



技术与管理优势并行

增持首次

当前价格：15.8 元

投资要点：

- 技术领先的高端针织面料厂商
- 在纬编羊毛面料细分市场居于独占地位
- 信息化、自动化铸就管理优势

报告摘要：

- 公司生产和销售高档针织面料。主要产品为自主研发的纬编羊毛面料、起绒类面料、运动型功能面料三大类。公司在纬编羊毛面料细分市场居于独占地位，是国内少数掌握高机号圆机生产纬编羊毛针织面料的企业，目前国内尚没有形成直接竞争的竞争对手。
- 公司具备了行业内领先的研发创新能力。公司每年研发新品150-200种，新品销售收入占比约为10-15%。公司系“毛针织纬编面料”国家标准起草单位，“针织摇粒绒”行业标准起草单位。公司开发的薄型保暖弹性针织内衣面料、导湿保暖空气夹层服装面料、高弹纤维形成高密挡风层服装面料等，均已获国家专利。
- 具有精细化管理和信息化管理优势。公司日资股东将日本企业的精细化管理理念注入公司，建立了完善的质量管理体系。公司的信息化管理系统能够实现与客户的信息共享，使客户能进行订单进程查询，及时做出修改指令，提高效率。
- 公司为多家客户提供增值物流仓储服务。公司投资2,000余万元建立了国内纺织行业首个自动化立体物流仓库，出入库均实行全自动、数字化管理，使用率提高12倍，节约了仓库租借费用和人工成本。
- 盈利预测。预计2010、2011年公司可以实现每股收益0.32元、0.40元，目前股价对应的2011年的动态市盈率是49倍。我们认为公司的信息化、自动化水平突出，拥有自己的核心技术，给予公司增持评级。
- 风险提示：公司可能面临客户集中度高、汇率风险和退税调整风险。

纺织服装研究团队

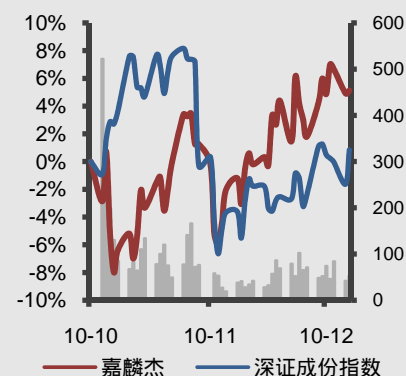
联系人

刘志茹

电话：010-88085230

Email：liuzhiru@hysec.com

市场表现



主要经营指标	2009	2010E	2012E	2013E
主营业务收入(百万元)	489.32	649.60	783.34	1,029.45
同比增长率	-0.1%	32.8%	20.6%	31.4%
净利润(百万元)	42.80	65.65	82.85	113.10
同比增长率	16.0%	53.4%	26.2%	36.5%
每股收益(元)	0.27	0.32	0.40	0.54

目录

一、领先的高端针织面料厂商.....	4
（一）产品定位高端	4
（二）羊毛面料一枝独秀	5
（三）客户优质且相对集中	6
二、高端制造是中国针织行业的发展趋势.....	7
（一）行业竞争格局和特点	8
（二）进入高端市场的主要障碍	8
1.技术水平的限制	8
2.客户资源的限制	8
3.规范化管理要求的限制	8
三、核心竞争优势明显	9
（一）差异化的高端制造	9
（二）提供增值仓储物流服务	11
（三）拓展新市场	11
（四）精细化管理和信息化管理优势	11
1.先进的作业管理和现场管理模式	11
2.信息化管理优势	12
（五）产能扩张带来的外延式增长	12
四、盈利预测	12

插图

图 1：公司股权结构图.....	4
图 2：近三年公司出口占比.....	5
图 3：2009 年主要产品销售收入占比.....	5
图 4：2007-2009 年主要产品销售收入	6
图 5：2007-2009 年主要产品毛利率情况	6
图 6：近三年前五名客户销售占比.....	7
图 7： 2009 年前五大客户销售占比.....	7
图 8： 运动品牌分类.....	9

表格

表 1：主要面料产品及特点.....	4
表 2：公司主要终端客户情况.....	6
表 3：重要技术及奖项.....	10
表 4：预测利润表.....	14

一、领先的高端针织面料厂商

公司所在行业是纺织行业中的针织子行业。主要生产和销售针织面料,产品定位高端,也根据客户的需要将部分针织面料加工成服装进行销售。公司面料产品主要用于运动服装生产,97%以上的产品出口。

