

百隆东方 (601339)

证券研究报告
2018年11月29日

预计越南产能持续释放，净利率稳步提升

公司越南产能预计快速稳定释放，海外高盈利能力随产能占比增加有望带动整体净利率持续提升，同时国内订单趋稳下越南订单有望超预期。

需求：公司订单增长：1、头部客户（申洲国际等）订单集中度有望提升；2、受中美贸易战影响，公司越南工厂直接出口优势及国际客户（尤其是美国）订单有向海外转移趋势导致海外订单供不应求，订单量有望超预期。3、国内订单基本稳定，虽然出口海外的国际客户订单部分转移，但公司积极开发下游国内品牌客户，同时国内品牌由于供应商集中趋势明显，会加强对色纺纱细分龙头的采购，综合来看公司在国内能够补充转移后的订单需求缺口，预计基本稳定。

供给：1、量：随着越南 B 区纱线生产项目逐步投产，公司产能逐步得到释放，预计 18-20 年越南产能增速预计为 40%/29%/22%；国内产能基本保持平稳；预计 18 年-20 年公司总产能分别为 140/160/180 万锭，总产能增速预计为 17%/14%/13%，到 2022 年越南产能占比有望超过 2/3。**2、价：**棉价预计稳中有升，库存充足，经过年报库存数据的计算，我们预计公司储备了 7-8 月棉花用量，毛利率预计平稳上升。

盈利能力：越南税收优惠、贸易环境良好、成本优势等因素驱动下，18H1 公司越南工厂净利率高于国内工厂净利率约 6%超预期，预计随越南产能占比提升，拉动公司整体净利率上升，ROE 持续提升。

核心竞争优势：进入头部客户供应链，稳定增长；越南产能具备规模及先优势，政策红利对于后来者逐渐减少；资本支出持续投入提升技术优势。

扰动因素：人民币贬值，报表端增加营收和利润规模，促进出口；公司有约 1 亿美元净资产，汇兑损失变为收益，降低财务费用，增加利润弹性。

首次覆盖给予买入评级，目标价 7.65 元。预计 2018-2020 年营收为 61.5/70.1/80.9 亿元，同比增长预计 3.29%/14.07%/15.42%；净利润为 6.35/7.61/8.91 亿元，同比增长 30.27%/19.69%/17.11%；EPS 预测为 0.42/0.51/0.59 元，每股净资产为 5.05/5.28/5.53 元；参考可比公司平均 PE，给予 19 年 15XPE，对应目标价 7.65 元。

风险提示：越南产能释放进程缓慢、东南亚地区反华等政治风险、国内订单量大幅下滑、棉价及汇率剧烈波动等。

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 纺织服装/纺织制造 |
| 6 个月评级 | 买入（首次评级） |
| 当前价格 | 5.46 元 |
| 目标价格 | 7.65 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-----------|
| A 股总股本(百万股) | 1,500.00 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 1,500.00 |
| A 股总市值(百万元) | 8,190.00 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 8,190.00 |
| 每股净资产(元) | 5.13 |
| 资产负债率(%) | 40.49 |
| 一年内最高/最低(元) | 5.88/4.50 |

作者

| | |
|---------------------------|-----|
| 吕明 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110518040001 | |
| lvming@tfzq.com | |
| 于健 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110518090002 | |
| yujian@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

| 财务数据和估值 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 5,471.67 | 5,952.21 | 6,148.16 | 7,013.27 | 8,094.94 |
| 增长率(%) | 9.08 | 8.78 | 3.29 | 14.07 | 15.42 |
| EBITDA(百万元) | 950.95 | 1,131.96 | 1,041.77 | 1,199.20 | 1,388.38 |
| 净利润(百万元) | 604.98 | 487.74 | 635.40 | 760.50 | 890.65 |
| 增长率(%) | 86.69 | (19.38) | 30.27 | 19.69 | 17.11 |
| EPS(元/股) | 0.40 | 0.33 | 0.42 | 0.51 | 0.59 |
| 市盈率(P/E) | 13.31 | 16.51 | 12.68 | 10.59 | 9.04 |
| 市净率(P/B) | 1.10 | 1.11 | 1.06 | 1.02 | 0.97 |
| 市销率(P/S) | 1.47 | 1.35 | 1.31 | 1.15 | 1.00 |
| EV/EBITDA | 10.48 | 8.56 | 10.29 | 8.48 | 8.38 |

资料来源：wind，天风证券研究所



内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 百隆东方：全球最大色纺纱企业之一 | 4 |
| 1.1. 公司产品定位中高端，产业链完整，研发设计能力强 | 4 |
| 1.2. 双寡头格局下，供需两端共同驱动色纺行业发展 | 5 |
| 1.2.1. 色纺行业概述 | 5 |
| 1.2.2. 需求端：终端需求旺盛，未来色纺行业成长空间充足 | 6 |
| 1.2.3. 供给端：双寡头竞争格局，行业集中度持续提升 | 6 |
| 2. 百隆越南产能快速稳定释放，整体净利率持续提升，海外订单有望超预期 | 7 |
| 2.1. 需求端：头部客户订单集中度有望提升，贸易战影响海外订单有望超预期 | 7 |
| 2.1.1. 跟随头部客户成长而增长，同时订单集中度有望持续提升 | 8 |
| 2.1.2. 国内订单预计基本保持平稳，海外订单有望超预期 | 8 |
| 2.2. 供给端：在越产能逐步释放，带动整体净利率提升 | 9 |
| 2.2.1. 量：越南产能逐步释放，国内产能基本稳定 | 9 |
| 2.2.2. 价：预计未来棉价稳定上升 | 10 |
| 2.2.2.1. 成本结构：棉价直接影响公司成本及产品定价 | 10 |
| 2.2.2.2. 棉价走势：预计未来棉价温和上涨 | 11 |
| 2.2.2.3. 棉花价格传导机制 | 11 |
| 2.2.3. 盈利能力：越南工厂高净利率超预期，预计随产能占比提升拉动整体净利率提升 | 11 |
| 2.3. 进入头部客户稳定供应链以及海外产能转移的先发优势构成核心竞争优势 | 13 |
| 2.4. 扰动因素：需要同时考虑人民币与越南盾兑美元的汇率 | 13 |
| 2.4.1. 汇率变动对公司有较大影响 | 13 |
| 2.4.2. 汇率影响机制：需要同时考虑越南盾和美元兑人民币 | 14 |
| 2.4.3. 汇率影响：预计 Q4 波动不大 | 15 |
| 3. 财务分析：业绩表现优秀，营运能力良好 | 15 |
| 3.1. 业绩表现：业绩稳中有升 | 15 |
| 3.2. 盈利能力：毛利率略微下滑，控费能力出色 | 16 |
| 3.3. 营运能力：应收账款转率高于同业水平，营运能力良好 | 17 |
| 3.4. 资本支出：现阶段资本支出预计将推动公司未来净利率的提升 | 17 |
| 4. 盈利预测与估值分析 | 18 |
| 5. 风险提示 | 19 |

