

财务费用上升毛利率下滑导致利润下降，越南 产持续投产有望受益 TPP

核心观点：

1. 事件

公司披露三季报：

前三季度收入 38.13 亿元，同比增长 7.90%；毛利率 19.69%，同比下滑 1.55pp；销售费用同比增长 7.57%，管理费用同比上涨 13.47%，财务费用同比上涨 283.57%；归属母公司净利润 2.75 亿元，同比下滑 30.98%。

单季度看，收入 13.17 亿元，同比增长 8.37%；毛利率 17.46%，同比下滑 4.83pp；销售费用同比下滑 1.62%，管理费用同比增长 11.83%，财务费用上涨 683.55%；归属母公司的净利 786 万元，同比下滑 95.02%。

2. 我们的观点

（一）毛利率下滑财务费用大幅上升，净利润率下降明显：

1、收入端持续保持稳定增长，毛利率下滑较为明显。伴随着公司于 2012 年在越南投资 9800 万美元的色纺纱项目产能逐步释放，公司的收入端在三季度继续稳步增长 8.37%。该新产能 14 年为公司新增产能 1.7 万吨，二期项目在 15 年一季度建成并进入试生产，目前产能约为 4 万吨，占公司总产能 30%。该越南项目 15 年预计全年新增产销量 5 万吨。

2、毛利率大幅下滑明显。公司三季度单季度毛利率同比降低 4.83pp，下滑较为明显。主要是由于（1）销售端，受压国内外市场大环境的不景气，公司产品销售收入价格有 1% 左右的下降。（2）在成本端，由于产品结构调整以及原材料价格的上升，公司制造成本也有一定幅度的上升。

3、财务费用大幅上升，毛利率、财务费用率下滑导致净利润率大幅下降。集团三季度财务费用达到 1.04 亿元，较去年同期上涨 683.55%，占今年前三季度财务费用总额的 66.1%。财务费用的大幅上升主要是由

于公司美元借款规模较大，当季人民币汇率大幅贬值导致汇兑损益有所增加。在财务费用的明显影响下，公司三季度单季归母净利润同比下滑 95.02%。

若除去财务费用影响，公司当季净利润 1.13 亿，较去年同期下降约 5903 万元，同比下滑 34.4%。主要是由于毛利率大幅下滑带来的公司毛利润由去年同期的 2.71 亿下降 4105 万元，至 2.30 亿元。

百隆东方（601339.SH）

谨慎推荐 维持评级

分析师

马莉

☎：（8610）6656 8489

✉：mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

杨岚：（8610）8357 4539

（yanglan@chinastock.com.cn）

执业证书编号：S0130514050004

特此鸣谢

陈腾曦（8621）2025 2682

（chentengxi@chinastock.com.cn）

林骥川（021）6859 7610

linjichuan@chinastock.com.cn

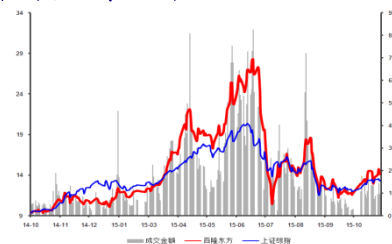
对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2015.10.29

A 股收盘价(元)	7.00
A 股一年内最高价(元)	29.55
A 股一年内最低价(元)	5.17
上证综指	3375.20
市净率	1.58
总股本(亿股)	15.00
实际流通 A 股(亿股)	15.00
限售的流通 A 股(亿股)	4.23
流通 A 股市值(亿元)	105.00

相对指数表现图



资料来源：wind 中国银河证券研究部

（二）越南产能持续扩张：

1、越南产能初步布局完毕，未来有望获得成本及税收减免优势。

随着今年 10 月 TPP 协议意向的达成，越南作为 TPP 成员国将享受出口商美国等国商品零关税的优惠条件。同时，公司于今年 4 月公告对百隆越南追加投资，三期增加注册资金 5000 万美元，追加总投资 5200 万美元，本次扩大投资后，百隆越南注册资本达到 1 亿美元，投资总额达到 3 亿美元。随着其在越南产的逐步扩大，公司有望享受到越南对美国等 TPP 成员国廉价关税的优惠条件以及越南相对低廉的劳动力成本。

同时在公司追加投资达到 3 亿美元之后，若越南百隆实现自营业收入当年起后的 3 年雇佣员工数达到 3000 人以上，则其可以享受到 15 年内企业所得税 10%，头 4 年免征所得税，之后 9 年所得税减半（即 5%）征收的税收优惠政策。

2、棉价继续下跌幅度有限，国内多产粗纤维棉花有利公司色纺纱制造。

自我国 14 年 4 月实施棉花直补政策以来，棉价已从当时的超过 18000 元/吨下降至 13000 元/吨。随着内外棉价差的逐渐减小以及下游企业以 ZARA、优衣库等品牌带起的色纺纱使用热潮，公司收入未来有望得到棉价企稳以及需求回暖的双重利好。

同时公司超过 95% 的产品均为色纺纱，色纺纱对棉花质量要求较低，多用粗纤维棉花，正好符合了目前我国国内粗纤维棉花生产过量，而细纤维棉花生产不足的情况。这有利于公司在未来控制制造成本，进一步提升利润。

3. 投资建议

公司目前股价 10.94 元，市值约 94 亿元，我们预期 15 年公司净利润仍将超过 4 亿元，对应市盈率 23 倍。公司一向管理优秀、经营稳健，我们预期三季度销售费用大幅增长的情况不会一直持续，考虑到公司在大家居战略上的不懈努力，叠加公司 3 亿元的回购尚未实施，这将对股价形成一定支撑，给予公司“**谨慎推荐**”评级。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

马莉、杨岚 纺织服装行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。

覆盖股票范围：

雅戈尔 (600177.sh)、美邦服饰 (002269.sz)、鲁泰A (000726.sz)、七匹狼 (002029.sz)、伟星股份 (002003.sz)、报喜鸟 (002154.sz)、罗莱家纺 (002293.sz)、富安娜 (002327.sz)、潮宏基 (002345.sz)、探路者 (300005.sz)、星期六 (002291.sz)、梦洁家纺 (002397.sz)、森马服饰 (002563.sz)、搜于特 (002503.sz)、华斯股份 (002494.sz)、希努尔 (002485.sz)、红豆股份 (600400.sh)

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn