公司年新增12,000吨功能性纤维改性处理生产线项目逐步开展，产能将逐步扩大。我们预计公司2021年-2023年改性处理及染整加工毛利率分别为26.70%、27.70%、28.70%，2022年和2023年毛利率逐年提升主要基于规模效应。

(4) 羊绒纱线：我们预计公司2021年-2023年羊绒纱线收入分别为6.98亿元、9.97亿元、12.96亿元，同比增长257.02%、42.86%、30.00%，收入的增长主要源于宁夏新澳羊绒产能正处于爬坡阶段，未来三年将得到进一步释放。英国邓肯公司高端羊绒纱线业务贡献收入，原材料价格攀升，羊绒纱线业务正成为公司新的业务增长极。我们预计公司2021年-2023年羊绒纱线毛利率分别为18.90%、19.40%、19.90%，毛利率逐年提升主要基于自接经销单比例提高。

期间费用率：我们预计公司2021-2023年销售费用率均为1.65%，2021年-2023年管理费用率分别为3.80%、3.60%、3.50%，主要基于随着业务的增长，管理费用率有望下降，预计2021年-2023年研发费用率均为3.20%。

所得税率：我们预计公司2021-2023年所得税率保持稳定，主要基于公司2021年1月15日公告通过了高新技术企业重新认定，根据国家对高新技术企业的相关税收规定，公司自本次通过高新技术企业重新认定后连续三年（即2020年至2022年）继续享受高新技术企业的相关优惠政策，即按15%的税率缴纳企业所得税，之后我们预计复审也有望通过。

综上，我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为3.01亿元（YOY+98.49%）、3.94亿元（YOY+30.94%）、4.96亿元（YOY+25.88%），每股收益分别为0.59元、0.77元和0.97元，参考可比公司2022年平均估值，我们给予公司2022年13倍的PE估值，对应合理价值10.00元/股，给予“买入”评级。

表 4：公司收入关键假设（单位：百万元）

		2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛精纺纱线	营收	1928.28	1594.96	2111.53	2611.62	3081.71
	yoy	9.59%	-17.29%	32.39%	23.68%	18.00%
	成本	1570.58	1326.53	1698.73	2101.05	2479.23
	毛利率	18.55%	16.83%	19.55%	19.55%	19.55%

羊毛毛条	营收	707.62	396.57	500.16	621.62	808.11
	yoy	0.20%	-43.96%	26.12%	24.29%	30.00%
	成本	689.22	385.66	470.15	584.33	759.62
	毛利率	2.60%	2.75%	6.00%	6.00%	6.00%
改性处理及染整加工	营收	16.37	66.71	75.12	86.36	104.23
	yoy	-22.64%	307.51%	12.61%	14.96%	20.69%
	成本	11.67	45.37	55.06	62.44	74.31
	毛利率	28.70%	31.99%	26.70%	27.70%	28.70%
羊绒纱线	营收		195.52	698.04	997.2	1296.36
	yoy		-	257.02%	42.86%	30.00%
	成本		160.52	566.11	803.74	1038.38
	毛利率		17.90%	18.90%	19.40%	19.90%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表 5: 可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)		每股收益(元)			市盈率			
		2022/01/17	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
华孚时尚	002042.SZ	5.59	-0.29	0.27	0.33	0.39	-15.22	17.74	14.57	12.46
百隆东方	601339.SH	6.34	0.24	0.67	0.72	0.83	16.39	9.89	9.15	8.01
健盛集团	603558.SH	11.48	-1.27	0.63	0.84	1.06	-6.33	16.34	12.32	9.70
伟星股份	002003.SZ	14.37	0.51	0.55	0.64	0.76	13.35	15.33	13.08	11.08
兴业科技	002674.SZ	11.48	0.40	0.69	0.83	0.99	31.90	17.13	14.25	11.96
平均数							8.02	15.29	12.67	10.64

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

备注: 每股收益为 wind 一致预期

五、风险提示

(一) 宏观经济、行业和市场波动风险

“新冠肺炎”疫情导致全球居民收入受损, 食品、医疗等消费支出压力加大, 短期内对纺织品及衣着消费造成一定冲击, 市场需求可能暂时下降。同时全球疫情防控进入新常态, 世界主要经济体复苏缓慢, 世界经济不确定性加大, 导致外部需求不足; 贸易摩擦可能影响企业出口能力, 这些因素都将给企业发展带来不确定性风险。

(二) 原材料价格波动风险

澳毛主要通过澳大利亚公开拍卖市场取得, 价格透明, 市场化程度高, 产业上下游对澳毛价格波动的响应机制已经形成。如果羊毛价格长期高企, 将直接推动毛纺产品价格持续走高, 导致毛纺产品的需求受到抑制, 并对公司产品毛利率产生一定不