公司的主要产品为自主研发的三大针织面料系列,即以高弹纤维形成高密挡风层服装面料为代表的起绒类面料系列、以薄型保暖弹性内衣面料为代表的纬编羊毛面料系列和以导湿保暖空气夹层服装面料为代表的运动型功能面料系列。公司向全球12个知名户外运动品牌商、6个高端大众运动品牌商提供拥有自主知识产权的针织面料及成衣。

公司具备从纬编织造、染色、后整理到成衣的连续加工生产配置,目前具备年生产织物面料1,200万米、加工成衣300万件的生产能力(自产产能),位列中国纺织工业协会评选的2008-2009年度针织行业竞争力10强第3名。募投项目达产后,公司面料产能将达到1880万米。

图1：公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书，宏源证券

(一) 产品定位高端

公司的主要产品为自主研发的纬编羊毛面料、起绒类面料、运动型功能面料三大类,13个系列1000多个品种。

公司实施高端定位战略,致力于运动、休闲领域高端纬编针织面料的研发、生产,针对行业整体档次水平不高的状况,实行错位竞争。针对行业的技术难题和市场盲点,成功开发了多种技术含量较高的系列产品,公司开发的薄型保暖弹性针织内衣面料、导湿保暖空气夹层服装面料、高弹纤维形成高密挡风层服装面料等,均已获国家专利。

表1：主要面料产品及特点

面料名称	产品系列	产品用途	产品特性
起绒类面料	防风保暖系列	秋冬季外套	保暖/防风/透湿
	防水保暖系列	秋冬季外套	保暖/防水/透湿

纬编羊毛面料	超柔软系列	内衣和外套	保暖/柔软/舒适
	环保生态系列	秋冬季外套	环保/再生性
	高弹系列	休闲运动时尚/内衣及外套	高弹/柔软
	有机系列	运动休闲时尚/内衣及外套	环保/再生性/导湿
	超细系列	休闲运动时尚/内衣	保暖/舒适/柔软/吸湿
运动型功能面料	环保生态系列	休闲运动外套	环保/再生性
	导湿快干透气系列	休闲运动的各类服装	吸湿/快干
	时尚健身系列	健身服	时尚/塑型/棉型感/高弹/舒适
	保暖系列	休闲运动/内衣	保暖/舒适/柔软/吸湿
	环保生态系列	休闲运动面料	环保/再生性/导湿
	保健系列	休闲运动/内衣	吸味/抗菌/抗 UV

资料来源：公司招股说明书，宏源证券

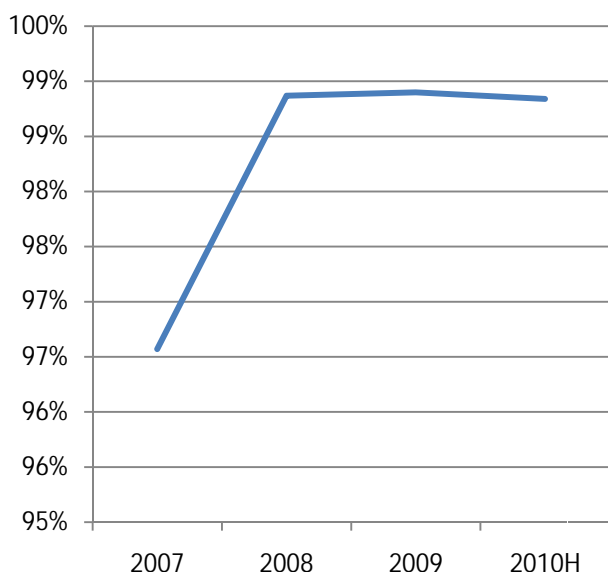
（二）羊毛面料一枝独秀

从面料产量上来说，三种产品约各占 1/3，从销售收入来看，羊毛产品收入最高，约占公司营收的 38%。

在纬编羊毛面料领域，公司是国内少数掌握高机号圆机生产纬编羊毛针织面料（主要产品包括薄型羊毛针织外套和运动型羊毛内衣产品）的企业，更富透气性、适于运动穿着，与横机生产的普通羊毛衫、羊毛内衣等面料有较大区别，在该细分市场居于独占地位，目前在国内尚没有形成直接竞争的行业对手。

