

纺织服装行业周报（2011.10.31-2011.11.04）

广交会纺织服装前三天成交同比增长 6.15%

一周要点：

- **行情回顾：**本周市场继续反弹，成交量也较上周明显增长，上证指数收于 2528.29 点，上涨 2.22%，深成指 10699.49 点，上涨 1.30%。纺织服装板块本周上涨 2.92%，其中纺织板块上涨 3.48%，服装板块上涨 4.67%，板块整体跟随大盘展开反弹。本周大盘继续反弹，前期下跌较大的瑞贝卡、嘉麟杰、星期六本周反弹强劲，周涨幅接近 4% 以上；基本面良好或超预期的品牌服饰企业亦表现不错，男装的希努尔、九牧王、七匹狼和户外的探路者等都超越板块和市场反弹幅度。本周休闲服板块相对表现较弱，森马服饰和搜于特微幅下跌。
- **行业信息：**（1）广交会纺织服装前三天成交 15 亿美元，比去年同期增长 6.15%；（2）快时尚来袭 化纤产品占服装市场半壁江山；（3）体育品牌重拾“配货制”；（4）9 月香港零售额升 24.1% 服装类升 23.1%；（5）产业用纺织品行业“兴奋”背后的尴尬与困惑；
- **公司动态：**（1）希努尔 2012 年春夏订货会情况良好；（2）梦洁家纺 2012 年春夏订货会维持较快增长；
- **品牌风尚：**（1）中国国际时装周 2012 春夏系列落幕 王玉涛赢金顶；（2）中国国际时装周白领品牌 2012 春夏高级时装发布会举行；
- **投资观点：**在大盘震荡反弹的当下，需要警惕大盘的系统性风险。我们维持对品牌服饰企业长期坚定看好的观点，特别是基本面良好，具有较高成长性的品牌服饰企业一方面具有较好的防御性，同时在大盘企稳或者反弹的情况下，又具有较好的弹性。我们长期推荐成长性确定、基本面良好的重点品种继续持有（七匹狼、九牧王、富安娜、美邦服饰、搜于特、探路者、梦洁家纺等）。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

施红梅

8621-63325888 × 6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

联系人

朱元

zhuyuan@orientsec.com.cn

糜韩杰

mihanjie@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

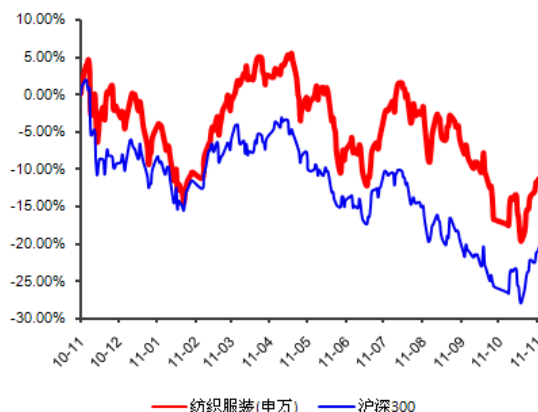
行业

纺织服装

报告发布日期

2011 年 11 月 7 日

行业表现



重点公司盈利预测及投资评级

	10EPS	11EPS (E)	12EPS (E)	股价	评级
美邦服饰	0.75	1.22	1.65	30.00	买入
七匹狼	1.00	1.40	1.85	40.70	买入
富安娜	0.95	1.62	2.24	52.19	买入
嘉麟杰	0.30	0.37	0.49	10.60	中性
星期六	0.28	0.32	0.42	8.95	增持
探路者	0.20	0.36	0.58	18.85	增持
梦洁家纺	0.61	0.93	1.27	31.05	增持
报喜鸟	0.41	0.60	0.78	14.37	增持
鲁泰 A	0.74	0.90	1.06	9.62	买入
瑞贝卡	0.23	0.34	0.47	8.85	增持
伟星股份	0.99	1.07	1.37	15.02	买入
九牧王	0.63	0.91	1.22	26.33	买入
森马服饰	1.67	1.94	2.65	48.89	买入
希努尔	0.72	0.96	1.32	22.62	增持
搜于特	0.57	0.97	1.48	35.22	买入
江苏旷达	0.45	0.54	0.66	12.49	增持

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

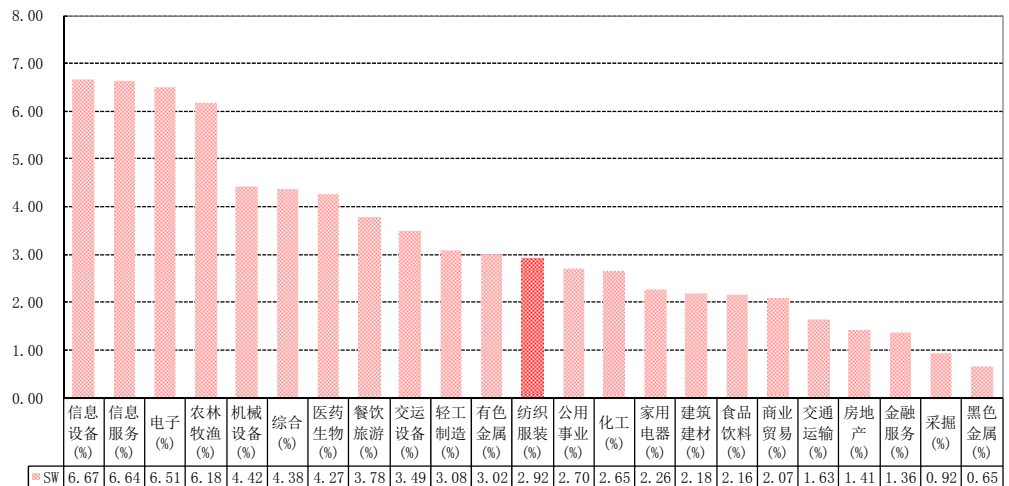
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

（一）行情回顾

1. 本周指数涨跌情况：

图 1：各行业指数一周涨跌



来源：Wind，东方证券研究所

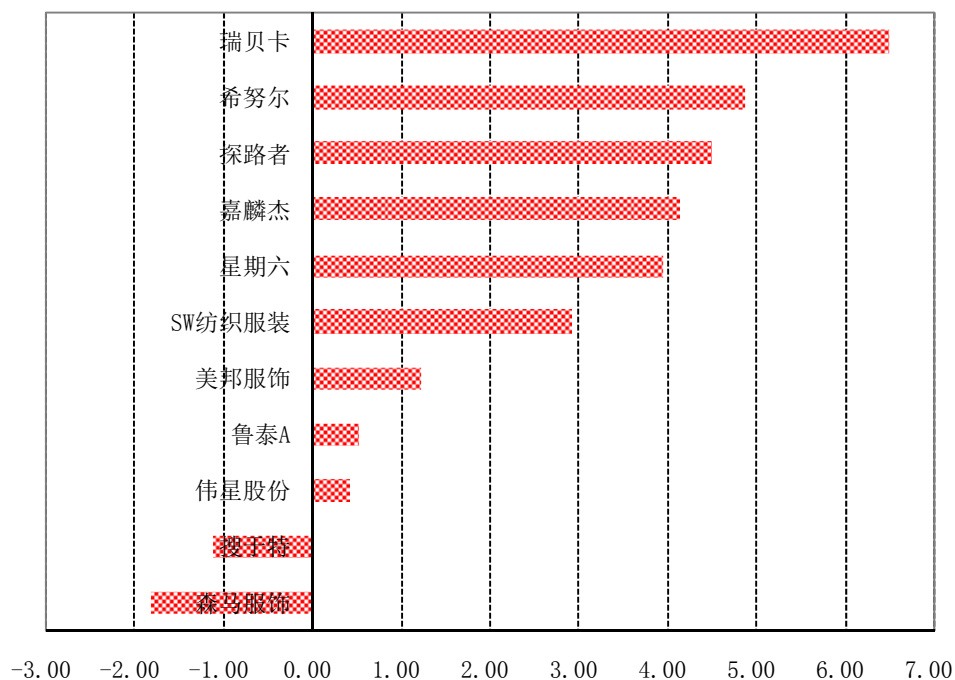
概要：本周市场继续反弹，成交量也较上周明显增长，上证指数收于 2528.29 点，上涨 2.22%，深成指 10699.49 点，上涨 1.30%。纺织服装板块本周上涨 2.92%，其中纺织板块上涨 3.48%，服装板块上涨 4.67%，板块整体跟随大盘展开反弹。

2. 本周个股涨跌情况：

表 1：覆盖个股涨跌前 5 名

涨幅前 5 名	瑞贝卡	希努尔	探路者	嘉麟杰	星期六
幅度 (%)	6.50	4.87	4.49	4.13	3.95
跌幅前 5 名	森马服饰	搜于特	伟星股份	鲁泰 A	美邦服饰
幅度 (%)	-1.83	-1.12	0.40	0.52	1.21

来源：Wind，东方证券研究所

图 2：覆盖个股一周涨跌幅（前 5）


来源：Wind、东方证券研究所

概要：本周大盘继续反弹，前期下跌较大的瑞贝卡、嘉麟杰、星期六本周反弹强劲，周涨幅接近 4% 以上；基本面良好或超预期的品牌服饰企业亦表现不错，男装的希努尔、九牧王、七匹狼和户外的探路者等都超越板块和市场反弹幅度。本周休闲服板块相对表现较弱，森马服饰和搜于特小幅下跌。

（二）行业信息

1. 数据&要闻：

➤ **广交会纺织服装前三天成交 15 亿美元，比去年同期增长 6.15%** (来源：第一纺织网 2011/11/3)

内容：

第 110 届广交会今天进入第 4 天，据中国纺织商会统计最新数据显示，纺织服装馆前 3 天共成交 15 亿美元，比上届增长 11.52%，比去年秋交会增长 6.15%，纺织服装出口成交平稳。

其中，从市场结构看，欧洲市场成交 5.8 亿美元，比上届增长 2.21%；美国市场成交 2.5 亿美元，比上届增长 39%；日本市场成交 0.88 亿美元，比上届增长 13%。

纺织商会称，由于世界经济尚未走出金融危机阴影，欧债主权危机持续恶化、企业运营成本不断上升等因素，企业普遍反映接单信心不强。目前，企业希望政府和有关部门关注中小企业发展。

点评：在外部大环境不佳导致外需存在诸多不确定性，加之国内高企的用工成本、大幅波动的原材料价格和一路升值的人民币汇率，纺织服装出口全行业面临严峻形势；通过广交会这个窗口来看，前3天的成交额较去年同期增长6.15%，较上届增长11.52%，价格上涨是成交额增长的重要原因；同时很多出口型企业正在通过多种途径实现贸易对象多元化，开发新兴市场，减少对欧美市场波动造成的缺口。短期来看，纺织服装出口贸易整体形势仍属低迷。

➤ **快时尚来袭 化纤产品占服装市场半壁江山**（来源：第一纺织网 2011/11/4）

内容：现在正值国内各地棉花采摘季，去年棉花收购价曾出现大幅上涨，今年却出现了“增收不增产”的现象。多地棉花收购价跌幅超过四成。

去年国内很多农产品遭爆炒，价格高涨，今年以来生姜、大蒜、中药等不少品种出现降温，价格大跌，其中山东生姜价格跌幅超过90%，姜农损失惨重。现在棉花价格大跌，是否也是炒作资金退潮的结果？顺着从棉花制成衣服的产业链，我们发现，棉花价格大跌还有很多其他的原因。

探寻：进口棉花同比减一成

浙江双可达纺织有限公司是浙江主要的棉花进口企业之一，公司每年从美国进口棉花3万吨左右，占生产用棉的一半以上。生产出来的全棉面料，90%销售给国内的服装生产企业。不过今年前三个季度，双可达纺织进口的棉花一共才1万多吨。

公司采购部负责人胡小姐认为，今年服装企业的订单减少并传导到上游，造成了双可达纺织面料订单的下降，对棉花的需求量和往年相比也有了较大幅度的减少。

浙江外贸的统计数据从侧面印证了这一说法，虽然前三季度出口服装及衣着附件同比增长为20.3%，但八九月份均出现了环比下降。有业内人士表示，今年以来，服装外贸企业的日子“都不好过”：总规模在增长，但是单价在提高，出口的件数其实是在减少的。

杭州海关发布统计数据称，今年前三季度浙江省进口棉花出现量价齐跌现象。今年前三季度，全省进口棉花11.1万吨，比去年同期减少9.1%。价格方面，5月份浙江省棉花进口均价为每吨4013美元，创历史新高，6月份开始棉花进口均价开始回落，到9月份进口均价为每吨2784美元。

订单从40万件降至15万件：全棉服装订单大减→全棉面料减少→用棉需求下降

杭州永安制衣有限公司的产品主要出口德国、法国、意大利、西班牙等欧洲发达国家，其中女装的销售占公司出口销售额的75%以上，订单都来自一些知名品牌。和往年相比，今年永安制衣接的订单在面料上有很大的不同。

永安制衣总经理周俊说，前两年，公司接的订单，大部分都要求是全棉面料，一般一年要生产40万件全棉服装，可从今年接的单子来看，要求全棉面料的只有15万件，仅有以前的四成左右。其余25万件服装的订单，都要求用各种化纤面料。

化纤面料价格比全棉便宜近三成：面料生产技术提高→化纤代替全棉→用棉需求下降

“和全棉面料相比，化纤面料的价格要便宜很多。全棉面料目前的价格在 22 元/米左右，化纤的一般 16 元/米就已经是很好的料子了。”周俊说，其实用化纤代替全棉，是从 2008 年金融危机之后逐渐开始的，由于欧美地区经济不景气，购买力减弱，价格更为低廉的化纤面料开始赢得越来越多的市场。

除了价格因素外，流行趋势也在助推化纤面料的广泛应用。杭州弘羽服装目前绝大多数服装用的都是化纤面料。该企业的相关负责人说，事实上，正是目前化纤生产技术的提高，加速了它代替全棉的脚步，“现在优质的化纤面料，厚实感明显，和以前相比，面料更为柔软，手感好起来了。”

另外，和全棉面料相比，化纤面料印花色泽更好，面料更加漂亮新潮。“以前买一件衣服当成耐用品，考虑要穿好几年，强调质量。现在的年轻人更追求款式和潮流，衣服一般只穿一季，更强调款式。”杭州弘羽服装的相关负责人说。

周俊说，永安制衣最早是做丝绸服装的订单，后来麻布材质的订单增多，近几年轮到全棉面料，现在又轮到化纤面料了。今后可能是这四种面料并驾齐驱的局面。

快时尚品牌将纯棉基地外迁：生产基地外迁→本地采购减少→用棉需求下降

受国内棉价高企、人工工资上涨等多重因素的影响，快时尚巨头将纯棉制品的基地向工费、原料更为低廉的越南、土耳其、孟加拉等地转移。

在今年最新上市的一拨 H&M、ZARA、优衣库等快时尚品牌的服饰中，人们发现，T 恤、印花长裙等纯棉制品的产地一栏中不再标注“MADE IN CHINA”，而变成了土耳其、孟加拉以及葡萄牙。更多中国本地产的服装多采用化纤材料制成。那些摸上去和棉花一样舒适、柔软的衣服，真实成分和棉花一点关系都没有，是 100% 的化纤产品。比如一款贴身穿的白色打底衫，摸上去又软又滑，其成分为 95% 的粘纤以及 5% 的弹性纤维；而一款产地为浙江的毛线帽，其面料包括 40% 的聚酯纤维、30% 的锦纶、22% 的粘性纤维以及 8% 的兔毛。

实际上，在快时尚品牌将纯棉制品基地外迁之前，国内已经有不少服装生产企业将生产基地迁至越南等东南亚地区。

昨天，国内大宗商品资讯行情通讯社——生意社发布消息，江西地区籽棉采摘进度已过 80% 左右，每户棉农囤棉千斤以上，40 家棉花收购加工企业已有 90% 参与收购。当日籽棉收购价格为 4.2 元-4.3 元/斤，较上周环比仍在下跌。

在山东潍坊一些主要棉花种植区，今年棉花的收购价一直在每斤 4 元左右，不超过 4.5 元/斤，去年这个时候，籽棉的价格接近 6 元/斤，最高时接近 7 元/斤。相比去年，今年棉花收购价最高跌幅超过 40%。

由于担心棉价会继续下跌，一些地区的棉农卖棉积极性有所增加，但受资金短缺和现货需求不旺等影响，棉企收购依然谨慎。

现实：内衣袜子床上用品含棉量都在下降

棉价大起大落，促使人们研究出更多面料代替全棉面料，也影响到了家居用品和服装、袜子。眼下，新款的秋冬内衣、床上用品、袜子以及毛巾陆续上市，人们发现，这些纯棉制品中的棉含量都在悄然下降。

内衣：棉加化纤的做法很流行

在杭州市区一家超市的内衣专柜，现在已经很难发现 100%纯棉的内衣了。一些摸上去手感柔滑舒适的内衣虽然也标榜是纯棉制品，但是仔细看标签就会发现，这些棉制品中添加了不少化纤成分，比如聚酯纤维、锦纶、粘纤、竹纤维等。大多数标榜全棉的内衣，其实棉含量不足 85%，有的只有 25%。

新型化纤成分则是商场内售卖的高档内衣的主流材质，包括莫代尔、竹纤维、超细纤维、莱卡、珍珠绒等。某内衣品牌的营业员介绍，现在化纤材料的技术很成熟了，做出来的衣服又轻又薄还很柔软，舒适度高，一点也不比纯棉的差，而且不易变形。有些出汗多的男士非常喜欢这种面料，汗湿了以后很容易干，不像全棉内衣那样贴在身上。

床上用品：珊瑚绒成了抢手货

天气越来越冷了，如何挑选一款保暖的床上用品成了主妇们的必修课。眼下各大床品都主推一种叫做珊瑚绒的产品，包括珊瑚绒床单、毛毯、拖鞋、睡衣等。

棉价高涨，使得床上用品生产厂家急切地寻找棉的替代品。珊瑚绒采用的是进口的超细纤维为原料，手感柔顺，也有不错的保暖性能。着身后感觉舒适、温暖，而且面料不起球、不掉毛、不掉色、吸水性是全棉产品的三倍。

眼下，这两种产品也频繁地出现在床上用品商家的促销单中，均价百元上下的定价使得它们在价格高昂的纯棉制品中脱颖而出，成了主妇们的抢手货。

袜子：化纤产品占半壁江山

眼下市场上销售的袜子，化纤产品占了半壁江山。一位棉袜经营户说，市场上几乎所有的号称全棉的袜子中棉含量都不足 85%。女士爱穿的蕾丝袜、船袜、连裤袜几乎 100%是纯化纤材料制成的。男士的棉袜也很少见到全棉的，多以“精梳棉”、“丝光棉”为主打，实际上可能跟棉一点关系都没有。

婴幼儿用品：棉花用量减少

不少父母为孩子选购内衣以及用品时都特别注重挑选纯棉的。今年，婴幼儿用的纯棉制品价格上涨明显，包括棉被、睡袋、棉衣、内衣等。同时，商场内售卖的婴幼儿制品中的棉含量也在悄然下降，一家品牌童装店出售的棉袜，棉含量仅为 85%，其余成分为 15%的氨纶。而睡袋、棉被除了外面的套子是纯棉的以外，里面的棉胎已经完全被化纤材料取代。一些父母抱怨，如今想给孩子买一床纯棉的被子，只能去市场里买好棉坯再找人加工。而一家儿童内衣品牌商则说，现在婴幼儿用品减少棉花的用量也是迫不得已，棉花实在用不起了。

点评： 去年以来棉价的大幅波动，导致用棉的实际成本和机会成本大幅上升，而化纤随着其技术的不断进步和相对低廉的价格，在纤维用量中的比例提升较快。但棉纤维独特的性能和消费者的偏好，随着棉花价格的逐步稳定，中短期服装用化纤的占比也会逐步稳定，替代棉花的动力也相对有限。由于棉花受诸多因素影响，需持续关注棉花产量和价格的变动。

➤ **体育品牌重拾“配货制”**（来源：中国服饰新闻网，2011/11/2）

内容:

近日，针对被传言深陷“库存门”一事，安踏方面澄清，虽然明年第二季度订货会的订单未经最终确定，但预期订货会增长速度将较明年第一季度低，并且符合公司该季的目标。同时，据财报分析，安踏存货约 21% 的增速低于同期销售收入 26% 的增长，其中尚有将近四分之一是原材料，出货状况正常，库存属正常范畴。这也让一度沸沸扬扬的安踏“库存门”事件告一段落。

无论安踏是否陷入“库存门”，都有一个不可回避的问题摆在本土体育用品行业面前——库存压力增大。库存压力从李宁、匹克、特步等大品牌逐级传导，已波及部分二、三线品牌，成为整个运动品牌行业都要面对的难题。

面对如此困境，夹缝中求生存的泉州二、三线运动品牌更在积极寻找解决办法，部分运动品牌开始尝试由订货制转变为配货制。

采用配货制经营，让品牌迅速抢占市场份额的同时，舒缓了库存压力，资金的回笼也让企业“底气”更足。但这种模式也是对生产效率以及品牌管控经销商的一种考验，泉州体育品牌准备好了吗？

应运而生

虽然告一段落，但“库存门”却也昭示了一个现象：整个运动行业年景并不像往年那样一帆风顺，订货订出去多，但实际销售收入并没有那么多。大量产品积压在经销商的仓库内，库存压力陡然加大。库存积压，经销商资金紧张，也就间接导致了品牌资金回流困难。在这种形势下，本土不少运动品牌开始尝试配货制，希望能够借此缓解资金压力，帅步就是其中一家。

在帅步（福建）鞋服有限公司营销总监罗军看来，与传统订货制相比，配货制减缓了经销商的库存压力。“买断式的订货制往往会使经销商承受巨大库存压力。”罗军向记者表示，在今年大环境低迷的情况下，品牌要重视经销商面临的库存压力。“尤其是中小品牌，如果仅仅把库存压力甩给经销商，那么将面临着经销商流失以及资金回笼困难等危险。”

相比订货制，配货制能及时把握市场销售情况，在货品分配上公司也拥有绝对自主权，品牌对库存总量以及货品生产及调配可以做到“心中有数”。一位业内人士表示，在今年，有些体育品牌已从“生产多少卖多少”的思想转变为“卖多少生产多少”的经营思想，这种“明哲保身”的经营思想其实也是避免体育用品行业洗牌时自己品牌遭淘汰。

而在恩东体育用品（中国）有限公司刘建伟看来，把订货制改为配货制，企业是在走“现金流”路线，同时这也是对品牌自身的一种保护。“今年体育用品行业大环境不好，上游供应商不让品牌欠钱，品牌为使资金不断流，也只好高效率地回笼资金。配货制就成为品牌一种回笼现金的高效模式。”

操作困难

虽然看起来很美好，但是在实际操作中，配货制却没有那么容易实施。

中澳（福建）体育用品有限公司营销总监谢磊认为，配货制可以被看成一种“小批量订货+补单”的经营模式。“品牌会把每种产品都拿到市场上卖一卖，然后确定哪种好卖再进

行后续大量的补单。但对于企业的档期要求会很高，企业能来得及生产吗？即使生产出来了，市场需求期是不是已经过了？”谢磊向记者表示，体育品牌采用配货制，很可能会出现采购、生产与配发延误问题，产品上市一旦不应季，反而会加重库存压力。

另一方面，配货制下的品牌需要从供应商处大量备货，以满足后续补单生产。“就拿鞋底来说，十款鞋就至少要准备三种鞋底，万一经销商选择款数太多，品牌怎么去备齐鞋底以满足后续及时补单？”谢磊问记者。

谢磊担心的是生产方面的问题，八哥（中国）有限公司品牌策划黄志东则担心配货制下的后续补单可能会造成品牌公平问题。

“如果采用配货制，企业肯定面临大量补单，但先补哪个后补哪个可能会让经销商感觉不公平。”黄志东告诉记者，企业如果按经销商“先后来”的顺序进行补单，按照市场规律，后补的单很可能是市场需求量最大的，后补单的经销商会觉得不公平；而企业按照市场需求量大小来进行补单的话，很早就申请补单的经销商难免会有些想法。“订货制就可以实现‘南货北调’，解决这个难题，达到市场需求平衡。相比较而言，配货制对于货品总体宏观调控要偏弱一些，很容易出现‘有心无力’局面。”

双管齐下

订货制？配货制？体育用品品牌采取哪种模式好呢？在实战派品牌营销专家郭汉尧看来，品牌如果处于市场份额拓展期，就应该适时地运用配货制，这样能比较好地占领市场，开拓人脉。而如果品牌发展比较成熟，有一定的资本，就应该双管齐下，而不是单一地进行订货制或者配货制。

他认为，单一制度不能适应市场，订货制虽然简单快捷，但是没有配货制开拓能力强；而配货制虽然利于品牌维护渠道、利于品牌资金回笼以及减少经销商的压力，但其很难掌控的后续补单问题，成为品牌发展弊端。

“但相对于经销商而言，库存、资金问题是头等大事，因此会更倾向于选择配货制。”郭汉尧这么告诉记者。

郭汉尧认为，如果要解决配货制的局限，品牌一定要注意几个问题。“首先，品牌一定要管控好产品最长销售周期和最佳上市周期。”郭汉尧称，品牌对于产品最长销售周期和最佳上市周期需要有一个明确规划，这样产品后续生产才不会滞涩。

其次，郭汉尧表示，在实行配货制经营模式时，品牌一定要有专人注意市场，要对经销商跟踪到位。最后，品牌自身也要做好宏观调控，准确把握市场动态。

“品牌要做好市场到品牌的反应链，品牌对市场的反应速度成为配货制能否成功的关键因素。”郭汉尧说道。

点评：今年以来二线运动品牌纷纷遇到发展的天花板，一方面外延扩张已到4000-8000家的规模，数量不少但质量不精；另一方面由于终端销售增速下滑导致库存的压力骤增，无论是品牌商还是经销商，存货的压力都导致管道不畅影响后续发展。订货制转配货制，亦或是订货制、配货制结合使用，都是品牌面对现实困难的短期调整适应之道，但是配货制对于供应链配合和精细化管理的要求更高，品牌能否顺利操作还有待验证。

➤ **9月香港零售额升24.1%服装类升23.1%** (来源: 中国服饰新闻网 2011/11/2)

内容: 香港政府统计处 11 月 1 日公布, 9 月份零售业总销货价值为 312 亿元, 按年升 24.1%。扣除期间价格变动后, 零售业总销货数量升 15.2%。

8 月的零售业总销货价值的修订为 343 亿元, 同比增长 29%; 总销售量则升 20.7%。

今年首 9 个月, 零售业总销货价值按年升 25.4%, 而总销货数量则升 19.2%。

9 月份电器及摄影器材的销货数量按年升幅最大, 录得 33% 按年升幅。其次为珠宝首饰和钟表及名贵礼物(28.9%)、服装(23.1%)、杂项耐用消费品(21.7%)、汽车及汽车零件(16.1%)、百货公司货品(14.6%)、杂项消费品(14.5%)、鞋类与有关制品及其他衣物配件(9.9%), 以及超级市场货品(7.4%)。

点评: 从香港 9 月的零售数据看出, 销售额升 24.1%, 销售量升 15.2%, 增速略有放缓, 其中服装类增长 23.1%, 和整体零售增速基本保持同步。反观中国大陆今年的零售情况, 增速仍然较快, 但主要以价格上涨为主要原因, 量的增长相对有限。

➤ **产业用纺织品行业“兴奋”背后的尴尬与困惑** (来源: 第一纺织网 2011/11/3)

内容: 加入中国产业用纺织品行业协会之后, 我才认识到自己“撞”进了一个非常重要的行业。“十一五”期间, 我国产业用纺织品行业得到快速发展。截至 2010 年, 纤维加工总量已达到 822 万吨, 年均增长 16%, 占国内纺织纤维加工量的 20%, 比 2005 年提高 6.4 个百分点; 2010 年产业用纺织品出口额也比 2005 年增长 1.5 倍。目前, 产业用纺织品已成为我国纺织工业由大国向强国目标转变的新的增长极, 是 跨越纺织和新材料的战略新兴产业的重要组成部分, 是为航空航天、新能源、环保、医疗卫生等领域提供不可或缺的新材料的产业。正是如此多的“光环”, 让产业用纺织品在业界聚焦下已然成了一个最重要的行业。然而, 在“兴奋”之余谈其发展仍有些许困惑, 备感协会肩负的责任之艰巨。

从全球纺织发展趋势看, 发达国家在传统纺织向发展中国家转移的同时, 都将发展产业用纺织品作为优化纺织工业结构、保持和增强产业竞争力的重要途径, 其发展水平已成为衡量国家纺织工业核心竞争力和科技水平的重要标志。产业用纺织品在国际上又称为技术纺织品, 其产业特点是“三高一广”: 技术含量高、产品附加值高、劳动生产率高、产业渗透面广。

