

投资评级：推荐（维持）

分析师

黄淑妍 0755-83753659

Email:huangsy@cgws.com

执业证书编号:S1070514080003

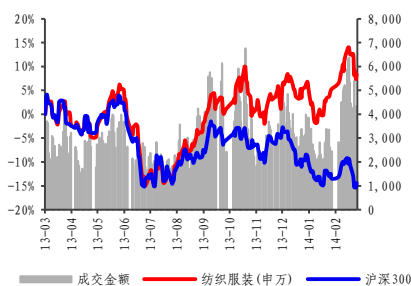
联系人:

张正威 0755-83669524

Email:zhangzhengwei@cgws.com

从业证书编号:S1070115100009

股价走势图



数据来源: WIND

相关报告

《纺服行业拥抱移动互联, 延伸投资完善全产业链——纺织服装行业2016年投资策略》

基本面未有改善, 紧抓“产业链拓展+确定性主题” ——纺织服装行业 2015 年年报及 2016 年一季报总结

投资建议

从最新公布的年报、一季报数据来看, 纺织服装行业基本面仍未见改善, 行业增长明显趋缓, 过去以数量取胜的传统“中国制造”模式无以为继, 进一步加快产业的转型和升级势在必行。服装产业链各环节中, 利润率最大的“金三角”是距离终端消费最近的产品设计、品牌营销及零售终端, 服装企业需要有效地掌控其品牌及营销渠道。在“互联网+”及“工业 4.0”的综合推动下, 服装企业将加强自身在研发设计、生产加工、品牌营销等方面的整合, 同时有能力在组织机构、产能、销售模式等方面进行优化及创新的企业无疑将在经济新常态的环境下率先脱颖而出。继续重点推荐美盛文化、华孚色纺、探路者, 维持对行业“推荐”的投资评级。

要点

- **品牌服装收入、利润均呈双位数增长:** 品牌服装行业 2015 年营业收入、净利润分别同比增长 10.86%、17.91%, 2016Q1 分别同比增长 12.64%、28.55%。行业 2015 年增速较 2014 年同比改善, 收入、利润均实现双位数增长, 主要受益于低基数效应、牛市中业绩释放诉求强烈、并购增厚、以及雅戈尔和海澜之家等大市值公司拉动。行业内公司分化显著, 转型公司实现高增长, 龙头企业盈利略微领先行业, 大部分公司仍艰难复苏。未来通过投资并购、供应链管理、拥抱互联网等多种方式积极向产业链上下游延伸享受不同环节的附加值, 形成全产业链闭环, 将是服装企业未来发展的出路。
- **纺织制造业绩平稳、现金流显著改善:** 2015 年营业收入、净利润分别同比增长 3.74%、下滑 1.07%, 2016Q1 分别同比增长 10.38%、6.89%。行业 2015 年营收下降速度放缓, 2016Q1 业绩进一步改善, 盈利能力也逐步好转。由于劳动力成本上升、环保要求不断提高、海外需求复苏缓慢, 纺织制造业整体的经营情况不甚理想。随着供给侧改革的推进、产业链整合重塑, 未来优势资源将逐步流向龙头企业, 行业市场份额正在集中, 龙头企业份额有望逆市提高, 小企业生存越发举步维艰。小企业未来将只能通过资源重组、品牌创新、渠道多元化、扩大融资等手段来寻求发展, 竞争能力较弱、市值规模较小的企业通过卖壳等方式直接进行资源变现已成为常态。
- **紧抓“产业链拓展+转型、确定性主题”, 维持“推荐”评级:** 宏观经济持续低迷、海外市场萎靡加剧、供给侧改革不断深化等多重因素将持续影响行业复苏进程, 行业去库存效果逐渐体现, 行业拐点, 线上渠道增长迅速, 2016 年服饰消费有望稳健增长, 寻找“产业链拓展+转型、确定性主题”类标的将是今年主要的投资逻辑, 我们重点关注全产业链拓展、业务模式创新、体育产业、迪士尼等投资主线, 维持行业“推荐”评级。
- **风险提示:** 国内经济持续低迷影响终端消费, 国外需求复苏低于预期。

目录

1. 概述：增速同比改善，并购增厚显著	4
2. 品牌服装：收入、利润均呈双位数增长	7
2.1 成长能力分析：逐步企稳回升，Q1 休闲表现最佳	8
2.2 盈利能力分析：毛利率、净利率略微下降	9
2.3 运营能力分析：周转率基本稳定，现金流有待改善	11
2.4 偿债能力分析：负债率及流动性均略有下降	11
3. 纺织制造：业绩平稳，现金流改善显著	12
3.1 成长能力分析：收入、利润整体平稳	12
3.2 盈利能力分析：毛利率趋稳，净利率微降	13
3.3 运营能力分析：周转率下降，现金流大幅改善	14
3.4 偿债能力分析：资产负债率略降，流动性略微改善	15
4. 投资建议	15

图表目录

图 1: 品牌服装子板块各细分行业股价走势	7
图 2: 纺织制造子板块各细分行业股价走势	7
图 3: 品牌服装子板块各细分行业股价涨跌幅	7
图 4: 纺织制造子板块各细分行业股价涨跌幅	7
图 5: 品牌服装子板块各细分行业收入增速	9
图 6: 品牌服装子板块各细分行业净利润增速	9
图 7: 品牌服装子板块各细分行业毛利率	10
图 8: 品牌服装子板块各细分行业净利率	10
图 9: 纺织制造子板块各细分行业收入增速	12
图 10: 纺织制造子板块各细分行业净利润增速	12
图 11: 纺织制造子板块各细分行业毛利率	14
图 12: 纺织制造子板块各细分行业净利率	14
图 13: 纺织服装行业产业链结构图	16
图 14: 纺织服装行业投资矩阵图	17
表 1: 品牌服装子板块上市公司收入与净利润	4
表 2: 纺织制造子板块上市公司收入与净利润	5
表 3: 品牌服装子板块各细分行业划分情况	8
表 4: 品牌服装子板块各细分行业收入与净利润	8
表 5: 品牌服装子板块各细分行业营业外收入与资产减值损失	9
表 6: 品牌服装子板块各细分行业毛利率与净利率	10
表 7: 品牌服装子板块各细分行业期间费用率	10
表 8: 品牌服装子板块各细分行业应收账款与存货周转率	11
表 9: 品牌服装子板块各细分行业资产负债率与流动比率	11
表 10: 纺织制造子板块各细分行业划分情况	12
表 11: 纺织制造子板块各细分行业收入与净利润	13
表 12: 纺织制造子板块各细分行业营业外收入与资产减值损失	13
表 13: 纺织制造子板块各细分行业毛利率与净利率	14
表 14: 纺织制造子板块各细分行业期间费用率	14
表 15: 纺织制造子板块各细分行业应收账款与存货周转率	15
表 16: 纺织制造子板块各细分行业资产负债率与流动比率	15

1. 概述：增速同比改善，并购增厚显著

我们选取了 A 股品牌服装板块的 45 家上市公司作为样本，涵盖了男装、女装、家纺、休闲、鞋帽、户外等细分行业。就行业整体而言，2015 年实现营业收入 1300.48 亿元，同比增长 10.86%；实现归属于上市公司净利润 147.48 亿元，同比增长 17.91%。2016Q1 实现营业收入 358.93 亿元，同比增长 12.64%；实现归属于上市公司净利润 51.74 亿元，同比增长 28.55%。2015 年增速较 2014 年同比改善，收入、利润均实现双位数增长，主要受益于低基数效应、牛市中业绩释放诉求强烈、并购增厚、以及雅戈尔和海澜之家等大市值公司拉动。

