

2010-12-26

纺织品

华孚色纺 002042-SZ

夹缝市场中先入优势明显

◆ 借壳飞亚上市，成就色纺纱龙头

公司于 09 年借壳飞亚股份上市，完成资产重组，色纺纱资产成功注入上市公司。华孚作为全球最大的色纺纱企业之一，约 107 万锭的生产能力，规模优势日益显现。公司每年推出的流行色咭引领着行业的流行趋势，成为国内外主要终端品牌的首选，产品选色率逐年提高，先入优势明显。

◆ 色纺纱“夹缝市场”：增长迅猛，产业集中度高

色纺纱作为“Nitch market”（夹缝市场），增长迅速，产业发展空间广阔。且由于进入壁垒高，已形成了龙头企业主导行业竞争的格局。华孚色纺 107 万锭产能，占有中高档色纺纱 40%以上的市场份额。产业集中度高，竞争环境相对宽松。

◆ 设计、供货“双领先”

公司可实现染色、纺纱的全过程开发，以及各种纤维染色的研究。提前 2 年研究流行色，每年分春夏、秋冬两期发布流行色咭，提前介入终端品牌服饰公司的纱线、面料研发过程，附加值更高。供货方面，成功上线 SAP-ERP 系统、建立物流中心、拥有专业运输车队，公司快速反应能力日益提高。

◆ 转嫁能力抵御成本上涨，产能西移保障未来高增长

由于定价模式是成本加成，且下游终端品牌商更注重的是色纺纱的功能，所以中高端色纺纱可部分转嫁成本上涨压力。同时，公司加大技术创新力度，由于新产品的毛利率通常比常规麻灰类纱线高，持续提升和优化产品结构，有利于提高盈利水平。增发项目实现产能西移，充分利用新疆的原料优势，降低制造成本，有望成为未来公司业绩新的增长点。

◆ 盈利预测与投资建议

受益色纺纱行业未来需求的增长，加上相对宽松的竞争环境，公司先入优势得以保持，未来业绩高增长可期。而定向增发尘埃落定，公司在解决产能问题同时，加大创新力度，提高高毛利新品占比，有助其进一步打开盈利空间。我们看好公司长期发展，预测公司 2010-2012 年摊薄 EPS 为 1.25、1.77 和 2.37 元，考虑其 10-12 年三年净利润复合增长率高达 60%且 13、14 年仍将保持 25%以上增速，给予 11 年 20-22 倍 PE 和“买入”评级，目标价 35.40-38.94 元。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	232	3,197	4,663	5,823	7,564
营业收入增长率	-46.32%	1280.57%	45.87%	24.88%	29.90%
净利润（百万元）	3	161	347	490	657
净利润增长率	-104.30%	6349.02%	115.41%	41.20%	33.96%
EPS（元）	0.01	0.58	1.25	1.77	2.37
ROE（归属母公司） （摊薄）	1.17%	12.81%	13.33%	16.40%	18.78%
P/E	3,146	49	23	16	12

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

首次

买入

当前价格	28.33 元
目标价格	35.40 - 38.94 元
目标期限	6 个月

分析师：

李婕

(执业证书编号：F0050108120160)

联系人：

谢宁铃

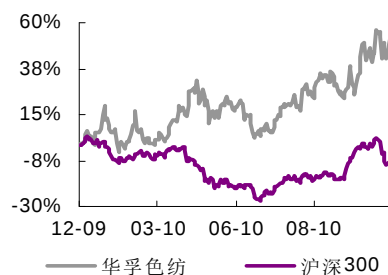
021-2216 9127

xienl@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	278
总市值(百万元)	7,866
流通比例(%)	26.80%
12 个月最高/最低(元)	31.06/17.06
近 3 月日均成交量(百万股)	3.16
主要股东	华孚控股有 限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.49	15.80	64.07
绝对收益	3.61	26.49	56.42

相关报告：

1、借壳飞亚上市，成就色纺纱龙头

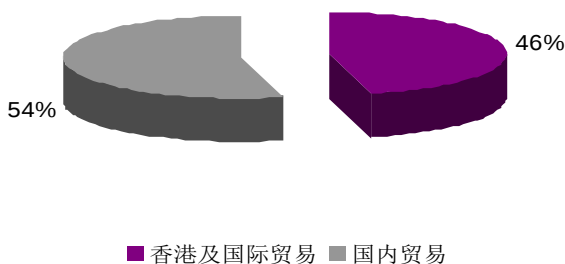
华孚控股成立于2002年，以研发、生产和销售中高档色纺纱为主营业务。于08年1月与淮北国资委签订产权转让合同受让飞亚集团100%股权，间接控股飞亚股份。

08年5月，飞亚股份披露《发行股份购买资产报告书》，对华孚控股、华人投资及八位自然人以9.33元的价格反向增发1.35亿股，购买华孚进出口100%股权，华孚控股所持江西华孚40%股权、浙江缙云29.7%股权以及浙江金棉37.5%股权。证监会于08年底通过定向增发事宜，原飞亚股份于09年1月更名为“华孚色纺”；09年6月公司增发新股上市，完成资产重组，色纺纱资产成功注入上市公司。

公司主营业务突出，09年色纺纱业务占到了上市公司营业收入的90%左右。产品目标市场以海外为主，10年上半年国内销售收入占到62%，国内市场占比不断提高。

图1：目标市场以出口为主

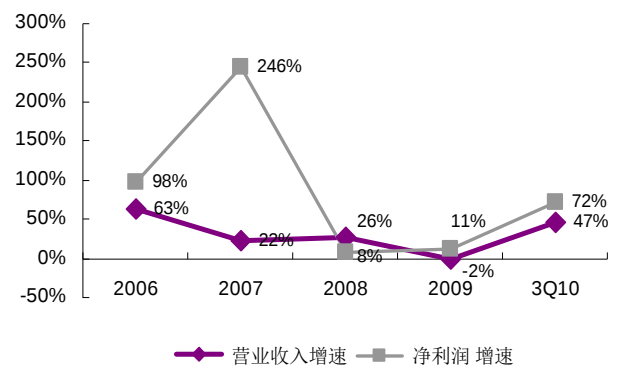
1H10 营业收入地域分布图



资料来源：公司2010年中报，光大证券研究所

图2：营业收入和净利润保持高增长

2006-3Q10 营业收入和净利润增速图



资料来源：光大证券研究所

增发重组过程中，公司以2009年5月1日为标的资产交割日，纳入公司合并财务报表范围。所以，我们提取标的资产的收入与净利润进行历史比较。可以从图2看到，除了09年并表中取消关联销售而导致的业绩下滑（但色纺纱业务的收入与利润还是增长了15%），标的资产的整体收入与净利润自06年以来都保持了较快增长。

2、色纺纱“夹缝市场”：增长迅猛，产业集中度高

2.1 “夹缝市场”增长迅猛

色纺纱作为“Nitch market”（夹缝市场），增长迅速，且由于进入壁垒高，产业集中度高，竞争环境相对宽松。

色纺行业是纺织行业中一个新兴分支行业。色纺纱由于采用“先染色、后纺纱”的新工艺，总体环境污染比传统染色方式减少50%以上，是纺织行业中的“节能减排”产品。它可最大程度控制色差、缩短了后道加工企业的生产流程、降低了生产成本，具有较高的附加值。且色纺

纱呈现出的色彩自然、时尚，织成的面料具有朦胧的立体效果，用途广泛，具有明显的市场竞争优势。

目前，在国外用色纺纱织成的织物已十分流行，在国内其消费群体也正在不断扩大——由于色纺纱产品的时尚性、环保性和科技性，近年来，设计师更加重视，买手更加积极，终端品牌对色纺纱的选用比例持续增长。色纺纱的需求量呈逐年上升趋势，发展前景看好。

中国色纺纱行业目前的整体产量只占纱线总产量的1.4%，正处于行业上升期的前端。未来，随着人们生活水平的提高、服装品位的提升，以及对自然色的追求，色纺纱在纺织面料中的应用比例将会逐渐提高。

2.2 产业集中度高，竞争环境相对宽松

据统计，目前国际上中高档色纺纱生产规模约在230万锭左右，其中，国内占有75%以上的市场份额，并且已形成了龙头企业主导行业竞争的格局。华孚色纺拥有107万锭产能，占有中高档色纺纱40%以上的市场份额。

虽然目前有众多中小企业集中在低端色纺纱生产领域，未来也会有更多的企业进入这个行业。但中高端色纺纱行业由于进入壁垒较高，未来竞争环境仍将保持相对宽松。

- 技术方面，色纺产品要求配色准确，目前的核心技术是纤维着色技术、彩纤维配纺技术，技术要求极高。
- 规模方面，一是下游公司对色纺纱线产品的需求多样化，品类繁多，只有达到一定的生产规模，才能满足客户“多品种、多色种、小批量、快交货”的需求。二是大企业凭借规模效应带来的低成本优势，迅速扩展市场份额。
- 资金方面，由于需要提前备货，高库存占用大量资金，且进口设备价格昂贵，都对前期及运营中的资本投入提出较高要求。
- 管理方面，一是高库存对原材料价格预测提出较高要求，公司可利用集团多种渠道收集棉花信息以判断原料价格走势，具有相对优势。二是因为是在线生产，一个车间要同时生产多种色纺纱，容易“飞花”和串色，需要公司进行6S管理，在关键生产工艺及和质量控制等方面难度较大。

3、行业地位突出，设计、供货“双领先”

3.1 先入优势明显，规模决定行业地位

华孚色纺作为全球最大的色纺纱企业之一，规模优势日益显现。从2000年收购浙江缙云棉纺厂并建立了第一家色纺纱制造企业起，经过一系列组建和并购，至2010年底，华孚色纺自建、租赁和外协的工厂分布于浙江、山东、江西、广东、新疆等地。

截至目前，华孚色纺通过自有、租赁和外协工厂形成年产纱锭107万锭的能力，具备了为客户提供最具性价比优势产品的坚强实力。从而跻身“中国制造业500强”、“中国棉纺织行业竞争力20强”。

表 1：四大产业基地

序号	产业基地	简介
1	浙江	约47万锭产能，以中高档新型色纺纱线为主
2	安徽	约30万锭产能，做花灰纱基本类纱线为主
3	江西	约10万锭纱线产能，做基本类+彩色类中档纱线
4	新疆	约11万锭纱线产能（新疆华孚纺织），未来有增发的五家渠 12万锭产能，以生产花灰纱为主

资料来源：公司公告，光大证券研究所

一方面，公司能够为市场提供最完整的产品体系，方便客户采购。同时，可以实施精细化的分类生产，有效的降低单位成本。

另一方面，公司每年推出的流行色咭引领着行业的流行趋势，成为国内外主要终端品牌的首选，产品选色率逐年提高。客户包括ZARA、H&M、GAP、Nike、美特斯邦威、七匹狼、李宁等国内外众多知名服饰品牌。在国内外重要展会上，公司的创意、设计、新产品被同行竞相模仿，成为行业的风向标。环保先行者的形象得到了客户和同行的认可。

3.2 多种纤维研发，提前介入终端品牌的纱线设计

色纺纱工艺要求高，需要企业对色彩、纤维、染整进行全方位研发。公司累积十余年的技术创新，设计优势日益扩大。可实现染色、纺纱的全过程开发攻关，在棉、毛、涤纶、粘胶、腈纶、MODAL、天丝、玉米、大豆蛋白、竹、OUTLAST等纤维染色及相应产品开发与设计等方面具有丰富的经验。在多种工艺创新的环锭纺生产基础上，华孚率先应用气流纺和紧密纺技术，通过配套半精纺，不断丰富产品体系。

截止2009年，公司已拥有授权专利17项、受理专利15项，并被授予省级高新技术企业、国家色彩研发基地和新型色纺纱线研发基地，并于2004年荣获第84届国际流行色大会“纺织品色彩大奖”。

公司拥有4000多平米的研发中心，近50位设计师，可进行全过程的产品与技术的研究、开发、设计，密切跟踪欧美日色彩、面料流行趋势，能够最快地为客户提供新产品和技术解决方案。