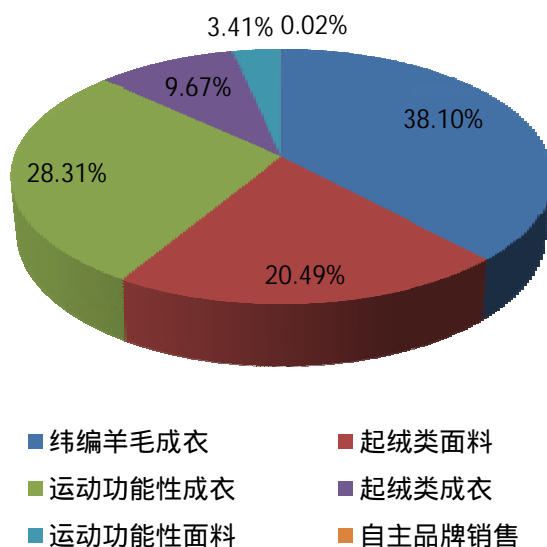
在纬编羊毛面料方面，全球高端户外羊毛运动服 Icebreaker 90% 以上的服饰产品由公司提供，公司是 Icebreaker 在全球主要的指定供应商。

图 2：近三年公司出口占比



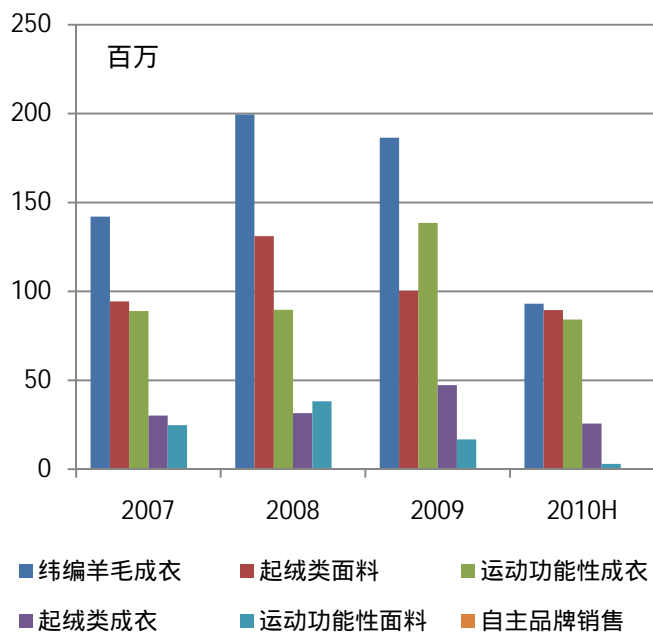
资料来源：公司招股说明书，宏源证券

图 3：2009 年主要产品销售收入占比



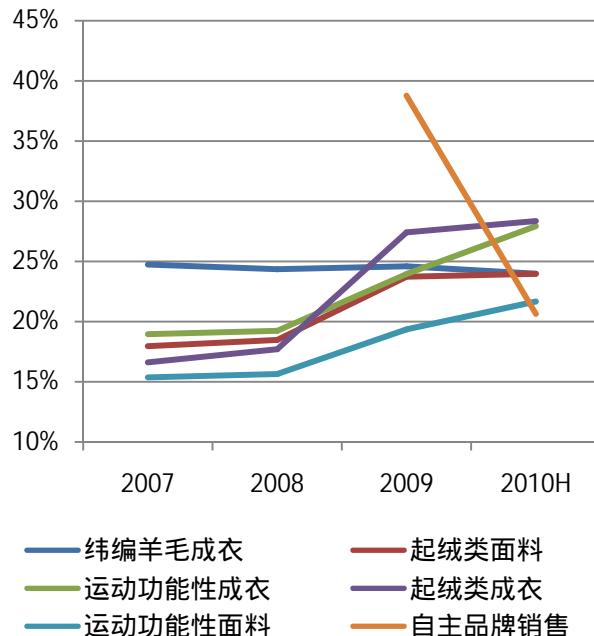
资料来源：公司招股说明书，宏源证券

图 4：2007-2009 年主要产品销售收入



资料来源：公司招股说明书，宏源证券

图 5：2007-2009 年主要产品毛利率情况



资料来源：公司招股说明书，宏源证券

（三）客户优质且相对集中

公司客户主要为国际知名高端客户，客户结构相对集中。2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年 1-6 月，公司向前五名客户销售总额分别为 32,222.64 万元、41,818.36 万元、37,336.57 万元和 23,820.07 万元，占公司当年营业收入的比重分别为 84.71%、85.36%、76.30%和 80.48%。