品牌服装行业分化显著，转型公司实现高增长，龙头企业盈利略微领先行业，大部分公司仍艰难复苏。未来通过投资并购、供应链管理、拥抱互联网等多种方式积极向产业链上下游延伸享受不同环节的附加值，提高整体毛利率，形成全产业链无缝连接的闭环，造就自给自足的优良生态环境，将是服装企业未来发展的出路。

表 1：品牌服装子板块上市公司收入与净利润

公司简称	营业总收入（亿）				归属于上市公司股东的净利润（亿）			
	2015	同比	2016Q1	同比	2015	同比	2016Q1	同比
七匹狼	24.86	3.99%	7.09	11.05%	2.73	-5.43%	0.64	-5.18%
九牧王	22.57	9.13%	5.85	3.89%	4.04	15.33%	1.28	0.36%
报喜鸟	22.42	-1.45%	4.75	-18.41%	1.00	-25.39%	0.09	-86.16%
乔治白	6.72	1.98%	1.56	14.03%	0.61	-25.01%	0.10	9.10%
雅戈尔	145.27	-8.65%	55.58	-11.41%	43.71	38.23%	24.47	76.30%
海澜之家	158.30	28.30%	51.31	11.91%	29.53	24.35%	9.58	10.34%
红豆股份	26.51	-6.73%	4.90	-15.35%	0.86	31.38%	0.28	110.95%
希努尔	10.13	-1.62%	2.11	-28.64%	0.23	扭亏为盈	0.05	9.78%
摩登大道	7.24	3.47%	2.22	-0.11%	0.10	-31.54%	-0.11	-173.29%
步森股份	4.02	-16.52%	1.04	-6.16%	0.12	扭亏为盈	-0.01	-157.70%
大杨创世	9.08	-1.17%	2.32	-4.19%	0.45	-6.40%	0.13	17.73%
朗姿股份	11.44	-7.38%	2.66	-18.54%	0.74	-38.58%	0.27	-25.06%
歌力思	8.35	12.28%	1.80	0.64%	1.60	15.82%	0.24	-29.42%
维格娜丝	8.24	-2.69%	1.90	-22.99%	1.12	-18.92%	0.22	-45.05%
凯撒股份	6.33	16.81%	1.05	4.86%	0.81	1132.71%	0.12	61.45%
美年健康	21.01	201.93%	3.09	199.74%	2.60	425.67%	-1.29	-4397.79%
奥特佳	24.84	451.90%	11.95	848.48%	2.23	1848.04%	0.90	3686.26%
罗莱生活	29.16	5.59%	7.63	8.14%	4.10	3.01%	1.09	-6.34%
富安娜	20.93	6.24%	4.31	-6.78%	4.01	6.55%	0.89	-12.38%
梦洁家纺	15.17	-3.10%	2.67	2.05%	1.55	4.75%	0.33	1.81%
多喜爱	5.96	-11.25%	1.39	0.73%	0.37	-17.60%	0.08	8.36%
森马服饰	94.54	16.05%	19.23	16.15%	13.49	23.53%	2.44	24.53%
美邦服饰	62.95	-4.92%	19.22	9.56%	-4.32	-396.57%	0.51	32.38%
搜于特	19.83	51.84%	8.67	119.07%	1.94	57.47%	0.76	44.71%
柏堡龙	6.07	10.32%	1.76	8.05%	1.21	12.99%	0.35	11.21%
贵人鸟	19.69	2.57%	5.25	0.37%	3.32	6.28%	0.82	7.24%

美盛文化	4.08	-10.50%	0.89	69.26%	1.26	30.15%	0.14	62.98%
跨境通	39.61	370.51%	17.58	205.40%	1.68	403.39%	0.88	214.81%
星期六	16.42	-6.60%	3.68	-11.90%	0.23	-37.32%	0.09	-24.42%
奥康国际	33.19	11.92%	8.89	5.59%	3.90	51.10%	1.13	3.52%
红蜻蜓	29.67	-5.15%	7.44	-4.74%	3.00	-8.43%	0.76	5.59%
天创时尚	16.31	-3.27%	3.54	-8.36%	1.04	-13.18%	0.12	-11.62%
探路者	38.08	121.99%	5.14	33.87%	2.63	-10.50%	0.72	-23.90%
三夫户外	3.28	12.37%	0.62	-8.14%	0.31	10.60%	0.01	-60.31%
嘉麟杰	7.01	-19.69%	1.44	-23.41%	-1.02	-470.32%	-0.16	-13.81%
金发拉比	3.64	-10.64%	0.82	4.49%	0.69	-27.09%	0.15	-9.31%
汇洁股份	18.88	14.13%	5.43	8.87%	1.66	24.63%	0.73	-12.81%
浪莎股份	2.05	-37.94%	0.39	23.61%	-0.21	-1155.97%	0.04	757.09%
健盛集团	7.15	10.83%	1.54	-3.19%	1.01	31.58%	0.48	137.87%
龙头股份	42.63	3.30%	8.58	-10.02%	0.81	27.51%	0.22	26.63%
华斯股份	5.67	-32.02%	1.11	-16.16%	0.18	-80.95%	0.08	-26.18%
际华集团	224.38	0.88%	55.63	23.89%	11.53	-1.75%	2.01	1.96%
棒杰股份	3.30	-11.75%	1.03	53.22%	0.36	7.38%	0.12	35.22%
开开实业	8.81	-0.17%	2.55	2.13%	0.20	-45.39%	0.04	10.05%
美尔雅	4.71	2.29%	1.33	-6.98%	0.03	-146.07%	-0.04	-1.47%
合计	1300.48	10.86%	358.93	12.64%	147.48	17.91%	51.74	28.55%

资料来源: WIND, 长城证券研究所整理

我们选取了 A 股纺织制造板块的 38 家上市公司作为样本, 涵盖了棉纺、毛纺、丝绸、辅料、印染等细分行业。就行业整体而言, 2015 年全年实现营业收入 887.08 亿元, 同比增长 3.74%; 实现归属于上市公司股东的净利润 41.85 亿元, 同比下滑 1.07%。2016Q1 实现营业收入 206.64 亿元, 同比增长 10.38%; 实现归属于上市公司净利润 8.94 亿元, 同比增长 6.89%。剔除恺英网络、联创电子、常山股份这几家转型公司的影响, 纺织制造板块在 2015 年实现营收 760.43 亿元, 同比下滑 2.77%; 实现归属于上市公司股东的净利润 31.19 亿, 同比下滑 26.54%; 2016Q1 营收 179.39 亿元, 同比增长 5.32%; 实现归属于上市公司股东的净利润 8.09 亿, 同比下滑 7.36%。2015 年纺织制造业营收下降速度放缓, 但 2016Q1 出现阶段性改善, 盈利能力也逐步好转。

劳动力成本上升和海外需求复苏缓慢, 纺织制造业整体的经营情况不甚理想。随着供给侧改革的推进、以及产业链整合重塑, 未来优势资源将逐步流向大企业, 大企业将进一步向上下游产业链延伸, 订单将逐步集中, 行业市场份额正在集中, 大企业份额有望逆市提高, 小企业生存越发举步维艰。小企业未来将只能通过资源重组、品牌创新、渠道多元化、扩大融资等手段来寻求发展, 竞争能力较弱、市值规模较小的企业通过卖壳等方式直接进行资源变现已成为常态。