在色纺纱的销售过程中，公司打破常规销售流程（即纱线-布厂-服装厂-品牌公司），在市场推广中，不仅向布厂、服装厂进行产品介绍，同时把能提供的产品第一时间推广给终端品牌公司。

公司提前2年研究流行色，每两年更新华孚色咭标准系统，每年分春夏、秋冬两期向客户发布流行色咭，即一年推出2本色卡供GAP、H&M、ZARA等品牌的服装设计师选择，以引导下游设计。一本厚厚的色卡，在时尚三大元素“颜色、材质、款式”中包含了前二者，附加值更高。

公司还提供个性化的服务，提前介入终端品牌服饰公司的纱线、面料研发过程，根据他们的要求设计开发不同的纱线，更快速地把脉流行脉搏。

3.3 快速供应，交货期领先竞争对手

快速反应是色纺行业的本质，这是由于下游多是讲究速度的“快时尚”品牌服装公司导致。为此，华孚全面着手配置信息系统、物流基地、销售网络等基础设施，可在最短时间内快速满足客户的需要。

首先，2003 年，华孚斥资在国内纺织行业中率先上线ERP 系统，由此实现了内外部资源的共享和协同，大大缩短了研发、采购、生产、销售的周期，确保客户的订单能迅速有效地获得处理。2008 年，华孚升级ERP系统，成功上线SAP-ERP 系统，公司快速反应能力日益提高。常规品种，每个颜色至少10 万磅库存备货，落单次日即可交货；专纺品种，视订单大小在10-30 天完成交付，如果已有备料，最快可以7天实现首次交货。

其次，华孚建立15万平方米的物流中心，拥有日运输能力达100万磅的专业运输车队并能送货上门。华孚的现代化物流体系，以订单信息流为中心，同步共享、协同运作供应链网络，全力为客户提速，新品供货周期比宁波百隆集团快3-5 天。

在企业的各个环节，华孚的“事前充分沟通、事中坚决执行、事后总结反省”的执行文化起到了巨大的推动作用。公司“多品种、小批量、快交货”的供应链管理能力和已经被客户誉为纺织行业的“ZARA”。

4、转嫁能力抵御成本上涨，产能西移保障未来高增长

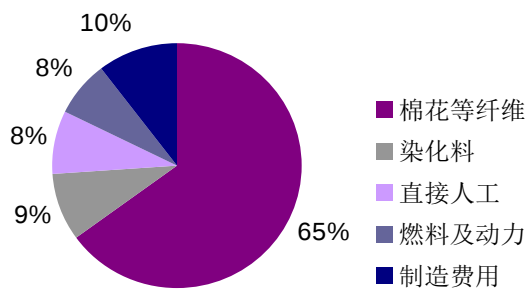
4.1 原料成本上涨，但转嫁能力保证毛利率

2009年，面对棉花价格急速上涨形势，集团与国内外大型棉商进行战略合作，发挥规模采购优势，棉花资源已锁定在7 个月以上，原料成本得到了有效控制。

2010年上半年，公司积极应对棉花价格上涨的形势，抓住了棉花采购的最佳时点。截止6月底，低于市场价格的棉花库存达5个月，有效防范了新棉价格的不确定走势而可能造成的库存风险。

图 3：棉花成本占成本的 65%左右

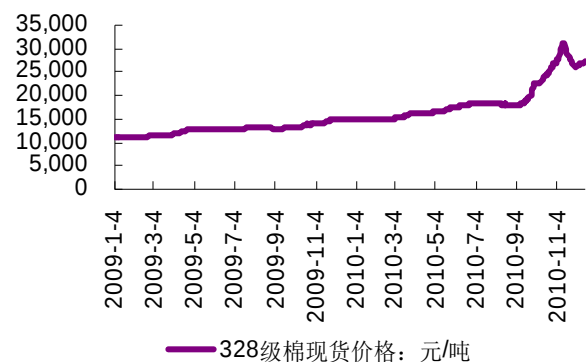
2009 主营业务成本构成图



资料来源：公司 2009 年报，光大证券研究所

图 4：棉花价格一路上涨

棉花价格增速图



资料来源：光大证券研究所

此外，我们认为，棉花涨价带来的压力如何化解，不在于储备多少低价棉，更关键在于是否能向下游转嫁。由于公司的定价模式是成本加成，知名的终端品牌商更注重的是色纺纱性能且消费者对其产品涨价不敏感，所以作为中游产品的中高端色纺纱可部分转嫁成本上涨压力，有利于维持毛利率的平稳。