图表目录

| | |
|-------------------|---|
| 图 1：公司主要成品效果图 | 4 |
| 图 2：公司股权集中 | 5 |
| 图 3：色纺纱与传统纺纱工艺对比 | 5 |
| 图 4：国内快时尚市场规模发展迅速 | 6 |

| | |
|---------------------------------|----|
| 图 5: 双寡头产能格局 (万锭) | 7 |
| 图 6: 百隆东方主要下游客户 | 8 |
| 图 7: 百隆东方越南收入占比不断提升 | 9 |
| 图 8: 公司产能分布结构 (万锭) | 10 |
| 图 9: 产能增速对比 (%) | 10 |
| 图 10: 2017 年棉花占成本比例最高 | 10 |
| 图 11: 中国棉花综合价格指数稳中有升 | 11 |
| 图 12: 国际棉花指数波动中呈上升趋势 | 11 |
| 图 13: 棉花价格传导机制 | 11 |
| 图 14: 东南亚地区人力成本明显低于国内 | 13 |
| 图 15: 近年来公司汇兑损益情况 | 14 |
| 图 16: 美元兑离岸人民币贬值趋势明显 (元) | 15 |
| 图 17: 营收近年来平稳增长 | 15 |
| 图 18: 净利润由于汇率影响起伏较大 | 15 |
| 图 19: 近年来公司毛利率、净利率情况 | 16 |
| 图 20: 近年来公司费用率情况 (%) | 16 |
| 图 21: 近年来公司应收账款周转率情况 (%) | 17 |
| 图 22: 公司在建工程及增速情况 (亿元, %) | 17 |
| 图 23: 公司资本支出 (亿元, %) | 18 |
| | |
| 表 1: 越南工厂进展状况 | 9 |
| 表 2: 2017-2022 年预测产能增速 | 10 |
| 表 3: 东南亚国家税收优惠政策 | 12 |
| 表 4: 越南与中国出口关税对比 | 12 |
| 表 5: 越南盾及人民币兑美元的波动影响 | 14 |
| 表 6: 预测产能增速 | 19 |
| 表 7: 预测产量增速 | 19 |
| 表 8: 可比公司净利润与估值 | 19 |

1. 百隆东方：全球最大色纺纱企业之一

1.1. 公司产品定位中高端，产业链完整，研发设计能力强

公司作为国内领先的色纺纱生产企业之一，主营业务为色纺纱的研发、生产和销售。公司以自制生产为主、委托外协加工为辅，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、质量可靠的以纯棉品种为主的色纺纱线，并获得海内外市场的广泛认可。

公司生产的色纺纱产品定位中高端。相对高毛利和高技术壁垒的色纺纱占公司色纺纱销售收入比例较高，18年色纺纱（含灰纱）预计占比约70%，白纱30%。

公司具备完整的色纺纱产业链，2017年总产能约125万锭。公司涉及中高档色纺纱的研发、生产和销售，2017年生产色纺纱约87.5万锭；目前已有18家控股子公司足迹遍布浙江、江苏、山东、河北、广东、香港、澳门等地，并在越南西宁建立大规模生产基地。

公司产品研发能力强，率先应用新技术与推出自有品牌，成为产品行业价格的风向标。

- **不断推进 EcoFRESH Yarn 技术应用：**公司于2014年推出与美国陶氏化学合作开发的EcoFRESH Yarn 新技术，即首创的变性棉纤维与原棉混纺制成，可一次性染出所需色调的色纺纱新技术致力于全球的推广应用，从根本上弥补传统色纺纱工作复杂、交货期长的劣势，提升了产业链的快速反应能力。
- **“BROS”高端色纺纱是百隆在国内业界最早推出的自主品牌，**并率先将专利产品规模化，目前已成为行业产品市场价格的风向标。

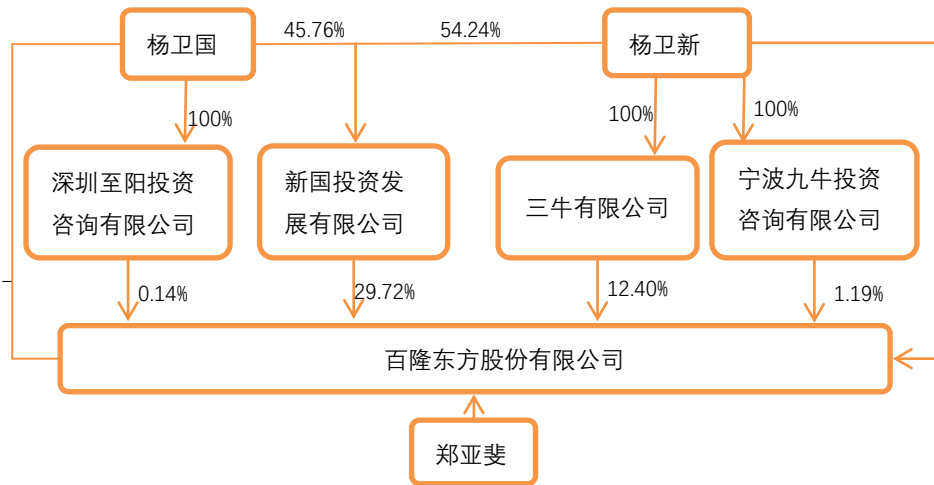
图 1：公司主要成品效果图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司股权较为集中，发展战略的可持续性高。截至2018Q3，杨卫新、杨卫国兄弟二人系本公司的实际控制人，及杨卫国一致行动人郑亚斐合计直接间接持有公司74.41%的股权。侧面反映公司控制权的稳定性和发展战略的可持续性高。

图 2：公司股权集中



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 双寡头格局下，供需两端共同驱动色纺行业发展

1.2.1. 色纺行业概述

色纺纱，就是先将纤维染成有色纤维，然后将两种或两种以上不同颜色的纤维经过充分混合后，纺制成具有独特混色效果的纱线。色纺采用“先染色、后纺纱”的新工艺，能实现白坯染色所不能达到的朦胧的立体效果和质感。

图 3：色纺纱与传统纺纱工艺对比



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

色纺纱的主要优势与特点：

- 节能环保优势明显。**色纺纱“先染色、后纺纱”的技术手段可有效缩短加工企业的生产流程，不但降低生产成本，而且突破性地解决了传统印染行业污染较高的问题，极大地降低了能源消耗和环境破坏，因此具有较高的附加值。相对于采用“先纺纱、后染色”的传统工艺，色纺纱有较强的市场竞争力。
- 时尚性较强。**色纺纱一般由两种及以上具有不同色泽或不同性能的纤维混和加工，织成布后的布面呈现出多彩色、手感柔和、表感丰满的风格，提高了产品的附加值。
- 小批量，多品种，快速反应，多为定制。**色纺纱的生产模式可响应快速多变市场需求，因此受到市场的广泛欢迎。目前，国际市场色纺纱制品已十分流行，国内市场也在不断扩大，我们预计未来市场对于色纺纱的需求将继续提升。