表 2: 纺织制造子板块上市公司收入与净利润

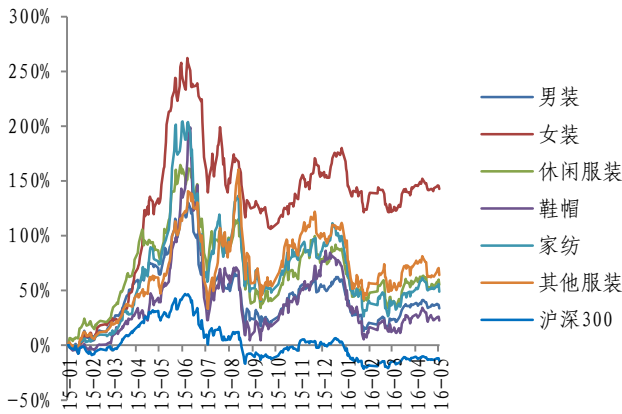
公司简称	营业总收入 (亿)				归属于上市公司股东的净利润 (亿)			
	2015 年	同比	2016Q1	同比	2015 年	同比	2016Q1	同比
常山股份	89.02	35.52%	18.33	21.79%	2.49	926.87%	-0.27	-33.66%
鲁泰 A	61.73	0.06%	12.83	-10.20%	7.12	-25.71%	1.50	-1.60%
三房巷	9.96	-10.55%	2.10	-16.70%	0.19	23.30%	0.14	23.45%

华茂股份	19.30	-2.59%	3.46	-19.18%	0.81	-78.57%	0.14	-82.45%
高升控股	1.57	199.70%	1.39	1767.90%	0.03	-36.56%	0.35	-544.62%
华孚色纺	68.04	10.94%	17.72	10.22%	3.36	99.40%	1.02	20.58%
凯瑞德	0.60	-91.50%	0.04	-85.52%	-1.06	-2405.99%	-0.11	-32.10%
孚日股份	41.84	-7.51%	11.06	-1.95%	3.11	325.04%	0.95	27.08%
新野纺织	30.47	-10.38%	8.01	6.74%	1.17	38.83%	0.16	38.42%
联发股份	34.77	2.52%	8.74	10.88%	2.94	-3.07%	0.58	25.94%
维科精华	7.53	-39.91%	1.27	-26.53%	0.44	-120.04%	-0.11	-35.55%
华升股份	7.63	-15.84%	1.61	17.46%	0.09	-129.55%	-0.12	49.62%
欣龙控股	3.03	16.67%	0.94	79.06%	-0.77	-1677.05%	-0.08	-20.07%
凤竹纺织	7.20	-7.32%	1.34	-0.18%	0.13	29.78%	0.03	92.90%
百隆东方	50.16	8.56%	11.29	1.02%	3.24	-31.57%	0.99	-17.42%
鹿港科技	23.70	6.12%	4.72	-5.27%	1.19	99.78%	0.08	34.84%
三毛派神	2.07	-25.13%	0.49	21.93%	-0.79	-886.62%	-0.16	56.65%
山东如意	5.92	2.48%	1.09	-0.93%	0.17	-1054.10%	0.04	5.72%
江苏阳光	20.50	-9.52%	4.34	17.75%	1.11	40.97%	0.34	571.82%
上海三毛	11.28	-12.18%	3.07	-5.90%	-0.39	-164.61%	-0.08	-29.27%
嘉欣丝绸	20.14	0.36%	5.43	17.80%	0.58	-24.59%	0.15	37.89%
金鹰股份	11.15	-5.21%	2.04	-5.18%	0.30	16.13%	0.04	9.53%
联创电子	14.23	253.75%	2.69	171.18%	1.62	1157.55%	0.09	-2314.52%
恺英网络	23.39	598.50%	6.23	650.89%	6.55	-1340.56%	1.03	2329.56%
伟星股份	18.74	1.36%	3.07	14.73%	2.48	4.91%	0.07	15.04%
浔兴股份	10.41	-0.77%	1.95	3.92%	0.72	-7.97%	0.06	444.51%
兴业科技	23.58	5.56%	4.26	28.76%	0.13	-88.91%	0.01	-75.73%
美欣达	8.99	-17.30%	1.67	22.42%	0.39	-337.82%	0.00	-98.07%
众和股份	6.89	-45.32%	2.93	66.44%	-1.47	-1200.30%	-0.05	-73.82%
中银绒业	31.77	2.37%	3.70	-21.97%	-8.74	-1103.48%	-0.91	-1772.62%
华纺股份	22.75	1.09%	4.64	-10.21%	0.13	-48.47%	0.03	-41.92%
航民股份	30.28	-4.92%	6.76	12.51%	4.84	8.87%	0.92	17.91%
宏达高科	5.27	-3.39%	1.13	0.54%	1.25	6.19%	0.14	-87.63%
旷达科技	18.60	6.69%	4.33	12.54%	2.51	49.13%	0.47	21.99%
浙江富润	8.05	-16.52%	1.93	-2.50%	0.24	-136.38%	0.01	34.82%
黑牡丹	43.23	-18.03%	14.80	-3.61%	2.71	12.56%	0.61	-1.29%
新澳股份	16.21	5.78%	3.72	10.32%	1.32	16.26%	0.31	17.26%
申达股份	77.06	9.81%	21.55	24.90%	1.70	15.13%	0.56	122.88%
合计	887.08	3.74%	206.64	10.38%	41.85	-1.07%	8.94	6.89%

资料来源: WIND, 长城证券研究所整理

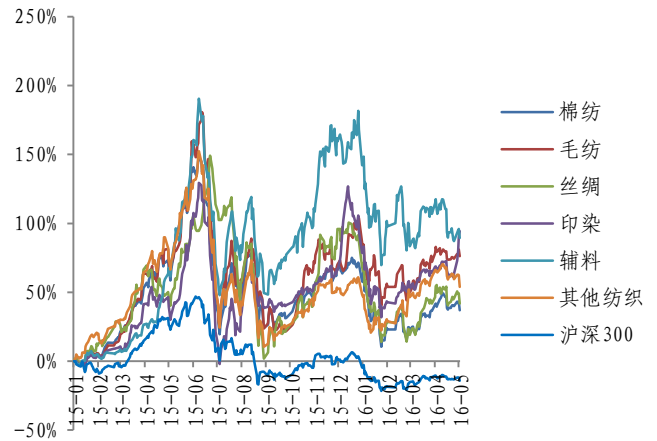
纵观整个纺织服装板块, 品牌服装 2015 年全年收入整体同比稳健增长, 主要受益于基数效应、牛市中业绩释放诉求强烈、并购增厚、以及雅戈尔和海澜之家等大市值公司拉动。净利润也呈上升态势, 个股表现分化十分严重, 既有基本完成转型、净利润增速高达 1848.04% 的奥特佳, 亦有大量公司出现净利润拦腰减半的情况。纺织制造将持续弱复苏, 营收、净利润下滑速度趋缓, 而从 2016 年一季度看, 纺织制造业情况同比略有好转。