目前，公司与主要客户 Icebreaker、Polartec、Kathmandu 等公司形成了比较稳定的长期合作关系。如在高端双面绒产品方面，Polartec 的近 30%的产品供应来自公司，户外羊毛运动服 Icebreaker 90%以上的服饰产品由公司提供。

相对集中的客户结构体现了客户对公司产品和品牌价值的认可，有利于形成稳定的客户群，但另一方面，主要客户经营情况的变化将会对公司的销售收入及经营成果产生一定影响。这些客户依靠其广阔的销售区域和多元化的产品线，分散了市场风险。

随着募集项目的实施，公司生产规模的扩大、产能显著提高后，可以承接更多高端客户的大批量订单，大客户的销售占比将逐步下降。同时，公司在经营策略方面，坚持与单一客户合作的产能比例尽可能控制在公司总产能的三分之一以内，对于客户集中的风险有所控制。

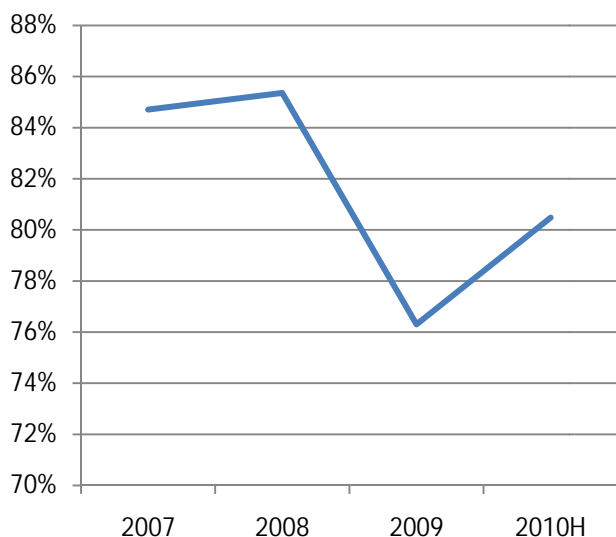
表 1：公司主要终端客户情况

类别	终端用户 品牌名称	行业地位和品牌特点	公司向其销售 的产品类型	销售形式
户外	Icebreaker	全球高端户外羊毛运动服装的领导品牌	“美丽诺”纬编羊毛成衣	直接销售
运动	Polartec	最受欢迎的户外涤纶起绒面料品牌	双面绒面料	直接销售
品牌	Kathmandu	知名国际户外运动连锁品牌	双面绒成衣	直接销售

	Berghaus	英国著名户外运动品牌	双面绒成衣	直接销售
	Jack Wolfskin	德国知名户外运动品牌	双面绒成衣	直接销售
	Callaway	高端高尔夫服装和球具制造商	高尔夫成衣	直接销售
	Patagonia	世界顶级户外运动品牌	双面绒面料	间接销售
	Columbia	全球知名户外运动品牌	功能成衣	间接销售
	L.L.Bean	全球知名户外运动品牌	功能成衣	间接销售
	The North Face	全球户外运动领导品牌	双面绒面料	间接销售
	Lecoq sportif	欧洲领先运动品牌	高尔夫成衣	子公司直接销售
	Cutter & Buck	世界著名高尔夫运动服装品牌	高尔夫成衣	子公司直接销售
高端大众 运动品牌	Nike	全球知名大众运动品牌	功能成衣	子公司直接销售
	Adidas	全球知名大众运动品牌	功能性面料	间接销售
	Under Armour	全球知名运动服装品牌	双面绒面料	间接销售
	Quiksilver	美国知名冲浪运动品牌	功能成衣	直接销售
	Fila	意大利著名运动品牌	功能成衣	间接销售
	Descente	日本知名运动品牌	双面绒成衣	直接销售