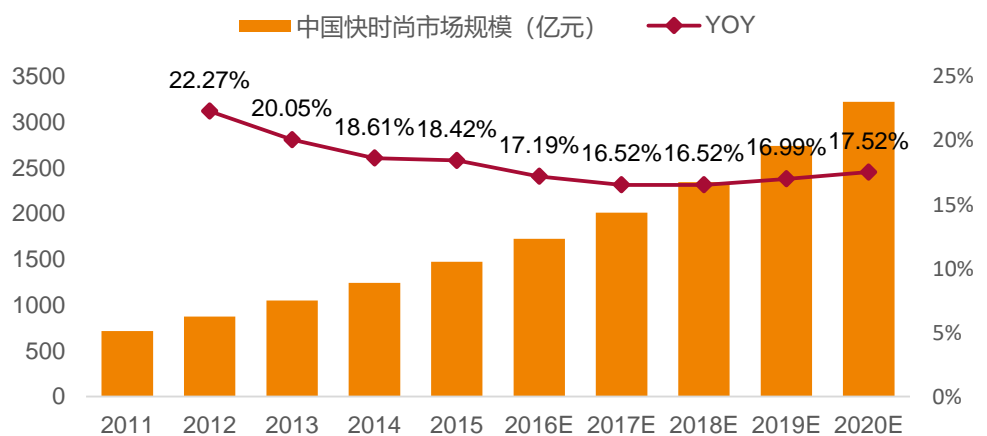
色纺行业发展现状：色纺纱目前在棉纺行业占比 6%左右，根据中国产业信息网预计，行业的复合增速在 10%左右。以往来看，色纺纱行业身处“夹缝市场”，行业规模受制于需求容

量及生产工艺限制，在棉纺行业中占比增速较为平稳，这主要系：1) 色纺纱的生产工艺水平要求较高，容错率低，染色和配色环节需要丰富的技术经验，有行业壁垒；相对彩纱，麻灰纱需求更为标准化，技术壁垒相对低(许多小生产厂家可以用涤棉混纺仿制麻灰纱)，但随着下游用户品牌个性化需求越来越强，高技术壁垒的彩纱将会逐渐提高比例；2) 色纺纱的订单多为定制，具有“小批量、多品种、快速反应”的特点，生产周期长，对色纺纱生产公司的快速反应能力及全面的生产能力均有较高的要求。这些因素均导致色纺织行业规模增速较为平稳。

1.2.2. 需求端：终端需求旺盛，未来色纺行业成长空间充足

从需求端来看，色纺产品主要应用于中高档服饰、快时尚品牌、运动休闲服饰。随着国内中高端休闲服装市场与快时尚市场规模持续增长，结合色纺纱具备时尚性、功能性的特点，供应链快速反应，下游客户对色纺纱需求越发旺盛。

图 4：国内快时尚市场规模发展迅速



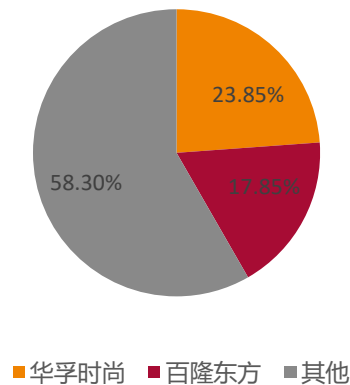
资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

1.2.3. 供给端：双寡头竞争格局，行业集中度持续提升

从供给端来看，色纺纱成为纺织产业朝阳产业。而全国纺纱产能约 1.2 亿锭，仅占全国纱线总产能的 6%左右，主要原因系还未大规模普及到下游客户，随着行业景气度提升，我们认为色纺纱行业具备较大的增长空间。

色纺织行业壁垒高，龙头企业优势明显，形成双寡头竞争格局，行业集中度持续提升。根据《东方纺织》披露，目前全球约 90%的色纺纱产能集中在中国，中国目前色纺纱总产能约为 600-700 万锭，其中中高端色纺纱产能约 420 万锭。截至 2017 年，华孚时尚产能约 167 万锭，百隆东方产能约为 125 万锭，两家公司共计占国内色纺纱总产能的约 40%左右，中高端色纺纱总产能的约 70%左右，双寡头格局明显。

图 5：双寡头产能格局（万锭）



资料来源：公司公告，东织周刊，天风证券研究所

2. 百隆越南产能快速稳定释放，整体净利率持续提升，海外订单有望超预期

需求侧：公司订单增长：1、头部客户订单集中度有望提升；2、受中美贸易战影响，越南直接出口优势及国际客户（尤其是美国）订单有向海外转移趋势，订单数量有望超预期；国内订单基本稳定，虽然出口海外的国际客户订单部分转移，但公司积极开发下游国内品牌客户，同时国内品牌由于供应商集中趋势明显，会加强对色纺纱细分龙头的采购，综合来看公司在国内能够补充转移后的订单需求缺口，基本稳定。

供给侧：1、量：随着越南 B 区纱线生产项目逐步投产，公司产能逐步得到释放，预计未来三年每年将释放 20 万锭新增产能，18-20 年越南产能增速预计为 40%/29%/22%；国内产能基本保持平稳；预计 18 年-20 年公司总产能分别为 140/160/180 万锭，总产能增速预计为 17%/14%/13%，到 2022 年越南产能占比将超过 2/3。**2、价：**棉价稳中有升，库存充足，毛利率预计平稳上升。

盈利能力：越南税收优惠、贸易环境良好、成本优势等因素驱动下，18H1 公司越南工厂净利率高于国内工厂净利率，预计随越南产能占比提升，拉动公司整体净利率上升，ROE 持续提升。

核心竞争优势：进入头部客户的供应链，稳定增长；越南产能具备规模及先发优势，政策红利对于后入者逐渐减少；资本支出持续投入提升技术优势。

扰动因素：人民币贬值，报表端增加营收和利润规模，促进出口；2018 年下半年以来，人民币贬值，使公司美元资产的汇兑损失变为收益，降低财务费用，增加利润弹性。

2.1. 需求端：头部客户订单集中度有望提升，贸易战影响海外订单有望超预期

公司订单结构为“一超多强”：根据公司招股说明书披露，最大的客户是申洲国际，其次为互太纺织，我们预测目前客户比较稳定，且客户逐步增加。公司最终客户涵盖范围广，涉及全球奢侈品牌、快时尚以及运动休闲品牌。其中申洲和互太均与国内外知名客户建立了稳固的合作伙伴关系，订单稳定增长。申洲主要客户包括 UNIQLO、NIKE、ADIDAS、PUMA 等，互太主要客户包括优衣库、LBrands、沃尔玛、Target、科尔士、Under Armour 等。

图 6：百隆东方主要下游客户



资料来源：招股说明书及年报，天风证券研究所

2.1.1. 跟随头部客户成长而增长，同时订单集中度有望持续提升

头部客户申洲国际快速发展，公司跟随客户成长而增长，且集中度持续提升。2017 年，申洲国际实现收入/归母净利润 180.85 亿元（+19.78%）/37.63 亿元（+27.68%），近五年的 CAGR 约为 12.45%/15.84%，目前已成为行业巨头。申洲主要客户包括 UNIQLO、NIKE、ADIDAS 等，均属于国际知名品牌，成长稳定：UNIQLO18 年利润大幅增长，海外市场收入占据 51.1%首超日本市场；NIKE、ADIDAS 等国际品牌 18 年在大中华区业绩也都十分亮眼，未来发展可期。而申洲国际与公司合作持久稳定，申洲国际为公司第一大客户；未来随着申洲国际在越南的产能释放（公司跟随越南配套产能），我们预计销售占比可能会增长。我们预计未来公司订单量不仅将随申洲国际的业务扩张而保持快速增长，而且集中度也有望进一步提升。