图 1: 品牌服装子板块各细分行业股价走势



资料来源: WIND, 长城证券研究所整理

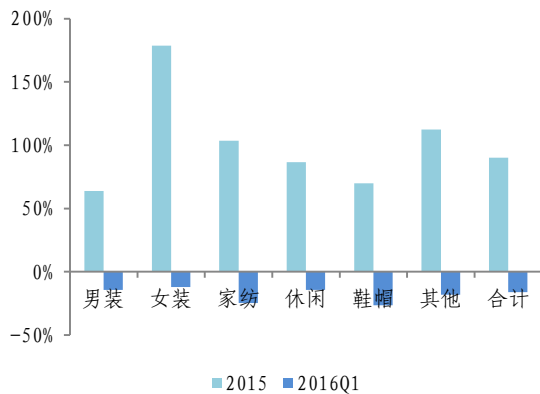
图 2: 纺织制造子板块各细分行业股价走势



资料来源: WIND, 长城证券研究所整理

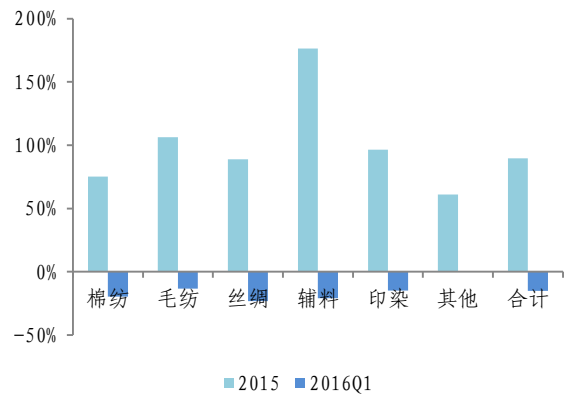
股价走势方面,品牌服装行业,2015 年全年累计涨幅 89.99%,领先沪深 300 指数达 84.41%,其中,女装、家纺和其他服装子行业涨幅居前,分别上涨 178.69%、103.42%和 112.28%。2016Q1 品牌服装行业累计下跌 16.25%,沪深 300 指数累计下跌 13.75%,跑输市场,其中,女装子行业跌幅较小,下跌 11.99%。纺织制造行业,2015 年全年累计上涨 89.64%,领先沪深 300 指数达 84.06%,其中,毛纺、辅料、印染子行业涨幅居前,分别上涨 106.35%、176.30%、96.38%。2016Q1 纺织制造业累计下跌 15.19%,沪深 300 指数累计下跌 13.75%,同样跑输市场其中,其他纺织子行业累计上涨 0.67%。品牌服装、纺织制造两个子行业弹性均大于沪深 300。

图 3: 品牌服装子板块各细分行业股价涨跌幅



资料来源: WIND, 长城证券研究所整理

图 4: 纺织制造子板块各细分行业股价涨跌幅



资料来源: WIND, 长城证券研究所整理

2. 品牌服装: 收入、利润均呈双位数增长

我们将上述 45 家品牌服装企业划分为男装、女装、家纺、休闲、其他五大类别,其中其他类中包含鞋帽、户外、毛皮、内衣等子领域,由于鞋帽、户外、毛皮、内衣、动漫服饰等子领域上市公司数量较少,因此合并于其他类别中合一分析。

表 3: 品牌服装子板块各细分行业划分情况

子板块	细分行业	代表公司
品牌服装	男装	七匹狼、报喜鸟、希努尔、步森股份、摩登大道、乔治白、雅戈尔、大杨创世、海澜之家、红豆股份、九牧王
	女装	朗姿股份、凯撒股份、美年健康、歌力思、奥特佳、维格娜丝
	家纺	罗莱生活、富安娜、梦洁家纺、多喜爱
	休闲	搜于特、森马服饰、美邦服饰、贵人鸟、柏堡龙、美盛文化、跨境通
	其他	星期六、奥康国际、红蜻蜓、天创时尚、探路者、三夫户外、嘉麟杰、金发拉比、汇洁股份、浪莎股份、健盛集团、华斯股份、棒杰股份、龙头股份、际华集团、开开实业、美尔雅

资料来源: 长城证券研究所整理

2.1 成长能力分析: 逐步企稳回升, Q1 休闲表现最佳

分行业来看, 女装子行业 2015 年、2016Q1 在收入端均实现高速增长, 增速分别达到 77.70%、107.52%, 是业绩表现最为靓丽的子行业, 增长来源主要为歌力思、维格娜丝于 2015 年初新上市导致统计口径变化, 以及美年健康、奥特佳卖壳重组后新业务带来的增量, 行业实际经营情况未如业绩统计情况, 剔除歌力思、维格娜丝新上市影响后, 行业 2016Q1 净利润大幅下滑 62.76%, 利润下滑幅度远超收入增速, 为同期表现最差的子行业, 预计女装子行业今年将继续处于下行通道。

休闲服饰行业有所回暖, 2015 年全年实现营业收入 246.77 亿元, 同比增长 24.37%; 实现净利润 18.59 亿元, 同比下降-2.72%。2016Q1 实现营业收入 72.59 亿元, 同比增长 41.81%, 实现净利润 5.91 亿元, 同比增长 36.65%。休闲服饰子行业营收自 2012 年进入下降通道后开始出现正增长, 这主要受益于森马服饰的快速增长。

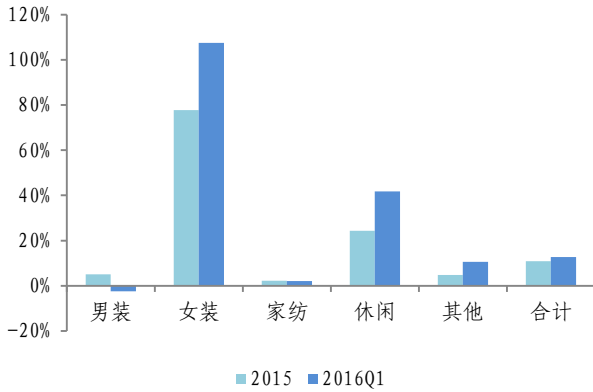
男装子行业 2015 年在雅戈尔和海澜之家的带动下收入和净利润实均现了正增长, 2015 年实现营业收入 437.12 亿元, 同比增长 5.06%; 实现净利润 83.39 亿元, 同比大幅增长 30.87%。2016Q1 实现营业收入 138.71 亿元, 同比下降 2.50%; 实现净利润 36.52 亿元, 同比大幅增长 41.79%。剔除雅戈尔、海澜之家后, 男装子行业 2015 年、2016 年 Q1 单季收入分别下降 0.05%、5.53%。总体而言, 行业分化较大, 但整体的营收、净利润下降趋缓, 逐步企稳回升。

表 4: 品牌服装子板块各细分行业收入与净利润

行业简称	营业总收入 (亿)				归属于上市公司股东的净利润 (亿)			
	2015	同比	2016Q1	同比	2015	同比	2016Q1	同比
男装	437.12	5.06%	138.71	-2.50%	83.39	30.87%	36.52	41.79%
女装	80.21	77.70%	22.46	107.52%	9.11	95.87%	0.46	-62.76%
家纺	71.22	2.19%	16.00	2.07%	10.04	3.69%	2.38	-7.26%
休闲	246.77	24.37%	72.59	41.81%	18.59	-2.72%	5.91	36.65%
其他	465.16	4.83%	109.17	10.60%	26.35	-5.62%	6.47	1.67%
合计	1300.48	10.86%	358.93	12.64%	147.48	17.91%	51.74	28.55%

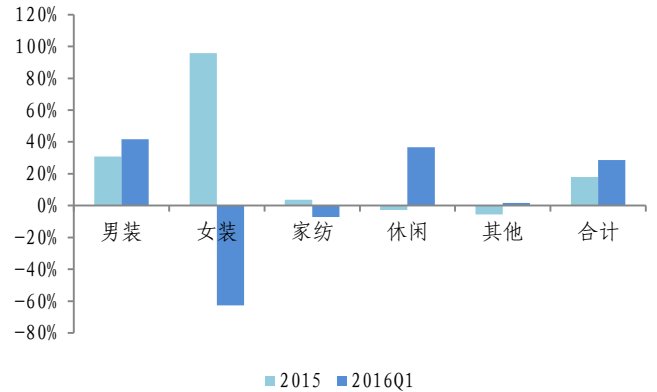
资料来源: WIND, 长城证券研究所整理

图 5: 品牌服装子板块各细分行业收入增速



资料来源: WIND, 长城证券研究所整理

图 6: 品牌服装子板块各细分行业净利润增速



资料来源: WIND, 长城证券研究所整理

品牌服装行业仍在低位调整, 整体上资产减值损失的计提有所下降, 主要由于雅戈尔 2015 年比 2014 年少计提了近 10 亿元资产减值损失 (购地款), 剔除这个因素, 品牌服装的资产减值损失的计提仍在微增, 预计随着渠道的不断改革和调整, 今年资产减值损失将继续维持微增。

表 5: 品牌服装子板块各细分行业营业外收入与资产减值损失

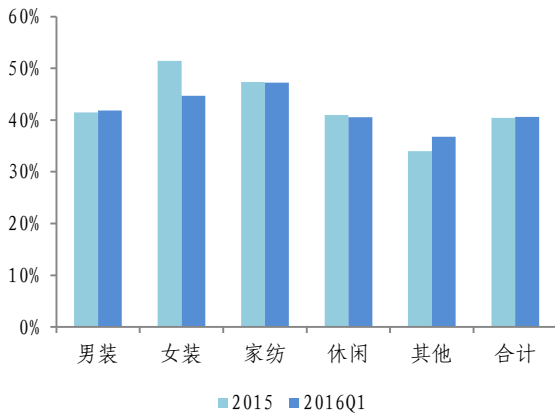
行业简称	营业外收入 (百万)			资产减值损失 (百万)		
	2015	2014	同比	2015	2014	同比
男装	1174.74	520.42	125.73%	839.97	1643.35	-48.89%
女装	97.95	39.95	145.19%	78.42	111.62	-29.75%
家纺	48.79	48.04	1.56%	68.23	22.55	202.60%
休闲	170.52	223.67	-23.76%	716.95	665.87	7.67%
其他	1969.50	1316.22	49.63%	493.14	454.62	8.47%
合计	3461.49	2148.30	61.13%	2196.71	2898.01	-24.20%

资料来源: WIND, 长城证券研究所整理

2.2 盈利能力分析: 毛利率、净利率略微下降

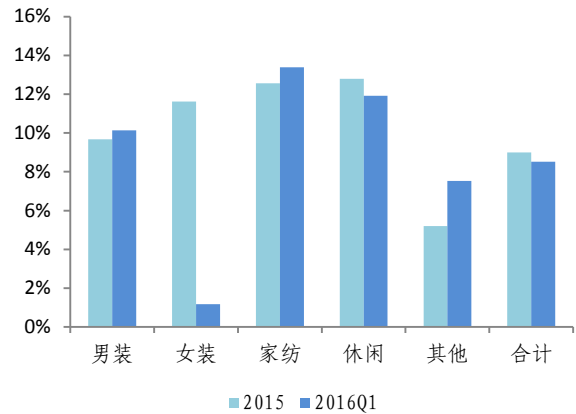
受生产效率提升、人工成本上升、终端需求不景气等因素叠加影响, 品牌服饰毛利率趋于稳定, 转型公司毛利率、净利率大幅提升, 大部分品牌服装公司毛利率、净利率略微下降。男装行业毛利率、净利率基本稳定, 2015 年毛利率、净利率均微涨, 2016Q1 毛利率微涨、净利率微跌。女装领域, 朗姿股份、歌力思、维格娜丝三家公司年毛利率、净利率均处于下降通道、跌幅收窄, 受到转型公司美年健康一季度净利率大跌 49.40% 的拖累, 女装 2016Q1 单季度净利率降至 1.17%。

图 7: 品牌服装子板块各细分行业毛利率



资料来源: WIND, 长城证券研究所整理

图 8: 品牌服装子板块各细分行业净利率



资料来源: WIND, 长城证券研究所整理

家纺、休闲子领域经过长期的调整,包袱较轻,盈利能力略有波动,但整体企稳并逐渐回升。家纺子板块 2015 年、2016Q1 毛利率分别同比提升 1.1%、下降 0.31%,净利率分别同比提升 0.12%、-0.71%,整体趋势向好,拐点逐步确立;休闲子板块 2015、2016Q1 毛利率分别同比提升 1.19%、下降 0.11%,净利率分别同比上涨 0.54%、0.13%,伴随毛利率趋于稳定及费用控制,预期净利率将进一步恢复。

表 6: 品牌服装子板块各细分行业毛利率与净利率

行业简称	毛利率				净利率			
	2015	同比	2016Q1	同比	2015	同比	2016Q1	同比
男装	41.47%	0.19%	41.86%	1.26%	9.68%	3.05%	10.14%	0.07%
女装	51.46%	5.88%	44.69%	-0.29%	11.63%	2.84%	1.17%	-8.57%
家纺	47.35%	1.10%	47.26%	-0.31%	12.56%	0.12%	13.38%	-0.71%
休闲	40.99%	1.19%	40.52%	-0.11%	12.79%	0.54%	11.92%	0.13%
其他	33.99%	-2.16%	36.77%	4.59%	5.21%	-2.68%	7.53%	0.62%
合计	40.43%	0.30%	40.59%	1.96%	8.99%	0.21%	8.52%	-0.93%

资料来源: WIND, 长城证券研究所整理

受收入规模不达预期、费用刚性、渠道调整费用较大等多重因素的影响,女装、休闲两个子领域 2015 年期间费用率分别同比提升 5.27%、1.78%,成为蚕食利润的主要原因之一,尤其是女装期间费用增速较大、致 2016Q1 净利率大幅下滑。由于渠道调整过程仍在进行过程中,预计行业期间费用率仍会上涨。家纺子领域调整时间较早、包袱较轻,期间费用控制较良好,同比增长 0.98%,低于利润增长率。男装的期间费用下降 0.64%,主要是受益于步森股份、希努尔的销售费用率分别下降了 7.77%、5.03%。

表 7: 品牌服装子板块各细分行业期间费用率

行业简称	销售费用率		管理费用率		财务费用率		期间费用率	
	2015	同比	2015	同比	2015	同比	2015	同比
男装	19.84%	-1.23%	9.24%	0.26%	0.74%	0.33%	29.83%	-0.64%
女装	26.01%	3.16%	11.59%	1.98%	0.16%	0.13%	37.76%	5.27%
家纺	24.24%	0.58%	7.64%	0.44%	-0.39%	-0.04%	31.50%	0.98%
休闲	17.67%	1.65%	6.38%	0.07%	1.07%	0.06%	25.13%	1.78%
其他	15.62%	-1.28%	9.45%	1.02%	0.46%	-0.23%	25.53%	-0.49%

合计	19.12%	-0.06%	9.05%	0.76%	0.51%	0.02%	28.68%	0.72%
----	--------	--------	-------	-------	-------	-------	--------	-------

资料来源: WIND, 长城证券研究所整理

2.3 运营能力分析: 周转率基本稳定, 现金流有待改善

运营能力方面, 应收账款、存货整体实现正增长, 周转率稍微下降。女装领域, 应收账款大幅增加是受到转型公司美年健康、奥特佳的拉动; 家纺行业几家公司放松了收款条件, 应收账款大增, 应收账款周转率显著下降。值得关注的是, 海澜之家应收账款周转率由 2014 年的 43.16 次下降到 2015 年的 28.72, 而雅戈尔的应收账款周转率由 2014 年的 41.92 次上涨到 2015 年的 52.35 次。经营活动现金流方面, 除女装和其他子领域实现现金流正增长, 男装、休闲、家纺三个子领域现金流均有不同程度恶化, 报表质量有待进一步提升。

表 8: 品牌服装子板块各细分行业应收账款与存货周转率

行业简称	应收账款 (亿)		应收账款周转率 (次)		存货 (亿)		存货周转率 (次)		经营活动现金流 (亿)	
	2015	同比	2015	同比	2015	同比	2015	同比	2015	同比
男装	29.35	-1.42%	13.29	0.52	310.20	-2.35%	1.39	-0.11	74.96	-1.90%
女装	19.67	291.19%	8.36	-1.83	19.76	39.01%	5.72	2.29	9.69	102.81%
家纺	9.03	74.74%	11.93	-6.64	18.72	2.19%	1.90	0.01	7.29	-42.39%
休闲	39.50	11.63%	9.48	1.08	52.52	36.48%	3.57	-0.15	17.11	-23.77%
其他	48.70	-9.61%	9.24	-1.28	111.11	7.75%	2.74	0.12	29.05	3.77%
合计	146.25	13.17%	10.39	-1.02	512.31	4.17%	2.86	0.30	138.11	-4.29%

资料来源: WIND, 长城证券研究所整理

2.4 偿债能力分析: 负债率及流动性均略有下降

长期的资产负债率略有下降, 整体仍处于较低水平, 考虑到服装行业资本投入较少、销售收入带来正现金流的性质, 行业偿债能力方面风险不大。短期流动性方面, 品牌服装行业 2015 年整体流动比率、速动比率、现金比率分别下降 0.4 次、0.26 次、0.06 次, 虽然行业流动比率指标有所下降, 但仍处于安全水平。

表 9: 品牌服装子板块各细分行业资产负债率与流动比率

行业简称	资产负债率		流动比率 (次)		速动比率 (次)		现金比率 (次)	
	2015	同比	2015	同比	2015	同比	2015	同比
男装	38.96%	0.83%	2.26	-0.49	1.51	-0.33	0.81	0.03
女装	22.45%	4.75%	3.80	-2.61	2.99	-2.04	2.20	-1.11
家纺	26.76%	-1.84%	2.80	-0.03	1.90	-0.01	0.82	-0.25
休闲	33.45%	3.46%	3.08	-0.46	2.49	-0.25	1.46	-0.13
其他	32.42%	-3.23%	3.02	0.36	2.06	0.35	1.35	0.33
合计	32.35%	-0.01%	2.93	-0.40	2.10	-0.26	1.30	-0.06

资料来源: WIND, 长城证券研究所整理

3. 纺织制造：业绩平稳，现金流改善显著

我们将上述 38 家品牌服装企业划分为棉纺、毛纺、丝绸、辅料、其他五大类别，其中其他类中包含印染、汽车内饰、进出口贸易等子领域，由于印染、汽车内饰、进出口贸易等子领域上市公司数量较少，因此合并于其他类别中合一分析。

表 10: 纺织制造子板块各细分行业划分情况

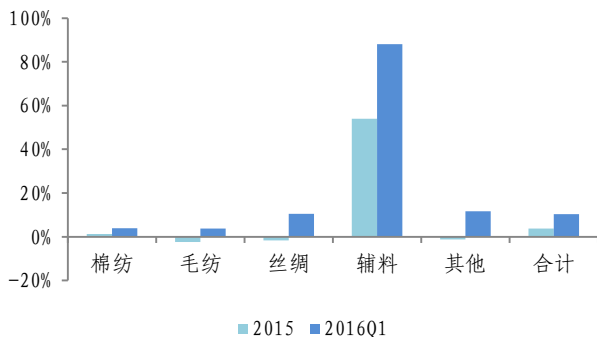
子板块	细分行业	代表公司
纺织制造	棉纺	常山股份、鲁泰 A、华茂股份、华孚色纺、孚日股份、新野纺织、联发股份、维科精华、华升股份、高升控股、凯瑞德、黑牡丹、凤竹纺织、百隆东方
	毛纺	鹿港科技、三毛派神、山东如意、新澳股份、江苏阳光、上海三毛
	丝绸	嘉欣丝绸、金鹰股份
	辅料	恺英网络、联创电子、伟星股份、浔兴股份、兴业科技
	其他	美欣达、众和股份、华纺股份、航民股份、宏达高科、浙江富润、申达股份、中银绒业、旷达科技、欣龙控股、三房巷、

资料来源：长城证券研究所整理

3.1 成长能力分析：收入、利润整体平稳

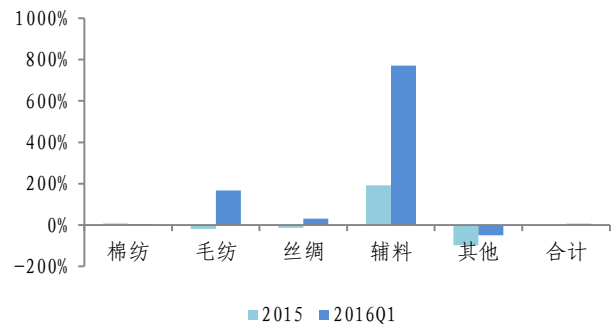
分行业看，受益于低基数效应、常山股份重组致业绩大增的拉动，棉纺子行业 2015 年收入同比增长 1.20%，净利润同比增长 7.61%；2016Q1 收入同比增长 3.90%，净利润同比增长 5.48%。剔除转型类公司常山股份的影响，棉花子行业 2015 年营收同比下降 4.55%，净利润同比下降 1.52%；2016Q1 营收同比增长 0.99%，净利润同比增长 2.75%。棉纺子行业营收、净利润跌幅收窄，而且 2016Q1 情况有所好转，随着 2016 年棉花价格的下降将在成本端改善公司业绩，预计棉纺子行业 2016 年业绩将保持稳健增长。经历了长达两年的调整后，毛纺行业业绩逐步企稳，受上海三毛 2015 年净利润大幅下滑 164.61%拖累，毛纺子行业 2015 年净利润下滑 18.39%，营收下降 2.47%；剔除上海三毛的影响，毛纺子行业 2015 年净利润增长 15.33%，营收下降 0.66%。

图 9: 纺织制造子板块各细分行业收入增速



资料来源：WIND，长城证券研究所整理

图 10: 纺织制造子板块各细分行业净利润增速



资料来源：WIND，长城证券研究所整理

受转型公司恺英网络、联创电子业绩大幅增长拉动，辅料子行业 2015 年营收同比增长 53.95%，归母净利润同比增长 191.58%；2016Q1 营收同比增长 88.02%，归母净利润同比增长 771.04%。丝绸子行业整体平稳，2015 年业绩下降趋缓，2016Q1 略有回暖。其他子

行业受中银绒业净利润大幅下滑-1103.48%拖累,2015年其他子行业净利润下降97.18%,营收下降1.17%;2016Q1净利润同比下降49.58%,营收同比增长11.64%。

表 11: 纺织制造子板块各细分行业收入与净利润

行业简称	营业总收入 (亿)				归属于上市公司股东的净利润 (亿)			
	2015	同比	2016Q1	同比	2015	同比	2016Q1	同比
棉纺	463.11	1.20%	111.86	3.90%	26.59	7.61%	5.73	5.48%
毛纺	79.68	-2.47%	17.43	3.72%	2.61	-18.39%	0.53	167.51%
丝绸	31.28	-1.69%	7.48	10.49%	0.88	-14.44%	0.19	31.29%
辅料	90.36	53.95%	18.20	88.02%	11.50	191.58%	1.26	771.04%
其他	222.65	-1.17%	51.68	11.64%	0.27	-97.18%	1.23	-49.58%
合计	887.08	3.74%	206.64	10.38%	41.85	-1.07%	8.94	6.89%

资料来源: WIND, 长城证券研究所整理

经过多年的调整,纺织制造行业正逐渐走出行业低谷,总体景气向上。受累于中银绒业2015年计提6.03亿的资产减值损失,纺织制造子行业资产减值损失大幅增长98.87%。预计伴随行业弱复苏,今年资产减值损失将保持平稳、或略有下降。

表 12: 纺织制造子板块各细分行业营业外收入与资产减值损失

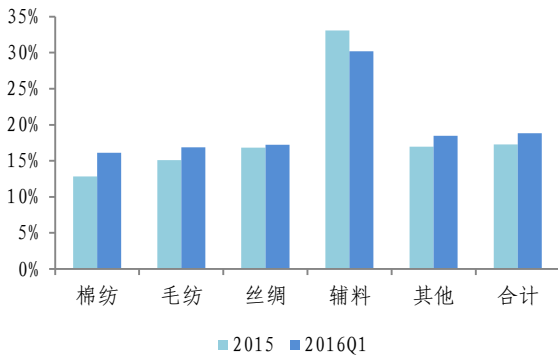
行业简称	营业外收入 (百万)			资产减值损失 (百万)		
	2015	2014	同比	2015	2014	同比
棉纺	1150.24	1212.42	-5.13%	299.59	314.75	-4.82%
毛纺	63.18	49.77	26.94%	-0.27	46.52	-100.57%
丝绸	12.40	24.85	-50.12%	45.21	31.74	42.43%
辅料	95.62	52.04	83.75%	27.36	24.43	11.99%
其他	208.57	264.36	-21.10%	829.65	186.75	344.25%
合计	1530.00	1603.44	-4.58%	1201.54	604.19	98.87%

资料来源: WIND, 长城证券研究所整理

3.2 盈利能力分析: 毛利率趋稳, 净利率微降

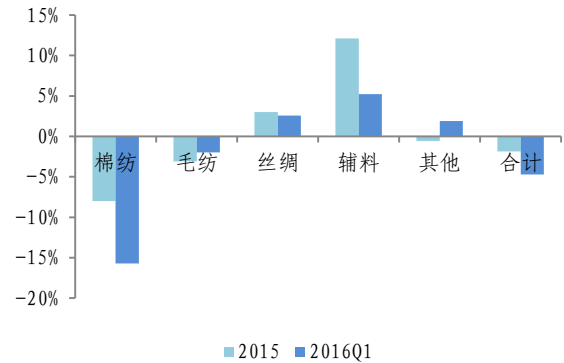
受益于恺英网络毛利率大幅增加,纺织制造子行业2015年毛利率上涨1.43%,2016Q1上涨4.00%,剔除这个影响因素,纺织制造的毛利率趋于稳定。在净利率方面,受凯瑞德2015年、2016Q1的净利率大幅下滑影响,纺织制造2015年、2016Q1的净利率分别下跌5.68%、4.15%,剔除此因素,纺织制造的净利率下降减缓并趋于稳定。总体来看,2015年纺织制造子行业盈利能力趋于稳定、并有回升势头。

图 11: 纺织制造子板块各细分行业毛利率



资料来源: WIND, 长城证券研究所整理

图 12: 纺织制造子板块各细分行业净利率



资料来源: WIND, 长城证券研究所整理

表 13: 纺织制造子板块各细分行业毛利率与净利率

行业简称	毛利率				净利率			
	2015	同比	2016Q1	同比	2015	同比	2016Q1	同比
棉纺	12.84%	0.60%	16.13%	5.40%	-8.01%	-11.73%	-15.69%	-6.91%
毛纺	15.07%	-1.92%	16.87%	2.36%	-3.09%	-6.88%	-1.97%	0.39%
丝绸	16.81%	-1.20%	17.22%	0.31%	3.02%	-0.36%	2.55%	0.42%
辅料	33.05%	10.30%	30.17%	10.14%	12.11%	9.41%	5.23%	3.94%
其他	16.94%	0.76%	18.46%	1.00%	-0.54%	-5.13%	1.90%	-7.61%
合计	17.25%	1.43%	18.83%	4.00%	-1.84%	-5.68%	-4.72%	-4.15%

资料来源: WIND, 长城证券研究所整理

纺织制造子行业 2015 年总体期间费用率保持缓慢上涨, 销售费用率、管理费用率分别同比轻微提升 0.54%、2.64%, 受凯瑞德财务费用率大幅增长 64.74% 的影响, 纺织制造财务费用率增加 1.75%。行业期间费率的稳定为行业提供稳定的利润空间, 预计今年行业费用率将继续保持平稳。

表 14: 纺织制造子板块各细分行业期间费用率

行业简称	销售费用率		管理费用率		财务费用率		期间费用率	
	2015	同比	2015	同比	2015	同比	2015	同比
棉纺	3.37%	0.15%	10.83%	3.93%	7.25%	4.08%	21.45%	8.16%
毛纺	3.29%	0.23%	11.43%	3.95%	3.27%	-0.14%	17.99%	4.04%
丝绸	4.88%	-0.09%	6.66%	0.17%	-0.53%	-1.27%	11.01%	-1.19%
辅料	8.24%	2.69%	10.18%	-0.41%	1.26%	-0.10%	19.68%	2.18%
其他	3.34%	0.35%	9.40%	1.98%	3.41%	1.21%	16.14%	3.55%
合计	4.07%	0.54%	10.21%	2.60%	4.31%	1.75%	18.59%	4.89%

资料来源: WIND, 长城证券研究所整理

3.3 运营能力分析: 周转率下降, 现金流大幅改善

纺织制造行业 2015 年应收账款同比上涨 37.28%, 对应周转率分别下降 3.39 次至 9.25 次, 虽然应收账款周转率下降幅度稍大, 但周转率绝对值较高, 仍处于合理范围, 未来需关

注行业应收账款周转率变动趋势。2015 年纺织制造子行业存货同比增长 3.21%，波动处于正常范围。除了其他子行业经营活动现金流下降之外，其余子版块现金流情况均有不同程度改善，促使纺织制造板块 2015 年经营性活动净现金流净流入大幅增长 46.04% 至 65.32 亿元，盈利质量显著改善。

表 15: 纺织制造子板块各细分行业应收账款与存货周转率

行业简称	应收账款 (亿)		应收账款周转率 (次)		存货 (亿)		存货周转率 (次)		经营活动现金流 (亿)	
	2015	同比	2015	同比	2015	同比	2015	同比	2015	同比
棉纺	84.48	47.58%	9.27	-6.10	213.40	7.06%	3.03	0.01	27.36	132.40%
毛纺	11.13	3.77%	11.58	-4.25	20.86	-11.10%	6.64	1.03	12.78	90.05%
丝绸	4.53	-4.11%	6.80	-0.66	10.63	-0.33%	2.72	0.12	2.66	146.97%
辅料	15.67	72.09%	7.49	1.14	18.66	24.32%	4.45	1.15	10.82	63.01%
其他	37.63	25.54%	9.21	-2.03	56.16	-8.38%	6.09	-0.90	11.70	-36.80%
合计	153.43	37.28%	9.25	-3.39	319.71	3.21%	4.66	0.06	65.32	46.04%

资料来源: WIND, 长城证券研究所整理

3.4 偿债能力分析: 资产负债率略降, 流动性略微改善

五个细分领域资产负债率涨跌不一, 但均为窄幅波动, 纺织制造板块资产负债率轻微下降 0.81% 至 44.88%, 长期偿债能力稍微改善, 并且考虑到行业资本投入少、销售收入带来正现金流的性质, 行业偿债能力方面风险不大。纺织制造行业 2015 年整体流动比率、速动比率、现金比率基本保持稳定, 分别上涨 0.01 次、0.05 次、0.05 次, 短期流动性增强。

表 16: 纺织制造子板块各细分行业资产负债率与流动比率

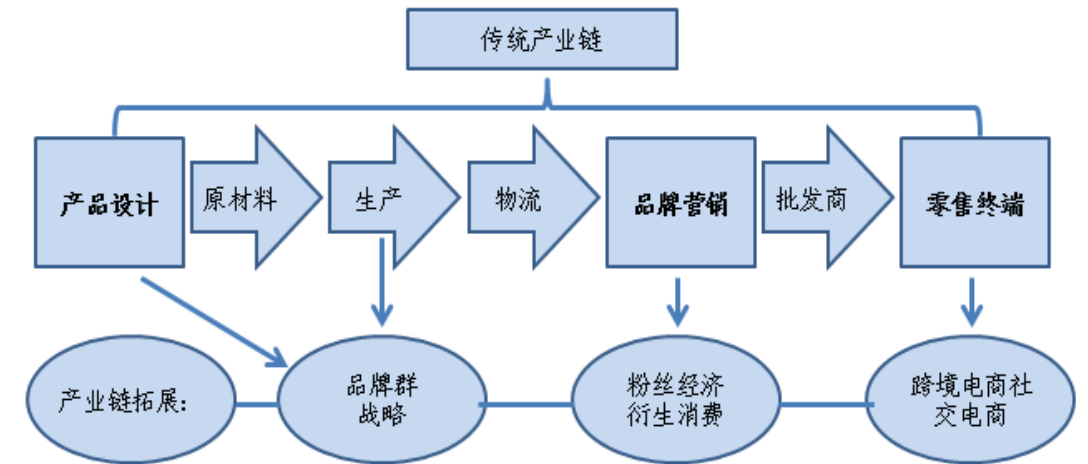
行业简称	资产负债率		流动比率 (次)		速动比率 (次)		现金比率 (次)	
	2015	同比	2015	同比	2015	同比	2015	同比
棉纺	46.95%	-6.67%	1.55	0.07	1.01	0.11	0.44	0.15
毛纺	52.94%	0.40%	1.27	0.03	0.80	0.00	0.38	-0.06
丝绸	32.25%	-0.52%	2.16	0.18	1.17	0.09	0.54	0.03
辅料	33.81%	6.47%	2.09	-0.24	1.55	0.01	0.66	-0.01
其他	45.17%	2.62%	1.86	-0.01	1.50	0.03	0.95	0.01
合计	44.88%	-0.81%	1.70	0.01	1.20	0.05	0.61	0.05

资料来源: WIND, 长城证券研究所整理

4. 投资建议

从最新公布的年报、一季报数据来看, 纺织服装行业基本面仍未见改善。国内服装行业整体增长势头明显趋缓, 过去以数量取胜的传统“中国制造”模式无以为继, 进一步加快产业的转型和升级势在必行。服装产业链各环节中, 利润率最大的“金三角”是距离终端消费最近的产品设计、品牌营销及零售终端, 服装企业需要有效地掌控其品牌及营销渠道。在“互联网+”及“工业 4.0”的综合推动下, 服装企业将加强自身在研发设计、生产加工、品牌营销等方面的整合, 同时有能力在组织机构、产能、销售模式等方面进行优化及创新的企业无疑将在中国经济新常态的环境下率先脱颖而出。

图 13: 纺织服装行业产业链结构图

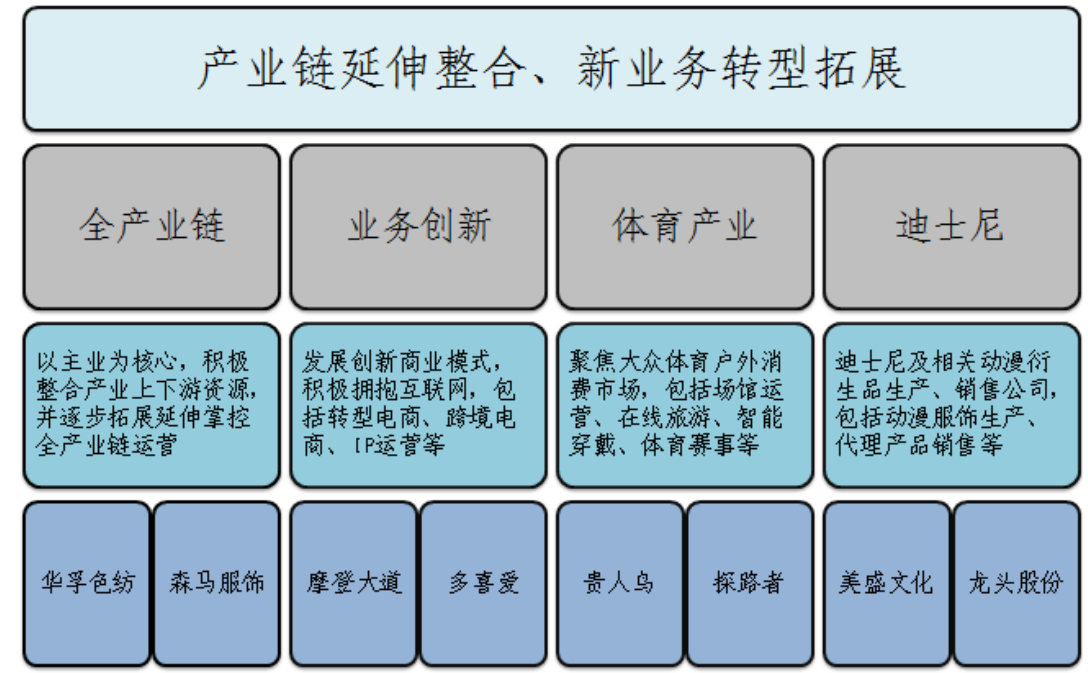


资料来源: 长城证券研究所整理

我们预计, 宏观经济持续低迷、海外市场萎靡加剧、供给侧改革不断深化等多重因素将持续影响行业复苏进程, 行业去库存效果逐渐体现, 行业拐点, 线上渠道增长迅速, 2016年服饰消费有望稳健增长, 寻找“产业链拓展+转型、确定性主题”类标的将是今年重要的投资主线。

- **全产业链:** 以主业为核心, 整合产业上下游资源, 并逐步拓展延伸掌控全产业链运营。目前国内面临人口红利拐点, 终端需求下降的同时生产成本上升, 是否具备全产业链的掌控能力将成为纺织服装企业控制成本及开发新盈利模式的关键所在。重点推荐公司: 华孚色纺、森马服饰。
- **业务创新:** 积极推动企业战略改革, 发展创新商业模式, 积极拥抱互联网, 包括转型电商、跨境电商、IP运营等, 业务重心转移形成看点, 目前纺织服装行业战略转型已成主流, 内生外延形成新盈利模式, 不少公司采取主营+投资的主辅发展导向。重点推荐公司: 摩登大道、多喜爱。
- **体育产业:** 体育产业发展空间广阔, 聚焦大众体育户外消费市场, 包括场馆运营、在线旅游、智能穿戴、体育赛事等, 国家体育总局预计到2020年国内体育产业总规模将超过3万亿元, 体育产业增加值在国内生产总值中比重将达1.0%, 体育产业结构将继续得到调整, 运动服饰品牌企业跨界体育产业合作值得关注。重点推荐公司: 贵人鸟、探路者。
- **迪士尼:** 上海迪士尼将于今年6月开业, 将为整个消费市场带来巨大增长动力, 在推动整个当地消费经济和旅游行业的同时, 上海迪士尼乐园也将为其衍生品市场引流带动迪士尼及相关动漫衍生品生产、销售公司(动漫服饰生产、代理产品销售等)新一轮行情。重点推荐公司: 美盛文化、龙头股份。

图 14: 纺织服装行业投资矩阵图



资料来源：长城证券研究所整理

研究员介绍及承诺

黄淑妍: 中山大学硕士, 2012 年加入长城证券, 任纺织服装行业高级研究员, 2014 年入围新财富纺织服装行业最佳分析师。

张正威: 2015 年加入长城证券, 任纺织服装行业研究员。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>