我国的产业用纺织品行业虽然起步较晚, 但近些年得益于广阔的市场空间和纤维材料及相关产业的发展, 并融合了医学、能源、环保等跨学科、跨领域技术, 已经开发出种类繁多、应用广泛的新产品。特别是当传统纺织服装生产面临资源、环境、劳动力等要素制约, 面临其他发展中国家更低成本的激烈竞争, 开拓新的应用领域、发展产业用纺织品已是我国纺织工业结构调整、转型升级的重要途径之一, 也是我国纺织工业实现由比较优势向竞争优势转变的重要举措之一, 产业用纺织品在带动上下游相关产业和促进国民经济发展中将发挥重要作用。

然而, 与发达国家相比, 我国产业用纺织品行业在产业集中度、产品档次、创新能力、专用原材料开发、制备技术等方面还有较大差距。许多高性能、高品质产品的开发与生产很大程度上还要依靠发达国家的技术转移, 行业自主创新和开发能力还不能完全满足经济发展、人民生活水平提高的需要, 更难以应对国际竞争。

随着世界纺织强国不断加快产业用纺织品的发展，我国产业用纺织品也越来越受到关注。无论政府主管部门、企业，还是科研院所，都对产业用纺织品的未来寄予厚望，政府部门也第一次主导制定了产业用纺织品行业“十二五”发展规划，并配套相应的产业发展激励政策。应该说，产业用纺织品行业迎来了前所未有的好机遇。作为负有引导责任和行业服务责任的中国产业用纺织品行业协会，在多层面上起到了上传下达、沟通与规范的作用。同时，我们在实际工作中也深感其发展的艰难与困惑。

一是难于品牌缺失。作为终端产品的中间材料，产业用纺织品必须满足最终产品的结构特征、性能需求和成本制约，企业经营往往受制于配套产品的市场行为。特别是受到行业壁垒、技术壁垒、市场准入壁垒等现实问题的影响，许多产品其自身难以形成独立的品牌，难以打开国内外市场，只能为终端品牌代工，致使大多数企业目前仍处于价值链的低端，这与技术纺织品的高附加值特征相悖。就拿医疗卫生用非织造布而言，纸尿裤有“帮宝适”、卫生巾有“护舒宝”、湿纸巾有“强生”、创可贴有“邦迪”，这都是大众化的知名品牌，可我们那些为其提供高质量非织造布卷材的生产商有谁被社会知晓，甚至连企业自身也没有考虑品牌创立问题。

二是困于“渠道霸权”。没有品牌，缺少影响力，又不是最终产品，也就没有渠道话语权，甚至进入不了市场。因为产业用纺织品处在产业链的中端，所以被下游应用领域强势控制着渠道，这就造成即使我们的高端医疗用纺织品获得国际认可，也可能因多种原因难以进入国内市场。此外，汽车用纺织品作为零配件，其价值仅占总车的4%左右，但主机厂五花八门的技术要求和标准，令我们的企业只能疲于为上帝定制服务。

三是惑于标准缺失。伴随着我国产业用纺织品行业的快速发展，相关标准的建设却相对滞后，而标准的缺失又非本行业自身所能解决，下游产业和配套企业常以行业壁垒和用户标准否决或忽视产业用纺织品行业标准的制定与应用。此外，由于产业用纺织品的应用领域广泛，同类产品在不同领域具有不同技术要求，国内缺乏标准设计的统一性，企业产品开发难成体系。而要想借鉴国际先进经验，提高标准的系统性和适用性实为不易之事。

正因为这些行业发展中的掣肘，我虽然仅入行一年多，但已体会到产业用纺织品行业“被重要”背后的一丝尴尬。产业用纺织品不仅仅是中国纺织工业的重要组成和分支，还应成为大力发展新材料等新兴产业的战略制高点。这一点仅被传统的纺织行业所重视还远远不够，还需要被下游行业、其他领域、其他部门所重视。就目前而言，社会对它的认知度并不高，其中有行业自身的原因和纺织工业结构调整与升级这一宏观层面上的考量，更有国家战略层面上的推动力度不足、认识不够深刻的因素。与服装、家纺等行业不同，产业用纺织品是介于制造业和服务业之间的彻头彻尾的“2.5产业”。因此，倡导“政、产、学、研、用”相结合，强调产业用纺织品企业与下游协同开发，积极建立产业创新联盟和跨部门协调机制是产业发展的重中之重。只有从市场需求出发拉动消费，才能更好地发挥行业的优势和作用。对此，我们翘首以盼，尽管这个行业被广为重视尚需一个艰苦努力的过程。

“十二五”期间，中国产业用纺织品行业协会确定以服务创新为主线，努力实现服务的模式转换、链条延伸、价值体现和能力提升，以此全面推动行业和企业的发展。在行业内不断完善协会职能作用的同时，更要为行业改变尴尬地位、得到实质性发展寻求突破。而多项措施的重心，是希望相关行业的主管部门对发展产业用纺织品有足够重视和切实推动，给予良好的产业配套政策支持，提供令行业能够茁壮成长的土壤。

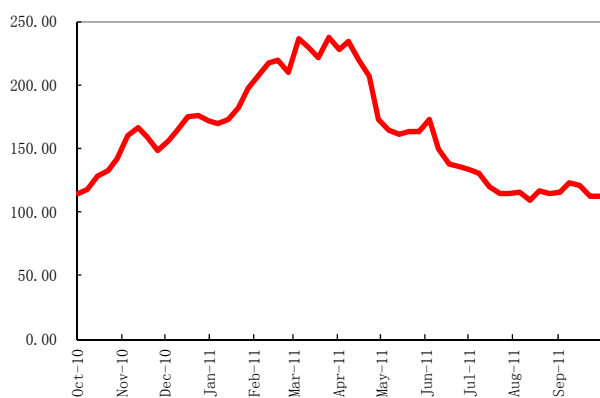
点评：目前纺织全行业面临外部环境突变、国内要素价格上涨等诸多困难，转型升级，提高产品附加值是纺织行业的出路。而产业用纺织品具有技术含量高、产品附加值高、劳动生产率高、产业渗透面广的特点，也是纺织工业结构调整的重要发展方向，值得长期密切关注。

2. 原料走势

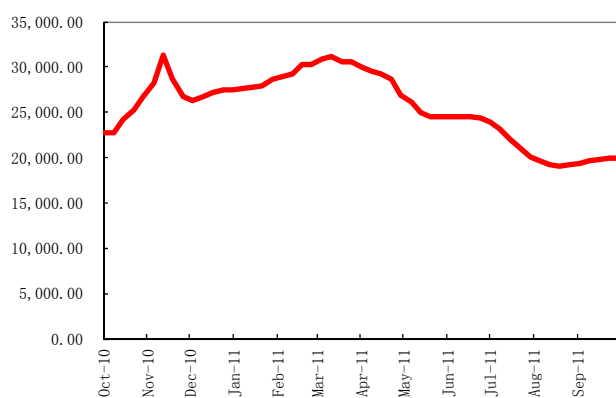
表 2：纺织服装原材料产品价格

	单位	最新价格	更新日期	一周涨跌
Cotlook: A 指数	美分/磅	108.10	2011-11-04	-4.0%
中国棉花价格指数:328	元/吨	19,293.00	2011-11-04	-0.7%
乙二醇(MEG)	元/吨	8,650.00	2011-11-04	-3.9%
纯对苯二酸(PTA)	元/吨	8,420.00	2011-11-04	-5.9%
长丝切片	元/吨	10,700.00	2011-11-04	-6.1%
涤纶拉伸变形丝(DTY)	元/吨	14,600.00	2011-11-04	-3.3%
涤纶全拉伸丝(FDY)	元/吨	14,200.00	2011-11-04	-4.7%
涤纶部分取向丝(POY)	元/吨	12,400.00	2011-11-04	-5.3%
涤纶短纤	元/吨	11,650.00	2011-11-04	-4.9%
粘胶长丝	元/吨	45,800.00	2011-11-04	-0.1%
粘胶短纤	元/吨	17,700.00	2011-11-04	-4.3%
腈纶短纤	元/吨	20,000.00	2011-11-04	-7.0%