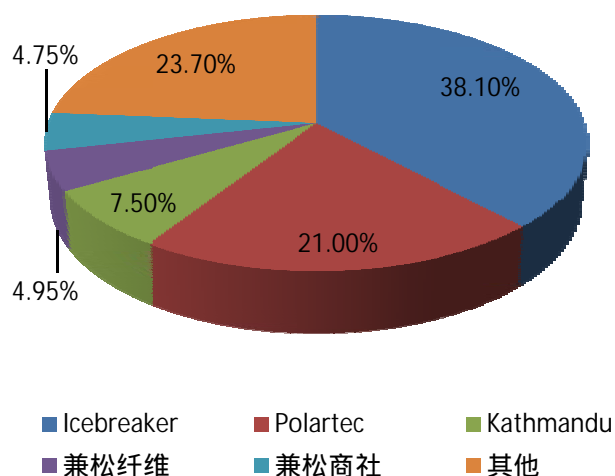
资料来源：招股说明书

图 6：近三年前五名客户销售占比



资料来源：公司招股说明书，宏源证券

图 7：2009 年前五大客户销售占比



资料来源：公司招股说明书，宏源证券

二、 高端制造是中国针织行业的发展趋势

我国是世界上最大的针织品和针织服装生产国，针织生产规模保持稳定增长。近年来，欧美等主要出口国家以及我国休闲、运动服装的市场需求稳步增长。在强劲的市场需求推动下，我国针织行业固定资产投资保持高速增长，生产规模迅速扩张。

2001~2009 年，我国针织服装产量逐年增加，9 年间，产量增长了 264%，约翻了两番，年均增长速度为 14.58%。2004 年开始，特别是“十一五”期间，针织服装产量超过梭织服装产量，这种领先优势一直持续到现在。“十一五”期间，针织服装产量年均增长速度

虽然略有下降，为 14.22%，但仍高于服装、梭织服装的年均增速 10.79%、6.85%。同期，针织行业出口在纺织行业出口中占比也呈现增长趋势。

（一）行业竞争格局和特点

针织行业是市场充分竞争的传统行业。中低端针织领域进入门槛较低，种类单一，产品同质化，技术含量较低，市场竞争激烈，对下游的议价能力也相对较弱，抗风险能力低。高端针织品企业往往具有较强的核心竞争力，在技术创新、客户资源、品牌建设、资金实力、劳动力素质等方面均具有自身独特的优势，产品定价较高，盈利能力强。

高端针织产品市场主要集中在欧美等发达国家和经济体，中国在高端针织产品的全球市场份额仍然偏低。依托巨大的高端市场消费潜力和不断成熟的技术配套体系，在中国纺织产业结构调整、升级的背景下，中国针织业正在经历由规模扩张到档次提升的转变。据统计，针织服装出口单价从 2005 年的 1.82 美元增加到 2009 年的 2.54 美元，出口单价增长 139%。未来中国有望成为中高端产品的主要供应地区。

（二）进入高端市场的主要障碍

针织行业已充分实现市场化竞争，各企业面向市场自主经营，企业基本上可以自由进入或退出，不存在明显的法律、技术等行业进入壁垒。但是在高端针织面料细分市场，存在以下进入壁垒。

1. 技术水平的限制

在纺织行业加速升级、市场中高档需求日益增长的行业背景下，根据市场需求开发高附加值产品、定位中高档市场将是大多数新进企业的选择。然而，新建生产中高档产品的生产线，必须采用先进工艺和技术设备，雇用具有较高技术水平的生产技术人员和一线技术工人，这些都对新进企业的技术水平提出了较高的要求，使得行业外企业进入有相当的难度。

2. 客户资源的限制

国际高端运动、休闲成衣品牌商在选择面料厂商时，对面料的产品质量、交货期、企业的环保生态、社会责任等均有着严格要求。高端品牌商通过多次试样生产来评定考核面料提供商，一旦确定合适的面料供应商后，通常会保持较为长期、稳定的合作关系。高端面料市场独特的供货商考察体制使得一般的新进企业很难在短时间内获得客户的认可并积累大量的高端客户资源。