利影响；如果羊毛价格在短期内大幅下挫，将增加毛纺企业存货管理的难度，并引致存货跌价损失及经营业绩大幅下滑的风险。

（三）汇率波动风险

报告期内，公司的外销收入占全部销售收入的比例为 32.63%，同时公司的主要原材料羊毛主要从澳大利亚进口取得。公司出口产品和进口原材料的主要结算货币为美元，进口设备主要结算货币为欧元，因此人民币对美元、欧元的汇率波动对公司的财务状况和经营业绩产生一定影响。公司在原材料进口和产品出口过程中，密切关注外汇市场的变化趋势，但不排除汇率波动幅度持续加大，可能对公司盈利状况带来较大影响。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,745	1,947	2,712	3,143	3,703
货币资金	585	763	1,113	1,214	1,460
应收及预付	209	265	285	364	447
存货	831	853	1,221	1,449	1,659
其他流动资产	121	65	93	115	138
非流动资产	1,338	1,323	1,495	1,653	1,798
长期股权投资	3	0	0	0	0
固定资产	987	1,135	1,253	1,359	1,451
在建工程	243	74	124	174	224
无形资产	95	101	106	111	116
其他长期资产	9	14	11	9	6
资产总计	3,083	3,270	4,206	4,796	5,502
流动负债	670	684	1,283	1,454	1,633
短期借款	279	241	644	644	644
应付及预收	324	250	363	462	565
其他流动负债	67	193	277	349	424
非流动负债	15	10	27	27	27
长期借款	9	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	10	27	27	27
负债合计	685	693	1,310	1,481	1,660
股本	512	512	512	512	512
资本公积	959	1,045	1,045	1,045	1,045
留存收益	899	969	1,269	1,663	2,158
归属母公司股东权益	2,370	2,529	2,830	3,224	3,719
少数股东权益	28	47	66	91	122
负债和股东权益	3,083	3,270	4,206	4,796	5,502

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	399	301	158	317	435
净利润	144	161	320	419	527
折旧摊销	99	114	127	140	153
营运资金变动	143	62	-237	-177	-154
其它	13	-36	-52	-65	-92
投资活动现金流	-220	19	-202	-177	-150
资本支出	-332	-48	-202	-176	-149
投资变动	0	-3	0	0	0
其他	113	69	-1	-1	-1
筹资活动现金流	-102	-123	394	-39	-39
银行借款	605	610	403	0	0
股权融资	0	10	0	0	0
其他	-707	-743	-10	-39	-39
现金净增加额	80	188	350	101	246
期初现金余额	354	434	763	1,113	1,214
期末现金余额	434	623	1,113	1,214	1,460

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	5.6%	-16.1%	49.8%	27.4%	22.5%
营业利润增长	-31.5%	18.8%	93.6%	31.0%	25.9%
归母净利润增长	-28.2%	5.8%	98.5%	30.9%	25.9%
获利能力					
毛利率	14.3%	15.1%	17.7%	17.8%	17.8%
净利率	5.3%	7.1%	9.4%	9.7%	9.9%
ROE	6.0%	6.0%	10.6%	12.2%	13.3%
ROIC	5.2%	4.5%	8.9%	10.6%	11.6%
偿债能力					
资产负债率	22.2%	21.2%	31.2%	30.9%	30.2%
净负债比率	28.6%	26.9%	45.2%	44.7%	43.2%
流动比率	2.60	2.85	2.11	2.16	2.27
速动比率	1.35	1.59	1.15	1.16	1.24
营运能力					
总资产周转率	0.88	0.70	0.81	0.90	0.97
应收账款周转率	13.41	8.77	12.30	12.27	12.25
存货周转率	3.26	2.67	2.79	2.99	3.20
每股指标 (元)					
每股收益	0.28	0.30	0.59	0.77	0.97
每股经营现金流	1	1	0	1	1
每股净资产	4.63	4.94	5.53	6.30	7.27
估值比率					
P/E	20.40	16.25	10.54	8.05	6.39
P/B	1.23	0.97	1.12	0.98	0.85
EV/EBITDA	10.35	7.54	5.53	4.21	3.16

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,710	2,273	3,404	4,336	5,310
营业成本	2,323	1,930	2,802	3,563	4,363
营业税金及附加	11	13	19	24	29
销售费用	46	36	56	72	88
管理费用	93	85	129	156	186
研发费用	82	72	109	139	170
财务费用	3	15	17	27	25
资产减值损失	-12	-3	-13	-13	-13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	9	0	-1	-1	-1
营业利润	159	189	366	480	604
营业外收支	2	-9	1	1	1
利润总额	161	181	367	481	605
所得税	17	20	48	62	78
净利润	144	161	320	419	527
少数股东损益	1	10	19	25	31
归属母公司净利润	143	151	301	394	496
EBITDA	254	258	493	623	753
EPS (元)	0.28	0.30	0.59	0.77	0.97

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
左琴琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。
李咏红：研究助理，上海交通大学会计硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。
本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。