2.1.2. 国内订单预计基本保持平稳，海外订单有望超预期

贸易战下，对于国内中小企业订单冲击较大，但对于龙头的国内订单我们预计保持平稳。在对宏观出口贸易不稳定的担忧下，我们预计国际客户对于国内色纺纱的总需求下降，但主要对于规模相对较小、议价能力较差的中小型企业的销量造成冲击。由于百隆是行业龙头之一，其国内订单预计保持平稳，主要系：1) 公司在交单期、产品力等有较强的优势，订单量所受冲击小。2) 公司持续开拓下游新客户，国内品牌集中度提高提升需求。未来像森马、海澜之家、李宁、安踏、特步、361 度等品牌规模扩大、需求增加，有望选择色纺纱行业龙头作为供应商，将产生较大国内订单需求。3) 国内出口订单多数直接出口孟加拉国、越南等东南亚地区，出口美国数量下降，因此受贸易战及关税影响小，能够保持出口总量。

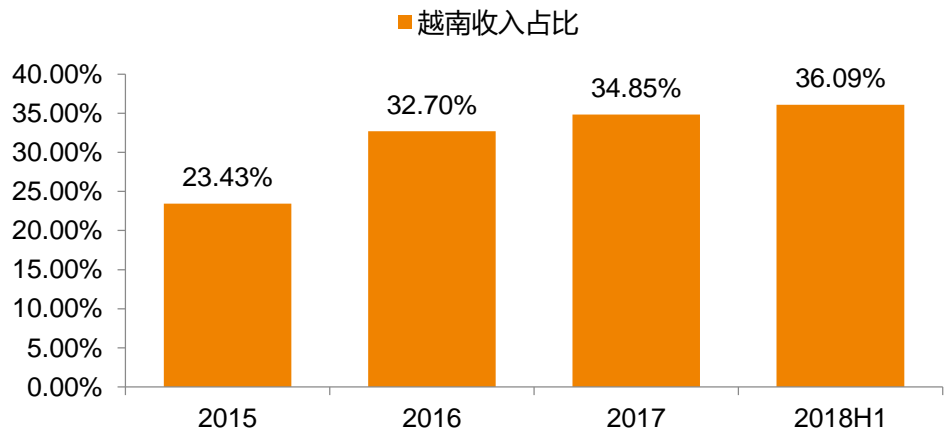
越南订单有望超预期。主要系：

- 1) 公司产能布局多元化，越南直接出口优势凸显。企业从越南出口棉纱能够避免一定的加征关税带来的贸易风险，从而导致国际客户（尤其是美国）订单有向越南转移的意愿及趋势。
- 2) 越南当地的色纺纱需求预计增长。越南下游面料商对纱线交付期要求较高，因此相比从中国国内购买纱线（运输时间长、成本高），下游厂商在越南当地购买纱线时间短、成本低，且随着近年来众多服装品牌工厂逐步向东南亚地区迁移，对越南当地色纺纱的需求将持续扩大，形成供不应求的局面，未来随着越南产能释放将显著缓解缺货现象。
- 3) 公司由于先发优势，在需求增长大环境下有望得到更多订单。百隆东方作为国内企业中转移到东南亚的先驱者，早于下游面料商在越南建设工厂，已和一些客户取得紧密联系，如申洲国际。再加上公司作为行业龙头企业，产品质量高且具有品牌优势，预计会获得更多在越南新建厂商的下游客户订单，进一步抢占越南当地色纺纱市场份额。
- 4) 市场化行为：越南成本优势明显，国际客户基于成本价格考虑，有望加大越南地区的订单，贸易战加快转移趋势。随公司越南产能规模不断扩大，公司主动进行订单转移，国内出口订单比例降低，贸易环境不稳定使海外客户更加倾向于选择海外生产

基地，也加快订单向越南转移速度。但同时由于海外产能有瓶颈，我们预计国内订单全部转移可能性较小，目前保持转移趋势。

综上所述，我们认为百隆越南地区订单由于主动转移及贸易环境恶化有望超预期，公司国内订单量由于不断开发下游新客户填补转移后的空缺，所以在某种程度上下降可能性小（产销率和产能利用率维持平稳），预计订单总量不断增长。

图 7：百隆东方越南收入占比不断提升



资料来源：wind，天风证券研究所

2.2. 供给端：在越产能逐步释放，带动整体净利率提升

2.2.1. 量：越南产能逐步释放，国内产能基本稳定

越南产能持续布局。1) 公司 2013 年开始在越南建厂扩产，投资 4 亿美元建设越南 A 区 50 万锭纱线产能，到 2016 年底全部投产。2) 公司 2017 年下半年开始 B 区纱线生产项目建设，总投资 3 亿美元，此外我们预计公司继续加大投资力度，将于未来三年分 20/20/20 万锭的节奏逐步完成。截至 2018Q3，越南产能约为 70 万锭，占公司总产能的 50%。

预计 18-20 年每年释放 20 万锭产能，三年 CAGR 超过 30%。目前 B 区目前已释放 20 万锭的产能，预计将于 19 年 4 月和 6 月分别释放 10 万锭产能，B 区剩余的 10 万锭产能将于 2020 年释放，同时我们预计公司继续加大投资力度，2020 年除 B 区外再释放额外 10 万锭产能。因此，18-20 年我们预计新增产能 20/20/20 万锭。

表 1：越南工厂进展状况

| 年份 | 具体进展 | 越南产能占公司总产能比例 |
|--------|---------------------------|--------------|
| 2013 年 | A 区开工建设 | |
| 2014 年 | A 区一期全部投产并实现销售 | 约 10% |
| 2015 年 | A 区一期继续生产销售，二期建成并试生产 | 约 30% |
| 2016 年 | A 区一期、二期、三期均建成投产 | 约 40% |
| 2017 年 | 新建 B 区 50 万纱锭项目，计划分三年逐步完成 | |
| 2018 年 | 目前 B 区已释放 20 锭产能 | 约 50% |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

国内产能基本稳定，预计在 18-20 年约 70 万锭。

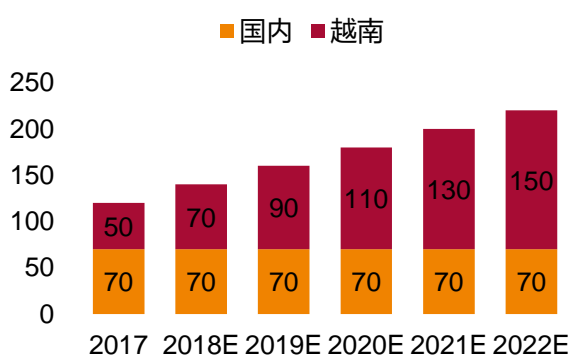
公司整体产能预计未来快速增长。预计国内产能在 18-20 年保持稳定在 70 万锭水平；越南产能持续扩张，18-20 年预计新增产能 20/20/20 万锭，则公司总产能分别为 140/160/180 万锭，总产能增速预计为 17%/14%/13%。