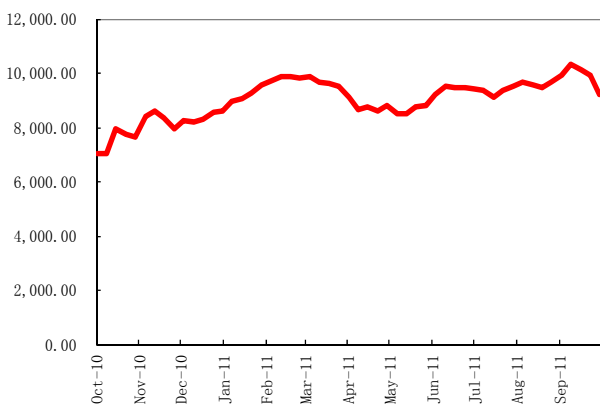
来源：Wind，东方证券研究所

图 3: Cotlook: A 指数


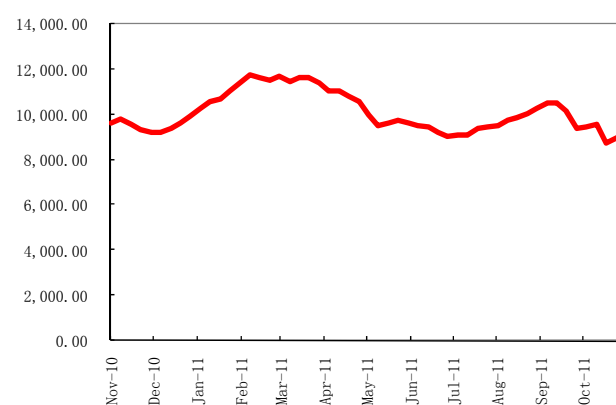
资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 4: 中国棉花价格指数: 328


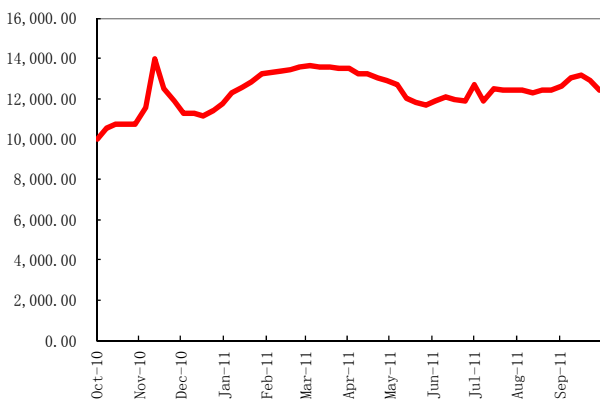
资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 5: 乙二醇(MEG)


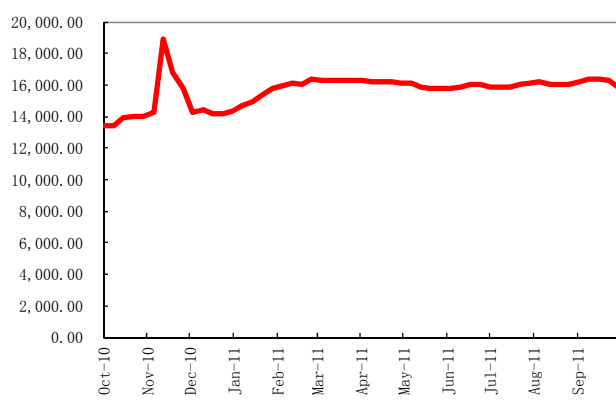
资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 6: 纯对苯二酸(PTA)


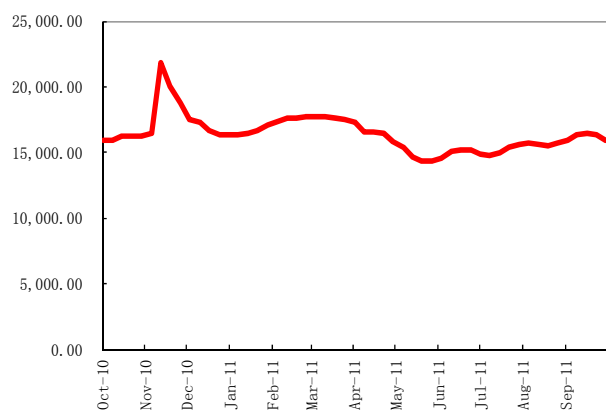
资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 7: 长丝切片


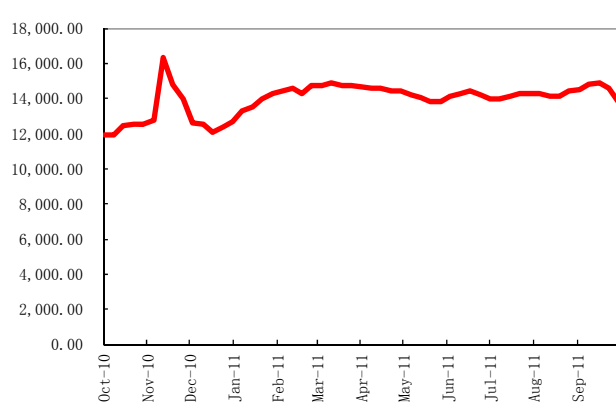
资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 8: 涤纶拉伸变形丝(DTY)


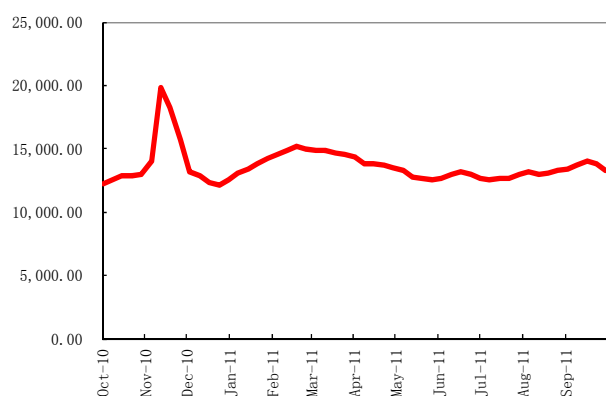
资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 9：涤纶全拉伸丝(FDY)


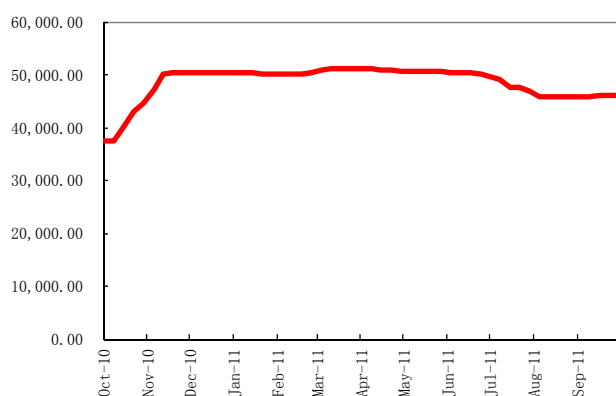
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 10：涤纶部分取向丝(POY)


