

公司研究/首次覆盖

2019年06月02日

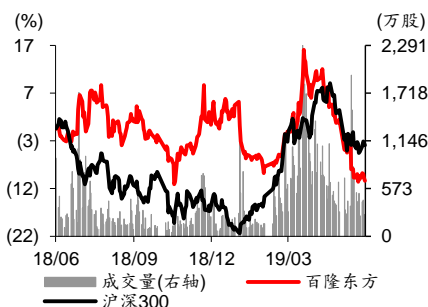
纺织服装/纺织 II

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 4.63  
合理价格区间(元): 5.46~5.85

张前 执业证书编号: S0570517120004  
研究员 0755-82492080  
zhang\_qian@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 色纺纱领先者，产能扩张推动发展

## 百隆东方(601339)

### 核心观点

百隆东方是我国色纺纱领域的龙头企业之一，截至 2018 年末总产能达到 140 万锭。公司在越南率先进行产能布局，目前越南总产能已经占到公司总产能的一半左右。未来越南产能将进一步增加，带动公司规模的扩张。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.39、0.45、0.50 元/股。参照可比公司平均估值，给予公司 2019 年 14-15 倍 PE 估值，对应目标价格区间为 5.46-5.85 元，首次覆盖给予“增持”评级。

### 色纺纱渗透率有望继续提升

我国色纺纱的市场规模在持续提升，2010-2018 年色纺纱产量复合增速达到 8%。相比其他印染方式，色纺纱时尚型较强、功能性强、环保性能强，目前主要应用在运动服饰和快时尚领域。色纺纱消费量占到纱线总量的 7%-10% 左右，渗透率仍有望进一步提升。在面料领域，目前色纺纱在毛衫、针织面料领域的应用相对成熟，而在梭织面料领域的应用尚处于起步阶段，未来有较大增长空间。色纺纱能实现传统纺纱所不能达到的朦胧立体效果和质感，是制作中高端面料的首选纱线，其需求也会随着消费升级下中高端服饰需求提高而进一步增长。

### 百隆掌握优质客户，头部客户增长稳健

公司掌握优质的客户资源，并和龙头客户保持了较长时间的合作关系，客户粘性较高。公司下游品牌客户包括快时尚、休闲服饰、运动服饰等多个细分行业的优质公司，直接客户包括申洲国际等优质的面料、成衣制造商。2012-2018 年，百隆前五大客户收入占比总体呈上升趋势，2018 年前五大客户占公司总收入的 29%，显著高于竞争对手，龙头客户的稳健成长为公司业绩提供了安全垫。

### 海外布局顺应产业潮流，越南是公司增长的重要引擎

近年来越南纺织业快速发展，目前已经成为世界第三大纺织服装出口国。越南拥有充足的年轻劳动力，且在电力、土地、税收等成本上有较明显的优势。百隆自 2013 年开始布局越南，截至 2018 年末已累计投入大约 7 亿美元，自 2014 年 A 区第一期产能 12 万锭开始投产，公司在越南的产能占比逐渐提升，截至 2018 年末已经占到公司总产能的 50%。公司目前在 B 区仍有大约 30 万锭的产能处于建设中，在 C 区有较为充足的土地储备。我们预计公司 2019-2020 年每年仍将陆续有新产能在越南投产。

### 色纺纱领先企业，首次覆盖给予“增持”评级

百隆东方是我国色纺纱双寡头之一，公司在越南率先布局，产能逐步释放，有望继续驱动公司规模提升。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.39、0.45、0.50 元/股。参照可比公司平均估值（截至 2019 年 5 月 30 日，2019 年平均 PE 为 14.2），给予公司 2019 年 14-15 倍 PE 估值，对应目标价格区间为 5.46-5.85 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：市场竞争风险，成本波动风险，客户集中度高。

## 公司基本资料

总股本 (百万股)	1,500
流通 A 股 (百万股)	1,500
52 周内股价区间 (元)	4.62-6.13
总市值 (百万元)	6,945
总资产 (百万元)	15,578
每股净资产 (元)	5.19

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	5,952	5,998	6,886	7,564	8,312
+/-%	8.78	0.77	14.81	9.85	9.89
归属母公司净利润 (百万元)	487.74	437.53	577.68	681.86	745.54
+/-%	(19.38)	(10.30)	32.03	18.03	9.34
EPS (元, 最新摊薄)	0.33	0.29	0.39	0.45	0.50
PE (倍)	14.24	15.87	12.02	10.19	9.32

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

百隆东方：色纺纱领先企业 .....	4
色纺纱行业：渗透率有望继续提升 .....	6
色纺纱渗透率较低，消费潜力尚未充分挖掘 .....	6
色纺纱市场呈双寡头格局，集中度有望进一步提升 .....	8
百隆：掌握优质客户资源，产能增长推动业绩提升 .....	10
优质客户粘性高，龙头客户稳健发展 .....	10
产能扩张驱动公司业绩增长 .....	10
布局越南顺应产业潮流，展现了公司长远的战略眼光 .....	12
棉价当前处于低位，棉价回升对公司业绩有积极作用 .....	13
盈利预测与估值 .....	16
盈利预测 .....	16
估值讨论 .....	17
风险提示 .....	18
PE/PB - Bands .....	18

## 图表目录

图表 1：经典花纱色卡 .....	4
图表 2：新型产品 Eco FRESH Yarn 面料 .....	4
图表 3：公司发展历程 .....	4
图表 4：公司营收及增速 .....	5
图表 5：公司归母净利润及增速 .....	5
图表 6：公司股权结构（截至 2018 年年报） .....	5
图表 7：色纺纱与印染布、色织布三种不同着色方式比较 .....	6
图表 8：色纺纱纱线 .....	6
图表 9：色纺纱布料 .....	6
图表 10：运动鞋服市场规模 .....	7
图表 11：快时尚品牌市场规模 .....	7
图表 12：色纺纱市场渗透率变化 .....	8
图表 13：色纺纱行业竞争格局（截至 2018 年末） .....	8
图表 14：百隆东方、华孚时尚毛利率对比 .....	9
图表 15：百隆东方、华孚时尚净利率对比 .....	9
图表 16：污水处理相关政策 .....	9
图表 17：百隆东方前五大客户收入及占比 .....	10
图表 18：华孚时尚前五大客户收入及占比 .....	10
图表 19：申洲国际近年来营收及增长率 .....	10
图表 20：申洲国际近年来归母净利及增长率 .....	10

图表 21: 公司品牌客户 .....	10
图表 22: 百隆东方产能分布 (截至 2018 年末) .....	11
图表 23: 百隆东方产能及产能利用率 .....	11
图表 24: 越南棉花进口总额与数量 .....	12
图表 25: 越南棉纱纺织物产量 .....	12
图表 26: 中国人口结构 (2018 年) .....	12
图表 27: 越南人口结构 (2018 年) .....	12
图表 28: 越南百隆营收及同比 .....	13
图表 29: 越南百隆利润及同比 .....	13
图表 30: 棉花价格和纱线价格对比 .....	13
图表 31: 百隆东方棉花采购结构 .....	14
图表 32: 全球棉花播种面积 .....	14
图表 33: 全球棉花产量、销量、库存量、库销比 .....	14
图表 34: 历年棉花供应量、消费量及供给缺口 .....	15
图表 35: 棉花库存量 .....	15
图表 36: 百隆东方存货库存及同比 .....	15
图表 37: 分业务盈利预测 .....	17
图表 38: 费用率假设 .....	17
图表 39: 可比公司估值对比 (截至 2019 年 5 月 30 日, EPS 参考 wind 一致预测) ..	17
图表 40: 百隆东方历史 PE-Bands .....	18
图表 41: 百隆东方历史 PB-Bands .....	18

## 百隆东方：色纺纱领先企业

百隆东方是国内领先的色纺纱生产企业，公司形成了自制生产为主、委托外协加工为辅的生产体系，通过特有的“小批量、多品种、快速反应”经营模式，致力于向客户提供全系列、多品种、质量可靠的色纺纱线。

图表1：经典花纱色卡



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表2：新型产品 Eco FRESH Yarn 面料



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

百隆东方成立于2004年，前身是成立于1993年的百隆贸易，1998年公司开始通过横向收购开展纤维染色和棉纺等业务。2003年，公司开始进入新疆进行上游拓展，开展棉花收购、棉片生产加工等业务。2013年，公司转让六家新疆子公司股权并计划在越南百隆区投放50万锭产能，同期公司开展技术升级，与陶氏化学合作研发Eco FRESH Yarn系列产品。2017年，百隆B区纱线项目开工建设。

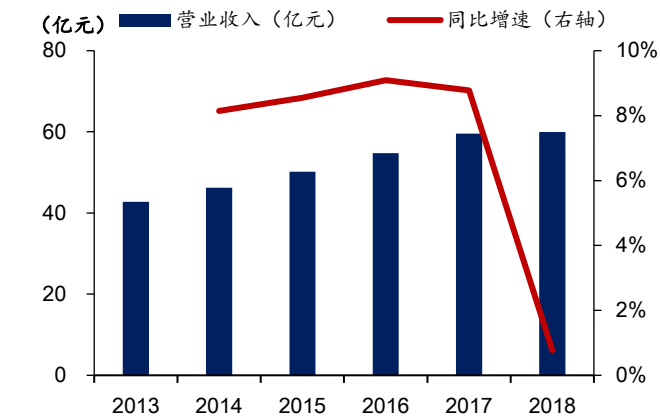
图表3：公司发展历程



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

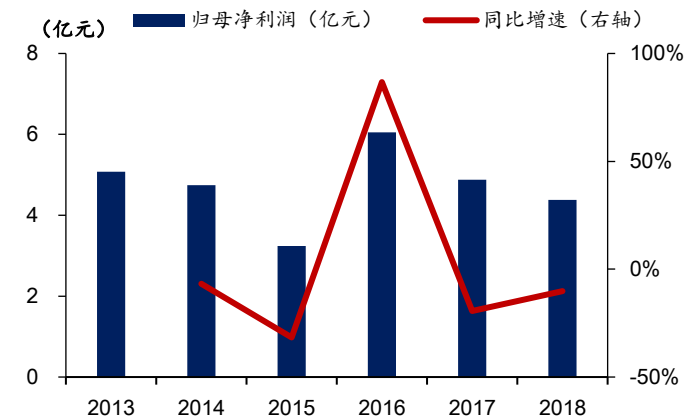
随着产能的增加和客户的增长,公司营收稳定增长。2013-2018年公司营收复合增速7%,2018年百隆实现营收60亿元,同比增长0.8%;实现归母净利4.4亿元,同比下滑10%。2018年公司业绩表现不佳主要是下半年以来受中美贸易摩擦和国内消费增长放缓影响。

图表4: 公司营收及增速



资料来源:公司公告,华泰证券研究所

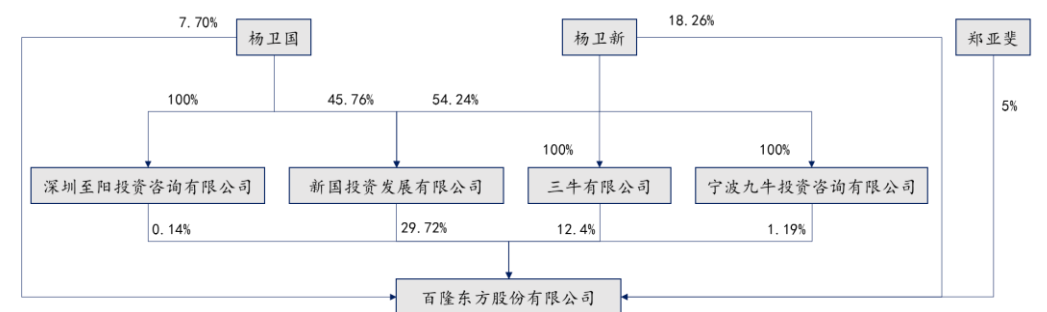
图表5: 公司归母净利润及增速



资料来源:公司公告,华泰证券研究所

百隆东方实际控制人为杨卫新、杨卫国兄弟,杨卫新、杨卫国兄弟及杨卫国的一致性动人郑亚斐,直接或间接合计控股百隆东方 74.41%的股份。杨卫新毕业于华东纺织工学院,在纺织行业有多年的管理经验,目前担任公司董事长。

图表6: 公司股权结构 (截至2018年年报)



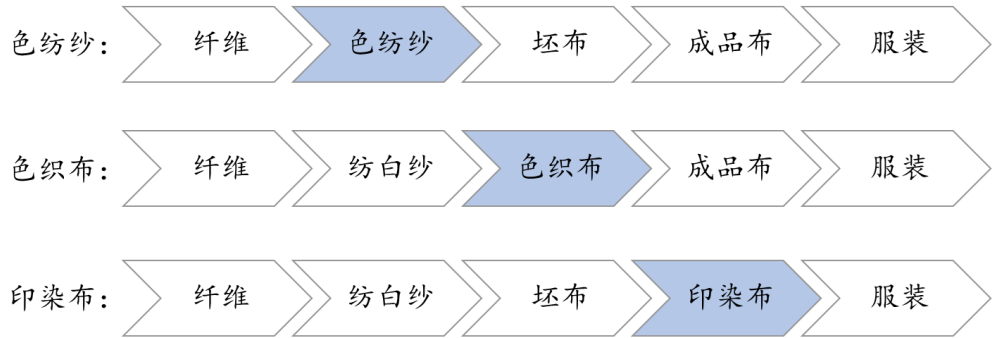
资料来源:公司公告,华泰证券研究所

## 色纺纱行业：渗透率有望继续提升

### 色纺纱渗透率较低，消费潜力尚未充分挖掘

色纺纱是先将纤维染色，然后将两种或两种以上不同颜色的纤维经过充分混合后，制成具有独特混色效果的纱线。

图表7：色纺纱与印染布、色织布三种不同着色方式比较



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

相比其他染色方式，色纺纱的优势主要体现在以下几点：

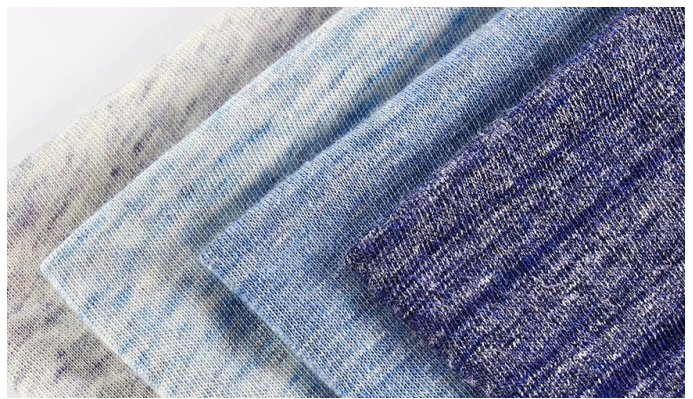
- 1) **时尚性较强**：色纺纱在同一根纱线上显现出多种颜色，色彩丰富、饱满柔和，用色纺纱织成的面料具有朦胧的立体效果，手感柔和，适合运用在中高端材质的服饰上。
- 2) **科技含量高，功能性较强**：经过 30 多年地不断开发，色纺纱在满足外观及舒适要求的同时，逐步向功能性纱线发展，目前已有的功能性色纺纱包括抗紫外线、吸湿排汗快干、抑菌防臭等，适合运用于运动服饰生产。
- 3) **在节能减排和环保上具有明显优势**：色纺纱仅对 35%-40% 的棉花染色，但通过混纺可获得 100% 彩色棉纱，色纺纱生产同其他工艺相比，能够实现纺织印染环节盐和碱的零排放，显著降低对电力、蒸汽和燃料的消耗，减少近 1/3 的废水排放。

图表8：色纺纱纱线



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

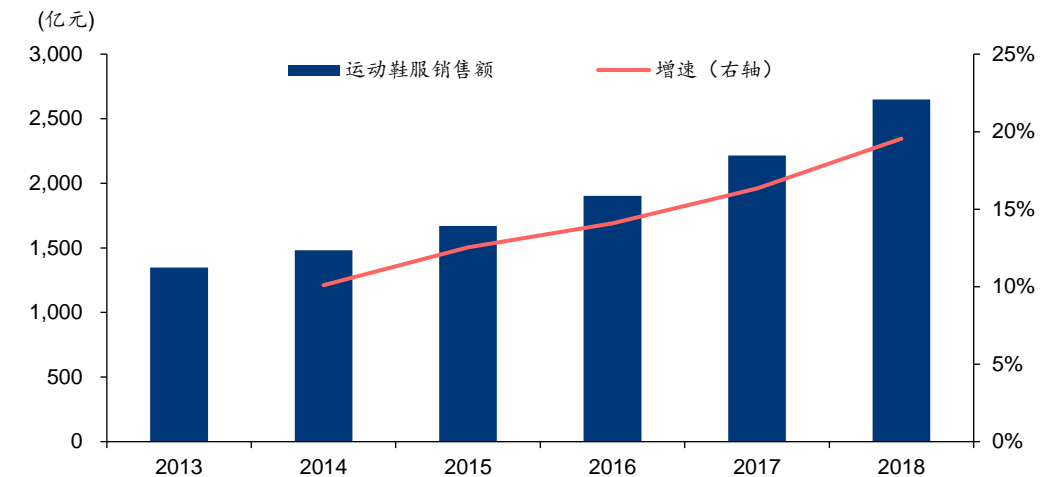
图表9：色纺纱布料



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

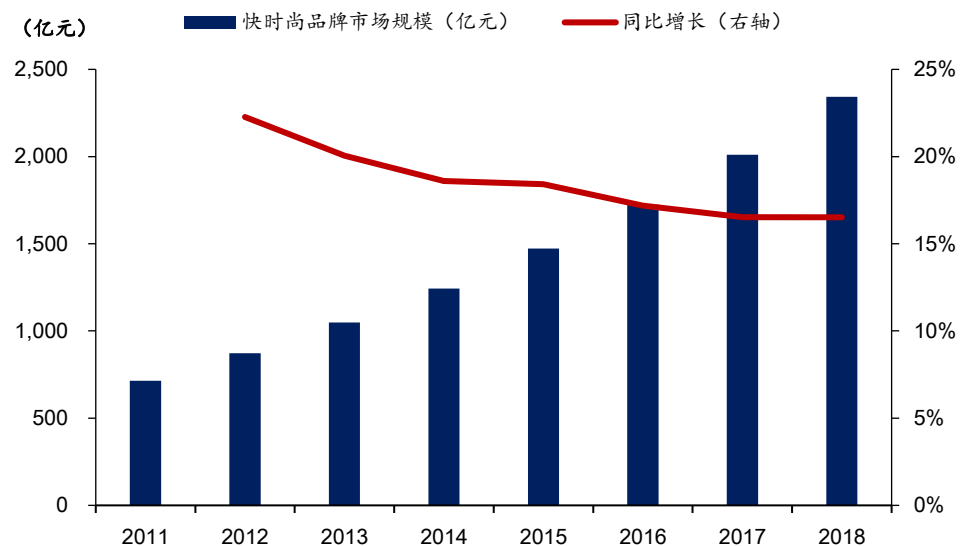
运动服饰和快时尚是目前色纺纱的主要应用领域，下游需求景气度高。根据 Euromonitor 数据，2013-2018 年，我国运动鞋服零售额复合增速达到 14%，2018 年达到 2648 亿元，比上年增长 19.5%。中国快时尚品牌发展迅速，2011 年-2018 年市场规模复合增长率为 18%，高于服装行业整体增速，2018 年市场规模达到 2342 亿元。

图表10: 运动鞋服市场规模



资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

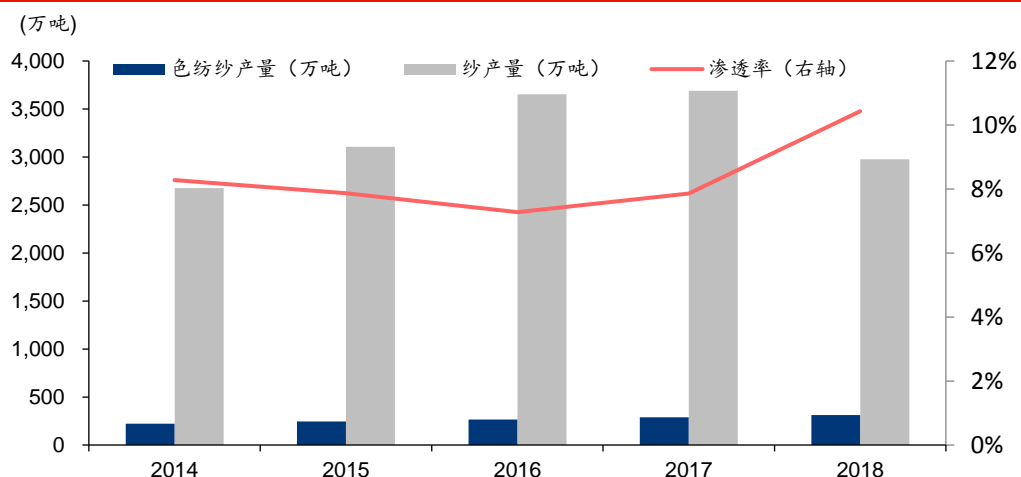
图表11: 快时尚品牌市场规模



资料来源: 中国产业信息网, 华泰证券研究所

2014年-2018年, 色纺纱市场渗透率保持在7%-10%的区间。色纺纱的消费潜力尚未被充分挖掘, 随着应用空间的扩大, 色纺纱规模仍有较大的成长空间。在面料领域, 目前色纺纱主要应用于毛衫、针织面料和梭织面料领域。其中在毛衫、针织面料领域的应用相对成熟, 而在梭织面料领域的应用尚处于起步阶段, 目前只占约5%的市场份额, 未来有较大增长空间, 特别是在家纺面料、衬衣以及休闲装面料领域的应用。消费升级有助于色纺纱需求的提升。色纺纱能实现传统纺纱所不能达到的朦胧立体效果和质感, 是制作中高端面料的首选纱线, 其需求也会随着消费升级下中高端服饰需求提高而进一步增长。

图表12: 色纺纱市场渗透率变化

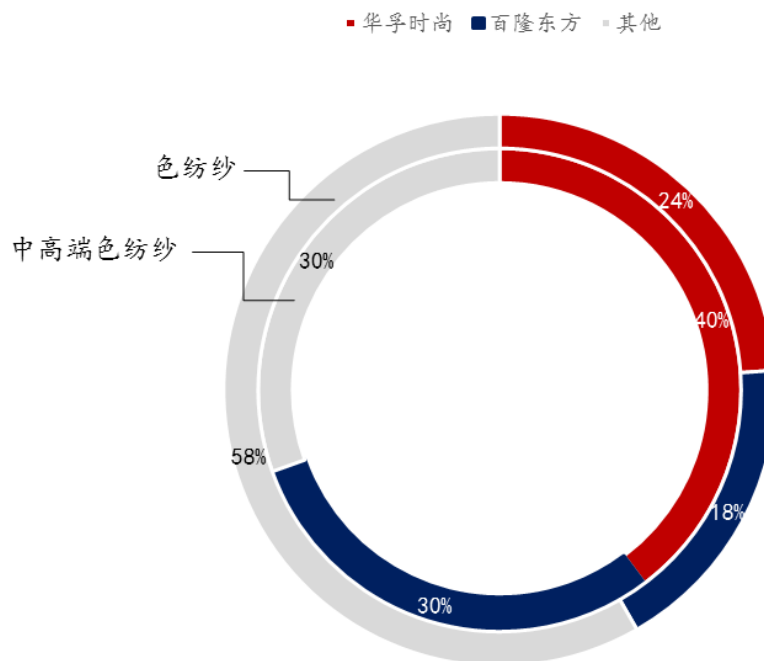


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 色纺纱市场呈双寡头格局, 集中度有望进一步提升

目前全球色纺纱约 90% 的产能集中在中国, 已形成寡头垄断格局。截至 2018 年末, 目前我国色纺纱行业总产能约为 700 万吨, 华孚时尚、百隆东方分别占据整体市场份额的 24% 和 18%, 而在中高端色纺纱市场中, 华孚时尚、百隆东方分别占据了 40%、30% 的市场份额。

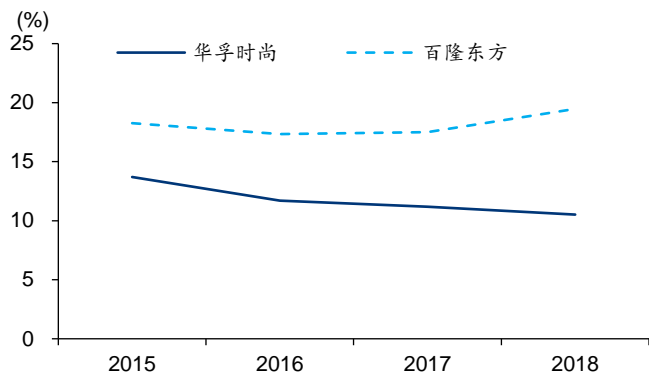
图表13: 色纺纱行业竞争格局 (截至 2018 年末)



资料来源: 中国产业信息网, 华泰证券研究所

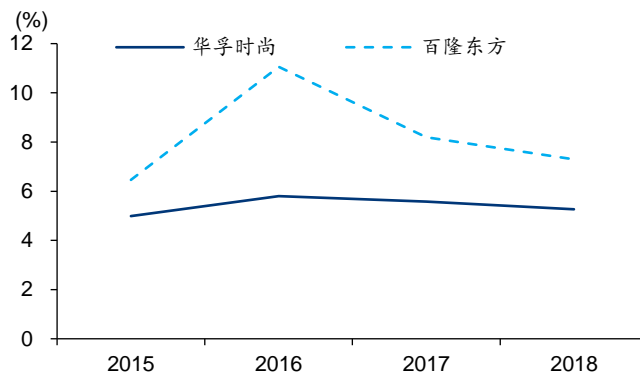


图表14: 百隆东方、华孚时尚毛利率对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表15: 百隆东方、华孚时尚净利率对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**色纺纱行业具有较高的进入壁垒。**色纺纱工艺较为复杂,管理要求高。由于色纺纱具有批量小、品种多的生产特点,一个车间要生产出多种配比不同的色纺纱,对车间管理和分色管理要求较高。同一配比的色纺纱,在有色原料换批后要保持光泽、色光一致,保持产品的稳定性有一定的难度。色纺纱所需生产设备等固定资产投资较大,只有当产量达到一定规模的企业才能凭借规模优势形成低成本优势。

**环保监管趋紧有利于技术实力强、管理规范的龙头企业。**环保政策趋严将推动企业在环保设施方面加大投入,对于下游客户而言,考虑到供货的稳定性、企业的社会效益等因素,也会倾向于选择符合环保政策的供应商,因此规模小、资金有限、环保不达标的企业将加速出清,龙头企业有望借此机会进一步提升市场占有率。

图表16: 污水处理相关政策

时间	部门	名称	内容
2015.04	国务院	《水污染防治行动计划》(水十条)	到2020年,长江、黄河等七大重点流域水质优良比例总体达到70%以上,地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在10%以内,地级及以上城市集中式饮用水水源水质达到或优于III类比例总体高于93%
2016.11	工信部、生态环境部	《水污染防治重点行业清洁生产技术推广方案》	在造纸、食品加工、制革、纺织、有色金属、氮肥、农药、焦化等工业水污染防治的重点领域,通过在水污染防治重点行业推广采用先进适用清洁生产技术,实施清洁生产技术改造,从源头减少废水、化学需氧量、氨氮、含铬污泥(含水量80-90%)等污染物的产生和排放。
2016.12	发改委	《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》	到2020年底,实现城市污水处理率达到95%;县城不低于85%,其中东部地区力争达到90%;建制镇达到70%;京津冀、长三角、珠三角等区域提前一年完成。
2017.09	生态环境部	《工业集聚区水污染治理任务推进方案》	要求以硬措施落实“水十条”任务。对逾期未完成任务的省级及以上工业集聚区一律暂停审批和核准其增加水污染物排放的建设项目,并依规撤销园区资格。
2017.10	国务院	《重点流域水污染防治规划(2016-2020年)》	到2020年,长江、黄河等七大重点流域水质优良比例总体达到70%以上,劣V类比例控制在5%以下。

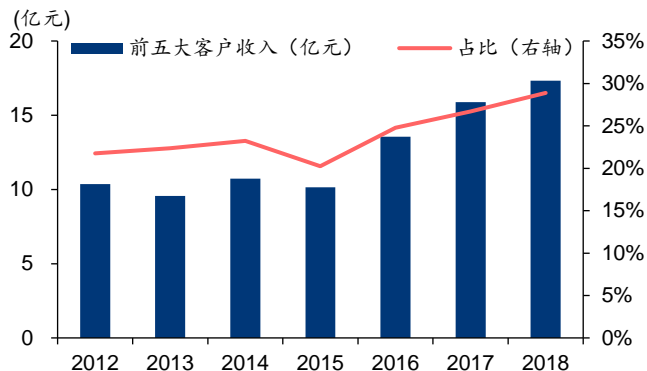
资料来源: 国务院, 工信部, 生态环境部, 发改委, 华泰证券研究所

## 百隆：掌握优质客户资源，产能增长推动业绩提升

### 优质客户粘性高，龙头客户稳健发展

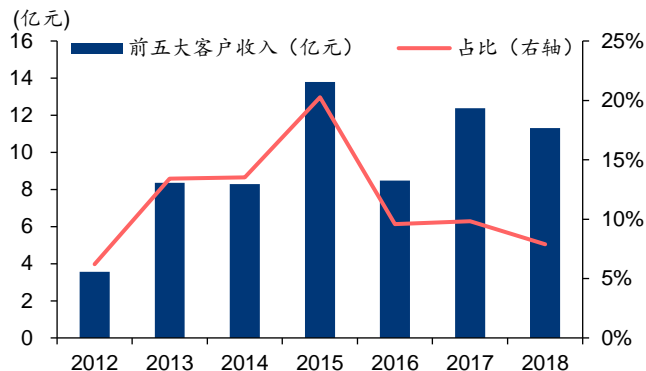
公司掌握优质的客户资源，并和龙头客户保持了较长时间的合作关系，客户粘性较高。公司下游品牌客户包括快时尚、休闲服饰、运动服饰等多个细分行业的优质公司，直接客户包括申洲国际等优质的面料、成衣制造商。2012-2018年，百隆前五大客户收入占比总体呈上升趋势，2018年前五大客户占公司总收入的29%，显著高于竞争对手，龙头客户的稳健成长为公司业绩提供了安全垫。

图表17：百隆东方前五大客户收入及占比



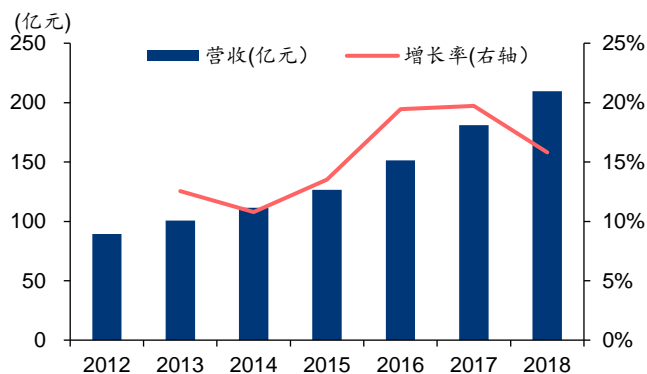
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表18：华孚时尚前五大客户收入及占比



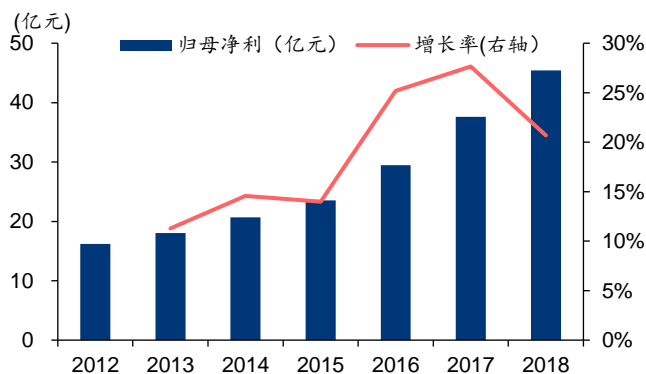
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表19：申洲国际近年来营收及增长率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表20：申洲国际近年来归母净利及增长率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表21：公司品牌客户

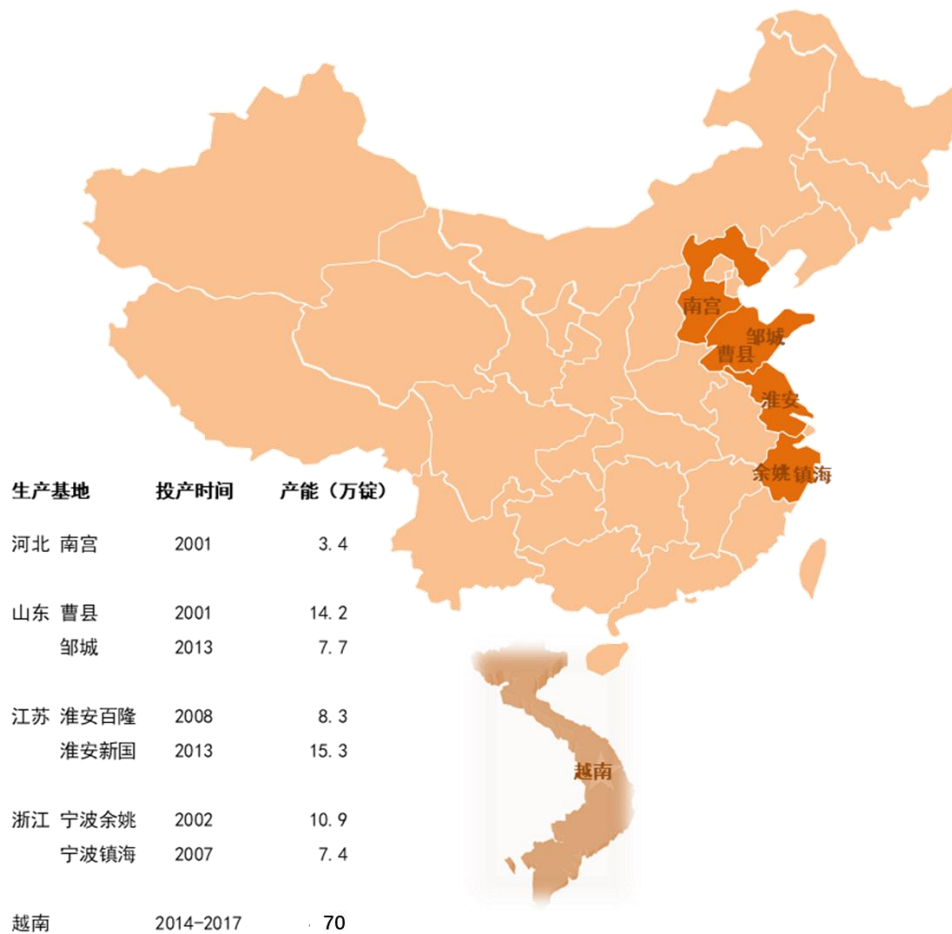
领域	品牌客户
快时尚	ZARA、H&M、GAP、Uniqlo
休闲服饰	Oldnavy、Esprit、Polo、A&F、Nautica、美特斯邦威
运动服饰	李宁、耐克、puma、阿迪达斯、安踏、锐步
渠道商	M&S、Target

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 产能扩张驱动公司业绩增长

截至2018年末，百隆总产能接近140万锭。其中国内山东、浙江、江苏、河北四个省份7个生产基地共计70万锭左右；越南A、B区各有产能50万锭、20万锭，公司预计2019年越南B区将有20万锭的新产能投产。

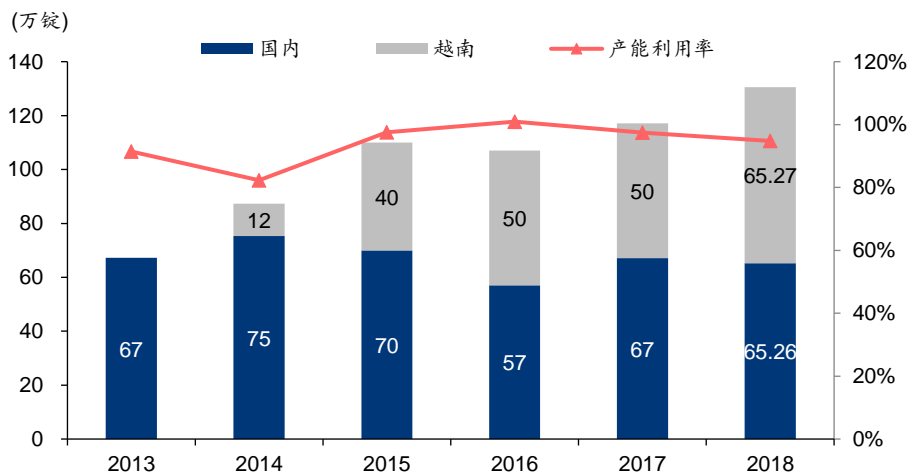
图表22: 百隆东方产能分布 (截至2018年末)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

越南是公司产能扩张的主战场, 公司2013年开始布局越南, 截至2018年末已经累计投入大约7亿美元, 自2014年A区第一期产能12万锭开始投产, 公司在越南的产能占比逐渐提升, 截至2018年末已经占到公司总产能的50%。公司目前在B区仍有大约30万锭的产能处于建设中, 在C区有较为充足的土地储备。我们预计公司2019-2020年每年仍将约有20万锭的产能在越南投产。公司产能利用率保持在高位, 除了2014年越南刚投产订单不饱和拉低了整体产能利用率之外, 2015-2017年公司产能利用率始终保持在97%以上。

图表23: 百隆东方产能及产能利用率

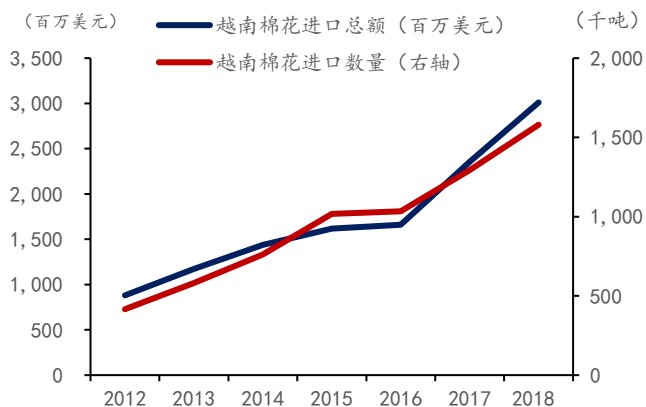


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 布局越南顺应产业潮流，展现了公司长远的战略眼光

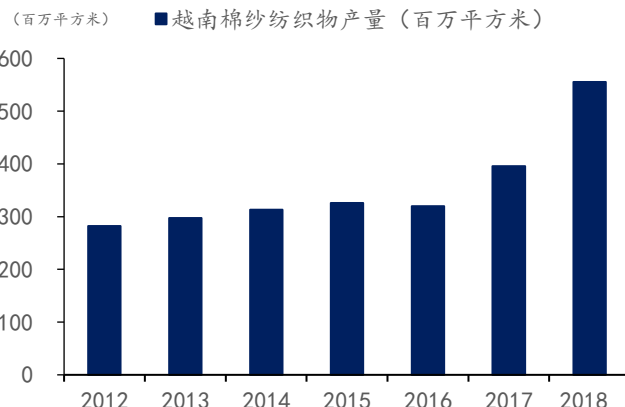
近年来越南纺织业得到了快速的发展，越南目前已成为了世界第三大纺织品服装出口国，仅次于中国和印度。根据越南棉纱协会提供的数据，2018年全年越南棉花进口量为156.8万吨，货值30.11亿美元，同比分别增长21%和27.5%。2018年越南棉纱进口量为103.48万吨，货值24.19亿美元，同比分别增长17.8%和32.8%。纱线出口量为147.86万吨，出口额为40.25亿美元，同比分别增长9.6%和12.0%。

图表24：越南棉花进口总额与数量



资料来源：越南统计局，华泰证券研究所

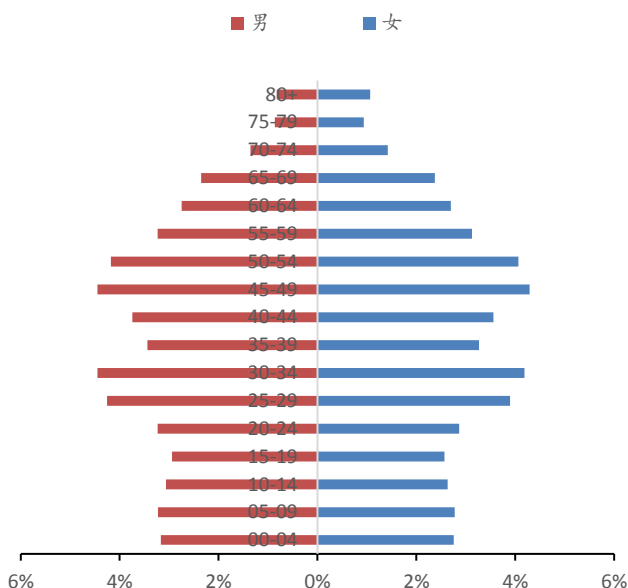
图表25：越南棉纱纺织物产量



资料来源：越南统计局，华泰证券研究所

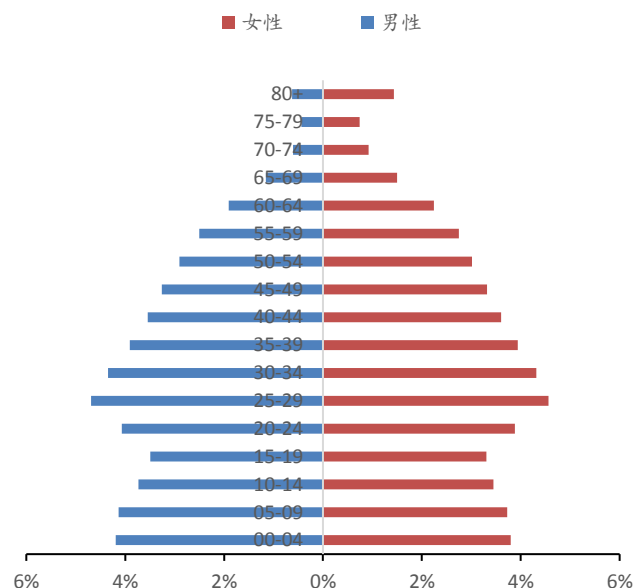
越南拥有充足的年轻劳动力，且人力、电力、土地、税收等各项成本有较明显的优势。根据世界银行的数据，截至2017年，越南、中国20-39岁的人口占总人口的比例分别是29.6%和33.7%，而20岁以下的人口占比，越南和中国分别为23.1%和29.8%。与此同时，越南人力、土地、能源等成本价格低于国内。税收政策方面，越南经济区与高科技区企业15年内税率10%，并享受四免九减半政策；工业区企业、出口加工区税率20%，工业区享受二免九减半优惠。相比于国内25%税率（高新技术企业为15%）更加优惠。

图表26：中国人口结构（2018年）



资料来源：世界银行，华泰证券研究所

图表27：越南人口结构（2018年）

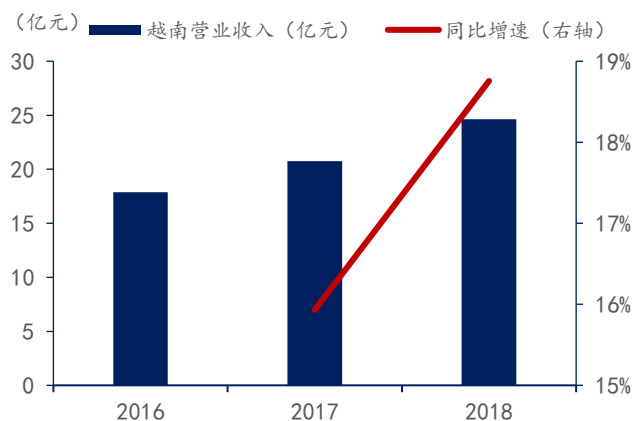


资料来源：世界银行，华泰证券研究所

在贸易环境方面，越南出口税率优惠，且作为越南境内投资者，可以以越南厂商身份进行海外销售活动。根据《跨太平洋伙伴关系全面及进步协定》(CPTPP)，就纺织品而言，日本对越南关税为0%，对华纺织品关税7-11%；对欧盟出口方面，根据《越欧自由贸易协定》(VEFTA)，双方承诺取消超99%货物关税，VEFTA签订后7年内越南出口欧盟关税为0%。相较之下，目前欧盟对华贸易关税为12%。

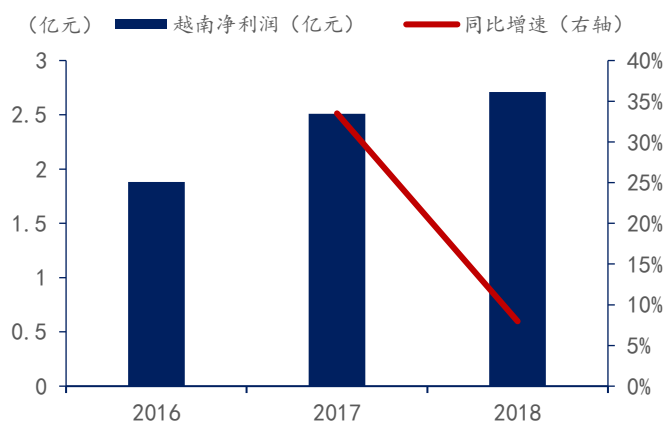
越南已经成为百隆东方新的增长引擎，公司自2013年开始投资越南，截至2018年底越南百隆已经形成了约70万锭产能，占到公司总产能的一半。2016-2018年，越南百隆营业收入从17.9亿元增长到24.6亿元，净利润从1.9亿元增长到2.7亿元，CAGR分别为17%和20%。我们预计越南百隆2019、2020年上半年将分别有约20万锭的产能投产，届时越南百隆将占到总产能的60%以上。

图表28: 越南百隆营收及同比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表29: 越南百隆利润及同比

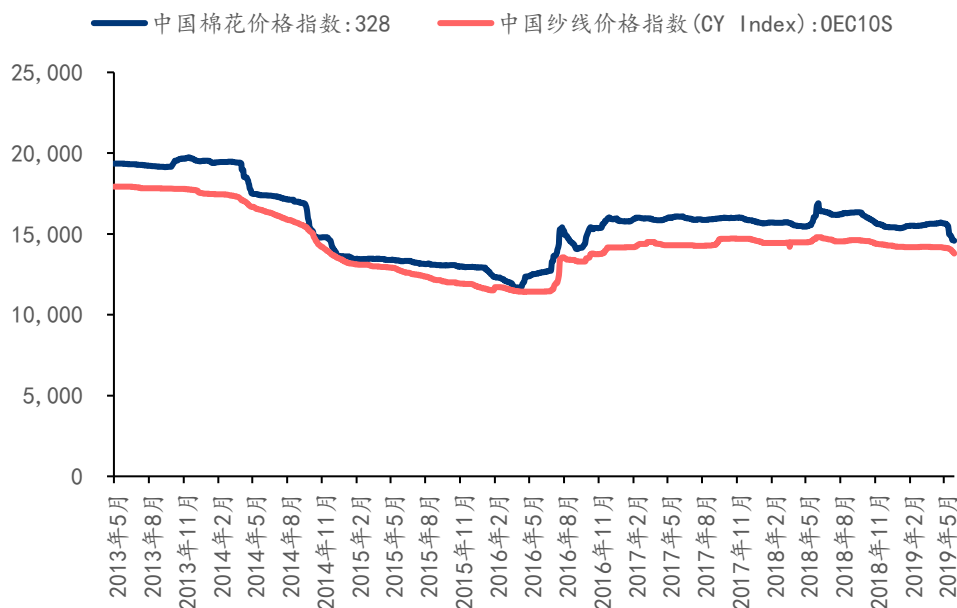


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 棉价当前处于低位，棉价回升对公司业绩有积极作用

棉花价格是影响棉纱定价的最重要因素之一。百隆东方成本结构中，原材料占到70%以上的比例，其中以棉花占比最高。棉花价格是棉纱定价的重要考量因素，我们对比了2013年5月-2019年5月中国棉纱、棉花价格指数，二者相关系数达到95%以上，有较强的相关性。

图表30: 棉花价格和纱线价格对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

百隆国内生产基地主要以采购国产棉、进口棉为主，并适时以期货棉作为现货的补充；越南工厂主要以采购国际市场棉花为主。国际、国内棉价的波动都会对公司原材料成本有较大的影响。

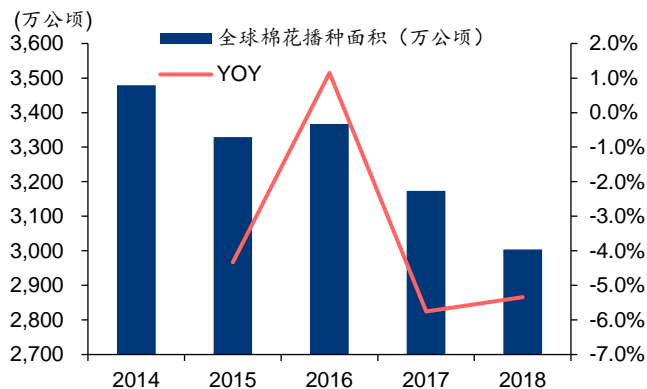
**图表31：百隆东方棉花采购结构**

项目		2016	2017	2018
国储棉	采购量(吨)	18392	11661	4946
	占比	14%	5%	2%
	采购均价(元/吨)	12395	13798	14169
进口棉	采购量(吨)	79617	160801	229767
	占比	58%	65%	77%
	采购均价(元/吨)	11671	12290	12992
其他	采购量(吨)	38115	74051	64344
	占比	28%	30%	22%
	采购均价(元/吨)	12332	14516	14514
<b>合计</b>	<b>采购量(吨)</b>	<b>136124</b>	<b>246513</b>	<b>299057</b>

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

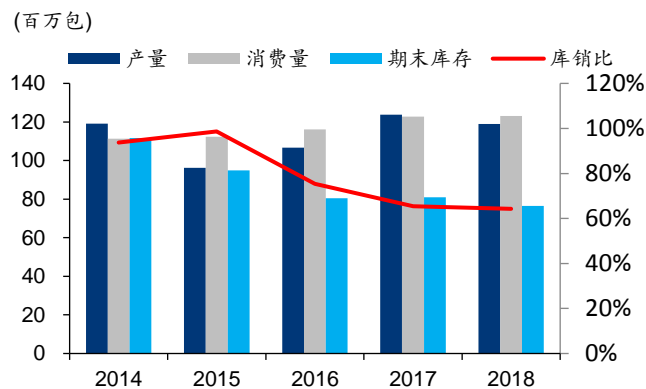
**国际棉价：2018年全球棉花产量1.19亿包，消费量1.23亿包，供需缺口425万包。棉花供给紧平衡，库销比达到近年来最低位，供给收缩，销售预计仍将稳定增长，棉价长期看涨。**从供给端来看，根据美国农业部数据，2014-2018年，全球棉花播种面积复合增速为-3.6%，总体呈下滑趋势。2018年全球棉花种植面积3004万公顷，同比减少5%。全球棉花库销比从2014年的高点开始一路下滑，2018年库销比达到60%，是2011年以来的最低点。从需求端来看，2014-2018年全球棉花需求量复合增速为1.4%，基本保持平稳。

**图表32：全球棉花播种面积**



资料来源：美国农业部，华泰证券研究所

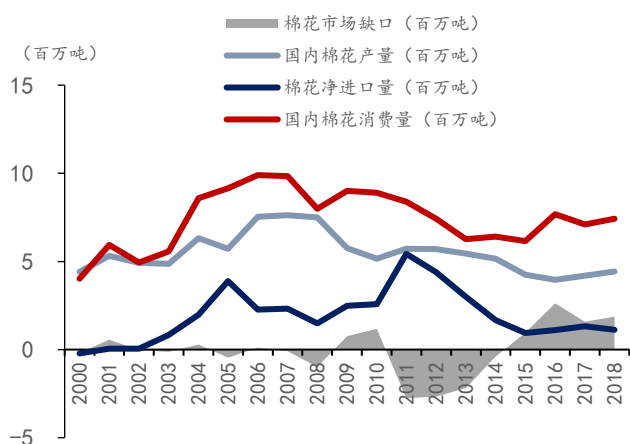
**图表33：全球棉花产量、销量、库存量、库销比**



资料来源：美国农业部，华泰证券研究所

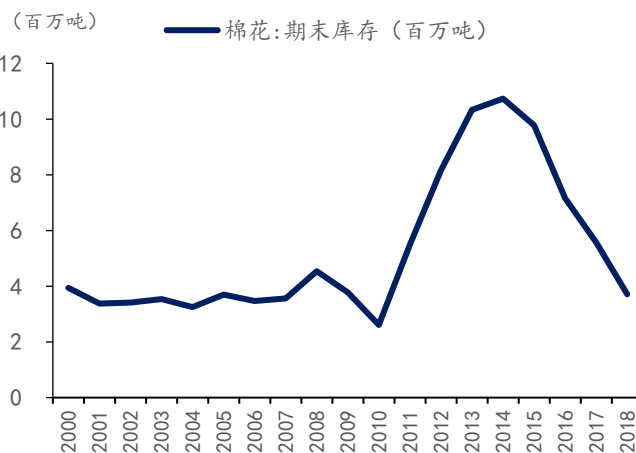
**国内棉价：存在供需缺口，库存维持在低位，长期看涨。**从供需角度来看，2015年开始国内供需缺口不断拉大，根据国家统计局数据，2015-2018年我国棉花供需缺口分别为95万吨、263万吨、159万吨和186万吨。与之对应的是棉花库存量的急剧减少，棉花库存自2014年历史高点1070万吨逐步减小，到2018年期末库存只剩余371万吨，逼近历史低位。与国际棉价不同的是，国内棉价短期内会受到国储棉抛储计划的影响。2015-2018年，国储棉采用“少轮入，多轮出”的去库存政策，目前库存已经处于低位，未来有望计入补库存周期。

图表34: 历年棉花供应量、消费量及供给缺口



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

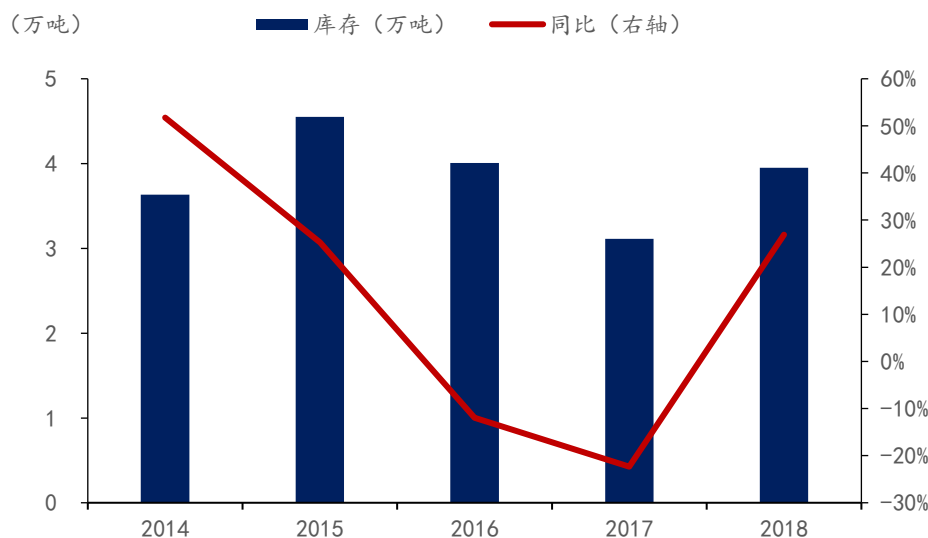
图表35: 棉花库存量



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

棉价回升将对百隆东方业绩有积极的影响。色纺纱产品大多定价采用成本加成定价,从量价的角度来看,在销量不变的情况下单价提升有望提振收入表现。此外,棉纺企业为了对冲成本波动的影响,在棉价低迷的时候一般会增加棉花库存,当棉纱价格重新进入上行周期时,生产成本反映的是低价的库存棉,因此短期之内会有利润率的提升。库存逐步轮出,高价棉花补充原材料库存时,利润率会逐步回到正常水平,原材料库存越充足的企业受益越明显。

图表36: 百隆东方存货库存及同比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

## 盈利预测与估值

### 盈利预测

我们对百隆东方 2019-2021 年盈利预测做出如下假设：

- 1) 纱线业务：目前在越南 B 区产能仍在建设当中，C 区有充足的土地储备。我们预计公司 2019、2020、2021 年分别有新增产能 20、10、10 万锭，销量同比增速分别为 16%、5%、5%。棉纱价格方面，由于棉价在低位且下游需求不振，2018 年棉纱价格有所下滑，预计未来有望逐步回升，假设 2019-2021 年棉纱单价每年提升 5%。根据以上假设，2019-2021 年公司营收增速分别为 16%、10%、10%。毛利率方面，根据我们之前的分析，棉花涨价周期受到低价棉花库存的影响，短期毛利率会有提升，但长期看主要还是取决于产品的附加值和公司的议价能力，目前主要采用成本加成法。审慎起见，毛利率我们采用三年的移动平均进行预测，假设 2019-2021 年纱线产品毛利率分别为 17.9%、18.0%、18.2%。
- 2) 其他业务：公司其他业务主要是将生产纱线过程中产生的废棉出售给其他企业，审慎起见假设 2019-2021 年收入保持稳定，毛利率采用近三年移动平均数进行预测。
- 3) 管理费用率：根据公司年报，公司管理费用中职工薪酬和折旧摊销占比在 70%左右，过往管理费用的增长主要是由于职工薪酬增加引起。随着公司收入规模的稳定提升，规模效应的显现，我们预计管理费用率会逐渐下降，预计 2019-2021 年管理费用率分别为 4.79%、4.78%、4.77%。
- 4) 销售费用率：根据公司年报，公司销售费用率占比最大的为运费及报关费，仅这一项占总销售费用的 70%左右。2018 年公司通过优化运输路径等方式降低了运费，我们预计公司未来销售费用率随着收入的增长会略有下降，预计 2019-2021 年公司销售费用率分别为 2.24%、2.23%、2.20%。

根据以上核心假设，通过财务模型测算，预计百隆东方 2019-2021 年 EPS 分别为 0.39、0.45、0.50 元/股。



图表37: 分业务盈利预测

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>纱线</b>							
总产能/万吨	100	120	120	140	160	170	180
YOY		20%	0%	17%	14%	6%	6%
国内/万吨	40	50	50	70	70	70	70
越南/万吨	60	70	70	70	90	100	110
产量/万吨	16	17	17	19	21	22	23
YOY		6%	2%	12%	10%	5%	5%
销量/万吨	15	17	18	18	21	22	23
YOY		17%	4%	1%	16%	5%	5%
产销率	94%	103%	105%	95%	100%	100%	100%
单价(元/吨)	30,677	31,525	33,284	30,158	31,666	33,249	34,911
YOY		3%	6%	-9%	5%	5%	5%
营收(百万元)	4,796	5,234	5,651	5,730	6,618	7,296	8,044
YOY		9%	8%	1%	16%	10%	10%
毛利(百万元)	907	918	984	1,071	1,183	1,313	1,463
成本(百万元)	3,890	4,315	4,667	4,659	5,435	5,984	6,581
毛利率	18.9%	17.5%	17.4%	18.7%	17.9%	18.0%	18.2%
<b>其他业务</b>							
收入	220	238	301	268	268	268	268
YOY		8%	27%	-11%	0%	0%	0%
成本(百万元)	211	208	243	171	207	198	192
毛利(百万元)	9	31	58	97	61	70	76
毛利率	4.1%	12.8%	19.3%	36.3%	22.8%	26.1%	28.4%
<b>合计</b>							
收入	5,016	5,472	5,952	5,998	6,886	7,564	8,312
YOY		9.1%	8.8%	0.8%	14.8%	9.9%	9.9%
成本(百万元)	4,100	4,523	4,910	4,830	5,641	6,181	6,773
毛利(百万元)	916	949	1,042	1,168	1,245	1,383	1,539
毛利率	18.3%	17.3%	17.5%	19.5%	18.1%	18.3%	18.5%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表38: 费用率假设

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	3.11%	2.73%	2.25%	2.24%	2.23%	2.20%
管理费用率	5.27%	4.57%	4.80%	4.79%	4.78%	4.77%
财务费用率	-0.50%	4.48%	2.79%	2.37%	1.90%	2.26%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 估值讨论

我们选取了纺织制造板块的主要八家公司作为可比公司,可比公司2019年平均PE为14.2。我们给予百隆东方2019年14-15倍PE估值,对应目标价格区间为5.46-5.85元,首次覆盖给予“增持”评级。

图表39: 可比公司估值对比(截至2019年5月30日, EPS参考wind一致预测)

代码	简称	市值(亿元)	净利润(亿元)			PE		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
000726.SZ	鲁泰A	87	8.1	9.0	9.9	10.8	9.7	8.8
002003.SZ	伟星股份	54	3.1	3.7	4.2	17.2	14.6	12.8
002042.SZ	华孚时尚	113	7.5	8.6	9.6	15.1	13.2	11.7
002087.SZ	新野纺织	33	3.9	4.6	5.5	8.6	7.1	6.0
002674.SZ	兴业科技	42	1.2	1.4	1.7	36.2	30.4	25.4
600987.SH	航民股份	72	6.6	7.5	8.3	10.8	9.6	8.7
603055.SH	台华新材	57	3.4	4.4	5.0	16.7	13.1	11.4
603889.SH	新澳股份	37	2.0	2.4	2.8	18.7	15.8	13.2
<b>平均值</b>							<b>14.2</b>	

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 风险提示

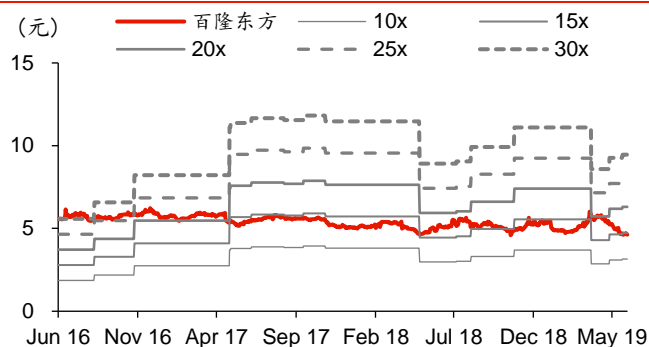
**市场竞争风险：**色纺纱是纺纱各细分品类中利润水平较高的子行业，如果有更多传统纺织企业转型进入这一领域，将会加剧行业的竞争。

**成本波动风险：**百隆生产成本主要包括棉花、能源和人工等，其中棉花占到成本的70%左右。近年来随着气候、国家政策、期货市场波动等原因，棉花价格出现了较大幅度的波动。如果公司没有财务恰当的策略应对棉花价格的波动，则会对公司经营造成比较大的影响。

**客户集中度高：**公司凭借优秀的综合能力吸引了优质的客户，相比竞争对手，客户集中度更高，如果关键客户的订单发生问题，有可能对公司业绩造成较显著的影响。

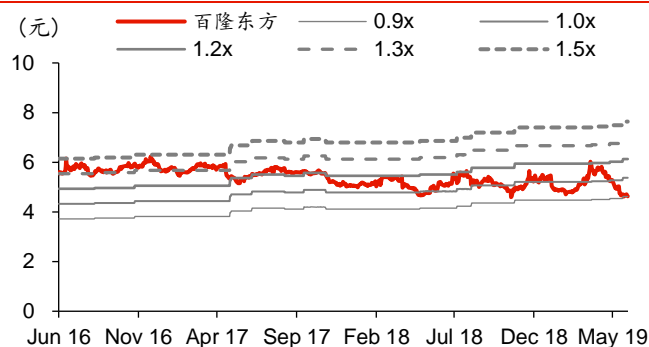
### PE/PB - Bands

图表40：百隆东方历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表41：百隆东方历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,232	6,563	6,626	7,202	7,556
现金	1,192	1,154	1,386	1,382	1,351
应收账款	466.12	415.48	541.02	600.67	656.55
其他应收账款	12.14	27.60	25.41	30.17	32.32
预付账款	51.42	109.45	95.17	108.37	119.80
存货	2,999	4,500	4,133	4,563	4,876
其他流动资产	511.17	356.23	444.96	518.05	519.87
非流动资产	6,439	6,948	6,904	6,915	6,876
长期投资	1,859	1,913	1,709	1,802	1,789
固定投资	3,179	3,744	3,918	3,944	3,891
无形资产	385.76	564.94	620.45	686.46	760.09
其他非流动资产	1,015	725.97	657.28	483.18	435.22
资产总计	11,671	13,510	13,531	14,117	14,431
流动负债	2,582	3,822	3,213	3,230	4,549
短期借款	1,868	3,058	2,443	2,399	3,654
应付账款	315.59	380.77	421.33	470.20	512.09
其他流动负债	397.90	383.23	348.46	361.30	382.43
非流动负债	1,823	1,955	2,022	2,101	575.25
长期借款	0.00	135.81	192.84	276.14	350.68
其他非流动负债	1,823	1,819	1,829	1,824	224.57
负债合计	4,405	5,777	5,235	5,331	5,124
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
资本公积	2,358	2,358	2,358	2,358	2,358
留存公积	3,414	3,702	4,453	4,961	5,502
归属母公司股东权益	7,266	7,734	8,295	8,786	9,307
负债和股东权益	11,671	13,510	13,531	14,117	14,431

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	372.68	(559.62)	1,095	419.82	725.52
净利润	487.74	437.53	577.68	681.86	745.54
折旧摊销	348.98	385.17	245.01	265.61	279.93
财务费用	266.91	167.23	164.73	145.87	191.02
投资损失	(267.77)	(130.65)	(120.00)	(127.00)	(145.00)
营运资金变动	(497.01)	(1,493)	225.79	(529.56)	(331.01)
其他经营现金	33.82	74.17	1.83	(16.96)	(14.96)
投资活动现金	(933.23)	(374.06)	(85.85)	(146.29)	(96.03)
资本支出	422.28	1,271	200.00	150.00	150.00
长期投资	749.62	(611.21)	(61.75)	45.56	3.32
其他投资现金	238.67	285.59	52.40	49.27	57.29
筹资活动现金	154.79	791.92	(777.16)	(277.75)	(660.09)
短期借款	315.20	1,190	(614.66)	(44.50)	1,255
长期借款	(100.52)	135.81	57.03	83.29	74.54
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(59.89)	(533.56)	(219.53)	(316.54)	(1,990)
现金净增加额	(637.74)	11.77	232.03	(4.23)	(30.60)

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,952	5,998	6,886	7,564	8,312
营业成本	4,754	4,830	5,641	6,181	6,773
营业税金及附加	44.14	45.69	51.99	57.28	62.88
营业费用	162.75	135.21	154.25	168.69	182.87
管理费用	271.76	287.64	329.84	361.58	396.49
财务费用	266.91	167.23	164.73	145.87	191.02
资产减值损失	4.04	18.21	13.48	15.06	14.53
公允价值变动收益	(24.61)	(57.79)	(15.95)	(17.70)	(19.70)
投资净收益	267.77	130.65	120.00	127.00	145.00
营业利润	544.36	471.88	634.33	743.84	816.69
营业外收入	4.78	5.43	5.21	5.28	5.26
营业外支出	2.48	0.68	1.28	1.08	1.15
利润总额	546.66	476.63	638.25	748.04	820.80
所得税	58.91	39.10	60.57	66.18	75.26
净利润	487.74	437.53	577.68	681.86	745.54
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	487.74	437.53	577.68	681.86	745.54
EBITDA	1,160	1,024	1,044	1,155	1,288
EPS (元, 基本)	0.33	0.29	0.39	0.45	0.50

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	8.78	0.77	14.81	9.85	9.89
营业利润	(14.53)	(13.31)	34.42	17.26	9.79
归属母公司净利润	(19.38)	(10.30)	32.03	18.03	9.34
获利能力 (%)					
毛利率	20.13	19.47	18.07	18.28	18.52
净利率	8.19	7.29	8.39	9.01	8.97
ROE	6.71	5.66	6.96	7.76	8.01
ROIC	9.69	6.10	7.68	8.19	8.98
偿债能力					
资产负债率 (%)	37.74	42.76	38.69	37.76	35.51
净负债比率 (%)	44.55	55.29	50.35	50.18	78.16
流动比率	2.03	1.72	2.06	2.23	1.66
速动比率	0.86	0.53	0.77	0.81	0.58
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.48	0.51	0.55	0.58
应收账款周转率	11.64	12.72	13.41	12.36	12.34
应付账款周转率	15.64	13.87	14.07	13.87	13.79
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.29	0.39	0.45	0.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	(0.37)	0.73	0.28	0.48
每股净资产(最新摊薄)	4.84	5.16	5.53	5.86	6.21
估值比率					
PE (倍)	14.24	15.87	12.02	10.19	9.32
PB (倍)	0.96	0.90	0.84	0.79	0.75
EV_EBITDA (倍)	7.42	8.41	8.25	7.45	6.69

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com