表 2: 2017-2022 年预测产能增速

| 产能(单位: 万锭) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|------|--------|--------|--------|
| 国内 | 70 | 70 | 70 | 70 |
| 越南 | 50 | 70 | 90 | 110 |
| A 区 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| B 区 | | 20 | 40 | 60 |
| YOY | | 40.00% | 28.57% | 22.22% |
| 总产能 | 120 | 140 | 160 | 180 |
| YOY | | 16.67% | 14.29% | 12.50% |

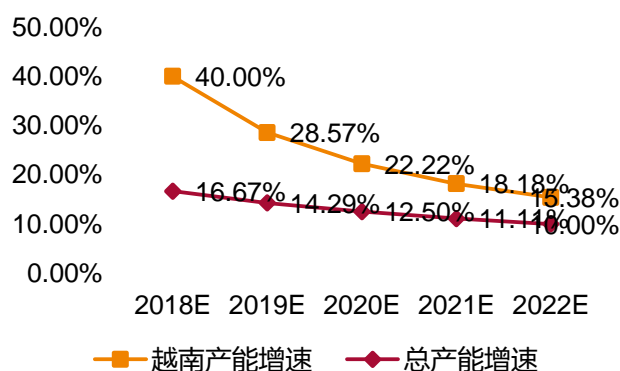
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 8: 公司产能分布结构 (万锭)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 9: 产能增速对比 (%)



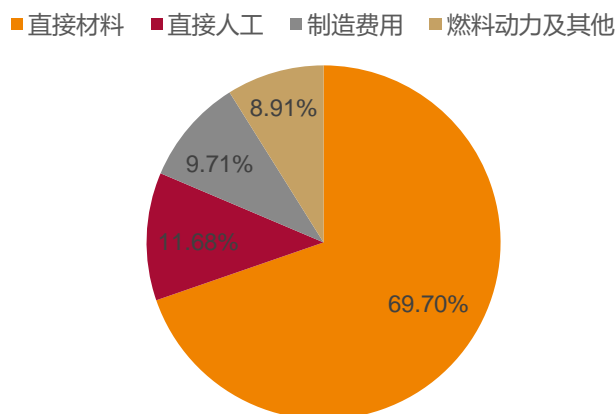
资料来源: wind, 天风证券研究所

2.2.2. 价: 预计未来棉价稳定上升

2.2.2.1. 成本结构: 棉价直接影响公司成本及产品定价

棉花占主营成本近 7 成, 棉价对公司有较大影响。据 2017 年年报, 公司主营业务色纺纱成本构成有直接材料、直接人工、制造费用、燃料动力及其它, 其中直接材料棉花占 69.70%, 由于采用成本加成定价法, 我们认为棉价是影响公司成本及产品定价的决定性因素。

图 10: 2017 年棉花占成本比例最高



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2.2.2.2. 棉价走势：预计未来棉价温和上涨

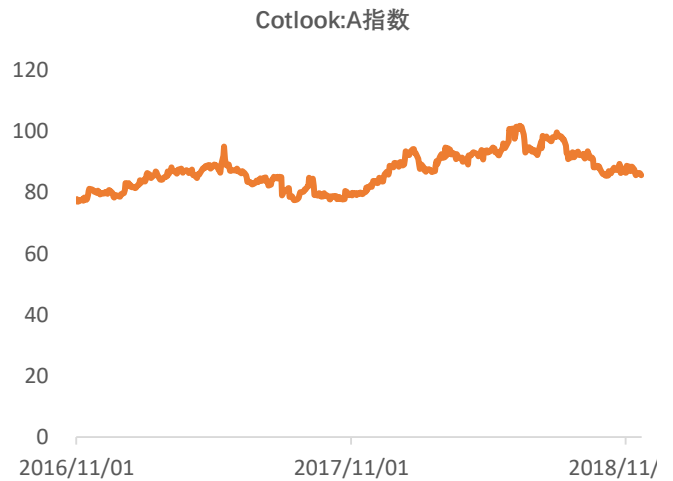
我们对于棉价谨慎看多主要原因是国内棉花市场调控较好，国家政策干预的情况下即使有需求缺口也不会任由棉价大幅上涨。2016 年以来，内棉价格上升趋势明显，17 年整理处于平稳窄幅波动状态，18 年五月份起小幅上升。外棉价格 2016 年至 2017 年 H1 保持平稳上升趋势，17 年 7-9 月小幅回落，年底开始直至 18 年年中呈现复苏态势，内外棉同时出现走强态势，预计棉价小幅上涨，且国内外棉花价差收窄。

图 11：中国棉花综合价格指数稳中有升



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：国际棉花指数波动中呈上升趋势

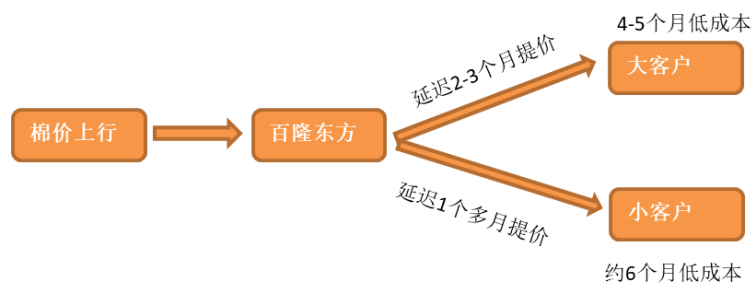


资料来源：wind，天风证券研究所

2.2.2.3. 棉花价格传导机制

由于公司产品的价格传导存在一定的滞后性，在棉价上行情况下，传到至终端产品需要一定的时间，而由于公司提前储备棉花，仍有多个月低价棉可使用。

图 13：棉花价格传导机制



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2.3. 盈利能力：越南工厂高净利率超预期，预计随产能占比提升拉动整体净利率提升

根据 18H1 中报显示，越南百隆实现营业收入 10.62 亿元，完成净利润 1.51 亿元，净利率为 14.22%，而国内百隆净利率仅为 8%-9% 左右，越南工厂净利率有显著优势；因此我们认为随越南产能占比提升将显著带动公司整体净利率提升。

越南工厂高净利率的原因主要为：

(1) **税收优惠政策**。东南亚地区为扶持本国服装产业发展，为外国资本出台一系列税收优惠政策，鼓励投资领域和外资项目，有效节约当地企业成本和提升出口产品价格竞争力。

- **所得税**：公司目前享受 15 年所得税税率为 10%（对比原越南 20% 所得税率减半），同

时再享受“四免九减半”，综述为：从盈利当年算（最多推迟3年），4年为0，9年为5%，2年为10%，之后恢复为20%。

- **增值税：公司越南工厂及客户多处于保税区，免征此部分的增值税（10%）**

表 3：东南亚国家税收优惠政策

| 地区 | 政策 |
|-----|--|
| 越南 | 符合一定条件的纺织、服装、鞋具的投资项目收入（3年投入3亿美元、雇工收入3000元以上等），可以在产生收入的当年起连续15年享受10%的企业所得税税率，并享受“四免九减半”的税收优惠。 |
| 柬埔寨 | 企业投资合格的投资项目后可享受3-8年的免税期，免税期后缴纳9%的利润税，企业享受的免税期最高可达9年。 |
| 缅甸 | 从投产或启用之年算起，连续三年免征所得税 |

资料来源：全球纺织网资讯中心，天风证券研究所

（2）越南土地价格便宜，且无持续土地使用税，成本远低于我国。近年来随着大批外资涌入，越南土地价格有所上升，但依然远低于我国国内市场。按照越南现行法律规定，投资商在鼓励投资的领域和地区投资，可申请减免土地租金、土地使用费、土地使用税等。

（3）自贸协定助力越南改善贸易环境。为促进越南出口贸易，越南政府积极和海外主要经济体签订贸易协定，与多个纺织进口大国享受低关税甚至零关税协定，如18年越南与欧盟签订VEFTA后，出口纺织服装产品到欧洲关税将在七年内降至0。在关税方面，越南相比我国享受更多出口优惠，从而使越南的企业拥有更强的出口产品价格竞争力。

表 4：越南与中国出口关税对比

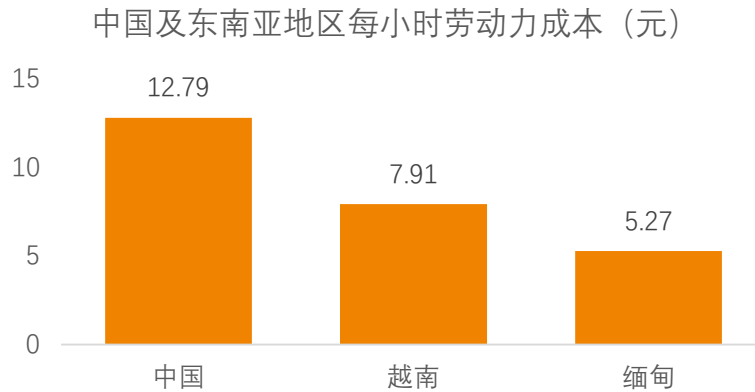
| | 越南 | 中国 |
|------|------------------------|-----|
| 出口欧盟 | 自2018年VEFTA签订后七年内降至0关税 | 12% |
| 出口日本 | 0关税 | 7% |

资料来源：全球纺织网资讯中心，天风证券研究所

（4）随越南产能持续增长，规模效应逐步体现，管理费用不断下降，一定程度上提高越南子公司的净利率。目前越南工厂中国员工约200人，总体员工约6000人以上，中国员工薪酬费用计入国内公司。

（5）人力成本相对较低。2016年根据中国服装协会统计，我国工人平均每小时工资为12.79人民币，远高于东南亚国家劳动力成本，比如越南的7.91人民币/小时以及缅甸的5.27人民币/小时。考虑加班因素及其他保险福利情况、总成本基本相同假设下，我们测算国内人工成本占比约12%，越南占比约8%，低廉的劳动力成本是吸引下游服装厂在东南亚地区开设工厂的原因之一。

图 14：东南亚地区人力成本明显低于国内



资料来源：中国服装协会，天风证券研究所

按汇率（1美元=6.94人民币）

(6) 公司在越南地区的产能产量布局均使用成本相对较低的外棉。棉花是纺织企业最重要的原材料，越南和国内的棉花成本均占其总成本的 65%-70%，因此棉花价格将大幅影响企业最终成本。我国国内棉价受政府配额调控处于高位，内外棉价差持续存在；越南无棉花配额调控政策，自由进口高质量美棉和澳棉，这使得越南相较于国内更具原材料成本优势。

2.3. 进入头部客户稳定供应链以及海外产能转移的先发优势构成核心竞争优势

公司中长期逻辑即核心竞争优势包括：

1、进入头部客户的供应链，且稳定增长。百隆主要客户申洲国际订单集中度有望提升，我们预计可能达到 25%左右，稳定持久的合作关系将成为申洲上游供应链重要的环节。公司将享受申洲巨头成长的红利且难以被取代。

2、越南产能具备规模及先发优势，政策红利对于后者逐渐减少。1) 规模优势：公司早在 2013 年进入越南投资建厂，越南总投资已达到 6 亿美金，产能达到 70 万锭（占比 50%，A 区 50 万锭+B 区 20 万锭），B 区另有 20 万锭/10 万锭将在 19 年 9 月/19 年底落地。目前产量 8500 吨/月纱线，越南+在越中国员工一共约 6000-7000 名，已经具备规模，考虑到投资力度、建厂时间和产能爬坡期，潜在进入威胁较小。2) 先发优势：百隆东方作为国内企业中转移到东南亚的先驱者，早于下游面料商在越南建设工厂，产能持续扩大且下游客户需求量日益提高，形成先发优势；越南政府早前为吸引外资出台一系列优惠政策，如“四免九减半”的税收优惠，而随着愈来愈多工厂向越南转移，其优惠力度对新进入企业大打折扣，如土地成本提升、提高印染牌照申请难度等。

3、资本支出持续投入提升公司自身技术优势。公司注重研发，旗下拥有高端色纺纱自主品牌 BROS，近年持续与美国陶氏化学合作开发 EcoFRESH Yarn 新技术，不断提升研发创新能力和品牌竞争力，夯实行业龙头地位。

2.4. 扰动因素：需要同时考虑人民币与越南盾兑美元的汇率

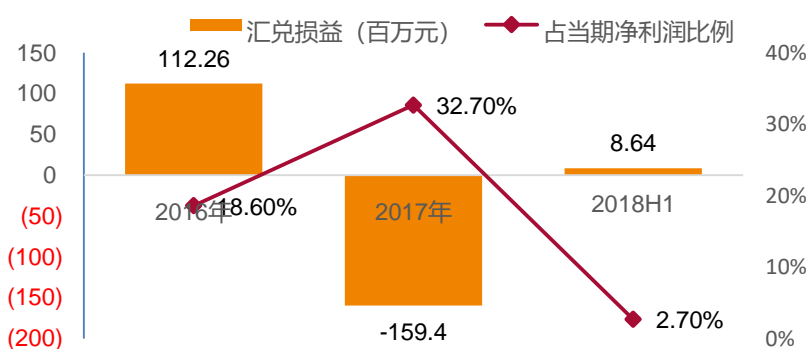
2.4.1. 汇率变动对公司有较大影响

18 年以来，人民币兑美元汇率波动明显，贸易战背景下，或将再次进入贬值通道。短期来看，人民币贬值对出口型企业盈利的影响主要体现在三个方面。首先，从订单签订到收入确认阶段，在营业成本以人民币计量的背景下，订单货币（假设为美元）折算为报表货币（人民币）表现为销售收入和毛利率的提升；这类交易型收益对报表的影响最大。其次，报告期末将外币资产结转为本位币时，汇兑收益以财务费用的形式增厚利润。再次，基于衍生金融工具操作进行汇率套保的收益，主要体现为衍生金融工具产生的公允价值变动收益；这类收益与纺企的实际操作相关。此外，人民币贬值阶段，以外币计价的生产成本和