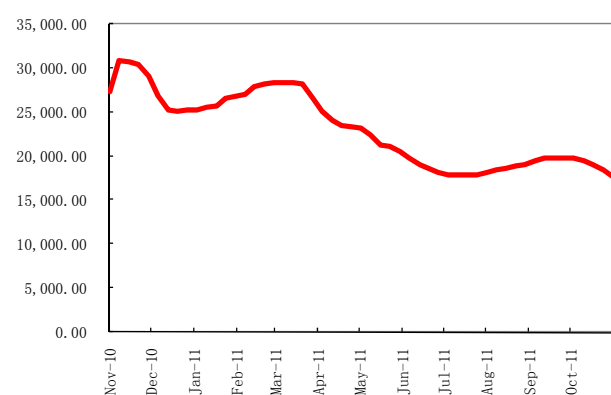
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 11：涤纶短纤


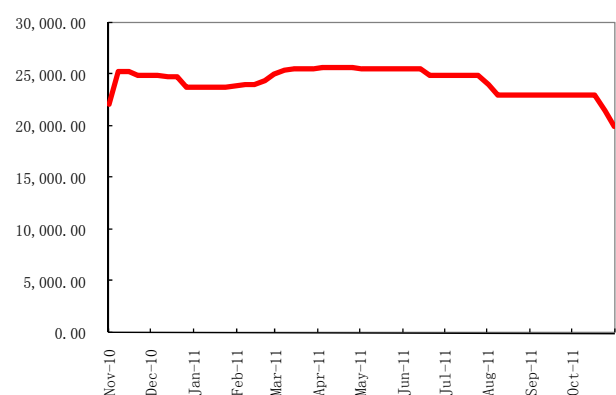
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 12：粘胶长丝


资料来源：Wind，东方证券研究所

图 13：粘胶短纤


资料来源：Wind，东方证券研究所

图 14：腈纶短纤


资料来源：Wind，东方证券研究所

（三）公司动态

1. 希努尔 2012 年春夏订货会情况良好

希努尔（002485）2012 年春夏订货会近日结束，我们预计本次订货金额同比增长 30% 左右，单价提升 10% 左右。我们目前维持对公司 2011——2013 年的每股收益分别为 0.96 元、1.32 元和 1.76 元的预测，维持“增持”评级。建议关注公司未来在商场渠道开店加速可能带来的超预期。

2. 梦洁家纺 2012 年春夏订货会维持较快增长

梦洁家纺（002397）主品牌梦洁 2012 年春夏订货会于上周末刚刚结束，我们预计订货金额 4 亿元左右（含税），同比增长 40% 左右，单价增长不明显（新品属于结构性调整）。目前我们维持对公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.93 元、1.27 元和 1.72 元的预测，维持“增持”评级。

（四）品牌风尚

1. 中国国际时装周 2012 春夏系列落幕 王玉涛赢金顶（来源：中国服饰新闻网，2011/11/4）

2011 年度中国时尚大奖颁奖 典礼于 11 月 1 日晚在北京饭店宴会大厅举行。男装设计师、贝迪百瑞（Beauty Berry）品牌设计总监王玉涛捧得第 15 届中国时装设计“金顶奖”，邓皓蝉联中国时尚大奖年度最佳女装设计师称号，曾凤飞获得中国时尚大奖 2011 年度 男装设计师称号。

颁奖典礼上，包括中国时尚大奖、中国时装设计最高奖——“金顶奖”在内 5 个大项的 11 个项奖依次揭晓，获奖者中既有在业界奋斗多年的老兵，也有首次登上中国国际时装周的新秀。

刚当选的中国服装设计师协会主席李当岐为第 17 届中国十佳时装设计师颁奖。这 10 位当选的设计师中，多位是来自设计师品牌的掌门人，当然也有在纽约时装周做秀归来的成熟设计师品牌设计师。

中国时尚大奖本年度颁发了最佳女装/男装设计师、最佳职业时装模特、最佳化妆 造型师、最佳时装评论员、最佳时尚摄影师等 6 个奖项。2011 年度最佳女装设计师称号被授予针织女装设计师邓皓，FENGFEI·Z 品牌设计总监曾凤飞获 得最佳男装设计师殊荣。女模特马青和男模特马浩然赢得本年度最佳职业时装模特的殊荣。

同时本届中国国际时装周增加了梅赛德斯-奔驰中国先锋设计师奖，首位获奖设计师是王玉涛，他将有机会参与明年的柏林时装周并举办个人专场发布以及梅赛德斯-奔驰的系列推广活动。或许这样一个奖项将把他带入一个更加国际化的平台。

中国国际时装周品牌大奖分为 2011 年度男装设计奖和年度女装设计师奖。

卡宾 (Cabbeen Chic)、左岸 (ZUOAN)、利郎 (LILANZ) 同时获得 2011 年度男装设计奖。潘怡良 (GIOIA PAN)、艺之卉 (EACHWAY)、芳芳 (FANGFANG) 同时获得 2011 年度女装设计奖。

本届梅赛德斯-奔驰中国国际时装周期间，在 D·PARK 北京会所、北京饭店等 场地共举办了专场发布、时尚论坛、新闻发布、专题讲座等计 60 余项活动，其中，来自国内外的 50 个中外时尚品牌和机构、40 余位设计师以及 180 余位设计新秀参与了 44 台专场发布和 6 项专业赛事。

2011 年度中国时尚大奖颁奖典礼现场充满了轻松与愉悦。本届颁奖典礼舞台设计新颖独特，海洋主题的舞台设计让北京饭店宴会大厅显得非常明快。白领品牌上演的以“海……”为主题的时装秀简短而精致，让观众在愉快的氛围中体验了一场轻盈的海风之旅。

图 15：第 15 届中国时装设计“金顶奖”男装设计师王玉涛（中）、2011 年度最佳职业时装模特马青（右）、马浩然



来源：中国服饰新闻网，东方证券研究所

2. 中国国际时装周白领品牌 2012 春夏高级时装发布会举行（来源：中国服饰新闻网 2011/11/4）

11 月 1 日，白领品牌 2012 春夏高级时装发布会在北京饭店如期上演，伴随着首次引入的白领官方微博的直播，海蓝色谱写的旋律，会在每个热爱时尚的角落唱响。

这一次发布会的主题叫做“海……”。在海蓝色灯光营造的像水光色流动一样的环境中，辗转于时装周上的时尚人会突然从一周的忙碌中安静下来，坐在被帆“撑”起来的演出“舱”中，

每个人都显得安详、平和，仿佛真的坐在海边、帆下，伴着水波荡漾，静静地享受、思考或玩味。

舞台上也矗立着白色的帆船，简洁却有气势，糅合着海蓝色光影，28套新款时装，也都洋溢着海的气息，优雅的蓝色系是白领在明年春夏的主打色，模特们的发型和妆容，也都打破传统白领在妆容上的一丝不苟，在一如既往的整洁淡雅之余，更充盈着海风吹拂下的闲适和清新，令人惊喜。

蓝色，安静中释放着无限的优雅，在以蓝色为主调的时装映衬下，女人的优雅变得更有深度，也更有气场。甚至在音乐上，白领同样减去了嘈杂与繁琐，海潮声起，海神般的女声将时装秀带入高潮，最后落入悠扬婉转的竖琴伴奏之中，留给人们的是无尽的遐思，无穷的回味。

据悉，这艘精致的帆船和大厅中央矗立的船帆艺术作品，在发布会之后，将会继续出现在白领的空间里，也许是店面橱窗，也许是白领总部的大厅，总之，一定是白领的友人能够经常看见的地方。