3. 规范化管理要求的限制

中高端针织面料的生产工序众多且复杂，工艺流程和运转操作需要实施精细化管理。此外，为融入欧美面料服装体系，进入欧美市场，高端面料企业一般均会申请通过 Oeko-Tex Standard 100 等国际纺织品认证。近年来出现了国际高端服装品牌商、国际纺织业共同推行更趋严格的 Bluesign® 标准的趋势。欧美认证均适应国际面料产业环保化、生态化的发展潮流，对面料企业的节能环保、劳工管理均有着较高的要求。因此，高端面料企业需要具备丰富的生产管理经验和工艺技术，而这些经验和技能不是短期内能形成的。

三、核心竞争优势明显

（一）差异化的高端制造

未来行业的发展方向就是高端制造，公司产品定位高端运动市场，与国内大路产品形成差异化，并具备相应的生产和研发能力，引领行业发展方向。

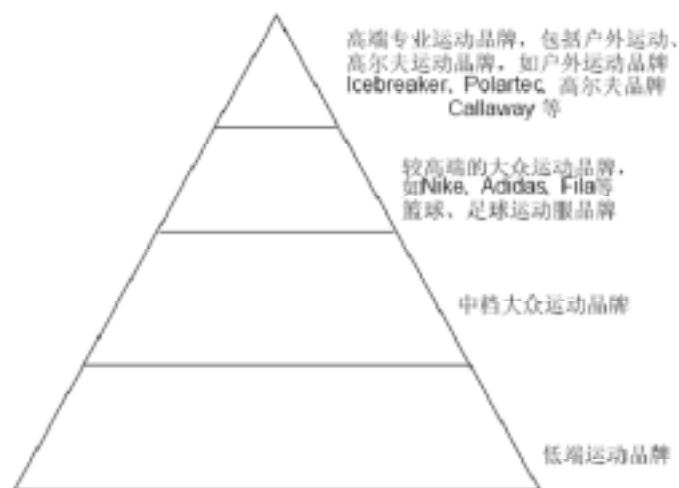
公司已经具备了行业内领先的研发创新能力。通过历年来的大量设备和技术投入，以及精细的管理配合，形成了对高端定位的资源支持体系。

公司系“毛针织纬编面料”国家标准起草单位，“针织摇粒绒”行业标准起草单位，公司研发部门经认定为上海市企业技术中心。公司于 2009 年 7 月被上海市科学技术委员会、上海市财政局、上海市国家税务局和上海市地方税务局认定为高新技术企业。

目前，公司拥有发明专利两项、五项实用新型专利被授予专利权，申请发明专利七项，两项产品获纺织工业协会科学技术进步奖，一项产品获上海市重点新产品认定，两项产品获上海市高新技术成果转化证书，七项产品获上海市新产品新技术鉴定验收证书，十五项产品经中国科学院上海科技查新咨询中心查新，技术水平达到国际同类产品的先进水平。

公司每年研发新品 150-200 种，新品销售收入占比约为 10-15%。公司开发的薄型保暖弹性针织内衣面料、导湿保暖空气夹层服装面料、高弹纤维形成高密挡风层服装面料等，均已获国家专利。

图 8：运动品牌分类



资料来源：公司招股说明书，宏源证券

表 3：重要技术及奖项

面料种类	产品/技术立项名称	技术奖项	技术水平
起 绒 类 面 料	高弹纤维形成高密挡风层服装面料	2008 年 2 月被认定为上海市高新技术成果转化项目 经新产品新技术鉴定	已获实用新型专利 已申请发明专利 国际先进水平
	高弹高密防风针织双面绒针织加工技术研究	2008 年 10 月获得中国纺织工业协会科学技术进步二等奖	已获实用新型专利 已申请发明专利 国际先进水平
	新型高密薄型复合防风面料的技术开发	经新产品新技术鉴定	已获实用新型专利 国际先进水平
	单面高密高弹涤纶起绒布的织造工艺研究	经新产品新技术鉴定	国际先进水平
	粗针距大圆机双面绒面料的技术研究		国际先进水平
	薄型保暖弹性针织内衣面料的研发	经新产品新技术鉴定 2008 年 10 月获得中国纺织工业协会科学技术进步三等奖	已获实用新型专利 已申请发明专利 国际先进水平
纬 编 羊 毛 面 料	羊毛涂层面料的技术研究		拥有相关发明专利 国际先进水平
	针织羊毛染色光洁化改进技术		拥有相关发明专利 国际先进水平
	高支羊毛汗布的低张力编织技术开发		国际先进水平
	高收缩腈毛粗针拉毛绒布的技术开发	经新产品新技术鉴定	国际先进水平
	针织羊毛弹性面料的技术开发		国际先进水平
运 动 型 功 能 面 料	导湿保暖空气夹层服装面料的研发	2008 年 2 月被认定为上海市高新技术成果转化项目 经新产品新技术鉴定 2008 年 9 月获上海市重点新产品证书	已获实用新型专利 已申请发明专利
	轻型梳毛多功能针织面料的技术开发	经新产品新技术鉴定	国际先进水平
	抗勾丝针织面料的技术研究及产品开发		国际先进水平
	弹性超细涤纶单面绒的染色工艺研究		国际先进水平
	活性炭原料长丝的针织技术研究		国际先进水平

资料来源：公司招股说明书，宏源证券

（二）提供增值仓储物流服务

针对零售商为避免滞货而不愿意多进货、以减少物流成本的现状，公司积极扩展价值链，为客户提供仓储和物流服务。

公司投资 2,000 余万元向世界一流的自动化仓储设备、系统集成商日本大福公司采购国际先进的自动仓库系统，建立了国内纺织行业首个高 26 米，储物能力 8.4 万立方米的布匹成品自动化立体物流仓库。该仓库总货位数为 2,642 个，出入库均实行全自动、数字化管理，所有货物按照出口地、产品类别等信息分类堆放，可以在极短的时间内检索到相应的货物并迅速出货。与普通仓库相比，自动化仓库的使用率提高 12 倍，节约了仓库租借费用和人工成本。

目前公司为多家面料和成衣产品客户提供物流仓储服务，根据客户的指令要求按出口港直接配货，交由货运代理公司装运，提高了仓库使用率及进出货品的准确率，及时率，协同物流各个环节，降低内部和外部交易成本。上述仓储配货服务，使公司成为客户供应链的关键环节，在客户和供应商之间建立了相互依存的伙伴关系，成功扩展了价值链。

（三）拓展新市场

针对上述可能发生的潜在影响，公司在继续保持与 Icebreaker、Polartec 等主要伙伴的深入合作的同时，也在积极地扩展其他市场。主要举措包括：

1. 公司设立上海嘉麟杰运动用品有限公司，积极开拓国内市场。公司目前在国内有 11 家直营店，产品定位高端，主要分布在甘肃、宁夏等北方地区。公司计划明年将店面数量扩大至 70 家。

2. 拓展除欧美以外的目标市场。公司在日本新设的全资子公司 SCT Japan 于 2009 年 5 月开始运作，并已在日本开设了一家门店。2009 年公司对日本市场的销售额大幅提高，2009 年和 2010 年 1-6 月对日销售同比增长率分别为 278.37% 和 116.54%。

3. 开拓新的目标客户，扩大对 Nike、Adidas 等客户的销售。

（四）精细化管理和信息化管理优势

公司的日资股东兼松纤维株式会社和株式会社日阪制作所的加入，将日本企业的精细化管理理念贯穿到公司生产中。

1. 先进的作业管理和现场管理模式

公司从计划的角度实行拉动式的作业，努力实现生产环节的零库存；运用看板管理、可视化管理改进现场运作效率；建立了完善的质量管理体系，通过了德国 TUV-NORD 的 ISO9001 质量管理体系、ISO14001 环境管理体系审核认证，成为中国大陆首家通过 Bluesign® 认证的体系合作伙伴，公司还与日本著名综合检测机构 Q-TECH 公司合作建立成衣检品中心，运用全面质量管理的方法将质量问题解决在生产过程之中；推动团队工作方式，实行项目小组制度。先进管理方式的实施使得整个生产系统运作有序，管理效率高，对市场变化反应迅速，历年的资产周转、应收账款周转水平高于行业平均水平，资金

使用效率较高。

2. 信息化管理优势

公司通过采用信息化企业管理,用高科技改造传统纺织行业,提高了企业快速反应能力和企业的管理水平。目前,公司的 ERP(企业资源计划)、MES(制造执行系统)、染色中控系统已有效运转。

公司的信息化管理系统能够实现与供应商和客户的信息共享。公司的 FTP 服务器和主要客户 Polartec、Icebreaker 在约定的格式下自动进行数据交换,一方面公司及时得到了订单和出货指令,另一方面客户能进行产品检索,订单进程查询,以根据生产进度情况及时做出修改指令,克服了时差,语言交流等问题,大大提高了效率,降低了商务成本。

公司与 Icebreaker 合作的成衣身份识别系统于 2008 年 6 月份投入使用,成为世界上首家采用该类系统的成衣供应商。该项目整合了从牧场到成衣商的供应链各个环节的信息,让最终消费者可以根据每件衣服上唯一的识别码查询到该衣服原料和生产商的所有信息(包括企业的环保、社会责任情况等)。

(五) 产能扩张带来的外延式增长

IPO 的募集项目达产后,公司将新增产能 680 万米/年,产能将从现有的 1,200 万米/年增加到 1,880 万米/年。此次产能扩张主要基于公司对市场现有客户未来产能扩张的预测作出的。

Icebreaker 和 Polartec 于 2009 年 5 月出具声明,在公司产能保证的情况下持续增加对公司的采购量。此外,公司积极深化与新客户的合作,包括与美国耐克公司(Nike, Inc, 以下简称“Nike”)联合开发纬编羊毛产品、Golf 高端系列产品等。根据目前的市场状况,这些客户能够消化本次募集资金投资项目新增产能。

鉴于海外市场需求处于复苏过程中,未来全球经济环境继续恶化的是小概率事件,因此判断未来客户需求大幅下降的概率较低。看好产能扩张给公司带来的外延式增长。

四、盈利预测

预计 2010、2011 年公司可以实现每股收益 0.32 元、0.40 元,目前股价对应的 2011 年的动态市盈率是 49 倍。我们认为公司是纺织行业业中率先走高端制造的企业,公司的信息化、自动化水平突出,拥有自己的核心技术,鉴于目前股价偏高,给予公司增持评级,建议关注。

风险提示:

1. 客户集中带来的经营风险。公司前五名客户销售占比在 77%左右,因此单一客户需求大幅波动将对公司业绩带来显著影响。

2. 汇率风险。公司产品 97%出口,对境外市场的依存度非常高,人民币升值将影响公司业绩。

3. 出口退税调整对公司业绩的影响。据公司测算,在假定其他因素不变的情况下,出口退税率增减一个百分点,公司毛利率大约变动 $\pm 0.65 \sim \pm 0.89$ 个百分点。从 2009 年

4 月 1 日起，纺织品、服装的出口退税率已提高至 16%，未来存在退税率调低的可能。若未来退税率下降，将对公司盈利造成不利影响。

表 4：预测利润表

单位: 百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	380.38	489.91	489.32	649.60	783.34	1,029.45
减：营业成本	302.58	388.30	370.27	483.30	578.11	754.59
营业税金及附加	0.00	0.00	0.15	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-0.08	0.58	1.31	0.00	0.00	0.00
营业费用	12.76	16.19	26.41	38.98	47.00	61.77
管理费用	19.92	25.97	32.10	37.03	44.65	58.68
财务费用	14.30	15.70	10.62	10.39	12.53	16.47
加：公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	30.90	43.17	48.47	79.90	101.05	137.95
加：营业外收入	0.20	0.21	0.21	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.03	0.72	0.06	0.00	0.00	0.00
利润总额	31.06	42.66	48.63	79.90	101.05	137.95
减：所得税	3.75	5.35	5.30	13.58	17.18	23.45
净利润	27.31	37.31	43.33	66.32	83.87	114.50
归属于母公司所有者的净利润	26.74	36.90	42.80	65.65	82.85	113.10
全面摊薄每股收益（元）	0.17	0.23	0.27	0.32	0.40	0.54

分析师简介：

刘志茹：宏源证券研究所纺织服装行业研究员，三年行业工作经验，2010 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：鲁泰 A、华孚色纺、华茂股份。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
郭振举 010-88085798 guozhenj u@hysec. com	张琚 010-88085978 13801356800 zhangj un3@hysec. com	曾利洁 010-88085790 zengl i j i e@hysec. com
牟晓凤 010-88085111 muxi aofeng@hysec. com	赵佳 010-88085511 zhaoj i a@hysec. com	雷增明 010-88085989 l ei zengm i ng@hysec. com
孙利群 010-88085096 sunl i qun@hysec. com	贾浩森 010-88085279 j i ahaosen@hysec. com	罗云 010-88085279 l uoyun@hysec. com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。