4.2 高毛利新品占比提高

公司积极整合研发资源，加大技术创新力度，提高产品设计能力。积极拓展色纺纱在其他领域的应用，深化半精纺、花式纱等新产品的开发，发挥产品差异化和性价比优势。由于新产品的毛利率比常规麻灰类纱线高出15%左右，持续提升和优化产品结构，有利于提高盈利水平。2009年公司新产品销量同比增49.26%，产品结构优化率提高了3个百分点，这都为未来的增长打下了坚实的基础。

4.3 增发项目实现产能西移，降低成本

公司于2010年1月发布增发预案，计划以16.56元/股的价格非公开发行不超过6000万股股票，募集资金净额不超过9.8亿元。2010年11月18日获得证监会批准，12月16日刊登正式增发公告，增发方案变更为以23.50元/股的价格发行4255万股。本次募集资金计划用于以下项目：

表 2：定向增发资金投向

序号	项目名称	项目总投资 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	新疆五家渠12万锭色纺纱项目	74,842	62,000
2	浙江上虞8万锭半精纺纱线项目	50,860	36,000
	合计	125,702	98,000

资料来源：公司公告，光大证券研究所

新疆五家渠12万锭色纺纱项目将采用国内外先进技术和设备，生产高档纯棉紧密纺色纺纱，供下游织布企业生产高档面料。该项目预计建设进度约需2年，项目全面投产后将新增高档纯棉紧密纺色纺纱产能22,593吨/年。预计年新增收入7.72亿元，新增税后利润1.05亿元，项目投资利润率14.04%，内部收益率18.81%。

浙江上虞8万锭半精纺纱线项目生产以各类高档半精纺高支纱、混纺纱等产品为主，并可根据市场需求变化情况选择不同的高、中支纱品种，以满足不同消费层次的需求。该项目自2009年12月开始组织实施，项目周期约为2年，预计2011年10月全面投产。项目全面投产后将新增各类高档半精纺纱线产能12,000吨/年。预计年新增收入6.61亿元，新增税后利润1.04亿元，项目投资利润率27.20%，内部收益率23.00%。

新疆拥有优越的资源条件，在“十一五”期间棉花产量将达到250万吨。在当地建设该项目将能够充分利用新疆的原料优势，使得公司产品获得一定程度的规模经济效益。

同时，由于新疆项目的设备自动化程度高，电价便宜（每度电仅0.3元，比浙江的0.7元电价低廉很多），有助于降低成本，提升公司产品的竞争力。该项目不仅符合我国棉花产业发展方向和将新疆建设为棉纺产品基地的指导精神，而且产品质优价廉，销售前景乐观，有望成为未来公司业绩新的增长点。

总之，这两个项目既可提升公司的产能，改善目前满负荷运转的生产状态，满足日益增长的市场需求，又成功实现了产业转移和产业升级的目标，为公司扩大市场占有率奠定了坚实基础。

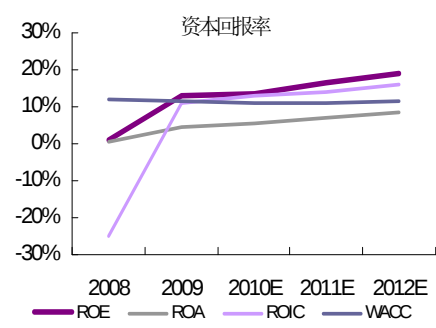
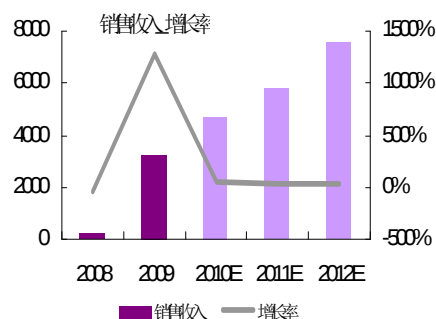
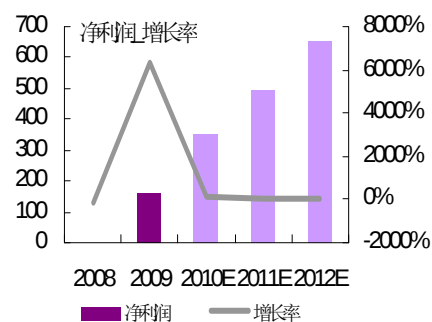
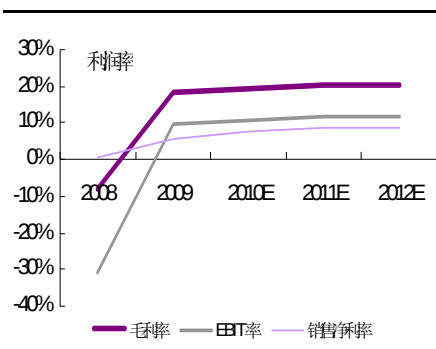
5、投资建议

随着人们生活水平的提高，服饰上对时尚、健康、舒适、运动、环

保等元素提出了更高的要求，色纺纱在纺织面料中的应用比例必然会逐渐提高。受益色纺纱行业未来需求的增长，加上这个夹缝市场中相对宽松的竞争环境，公司先入优势得以保持，未来业绩高增长可期。

公司在扩大产能、解决生产满负荷运转问题的同时，继续加大创新力度，逐步调整产品结构，提高高毛利的新品占比，这些举措都将有利于其进一步打开盈利空间。我们看好公司长期发展，预测公司2010-2012年摊薄后EPS分别为1.25、1.77和2.37元。考虑其10-12年三年净利润复合增长率高达60%且13、14年仍将保持25%以上的增速，我们给予其20-22倍的11年PE和“买入”评级，目标价35.40-38.94元。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	232	3,197	4,663	5,823	7,564
营业成本	250	2,609	3,772	4,651	6,022
折旧和摊销	32	116	125	146	160
营业税费	1	5	9	12	15
销售费用	4	123	203	239	310
管理费用	35	141	187	233	303
财务费用	10	84	91	54	47
公允价值变动损益	0	7	5	5	5
投资收益	0	0	1	1	1
营业利润	-81	233	413	631	860
利润总额	1	239	455	645	874
少数股东损益	-1	24	5	6	7
归属母公司净利润	2.50	161.24	347.32	490.42	656.96

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	424	4,050	6,312	7,091	7,941
流动资产	140	2,595	4,565	5,060	5,969
货币资金	26	440	1,539	1,325	1,135
交易型金融资产	0	20	21	21	21
应收帐款	7	231	337	421	547
应收票据	9	57	84	105	136
其他应收款	0	41	63	79	103
存货	95	1,231	1,690	2,086	2,703
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	10	110	110	110	110
固定资产	271	1,112	1,342	1,571	1,530
无形资产	2	126	120	114	108
总负债	205	2,770	3,679	4,068	4,403
无息负债	137	1,748	2,364	2,758	3,538
有息负债	67	1,021	1,315	1,310	865
股东权益	219	1,280	2,633	3,023	3,538
股本	100	235	278	278	278
公积金	130	641	1,633	1,682	1,694
未分配利润	-16	368	681	1,016	1,513
少数股东权益	5	22	27	33	40

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	11	94	292	475	546
净利润	3	161	347	490	657
折旧摊销	32	116	125	146	160
净营运资金增加	-111	973	474	390	580
其他	88	-1,157	-655	-550	-850
投资活动产生现金流	75	-139	-395	-425	-95
净资本支出	-6	176	400	430	100
长期投资变化	10	110	0	0	0
其他资产变化	70	-425	-795	-855	-195
融资活动现金流	-69	16	1,202	-265	-642
股本变化	0	135	43	0	0
债务净变化	-108	954	294	-5	-445
无息负债变化	104	1,611	615	394	780
净现金流	17	-33	1,099	-214	-190

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-46.32%	1280.57%	45.87%	24.88%	29.90%
净利润增长率	-104.30%	6349.02%	115.41%	41.20%	33.96%
EBITDA 增长率	234.60%	-1180.99%	46.52%	32.39%	28.52%
EBIT 增长率	50.72%	-535.23%	61.22%	36.36%	32.55%
盈利能力 (%)					
毛利率	-7.84%	18.36%	19.10%	20.12%	20.38%
EBITDA 率	-16.99%	13.31%	13.37%	14.17%	14.02%
EBIT 率	-30.68%	9.67%	10.69%	11.67%	11.91%
税前净利润率	0.50%	7.47%	9.75%	11.07%	11.55%
税后净利润率 (归属母公司)	1.08%	5.04%	7.45%	8.42%	8.69%
ROA	0.27%	4.57%	5.58%	7.00%	8.36%
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.17%	12.81%	13.33%	16.40%	18.78%
经营性 ROIC	-24.95%	10.77%	12.91%	13.90%	15.97%
偿债能力					
流动比率	0.69	1.00	1.30	1.26	1.38
速动比率	22.30%	52.35%	81.77%	74.28%	75.27%
归属母公司权益/有息债务	3.20	1.23	1.98	2.28	4.04
有形资产/有息债务	6.28	3.78	4.66	5.28	8.99
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.01	0.58	1.25	1.77	2.37
每股红利	0.00	0.00	0.38	0.54	0.72
每股经营现金流	0.04	0.34	1.05	1.71	1.97
每股自由现金流(FCFF)	0.30	-2.82	-1.33	-0.51	0.64
每股净资产	0.77	4.53	9.38	10.77	12.60
每股销售收入	0.83	11.51	16.79	20.97	27.24

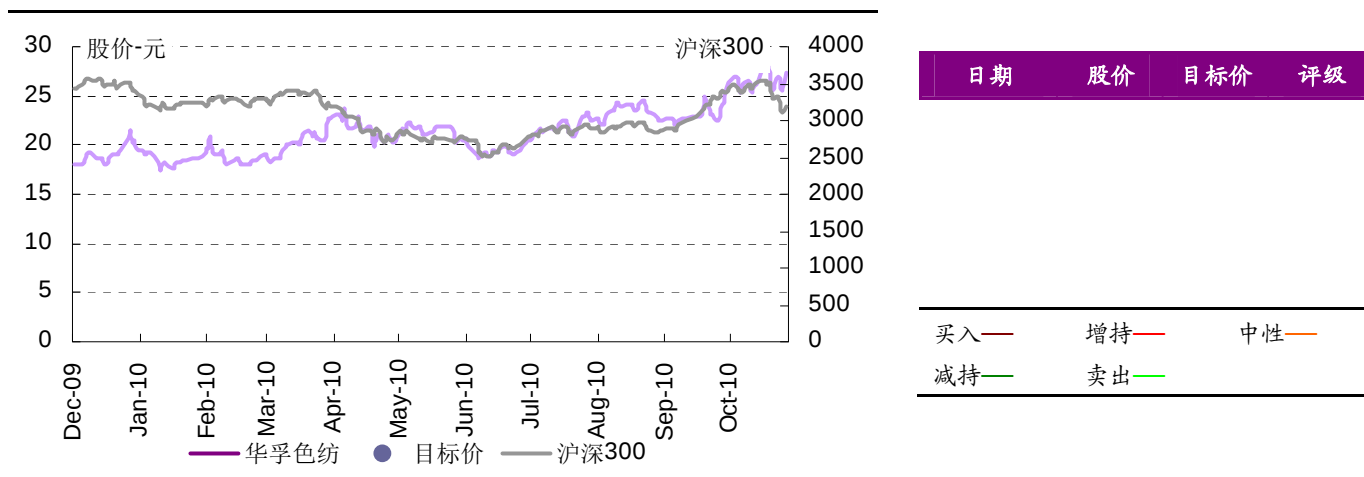
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

华孚色纺（002042）



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
专题				
银行/信托				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风

险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。