这是一个欢聚的地方，虽然没有什么大明星，但是前排的观众个个精致，这些或者是消费者，或者是品牌贵宾的形象才真正代表了品牌的定位与风格。与那些在任何一个品牌都可能见到的明星相比，这些与品牌有关系的人或许并不年轻貌美，但是她们拥有的是与品牌风格贴切的气质，她们的气场要比那些徒有花枝招展的小明星强得多，这些人才是品牌真正的明星。

图 16：中国国际时装周白领品牌 2012 春夏高级时装发布会



来源：中国服饰新闻网，东方证券研究所

附：估值表

股票代码	公司名称	评级	股价	总市值	每股收益				市盈率				未来三
			(当地货 币)	(百万美 元)	2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E	年复合 增长率
A 股市场													
002269.SZ	美邦服饰	买入	30.00	4754.55	0.75	1.22	1.65	2.18	40	25	18	14	42.0%
002029.SZ	七匹狼	买入	40.70	1815.72	1.00	1.40	1.85	2.36	41	29	22	17	33.0%
002327.SZ	富安娜	买入	52.19	1102.02	0.95	1.62	2.24	3.04	55	32	23	17	47.0%
002486.SZ	嘉麟杰	中性	10.60	347.69	0.30	0.37	0.49	0.60	35	29	22	18	27.0%
002291.SZ	星期六	增持	8.95	512.83	0.28	0.32	0.42	0.57	32	28	21	16	27.0%
300005.SZ	探路者	增持	18.85	796.65	0.20	0.36	0.58	0.91	94	52	33	21	65.0%
002397.SZ	梦洁家纺	增持	31.05	740.35	0.61	0.93	1.27	1.72	51	33	24	18	42.0%
002154.SZ	报喜鸟	增持	14.37	1331.32	0.41	0.60	0.78	1.00	35	24	18	14	34.0%
000726.SZ	鲁泰 A	买入	9.62	1238.34	0.74	0.90	1.06	1.21	13	11	9	8	18.0%
600439.SH	瑞贝卡	增持	8.85	1097.09	0.23	0.34	0.47	0.61	38	26	19	15	39.0%
002003.SZ	伟星股份	买入	15.02	613.44	0.99	1.07	1.37	1.69	15	14	11	9	20.0%
601566.SZ	九牧王	买入	26.33	2378.89	0.63	0.91	1.22	1.38	42	29	22	19	30.0%
002563.SZ	森马服饰	买入	48.89	5165.55	1.67	1.94	2.65	3.48	29	25	18	14	33.0%
002485.SZ	希努尔	增持	22.62	713.42	0.72	0.96	1.32	1.76	31	24	17	13	35.0%
002503.SZ	搜于特	买入	35.22	888.65	0.57	0.97	1.48	2.00	62	36	24	18	52.0%
002516.SZ	江苏旷达	增持	12.49	492.41	0.45	0.54	0.66	0.77	28	23	19	16	19.0%
香港市场													
0210.HK	达芙妮国际	-	8.30	1750.12	0.36	0.52	0.63	0.76	20	16	13	11	29.8%
0321.HK	德永佳集团	-	9.60	1682.34	0.76	0.95	1.08	1.22	11	10	9	8	13.7%
0330.HK	思捷环球	-	10.78	1790.86	3.35	0.33	0.69	1.15	13	33	16	9	183.9%
0551.HK	裕元集团	-	21.85	4638.29	0.29	0.30	0.35	0.38	13	9	8	7	9.9%
0589.HK	宝姿	-	13.90	1017.77	0.84	0.85	0.99	1.18	22	13	11	10	12.5%
0891.HK	利邦	-	6.93	1514.93	0.22	0.31	0.39	0.50	38	23	18	14	35.7%
1234.HK	中国利郎	-	8.72	1347.86	0.35	0.50	0.60	0.69	29	14	12	10	25.4%
1361.HK	361 度	-	3.86	1027.45	0.45	0.65	0.73	0.81	11	5	4	4	11.7%
1368.HK	特步国际	-	2.79	781.66	0.37	0.45	0.49	0.53	12	5	5	4	11.4%
1836.HK	九兴控股	-	18.00	1840.79	0.15	0.19	0.23	0.26	13	12	10	9	19.7%
1880.HK	百丽国际	-	15.46	16786.49	0.41	0.52	0.63	0.77	27	24	20	16	23.1%
1968.HK	匹克体育	-	2.48	669.84	0.39	0.43	0.45	0.47	11	5	5	4	7.1%
2020.HK	安踏体育	-	7.45	2392.03	0.62	0.72	0.74	0.81	17	8	8	8	7.9%
2313.HK	申洲国际	-	10.08	1615.60	1.02	1.32	1.57	1.85	7	6	5	4	22.5%
2331.HK	李宁	-	7.54	1024.73	1.06	0.49	0.54	0.64	13	13	11	10	-15.2%
2698.HK	魏桥纺织	-	4.37	671.94	1.36	0.79	0.97	#N/A N/A	5	5	4	#N/A N/A	#VALUE!
3813.HK	宝胜国际	-	1.16	641.67	0.01	0.01	0.02	0.02	28	12	10	8	52.9%
3818.HK	中国动向	-	1.39	1008.61	0.26	0.09	0.10	0.11	11	13	11	10	-24.9%

3998.HK	波司登	-	2.20	2201.30	0.14	0.18	0.19	0.20	11	10	10	9	7.5%
海外市场													
MC.PA	LVMH Moet Hennessy Louis		117.45	82400.80	6.36	6.22	6.99	7.90	19	19	17	15	9.1%
RMS.PA	Hermes International		247.00	35997.43	4.01	5.05	5.65	6.30	39	49	44	39	16.2%
CDI.PA	Christian Dior		99.16	24876.69	7.06	6.95	7.96	9.18	15	14	12	11	9.9%
TIF	Tiffany & Co.		78.54	9996.24	2.13	3.71	4.19	4.75	20	21	19	17	18.6%
IDX.DE	Inditex, S.A.		65.14	56053.47	2.11	3.09	3.49	3.97	22	21	19	16	12.5%
HSMB.SG	Hennes & Mauritz		211.00	53030.26	11.29	9.66	11.22	12.77	21	22	19	17	4.6%
NXT.L	Next PLC		2730.00	7534.39	1.89	2.38	2.61	2.88	10	11	10	9	5.6%
GPS	Gap Inc.		19.71	10056.17	1.59	1.48	1.72	1.92	12	13	11	10	-7.9%
LTD	Limited Brands, Inc.		42.96	12816.03	1.39	2.52	2.88	3.32	15	17	15	13	7.2%
BRBY.L	Burberry Group PLC		1380.00	9687.43	0.19	0.61	0.71	0.83	20	23	19	17	21.0%
RL	Polo Ralph Lauren Corp.		157.39	14553.31	4.85	6.82	7.89	9.51	18	23	20	17	15.3%
VFC	V.F. Corporation		141.04	15474.02	5.25	8.07	9.35	10.86	13	17	15	13	28.8%
BOS.DE	Hugo Boss AG		61.25	6145.35	2.69	3.84	4.37	4.87	18	16	14	13	21.4%
COLM	Columbia Sportswear Company		54.81	1863.66	2.28	3.07	3.50	3.89	27	18	16	14	19.4%
NKE	Nike Inc.		95.68	44679.88	3.93	4.98	5.77	6.72	19	19	17	14	11.5%

来源: Bloomberg, 东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn