



2023-03-07

公司深度报告

买入/维持

富春染织 (605189)

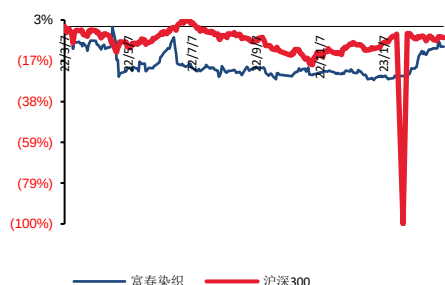
目标价: 31.8

昨收盘: 22.51

纺织服饰 纺织制造

首次覆盖：格局优化向头部集中，产能释放驱动成长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	125/42
总市值/流通(百万元)	2,809/936
12 个月最高/最低(元)	25.32/18.27

相关研究报告：

证券分析师：郭彬

电话：18621965840

E-MAIL: guobin@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519090001

报告摘要

色纱行业领军企业，稳扎稳打 20 年；行业监管趋严，印染行业格局有望持续优化。公司作为国内领先的色纱企业之一，专注色纱研发、生产和销售 20 年，形成了良好的市场口碑和品牌形象。收入端稳步增长，利润端弹性较大，2021 年公司营收和净利润分别为 21.75/2.33 亿元，分别同比增长 43.57%/105.39%；毛利率波动向上，叠加费用端的良好管控，公司盈利能力稳步提升。印染行业属于高污染高能耗行业，环保监管趋严，有望加快中小印染厂的出清，淘汰落后产能，向头部企业集中，行业格局有望持续优化。其中公司作为色纱行业领军企业，有望凭借成本优势和规模优势提高市场份额。

仓储式生产和满缸生产，成本优势突出，环保治理能力强。公司以“仓储式生产为主，订单式生产为辅”的生产模式，提前备货保证随时采购随时拿货，满缸生产下具备成本优势，对下游客户形成深度绑定，目前公司仓储式生产模式的销售占比在 95%以上，公司产能利用率维持在 100%以上，产销比在 97%以上。此外，公司在能源成本方面具备得天独厚的优势，用水以长江水为主，用蒸汽采用自建锅炉供应，用电通过国家电网。环保治理方面，具备完备的废水、废气处理系统，以及多项节能减排技术。

关注产能释放带来业绩拐点，新品类客户拓展打开成长空间。现有产能处于饱和状态，新增产能在 23 年逐步释放，为公司的增长奠定坚实的基础。2018-2020 年公司产能利用率均超过 100%，产销率在 100%左右。截至 2021 年底，公司现有产能为 72000 万吨，包括年产 66000 吨高端色纱和年产 6000 吨的丝光棉。在建产能包括芜湖年产 3 万吨的纤维染色项目（2021 年 5 月 18 日公告）和荆州 6 万吨的生产基地项目（2021 年 12 月 8 日公告）。其中芜湖年产 3 万吨的项目预计在 2022 年底完成建设，荆州 6 万吨的项目（共 3 个车间）中第一个车间预计于 2023 年 3 月投产，第二个车间预计于 2023 年 6 月底投产，根据我们的测算，公司在 2023 年的规划产能预计达到 9.7 万吨，公司实际产能利用率基本都在 100%以上，预计实际产能会超过 9.7 万吨。随着产能的逐步扩张和爬坡，公司的色纱业务有望进一步扩大，为公司的增长奠定坚实的产能基础。公司积极拓展下游品类客户，由袜纱延展至服饰、毛巾等品类，为公司打开成长空间。

盈利预测与投资建议：受产能投产节奏和原材料波动影响，公司 22 年处于产能和盈利能力的双重底部，23 年产能增长正式踏入快车道，盈利能力中枢提升，公司是基本面明显拐点向上的标的，全年产能和订单的

陆续落地将持续催化兑现。环保监管趋严使得行业存在一定进入门槛且中小企业加快出清有利于行业格局优化。公司深耕色纱行业 20 年，独特的仓储式生产模式下具备规模优势，此外成本控制能力强，能源成本优势突出，有望凭借成本优势和规模优势进一步提高市场份额。未来增长：（1）产能释放驱动成长，预计 2023 年产能释放带来收入端的增长；（2）下游品类客户拓展：公司在袜子品类方面占据市场领先地位，袜子属于日常消费品，具备一定必选属性，受宏观等因素干扰较小，公司受益行业稳步增长；此外，下游持续拓展至毛巾、毛衫和家纺等领域。我们预计 2022-2024 年公司净利润为 1.88/2.64/3.25 亿元，对应 EPS 为 1.50/2.12/2.61 元，当前股价对应 PE 分别为 14.61/10.37/8.43 倍，给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧，产能释放不及预期，下游新品类客户拓展不顺等

■ 盈利预测和财务指标：

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2175	2207	2876	3567
(+/-%)	43.57%	1.45%	30.34%	24.01%
净利润(百万元)	233	188	264	325
(+/-%)	105.39%	-19.36%	40.90%	23.01%
摊薄每股收益(元)	1.86	1.50	2.12	2.61
市盈率(PE)	11.78	14.61	10.37	8.43

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、富春染织：色纱行业领军企业，财务指标优异.....	5
（一）20 年稳扎稳打，深耕色纱行业.....	5
（二）股权高度集中，管理层行业经验丰富.....	8
（三）财务指标优异：ROE 处于行业上游水平.....	9
二、环保监管趋严加快行业整合，龙头优势凸显.....	10
（一）产业链拆解：向上连接纺织纤维，向下连接纺织品.....	10
（二）环保监管趋严、产业结构升级下淘汰落后产能，集中度提升.....	12
三、仓储式生产下成本优势突出，环保治理能力强.....	13
（一）仓储式生产带来规模优势.....	13
（二）能源成本优势突出，棉价与盈利能力高相关.....	14
（三）环保治理能力强，监管趋严下优势凸显.....	16
四、关注 23 年产能释放带来业绩拐点，产业链向上延伸.....	17
五、盈利预测与投资建议	19
六、风险提示	19

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司 2018-2020 年前十大客户的收入贡献和占比	5
图表 3: 公司历年营收、净利及增速	6
图表 4: 公司历年的归母净利润及增速	6
图表 5: 公司的盈利水平逐年提升	6
图表 6: 公司费用端管控良好	6
图表 7: 公司分产品的营收及增速	7
图表 8: 公司分产品的毛利率水平	7
图表 9: 公司存货/应收/应付账款周转天数	7
图表 10: 公司主要存货的周转天数	7
图表 11: 公司股权结构高度统一，高管持股保证利益一致（截至 2022 年 9 月 30 日）	8
图表 12: 公司高管及核心技术人员	8
图表 13: 可比公司的净资产收益率情况	9
图表 14: 可比公司的营收（百万元）及 2022Q1-Q3 营收增速	9
图表 15: 可比公司的净资产收益率情况	9
图表 16: 可比公司相关指标对比情况	10
图表 17: 纺织行业的产业链情况	10
图表 18: 印染方式中纤维染色 vs 纱线染色 vs 织物染色	11
图表 19: 2013-2019 年我国袜子出口金额及走势	12
图表 20: 2013-2019 年我国袜子出口数量及走势	12
图表 21: 环保监管&政策趋严	12
图表 22: 印染行业的仓储式生产 VS 订单式生产	13
图表 23: 公司色卡颜色丰富&产品颜色多样	13
图表 24: 同业的存货周转天数对比（天）	13
图表 25: 公司直接材料在营业成本的占比达到 83%	14
图表 26: 公司胚纱在直接材料成本的占比达到 85%+	14
图表 27: 公司主要存货的周转天数（天）	15
图表 28: 棉花价格走势与公司毛利率水平	15
图表 29: 公司能源成本构成及单位纱线的能源成本	16
图表 30: 单位纱线用电成本（元/吨）	16
图表 31: 单位纱线用水成本（元/吨）	16
图表 32: 单位纱线用煤成本（元/吨）	16
图表 33: 公司的节能减排技术一览	17
图表 34: 公司产能/产量/产能利用率情况	18
图表 35: 公司产量/销量/产销率	18
图表 36: 公司 2023 年色纱规划产能的测算	18
图表 37: 公司直接材料在营业成本的占比达到 83%	18
图表 38: 公司胚纱在直接材料成本的占比达到 85%+	18
图表 39: 公司产能规划及投产进程	19

一、富春染织：色纱行业领军企业，财务指标优异

（一）20 年稳扎稳打，深耕色纱行业

成立于 2002 年，稳扎稳打持续扩产，深耕色纱行业。公司作为国内领先的色纱生产企业之一，主营业务为色纱的研发、生产和销售，产品以色纱为主，即将胚纱经过染整加工后，络成适合袜机、圆纬机、横机、梭织机等纺织机械使用的筒形纱线，广泛应用于服饰、服装、家纺等领域，目前色纱的收入贡献达到 90.1%。公司自成立以来，坚持以科技、绿色、专业、时尚为宗旨，以市场潮流和客户需求为导向，围绕自主品牌“天外天”，依托自主开发、涵盖六百余种色彩的富春标准色卡，通过“仓储式生产为主，订单式生产为辅”的经营模式，致力于为客户提供高品质的色纱系列产品，截至 2022 年底，公司色纱总产能达到 7.2 万吨（66000 吨高档色纱+6000 吨丝光棉）。全球采购优质原材料，引进国内外先进的生产、环保设备设施和信息管理系统，自主研发染整新技术和新工艺，不断创新产品品质和提升服务能力。

图表 1：公司发展历程

时间	事件
2002年7月	富春染织有限公司成立，年产7000吨全棉色纱染整项目核准建设
2006年	公司高温高压筒子纱线染整生产线（二期）技术改造项目批准建设，新增产能5000吨
2014年	公司年产1.2万吨高品质筒子纱生产线建设项目核准建设
2016年	富春染织有限公司变更为富春染织股份有限公司
2017年	新三板挂牌，《年产3万吨高品质筒子纱生产线建设项目》获批
2018年	公司“天外天”商标被国家知识产权局批准为“中国驰名商标”
2019年	终止新三板挂牌，入选国家工业和信息化部印染行业规范名单
2021年5月	公司于上交所主板挂牌上市
2021年8月	公司投资10亿元于《智能化精密纺纱生产项目》
2021年12月	公司投资7.5亿元于《年产6万吨高品质筒子纱染色》荆州生产基地项目
2022年1月	公司投资5亿元于《年产3万吨纤维染色建设项目》

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

公司凭借良好的市场口碑和优质的品牌形象，积累了一定规模的优质客户，如梦娜、浪莎、耐尔等。目前与公司存在长期合作关系的客户超千家。一方面丰富而优质的客户资源为公司未来的发展奠定了基础，另一方面也使得公司能够及时洞悉下游客户需求，把握下游产业发展的最新动态和发展趋势，从而制定与之相适应的产品开发计划和企业发展战略，持续保持竞争优势。

公司的主要客户是生产型客户，即下游纺织品生产加工企业，其采购色纱主要供自身生产使用；少量客户是该类客户不从事生产加工活动，通常在用纱企业集聚地开设色纱销售门店，从公司采购色纱后直接对外销售。结合公司 2018-2020 年的前十大客户情况来看，前十大客户占比不高，对单一客户的依赖度低，具备抗风险能力，其中主要收入贡献的客户为生产型客户。

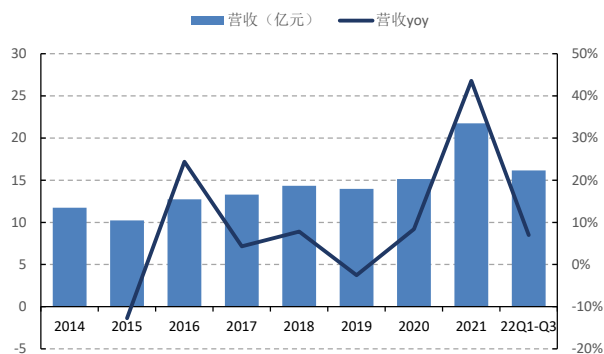
图表 2：公司 2018-2020 年前十大客户的收入贡献和占比

2018年			2019年			2020年		
客户名称	营收/万元	占比	客户名称	营收/万元	占比	客户名称	营收/万元	占比
梦娜袜业	3696	2.58%	猎马人袜业及其关联方	5541	3.96%	尧舜袜业及其关联方	4806	3.33%
中凯针纺及其关联方	3550	2.48%	梦娜袜业	4518	3.23%	猎马人袜业及其关联方	4757	3.29%
马鞍山市丝诺达针织品有限公司	3501	2.44%	尧舜袜业及其关联方	4023	2.88%	宏卓袜业及其关联方	3881	2.69%
猎马人袜业及其关联方	2969	2.07%	民泰袜业及其关联方	3238	2.32%	光大袜业及其关联方	3718	2.57%
尧舜袜业及其关联方	2966	2.07%	马鞍山市丝诺达针织品有限公司	3021	2.16%	诸暨市沃特袜业有限公司	3498	2.42%
涂淦华及其关联方控制的企业	2809	1.96%	浙江圣邦化纤针织有限公司	3011	2.15%	浙江圣邦化纤针织有限公司	3186	2.20%
宏卓袜业及其关联方	2768	1.93%	宏卓袜业及其关联方	2917	2.09%	杭州惠鸿纺织有限公司	3058	2.12%
丹枫针纺及其关联方	2660	1.86%	飞怡达针纺及其关联方	2798	2.00%	亿衡针纺及其关联方	2614	1.81%
浙江艾达针织科技有限公司	2599	1.81%	丹枫针纺及其关联方	2660	1.90%	上海华一纺进出口有限公司	2407	1.67%
诸暨市欧祺针纺织品有限公司	2561	1.79%	光大袜业及其关联方	2566	1.84%	莹腾袜业及其关联方	2242	1.55%
合计	30079	20.99%	合计	34292	24.53%	合计	34167	23.65%

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

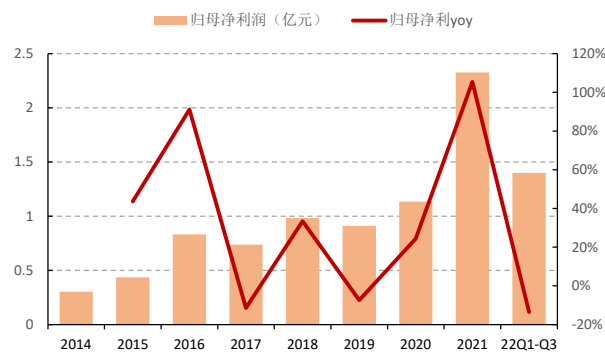
收入规模稳步增长，利润端多因素影响弹性大，盈利水平逐年提升，费用端管控良好。2021年公司营收和净利润分别为 21.75/2.33 亿元，分别同比增长 43.57%/105.39%，2022Q1-Q3 公司营收和净利润分别为 16.17/1.40 亿元，分别同比变动+7.02%/-13.58%。随着产能扩张和逐步释放，公司收入端稳步增长，利润端受多因素影响弹性较大。盈利能力来看，公司产品结构调整带动毛利率向上，毛利率由 2014 年的 11.05%提升至 2021 年的 18.54%。费用端来看，2021 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.50%/2.15%/3.22%/-0.31%，整体管控良好。毛利率波动向上叠加费用端的强管控带动净利率稳步提升。

图表 3：公司历年营收、净利及增速



资料来源：Wind，太平洋证券整理

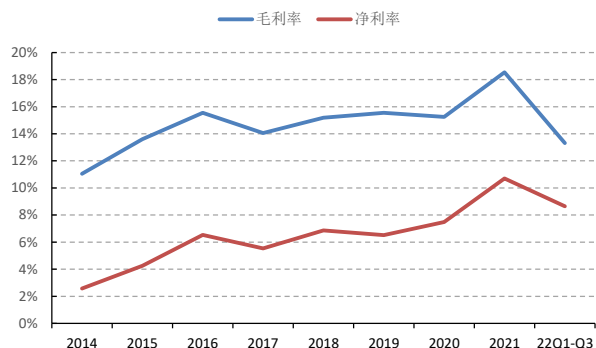
图表 4：公司历年的归母净利润及增速



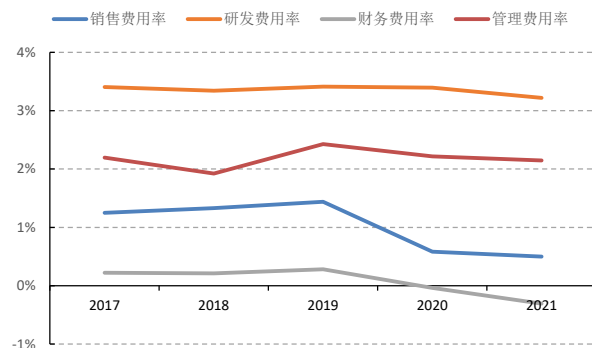
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 5：公司的盈利水平逐年提升

图表 6：公司费用端管控良好



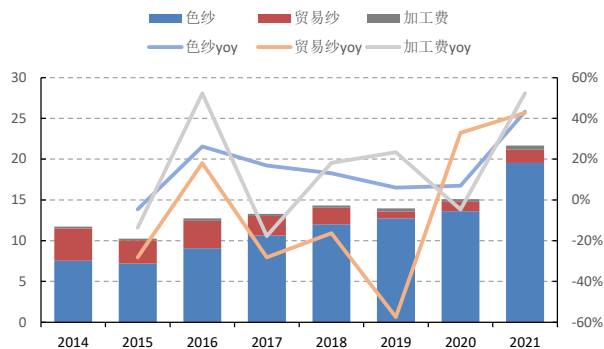
资料来源: Wind, 太平洋证券整理



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

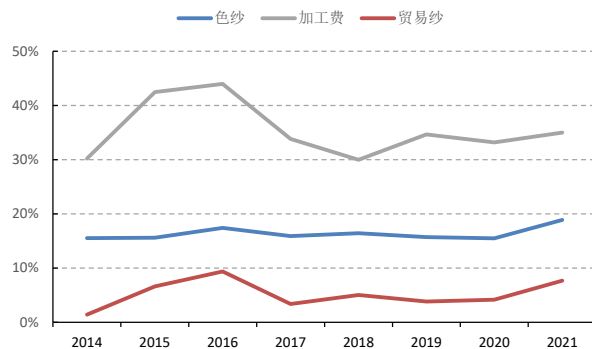
分产品来看，色纱贡献主要营收，贸易纱业务占比逐渐减小。2021 年公司色纱/贸易纱/加工费营收分别为 19.52/1.63/0.51 亿元，分别同比变动+43.3%/+42.7%/+52.3%。(1) 色纱是指公司采购胚纱后，经过染色加工后对外销售，2021 年收入占比为 90.11%，毛利率为 18.9%；(2) 贸易纱是指公司直接向客户销售未经加工的胚纱赚取的中间差价，近几年随着棉纱价格及汇率的波动影响，逐渐减少贸易纱的业务，2021 年收入占比为 7.53%，毛利率为 7.7%；(3) 加工费是指客户提供胚纱，委托公司进行染色加工，公司收入相关委托加工费，2021 年收入占比为 2.37%，毛利率为 35.0%。

图表 7: 公司分产品的营收及增速



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表 8: 公司分产品的毛利率水平

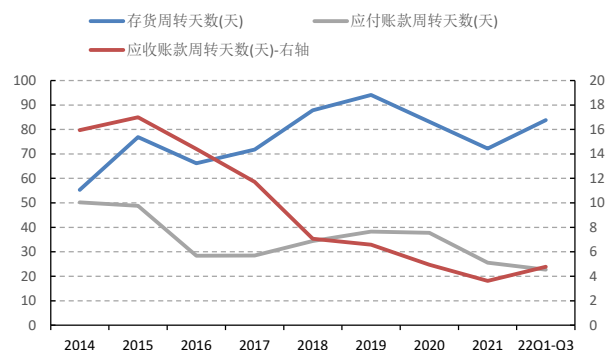


资料来源: Wind, 太平洋证券整理

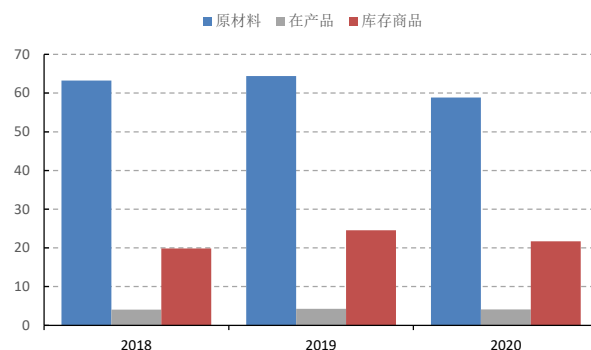
营运指标表现优异。2021 年公司存货/应收账款/应付账款周转天数分别为 72.22/3.63/25.56 天，其中存货周转天数拆解来看，2020 年原材料/库存商品周转天数分别为 58.85/21.68 天，原材料周转天数较长主要与公司的仓储式生产模式有关，原材料备货周期通常在 1-2 个月。应收和应付账款周转天数波动向下。

图表 9: 公司存货/应收/应付账款周转天数

图表 10: 公司主要存货的周转天数



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

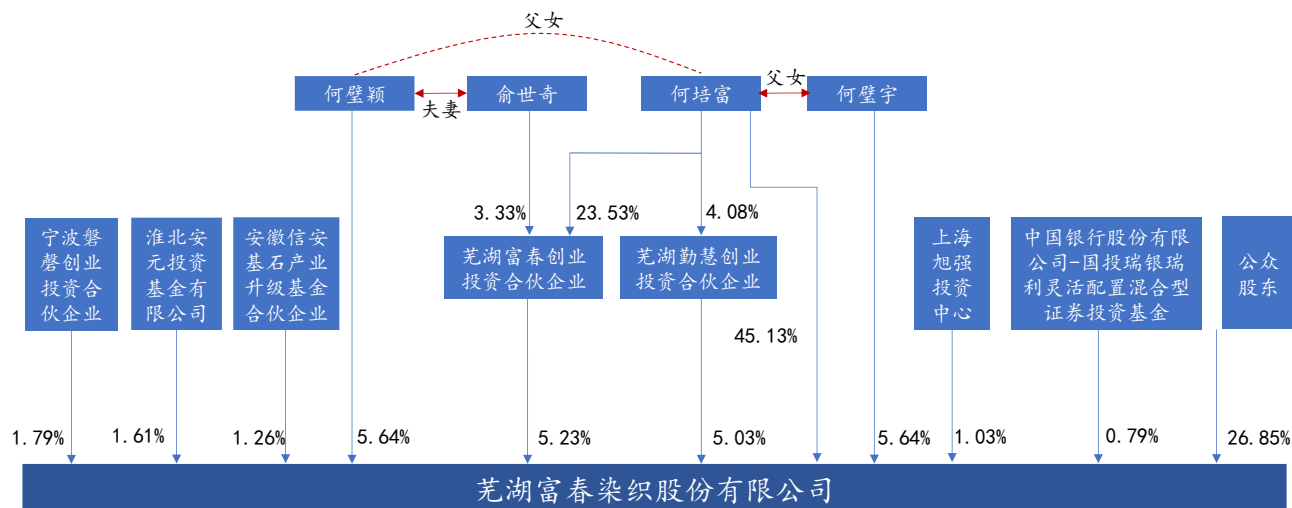


资料来源: 公司招股说明书, 太平洋证券整理

(二) 股权高度集中，管理层行业经验丰富

股权结构高度集中，高管持股利益一致。公司实际控制人为何培富、何璧颖（何培富之女）、何壁宇（何培富之女），合计直接持股比例达到 56.41%，其中何培富直接持股比例为 45.13%，何璧颖直接持股比例为 5.64%，何壁宇直接持股比例为 5.64%；俞世奇（何璧颖配偶）通过员工持股平台富春投资持有公司 3.33% 的股份，为公司的实际控制人。公司的股权高度集中在何氏家族。核心高管和技术人员通过员工持股平台持有公司股份，进而与公司实现利益绑定。

图表 11：公司股权结构高度统一，高管持股保证利益一致（截至 2022 年 9 月 30 日）



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

管理层具备丰富的行业经验，董事长技术出身产业背景深厚。董事长何培富先生曾经担任技术员和负责人，业内技术经验和管理经验均十分丰富。其他管理层具备丰富的相关行业经验，为公司长期稳定的扩张保驾护航。

图表 12：公司高管及核心技术人员

姓名	年龄	职务	个人履历
何培富	1956年	董事长	高级工程师，曾任浙江省富阳县新联公司技术员，浙江省富阳县坑西乡政府农科站站长，浙江省富阳唐家坞制线厂负责人，浙江省富阳第一制线厂负责人，杭州富春执行董事、总经理，富春有限执行董事、总经理
俞世奇	1982年	董事、总经理	曾任浙江万利工具集团有限公司销售员、销售经理，芜湖富春染织有限公司销售部经理
周要武	1966年	董事、副总经理	曾任芜湖裕中纺织有限公司技术员、区域经理，芜湖富春染织有限公司副总经理。
章位良	1971年	副总经理	中级染整工程师，曾任富春有限技术主管、副总经理
王腾飞	1974年	副总经理	曾任杭州袜厂设备管理员、杭州云森纺织染整有限公司设备部主管、富春有限副总经理。
王金成	1975年	副总经理、董事会秘书、财务总监	曾就职于芜湖金龙特种合金钢有限责任公司，芜湖市跃进造纸厂出纳、会计、主办会计，安徽跃华纸业股份有限公司财务部副经理、经理、总经理助理，富春有限财务部经理。
牧永权	1976年	研发中心经理	曾任杭州富春技术员；现任发行人研发中心经理。
童忠义	1989年	质检中心经理	曾任富春有限技术员、质检员、品管部经理；现任发行人质检中心经理。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

（三）财务指标优异：ROE 处于行业上游水平

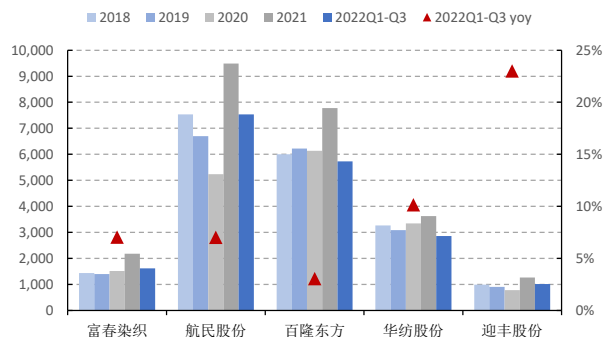
公司营收体量较小，疫情扰动下收入增速较为稳定，净资产收益率处于行业内上游水平。从行业内的可比公司经营业务情况来看，公司采用的纱线染色和仓储式生产模式较为独特。从营收体量来看，公司营收体量较小，疫情扰动下仍保持稳定的增长，且公司下游积极拓展品类客户，目前公司在袜子领域的市占率已处于较高的水平，处于行业领先地位，并逐步由袜子品类拓展至毛巾、毛衫和家纺品类。从净资产收益率来看，公司处于行业上游水平。

图表 13：可比公司的净资产收益率情况

公司	经营业务情况
富春染织	主营产品为色纱，收入占比在90%，公司采购胚纱后，经过染色加工后对外销售。主要采取 纱线染色中的筒染 ，生产模式采取 仓储式生产 。
航民股份	纺织印染收入占比在40%-50%，公司采取 代加工 的经营模式，即向销售商购买坯布，在印染企业下订单进行染色及后整理，采用该经营模式的印染企业只收取加工费。
百隆东方	主营产品，为棉纱，收入占比在90%左右，公司色纺纱采用“先散纤维染色、后混色纺纱”的 纤维染色 。
华纺股份	公司印染产品收入占比在70%左右，采取 订单式生产模式 ，根据销售订单安排生产进度。
迎丰股份	主营为 印染加工 ，分为梭织面料印染和针织面料印染，收入占比分别为55%和45%。

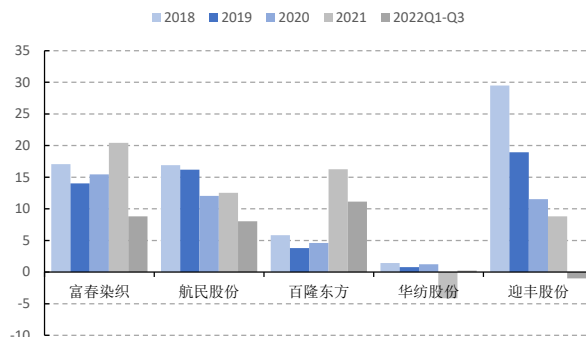
资料来源：各公司公告，太平洋证券整理

图表 14：可比公司的营收（百万元）及 2022Q1-Q3 营收增速



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 15：可比公司的净资产收益率情况



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 16：可比公司相关指标对比情况

公司	2018	2019	2020	2021	2022Q1-Q3
权益乘数					
富春染织	1.72	1.64	1.62	1.49	1.59
航民股份	1.45	1.49	1.45	1.44	1.45
百隆东方	1.68	1.77	1.73	1.62	1.59
华纺股份	2.43	2.40	2.47	2.74	2.97
迎丰股份	1.93	1.88	2.09	1.97	1.90
总资产周转率					
富春染织	1.44	1.31	1.28	1.28	0.64
航民股份	1.32	0.99	0.72	1.24	0.94
百隆东方	0.48	0.45	0.45	0.57	0.39
华纺股份	0.92	0.87	0.93	0.95	0.71
迎丰股份	1.09	0.80	0.53	0.68	0.47
销售净利率					
富春染织	6.9%	6.5%	7.5%	10.7%	8.7%
航民股份	10.6%	12.6%	12.9%	8.0%	6.7%
百隆东方	7.3%	4.8%	6.0%	17.6%	18.1%
华纺股份	0.6%	0.4%	0.5%	-1.6%	0.1%
迎丰股份	14.0%	12.6%	10.3%	6.6%	-1.0%

资料来源：Wind，太平洋证券整理

二、环保监管趋严加快行业整合，龙头优势凸显

（一）产业链拆解：向上连接纺织纤维，向下连接纺织品

公司处在纺织产业链的中游，向上连接纺织纤维、纺织助剂及燃料能源等，向下连接纺织品行业。（1）上游：纺织纤维是印染行业最基础的原料，棉纱是棉纤维经纺纱工艺加工而成的纱，经过染色、织造等工序后成为布匹或服装，棉纱价格主要受上游棉花产量和价格的影响。染料、纺织助剂是印染行业重要原材料之一，成本主要受基础化工产品价格的影响，基础化工产品的价格主要受石油等能源价格影响。上游纺织纤维、染料助剂以及燃料能源价格的波动会对印染行业利润水平造成一定的影响。（2）中游：印染是纺织工业产业链的重要环节，对提高纺织品品质发挥着重要作用，是高附加值服装面料、家用纺织品和产业用纺织品的重要技术支撑，纺织品的加工制造对印染行业的需求为刚性需求。（3）下游：巨大的纺织用品市场需求为印染行业的发展提供有力保障；消费需求变化驱动纺织行业变迁，带动印染行业技术水平、产品性能的不断提升。

图表 17：纺织行业的产业链情况



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

纱线印染成本最低且污染较小；纤维染色效果好但成本高；织物染色成本较低但污染严重。

受生产工艺要求、成本控制以及产品功能、风格等因素影响，纺织品通常选择在其生产过程中的某个环节进行印染，一般有原液染色、散纤维染色、丝束染色、条子染色、纱线染色、织物染色、成衣染色等印染方式。目前业内常用的印染方式主要是纤维染色、纱线染色、织物染色。

图表 18：印染方式中纤维染色 vs 纱线染色 vs 织物染色



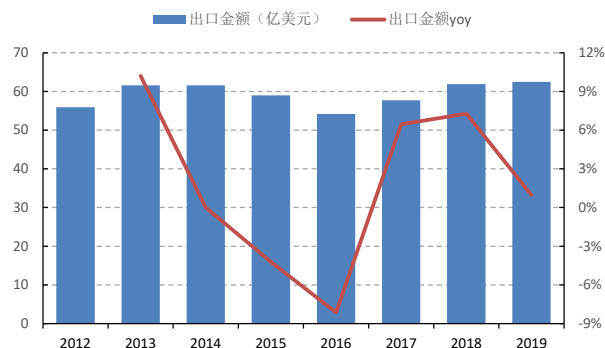
资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

纱线染色历史悠久，是色织生产的关键工序，染色后的色纱主要用于袜子、毛衫、手套等针织服饰以及针织、梭织面料的加工。目前，纱线染色主要有筒子染色、绞纱染色、经轴染色三种染色方式。公司目前采取的主要印染方式是成本低且污染小的纱线染色，染色方法主要采取筒子染色，公司所生产的筒子色纱主要用于袜类产品。

我国制袜业依靠产品质量优势和价格优势在国际市场上形成主导地位，中国已经成为世界上最大的袜子出口国，织物制袜子出口数量从2013年的135.04亿双增长到2018年的162.27亿元，年复合增长率为3.74%。2015-2016年受国际形势影响，中国袜子出口金额和出口数量略微下滑，自2017年起，中国袜子出口量和金额出现明显回升。2018年，我国织物制袜子合计出口162.27亿双，出口金额为61.92亿元，较2017年分别增长6.18%和7.40%。袜子消费在可选消费中具备

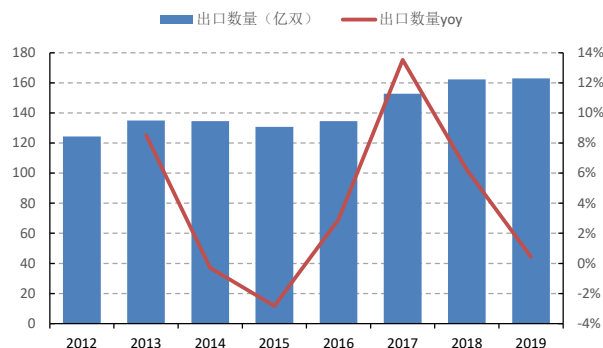
一定必选属性，需求端受疫情、宏观等因素的扰动较小。

图表 19：2013-2019 年我国袜子出口金额及走势



资料来源：前瞻产业研究院，太平洋证券整理

图表 20：2013-2019 年我国袜子出口数量及走势



资料来源：前瞻产业研究院，太平洋证券整理

(二) 环保监管趋严、产业结构升级下淘汰落后产能，集中度提升

环保监管趋严，加速落后和中小产能的出清，行业集中度持续提升。随着工业生产产生的环境问题的日趋严重以及人们对于环境质量的日益重视，社会上对污染企业加强环保监管的呼声日益高涨。工信部、环境保护部等中央部委先后发布多项政策进一步收严印染企业运行标准，包括单位能耗、用水量、废物排放等方面。尤其针对印染行业，在废水排放标准、水重复利用率能耗安全等方面的标准趋于严格，企业需要投入相应的环保设施来达到监管的标准，一般中小印染厂缺少足够的资金投入环保领域。2016年后，中央多次启动环保督察，高标准清理环保不达标企业，大量中小印染企业关闭。未来，随着环保监管力度的不断加强，部分无法承担“三废”治理成本的中小型企业将面临冲击，而中大型印染企业则凭借管理、资金以及规模优势不断完善环保设施，增强市场竞争力，提升市场份额。进而加速行业整合，淘汰行业落后产能，进一步优化产业结构，推动行业集中度提升。

图表 21：环保监管&政策趋严

序号	文件名称	发布单位	颁布时间	摘要
1	《国务院关于加强环境保护重点工作的意见》	国务院	2011.1	严格执行环境影响评价制度、深化重点领域污染防治、不断增强环境保护能力。
3	《纺织染整工业水污染物排放标准》(GB4287-2012)	环境保护部	2013.01	新标准替代1992年公布的旧标准，对现有企业和新建企业的提出更严格的排放标准；例如2013年1月1日起，新建企业废水COD直接排放低于80mg/L，间接排放低于200mg/L。
6	《水污染防治行动计划》(水十条)	国务院	2015.04	2016年底前，按照水污染防治法律法规要求，全部取缔不符合国家产业政策的印染等严重污染水环境的生产项目；制定印染等行业专项治理方案，实施清洁化改造； 印染行业实施低排水染整工艺改造 ；
7	《印染行业“十三五”发展指导意见》	中国印染行业协会	2016.06	根据印染产业结构调整、产业升级的总体要求，以市场需求为导向，以 技术进步、管理创新、节能减排 为手段，提升行业整体水平和国际竞争力。
8	《纺织工业发展规划》(2016-2020年)	工信部	2016.09	1、提升产业创新能力。2、推进纺织智能制造。3、加快绿色发展进程。进一步完善纺织清洁生产评价体系，推动印染、化纤等重点行业清洁生产审核。4、加快企业技术改造。5、推动化纤、棉纺、印染、化纤长丝织造行业严格执行相关法律法规和强制性标准，对能耗、环保、安全生产达不到标准和生产不合格产品或淘汰类产能，依法依规有序关停退出。
10	《“十三五”节能减排综合工作方案》	国务院	2017.01	强化节能环保标准约束，严格行业规范、准入管理和节能审查，对印染、造纸等行业中， 环保、能耗、安全等不达标或生产、使用淘汰类产品的企业和产能，要依法依规有序退出。
12	《印染行业规范条件(2017版)》	工信部	2017.09	印染废水应自行处理或接入集中废水处理设施，并加强废水处理及运行中的水质分析和监控， 废水排放实行在线监控，实现稳定达标排放。企业水重复利用率达到40%以上。
13	《纺织印染建设项目重大变动清单》(试行)	环境保护部	2018.01	项目规模扩大、建设地点重新选址、生产工艺变化导致新增污染物或污染物排放量增加、环保措施变动导致不利环境影响加重等情况属于建设项目重大变动。
14	《印染行业绿色发展技术指南(2019版)》	工信部	2019.01	印染行业是纺织产业链中 能耗水耗较大、废水排放量多 的行业，也是制约我国纺织产业迈向中高端的薄弱环节。
18	《印染行业“十四五”发展指导意见》	中国印染行业协会	2021.12	“十四五”末，清洁生产水平显著提高，资源能源利用效率明显提升，绿色低碳转型成效显著。机械单位产品水耗降至1.3吨水/百米，综合能耗降至32公斤标煤/百米；针织物单位产品水耗降至85吨水/吨，综合能耗降至1.1吨标煤/吨。 印染行业水重复利用率进一步提高，达到45%以上。单位产值能耗较“十三五”末降低13%，水耗降低10%。
19	《“十四五”节能减排综合工作方案》	国务院	2021.12	以工业涂装、包装印刷等行业为重点，推动使用低挥发性有机物含量的涂料、油墨、胶黏剂、清洗剂等。

资料来源：公司公告，公开资料整理，太平洋证券整理

三、仓储式生产下成本优势突出，环保治理能力强

（一）仓储式生产带来规模优势

公司以“仓储式生产为主，订单式生产为辅”的生产模式，提前备货保证随时采购随时拿货，满缸生产下具备成本优势，对下游客户形成深度绑定。我国印染企业生产经营模式主要包括“订单式生产”模式和“仓储式生产”模式。订单式生产是根据客户的下单情况着手生产，适合签订长时间协议的大单客户；仓储式生产是根据常见色满缸生产，先行生产备货，客户选色后一般可以直接提货，适合小单的客户。公司独创的仓储式生产模式是将已经生产或研制成功的色纱染料配方、助剂使用和生产工艺等标准化，提前备货生产，客户根据共公司的色卡选择需要的色纱下单。目前公司仓储式生产模式的销售占比在 95%以上，这一模式下的满缸生产能够保证公司具备一定的成本优势，此外客户随时看货下单采购、随时拿货的模式能够与客户保持稳定的合作关系。

图表 22：印染行业的仓储式生产 VS 订单式生产

生产模式	具体方式
仓储式生产	可实现规模化生产，针对小单客户具有成本优势。将已生产或研发试制成功的各类色纱的染料配方、助剂使用、生产工艺等标准化后，按照标准工艺流程对色卡中各类色纱先行进行生产备货，客户从色卡中挑选所需色纱后向公司下单。
订单式生产	适合大单客户具备规模优势。由客户向印染企业下达订单提出色纱的颜色、特殊功能以及使用的胚纱品类等需求，印染企业接受订单后按订单要求组织工艺研发和生产。通常胚纱可根据订单约定由客户提供，印染企业受托对胚纱染整加工后交付客户，或者由印染企业使用自有相应胚纱进行染整加工后再向客户销售色纱成品。

资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

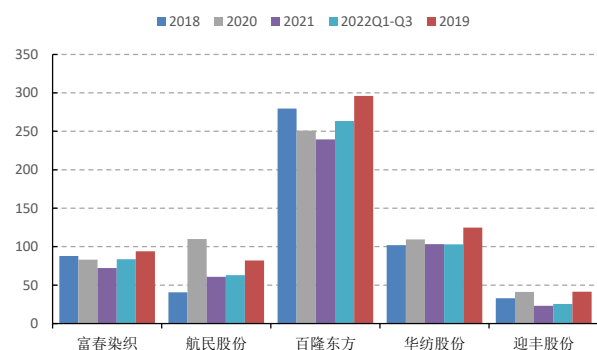
仓储式生产下，满缸生产能够提高产能利用率和降低生产成本。公司的色纱过程实现了标准化生产，（1）通过对下游需求端的分析，对常见的颜色色纱进行提前备货，客户可以色卡选色后随即发货；（2）针对客户需要的不常见颜色色纱，采用满缸生产，超出订单部分的产品进入仓库。公司仓储式生产模式下均能够实现满缸生产，可以有效提高生产效率，公司产能利用率维持在 100%左右。满缸生产能够很好地降低生产成本，在业内竞争时获得成本优势。此外，公司在仓储式生产模式下，存货的周转天数维持在 80 天左右，相较于同业其他公司存货周转情况表现优异，尤其是部分同业企业采取订单式生产模式。

图表 23：公司色卡颜色丰富&产品颜色多样

图表 24：同业的存货周转天数对比（天）



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

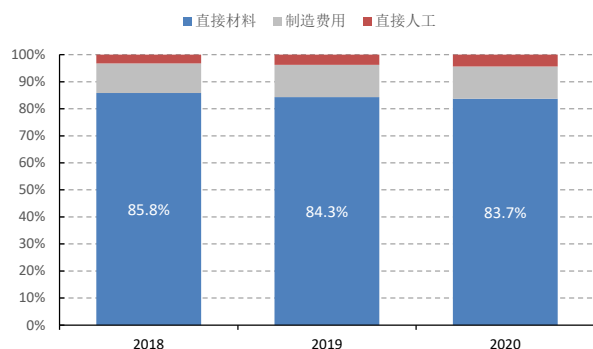


资料来源：Wind，太平洋证券整理

（二）能源成本优势突出，棉价与盈利能力高相关

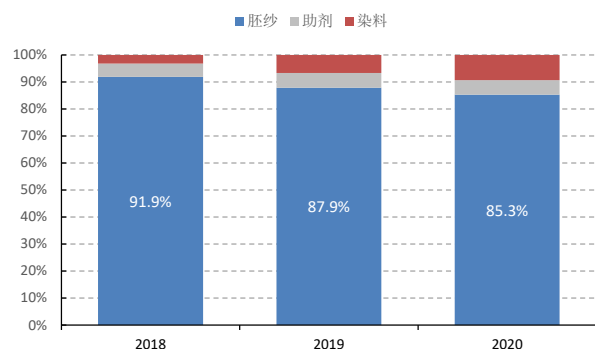
产品以色纱为主(收入占比在 90%左右)，色纱成本主要包括直接材料、直接人工和制造费用，直接材料占比在 83%，包括胚纱、染料和助剂，其中胚纱的占比较高；直接人工占比在 5%；制造费用占比在 12%。直接材料占比略有下降，直接人工和制造费用占比逐年提升，主要系公司贸易纱业务主营业务成本均为直接材料，贸易纱业务规模逐年下降致使主营业务成本中直接材料占比逐年下降。

图表 25：公司直接材料在营业成本的占比达到 83%



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

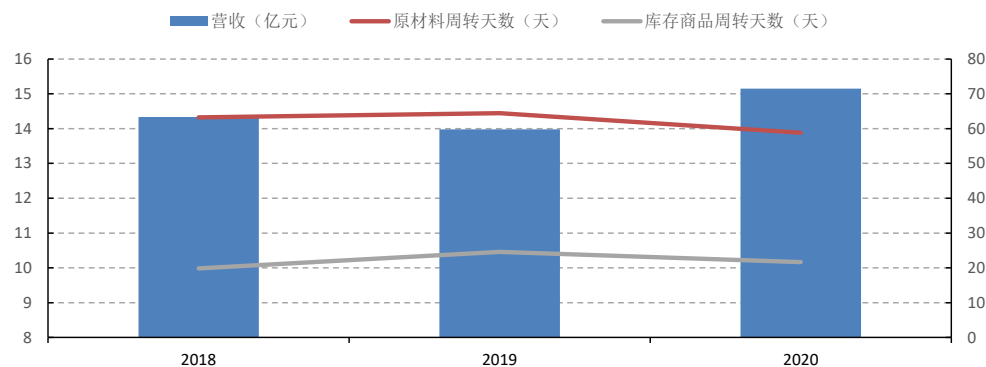
图表 26：公司胚纱在直接材料成本的占比达到 85%+



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

原材料成本，采购遵循“以产订购+合理库存”的原则，对于市场紧俏或预期采购成本会上涨的原材料择机适当增加库存备货，针对主要原材料胚纱，公司充分发挥全球采购优势，主要通过国内外大型供应商批量采购，形成原材料的质量和价格优势。此外，主要原材料胚纱为大宗贸易商品，存在一定的购货周期，为保证公司日常生产经营的稳定性，公司原材料通常准备 2 个月生产使用量的储备。从公司的主要存货周转天数来看，原材料周转天数稳定在 60 天左右，主要系公司采取的“以产订购+合理库存”的原则，会根据当天的销售表现和来年的销售预期去储备原材料，但是不会过度储备。

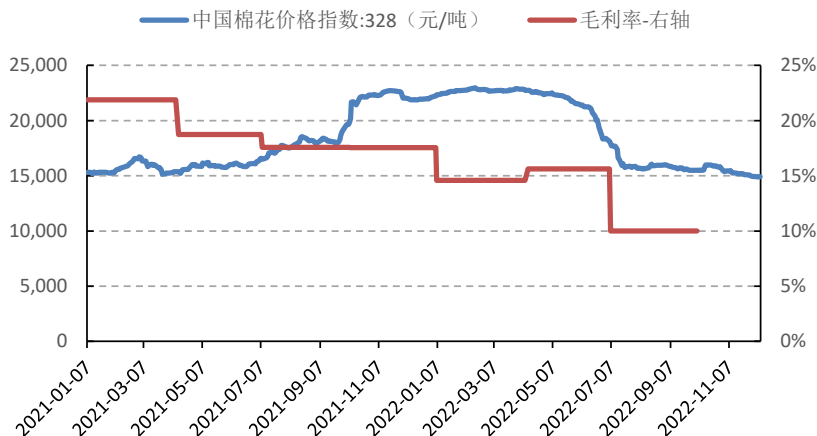
图表 27：公司主要存货的周转天数（天）



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

棉价影响胚纱采购价格，进而影响公司的毛利率水平。根据公司的成本拆分来看，直接材料在营业成本的占比达到 83%，胚纱在直接材料成本的占比达到 85%+。假设直接材料占比在 85%，其他成本占比在 15%，变化幅度分别为 0%-5%，产品出厂价保持不变的情况下，直接材料的价格变动对公司毛利率的影响明显大于其他成本的变动。其中棉价是影响胚纱的主要因素，结合棉花价格指数和公司毛利率来看，公司的毛利率变化要滞后棉价变动 1-2 个月，这与公司原材料的 1-2 个月的备货有关，2021 年棉价处于上行周期，公司存在一定库存收益，毛利率达到历史高值；2022 年 3 月以来棉价震荡下行，相关收益同比减少。随着棉价趋于稳定，叠加公司采取套保措施对原材料价格进行有效控制，预计毛利率水平有望恢复至正常的区间。

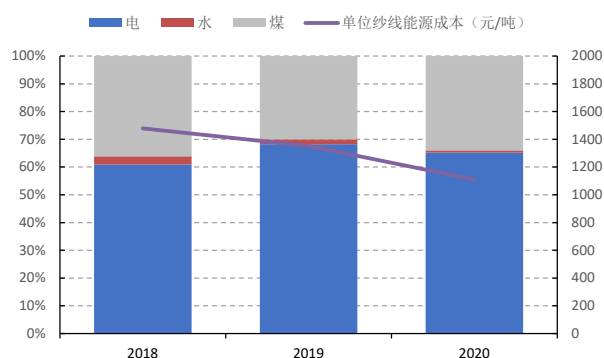
图表 28：棉花价格走势与公司毛利率水平



资料来源：Wind，太平洋证券整理

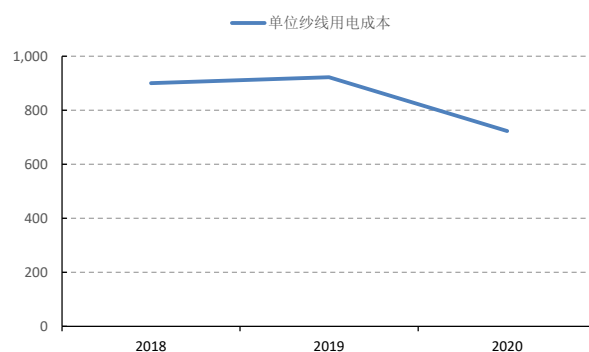
能源成本包括用水、用蒸汽、用电成本，生产用水以长江水为主，城市市政供水为辅。公司经批准在长江天门山段取水，经净化、软化处理后供生产使用。生产所用蒸汽主要通过自建的2台50t/h循环流化床锅炉供应。生产用电通过国家电网供应，供应充足。从能源成本来看，公司的能源成本呈现下行趋势，其中2020年电/煤/水的占比分别为65%/34%/1%。拆分来看，单位纱线用水成本逐年下降主要系2019年下半年公司长江取水水量经批准有所提高，公司在获批范围内增加长江取水使用，从而使得平均水价有所下降；单位纱线用煤成本逐年下降主要系2019年公司新的50t/h循环流化床锅炉投入使用后，其燃烧效率高，对用煤的品质要求也不高，采购的品质和价格均低于以前年度的煤，从而使得平均煤价有所下降。公司在能源成本方面具备得天独厚的优势。

图表 29：公司能源成本构成及单位纱线的能源成本



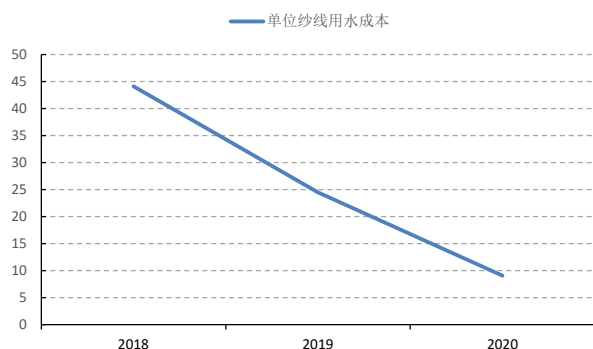
资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

图表 30：单位纱线用电成本（元/吨）



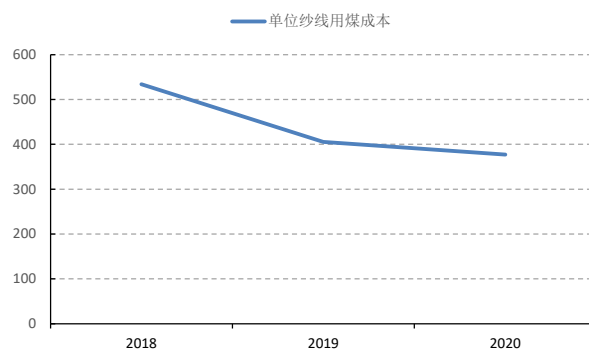
资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

图表 31：单位纱线用水成本（元/吨）



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

图表 32：单位纱线用煤成本（元/吨）



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

（三）环保治理能力强，监管趋严下优势凸显

印染行业是纺织产业链中污染最为严重的环节，公司始终坚持环保是生存线和生命力的理念，高度重视环境保护工作，专门设立环保安全部整体负责公司的环境保护工作，培育了一支专业的环保人才队伍，主动实施污染物治理从高、从远、从严、从优的标准，制定了一系列环保制度，设

计并建成了高效节能低耗的生产装置及“三废”处理装置。目前，公司在环保治理水平、环保治理设施等方面已形成了明显的竞争优势。

废水处理：具备完备的废水处理流程和自主废水处理及循环系统，年污水处理规模达到 1.9 万吨，废水回用规模达到 1 万吨。公司废水经生物处理污水设施通过“集水井+调节池+厌氧氧化沟+初沉池+好氧氧化沟+二沉池+高效斜板沉淀池”等流程处理达到排放标准后纳管排放到园区污水处理厂集中处理，污水处理过程自动化程度高、运行成本低、产生污泥少。在不断夯实环保工作的同时，公司十分注重节约优质资源。公司实行雨污分流、清污分流、冷热分流，生产车间普遍实行热能交换，并采用清水处理系统进行分质回用处理，将生产过程中的冷却水、冷凝水回收再利用，每吨色纱的综合用水量低于行业标准值，实现了对水资源的充分利用。

废气处理：公司锅炉烟气经 SNCR 脱硝、湿碱法脱硫、布袋除尘等多种工艺进行处理后达标排放，污水站恶臭经碱喷淋、UV 光解等多种工艺进行处理后达标排放，烧毛废气经水喷淋、过滤器等多种工艺进行处理后达标排放。公司已建立废水在线监测系统、锅炉烟气在线监测系统，并与环保部门联网，实现污染物排放的信息化管理。此外，公司还聘请具备资质的环保监测机构定期对公司污染物排放进行第三方监测。

图表 33：公司的节能减排技术一览

序号	技术名称	技术内容	技术来源	所处阶段
1	印染废水处理回用技术	本方法处理的水可以再使用，并且只产生少量甚至不产生废水，实现了水的循环利用	自主开发	正常运行
2	生产污水处理技术	生产污水通过格栅、集水井、冷却塔、调节池等预处理单元后进入厌氧系统、好氧系统，除去废水中大、小分子污染物、COD 等，同时在初沉池、二沉池进行泥水分离，实现污水达标排放	引进消化	正常运行
3	余热回收系统	通过高效管式换热器回收高温废水中的余热对新鲜水进行加热升温，同时回收蒸汽凝结水用于印染生产用水。可以有效缩短工艺流程时间，节约蒸汽及电能耗用	引进消化	正常运行
4	锅炉烟气处理系统	煤燃烧后的烟气分别通过脱硝系统、布袋除尘系统、脱硫系统等装置，除去烟气中的氮氧化物、灰尘、二氧化硫等污染物	引进消化	正常运行
5	污泥脱水系统	将污水处理过程中产生的污泥加入高分子絮凝剂搅拌后，输入压泥机脱水形成含水量约80%的固态污泥，运至热电厂进行环保燃烧	引进消化	正常运行
6	中水回用系统	配合公司现有污水处理工艺，采用HMF（浸没式超滤）和RO（反渗透）双膜法技术工艺实现部分污水的循环利用，出水水质优于工业自来水，大大减少了一次取水和污水排放量	引进消化	正常运行
7	废水深度脱色系统	配合公司现有污水处理工艺，向脱色池中通入由臭氧发生器制备的臭氧，利用臭氧氧化降解脱色池中的废水色度，进一步达标排放，同时臭氧破坏器系统对脱色后的臭氧尾气进行催化分解，减少臭氧外排	引进消化	正常运行

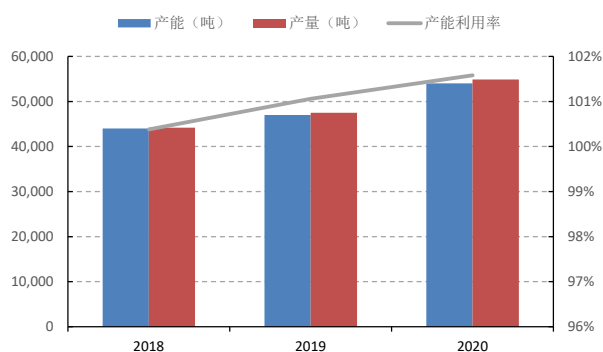
资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

四、关注 23 年产能释放带来业绩拐点，产业链向上延伸

现有产能处于饱和状态，新增产能在 23 年逐步释放，为公司的增长奠定坚实的基础。2018-2020 年公司产能利用率均超过 100%，产销率在 100%左右。近年公司销售规模稳步增长，现有生产能力已趋于饱和，一定程度上限制了公司的订单承接能力。截至 2021 年底，公司现有产能为 72000

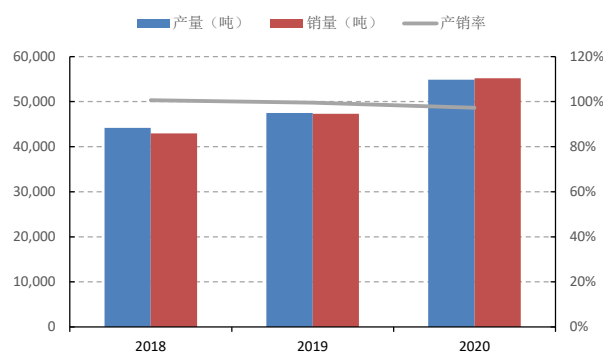
万吨，包括年产 66000 吨高端色纱和年产 6000 吨的丝光棉。在建产能包括芜湖年产 3 万吨的纤维染色项目（2021 年 5 月 18 日公告）和荆州 6 万吨的生产基地项目（2021 年 12 月 8 日公告）。其中芜湖年产 3 万吨的项目预计在 2022 年底完成建设，荆州 6 万吨的项目（共 3 个车间）中第一个车间预计于 2023 年 3 月投产，第二个车间预计于 2023 年 6 月底投产，根据我们的测算，公司在 2023 年的规划产能预计达到 9.7 万吨，公司实际产能利用率基本都在 100% 以上，预计实际产能会超过 9.7 万吨。随着产能的逐步扩张和爬坡，公司的色纱业务有望进一步扩大，为公司的增长奠定坚实的产能基础。

图表 34：公司产能/产量/产能利用率情况



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

图表 35：公司产量/销量/产销率



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

图表 36：公司 2023 年色纱规划产能的测算

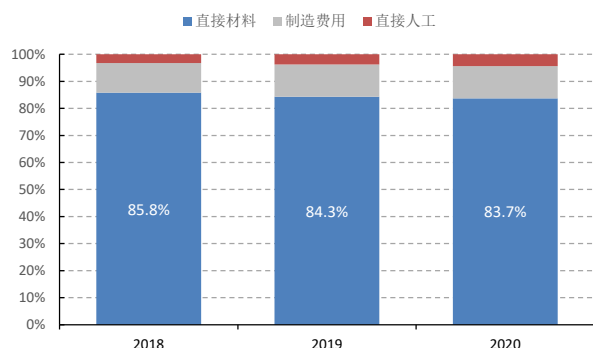
	2023 年	投产进度假设
芜湖项目规划产能 (吨)	72000	芜湖的 3 万吨预计于 23 年 3 月左右投产，荆州项目第一、二个车间预计分别于 23 年 3 月、6 月投产；
荆州项目规划产能 (吨)	25000	
合计规划产能 (吨)	97000	

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

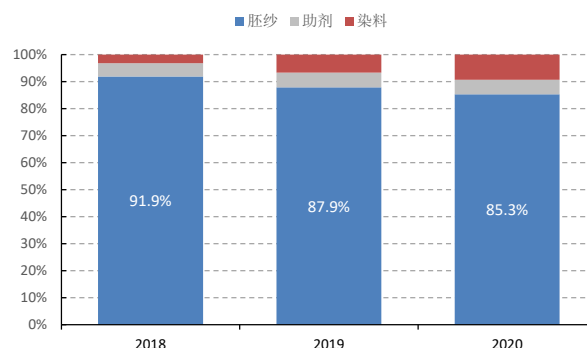
产业链向上延伸，布局智能化精密纺纱，有望带来实现降本提效。2021 年 8 月 5 日公司发布公告，拟投资 20 亿元于芜湖保税区建设约 50 万锭的智能化精密纺纱项目，项目共分为两期建设：一期项目规划 24 万锭产能，预计于 2022 年底建设完成实现投产，二期项目规划为 26 万锭产能。公司的 50 万锭智能化精密纺纱项目采取紧密纺纱技术，为了提升传统环锭纺纱的质量，改变纱线的性能，满足高档次的面料和织造要求。紧密纺纱生产的织物，其强度、抗磨损性、光泽度和悬垂性好，是生产高档面料所需理想纱线。项目建成后，有望为公司提供稳定且高品质的胚纱，根据上文的分析，直接材料在营业成本占比为 83%，其中胚纱在直接材料中的占比（在 85%+）最高，公司通过自产原材料胚纱有望提升产品毛利率水平和产品品质。

图表 37：公司直接材料在营业成本的占比达到 83%

图表 38：公司胚纱在直接材料成本的占比达到 85%+



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

拓展纤维染色项目，与贸易纱业务形成协同。公司在 2021 年 11 月发布公告称拟投资 5 亿元，在芜湖经济开发区新建年产 3 万吨的纱线纤维染色项目，预计建设周期为 24 个月。纤维染色项目主要系采购纤维后，经过染色加工给下游纺纱企业，染色后的纤维可以销售给公司贸易纱业务的供应商，即色纺纱企业，再向供应商采购色纺纱进行对外销售，2021 年公司贸易纱收入贡献在 7.5%，随着纤维染色项目的拓展，有望为公司带来新的增量。

图表 39：公司产能规划及投产进程

项目用途	项目名称	投资金额	资金来源	建设周期	建设进度	预计投产时间
纱线产能扩张	安徽芜湖—年产3万吨高品质筒子纱生产线项目	4.2亿元	IPO	36个月	2022年底完成建设	2023年3月前
	湖北荆州—年产6万吨高品质筒子纱染色建设项目	7.5亿元（追加投资1.5亿元至9亿元）	银行贷款3.42亿元+自有资金4.08亿元（追加资金通过自有资金和自筹资金解决）	48个月（共设3个车间）	分2期进行，一期和二期各24个月；截至2022年9月末，2个车间已开工建设，预计第一个车间于2023年3月底建成投产	一期2023年6月底投产；二期2024年1月启动建设，2025年6月投产
拓展纤维染色项目	安徽芜湖—年产3万吨纤维染色建设	约5亿元	60%自有资金+40%银行借款	24个月	前期设计、规划和审批已完成，目前进行招投标前期准备工作	2024年完成达产
产业链上游布局	安徽芜湖—50万锭智能化精密纺纱生产项目	约20亿元（一期约10亿元）	自筹资金（一期可转债募集5.7亿元）	一期24万锭，36个月；二期26万锭，36个月	一期第一个12万锭预计2022年底建成投产	一期24万锭预计于2023年2月左右投产

资料来源：公司公告，招股说明书，太平洋证券整理

五、盈利预测与投资建议

环保监管趋严使得行业存在一定进入门槛且中小企业加快出清有利于行业格局优化。公司深耕色纱行业 20 年，独特的仓储式生产模式下具备规模优势，此外成本控制能力强，能源成本优势突出。未来增长：（1）产能释放驱动成长，预计 2023 年产能释放带来收入端的增长；（2）下游品类客户拓展：公司在袜子品类方面占据市场领先地位，袜子属于日常消费品，具备一定必选属性，受宏观等因素干扰较小，公司受益行业稳步增长；此外，下游持续拓展至毛巾、毛衫和家纺等领域。我们预计 2022-2024 年公司净利润为 1.88/2.64/3.25 亿元，对应 EPS 为 1.50/2.12/2.61 元，当前股价对应 PE 分别为 14.61/10.37/8.43 倍，给予“买入”评级。

六、风险提示

市场竞争加剧，产能释放不及预期，下游新品类客户拓展不顺等。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	265	642	1193	1025	1482	营业收入	1515	2175	2207	2876	3567
应收和预付款项	69	179	43	244	129	营业成本	1284	1772	1905	2405	2983
存货	293	418	462	601	697	营业税金及附加	9	10	12	16	19
其他流动资产	20	142	142	142	142	销售费用	9	11	11	15	18
流动资产合计	647	1381	1840	2012	2450	管理费用	85	117	117	141	174
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	-1	-7	-12	-9	0
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-3	-10	-5	-6	-7
固定资产	473	537	586	732	676	投资收益	0	4	0	0	0
在建工程	49	46	120	0	0	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	74	111	109	107	105	营业利润	130	267	169	304	367
长期待摊费用	1	0	0	0	0	其他非经营损益	1	1	47	1	8
其他非流动资产	36	37	37	37	37	利润总额	131	268	216	305	375
资产总计	1281	2113	2692	2889	3268	所得税	18	36	29	41	50
短期借款	7	70	390	390	390	净利润	113	233	188	264	325
应付和预收款项	294	307	467	499	676	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	20	27	0	0	0	归母股东净利润	113	233	188	264	325
其他负债	178	211	210	210	210	预测指标					
负债合计	500	615	1068	1100	1276	毛利率	15.2%	18.5%	13.7%	16.4%	16.4%
股本	94	125	125	125	125	销售净利率	7.5%	10.7%	8.5%	9.2%	9.1%
资本公积	309	824	833	833	833	销售收入增长率	8.4%	43.6%	1.5%	30.3%	24.0%
留存收益	379	549	666	831	1034	EBIT 增长率	20.1%	112.9%	-39.9%	83.0%	24.1%
归母公司股东权益	781	1497	1624	1789	1992	净利润增长率	24.4%	105.4%	-19.4%	40.9%	23.0%
少数股东权益	0	0	0	0	0	ROE	14.5%	15.5%	11.6%	14.8%	16.3%
股东权益合计	781	1497	1624	1789	1992	ROA	8.8%	11.0%	7.0%	9.2%	10.0%
负债和股东权益	1281	2113	2692	2889	3268	ROIC	19.2%	44.7%	14.9%	32.7%	28.5%
现金流量表(百万)						EPS (X)	0.91	1.86	1.50	2.12	2.61
经营性现金流	308.4	65.1	487.3	26.9	603.8	PE (X)	24.20	11.78	14.61	10.37	8.43
投资性现金流	-140.9	-246.3	-178.7	-105.0	-25.0	PB (X)	3.51	1.83	1.69	1.53	1.38
融资性现金流	-85.4	528.1	242.6	-89.8	-122.1	PS (X)	1.81	1.26	1.24	0.95	0.77
现金增加额	82.1	346.8	551.1	-167.9	456.7	EV/EBITDA (X)	0.00	7.76	8.40	5.34	3.47

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liy@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。