融资成本会对企业盈利造成负向影响，对冲上述部分收益。

对公司而言，汇兑损益主要来源于两方面：**经营活动和货币资产**。其中外币货币项目对公司盈利的影响最大。2015 年人民币发生大幅贬值，公司外币货币性负债大于外币货币性资产的差额较大（主要是美元借款规模较大），产生较多财务费用汇兑损失，虽然公司及时采取归还部分美元借款等措施来减少损失，仍导致 2015 年度财务费用较上年同期增加 1.06 亿元，对净利润产生重大影响。2016 年度人民币仍然是大幅贬值，公司当时已调整外币货币性资产和负债结构以适应人民币贬值趋势，2016 年度实现汇兑收益 1.12 亿元。而 2017 年下半年人民币反向大幅升值，公司外币货币性资产和负债净敞口较大，2017 年度因人民币升值导致公司汇兑损失 1.59 亿元。截至 2018 年上半年外币净资产达 2.10 亿元，其中美元资产约 1 亿。18 年受益于人民币加速贬值，将产生约数千万汇兑收益同时公司正逐步缩小美元敞口，未来汇率波动对公司汇兑损益影响有限。预计 18-20 年汇兑收益为 3000/1000/-1000 万元。

图 15：近年来公司汇兑损益情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4.2. 汇率影响机制：需要同时考虑越南盾和美元兑人民币

公司外币资产与负债来源：

- **美元资产与负债**：公司设置百隆澳门离岸商业服务公司作为海外棉花交易及离岸融资平台。公司海外棉花的买卖交易通过澳门离岸公司负责，公司以人民币兑换美元，用于交易海外棉花，产生了美元资产；同时百隆澳门离岸公司由于具备外币授信及信用证等多种融资手段，产生了美元负债，截止到 18H1，公司货币资金中美元资产约 1.036 亿。**美元为净资产。**
- **越南盾**：越南百隆子公司经营交易多为美元，但限于记账本位币为越南盾，在折算时用越南盾计算，最终合并到母公司时需要再次折算为人民币，会计处理造成了两次折算，产生了美元负债。**越南盾为净负债。**

综上，需要考虑人民币兑美元与越南盾兑美元的汇率，由于越南盾同样是有管理的浮动汇率制，从历史来看波动方向与人民币基本一致。对于两种货币的波动对于公司汇兑损益的情况我们总结如下：

表 5：越南盾及人民币兑美元的波动影响

| | 升值 | 贬值 |
|-----|------|------|
| 越南盾 | 汇兑收益 | 汇兑损失 |
| 人民币 | 汇兑损失 | 汇兑收益 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4.3. 汇率影响：预计 Q4 波动不大

预计 Q4 美元较为强势，年内人民币波动暂守“7”关口，越南盾由于贸易战影响贬值幅度小于人民币。根据天风宏观团队观点，我们预计 Q4 美元不弱，保留货币政策独立性意味着汇率承压不可避免。加强资本管制和离岸流动性管理可使人民币汇率年内暂守“7”关口，代价是要损失一些外储。截至 6 月底，我国外储余额 3.11 万亿美元，外债余额 1.87 万亿美元，其中短期外债 1.19 万亿美元，占外储比例 38.4%，尚足以应对。美元强势地位凸显，但由于越南不处于直接对立双方，贬值幅度预计小于人民币，基本保持稳定。

图 16：美元兑离岸人民币贬值趋势明显（元）



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 财务分析：业绩表现优秀，营运能力良好

3.1. 业绩表现：业绩稳中有升

公司业绩收入上市以来保持平稳增长，2013-2017 年营收 CAGR 为 3.76%，归母净利润起伏较大但公司一直保持盈利。2015 年公司净利润下滑主要原因系公司当时持有较多美元借款，由于人民币大幅贬值引起较大的财务费用汇兑损失所致。2016 年公司通过降低美元借款规模、发债募集人民币等方法调整资金结构使得净利润恢复增长，2016 同比 2015 年净利润增长 86.69%。2017 年营收同比增长 8.78%，净利润由于汇兑损失同比下滑 19.38%。公司 18 年 Q3 营收和归母净利润分别为 16.15 亿元和 1.39 亿元，单季增速分别为 7.54%和 76.90%，较二季度增速-5.07%和 22.23%有所提升，主要因为下半年越南产能的逐步释放。

图 17：营收近年来平稳增长

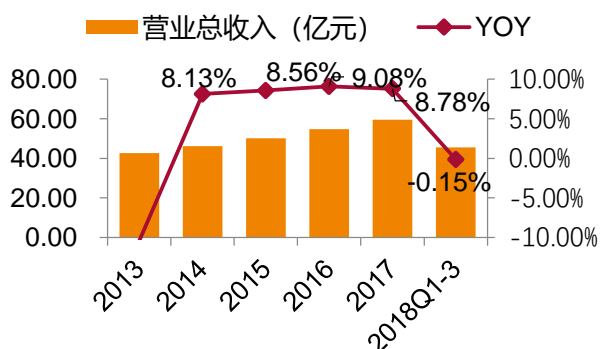
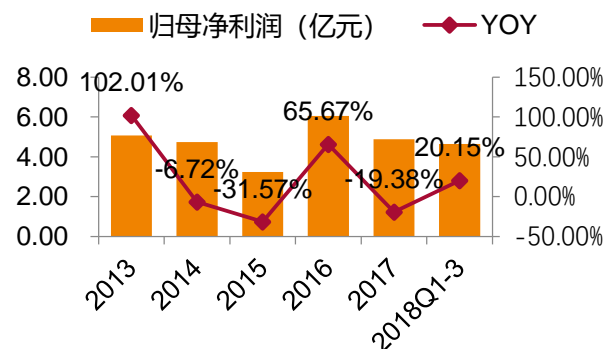


图 18：净利润由于汇率影响起伏较大



资料来源：Wind，天风证券研究所

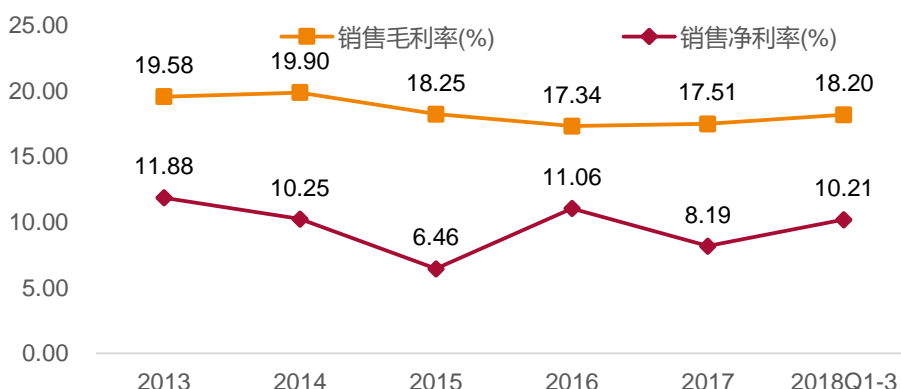
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 盈利能力：毛利率略微下滑，控费能力出色

公司毛利率、净利率良好，盈利能力出色。截至 2018 年 Q3，公司毛利率达到 18.20%，净利率达到 10.21%。公司毛利率良好主要系：1) **公司技术方面创新能力较强**，着重开展 EcoFRESHYarn™ 新技术，新产品毛利率较普通产品高。2) **产品结构存在差异**，公司主营产品色纺纱毛利率水平较高，截至 2017 年，纱线占主营业务收入 94.94%。

公司净利率水平领先行业主要系：一方面是毛利率水平较高，另一方面是公司控费能力良好。

图 19：近年来公司毛利率、净利率情况



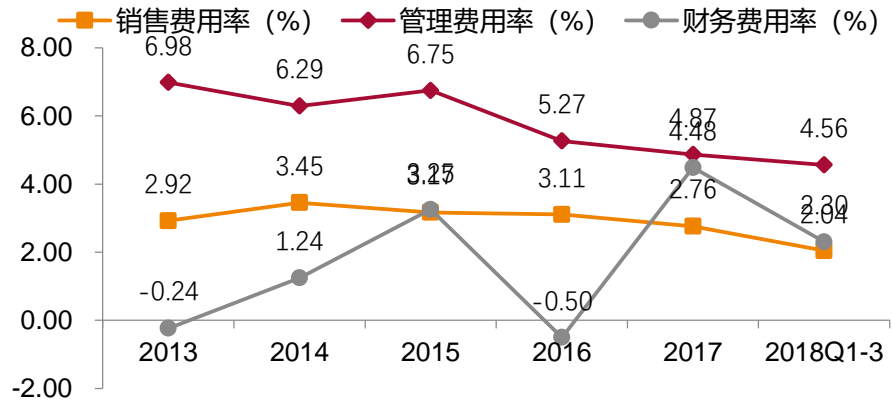
资料来源：公司公告，天风证券研究所

销售费用方面，公司整体维持同业较低水平，16、17 年略有上升主要原因是公司越南子公司持续扩大产能，2017 年纱线总产量较上期增加月 3766 吨。同时公司在越南当地的和国内积极拓展销售，本期销售数量增加月 7272 吨，当年总销量超过总产量，产品库存两降幅较大。2018 年前三季度销售费用率为 2.04%，同比减少 0.46 个百分点，主要由于运输费用有所下降。

管理费用方面，公司管理费用率相对行业平均水平较高，原因在于公司技术研发费用较高，另外公司的折旧摊销费用以及办公费用近年来较高，但公司通过优化升级设备等方式，在控制管理费用方面取得了明显的效果。

财务费用方面，财务费用率由 14 年到 15 年从 1.24% 增长至 3.25%，主要由于 15 年公司由于人民币贬值造成较大的汇兑损失，16 年公司通过调整财务结构等方式降低汇兑损失，财务费用大幅下降，而 17 年下半年人民币反向大幅升值，公司外币货币性资产和负债净敞口较大，导致汇兑损失较大，所以财务费用较高。2018 年前三季度财务费用率为 2.30%，同比下降 1.79 个百分点，主要因为汇兑净损失较 17 年同期大幅减少。

图 20：近年来公司费用率情况 (%)

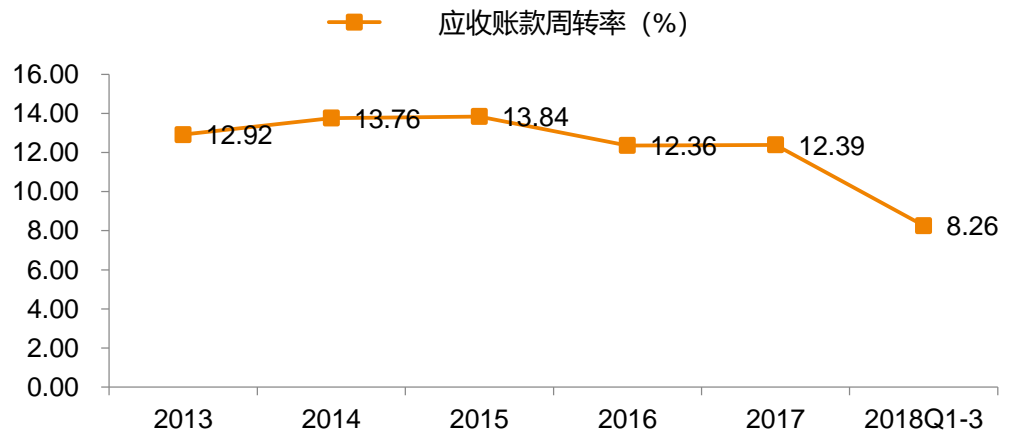


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 营运能力：应收账款转率高于同业水平，营运能力良好

公司近几年应收账款周转率整体较高，主要由于公司执行严格的授信政策，一方面严格筛选授信的客户；另一方面公司谨慎控制给客户授信的额度，因此有效控制了应收账款规模，从而提高了应收账款周转率。

图 21：近年来公司应收账款周转率情况 (%)



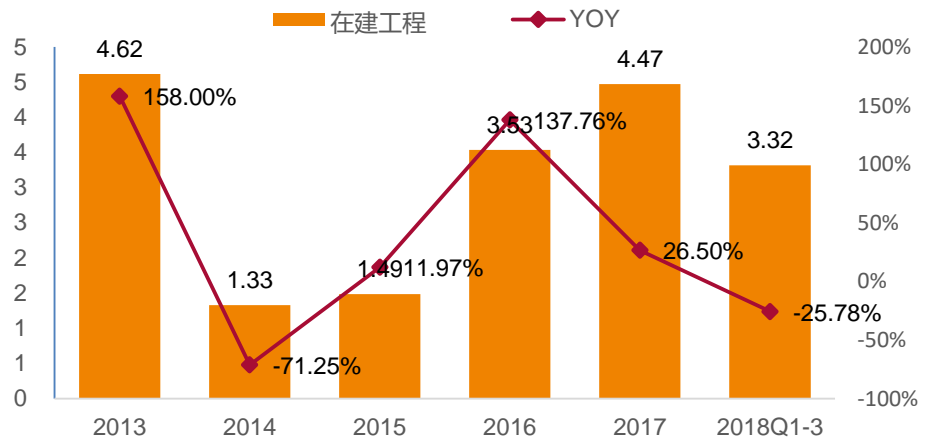
资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.4. 资本支出：现阶段资本支出预计将推动公司未来净利率的提升

投资性支出增加，增速下滑，公司净利率有望进一步提升。；2018Q3 公司单季度资本支出 2.08 亿元 (+87.39%)，主要系本期继续投资扩大越南工厂产能所致；单季度增速为-0.43% (-3.11pct)，较二季度略有下滑，主要系越南工厂 B 区投产逐步完成所致。截止 18 年三季度末，累计资本投入较 17 年有显著增长，。资本支出的增长表明公司在扩建产能及购置机器方面意愿强烈，未来随着越南 B 区逐步建成，产能将进一步释放，公司净利率有望提升。

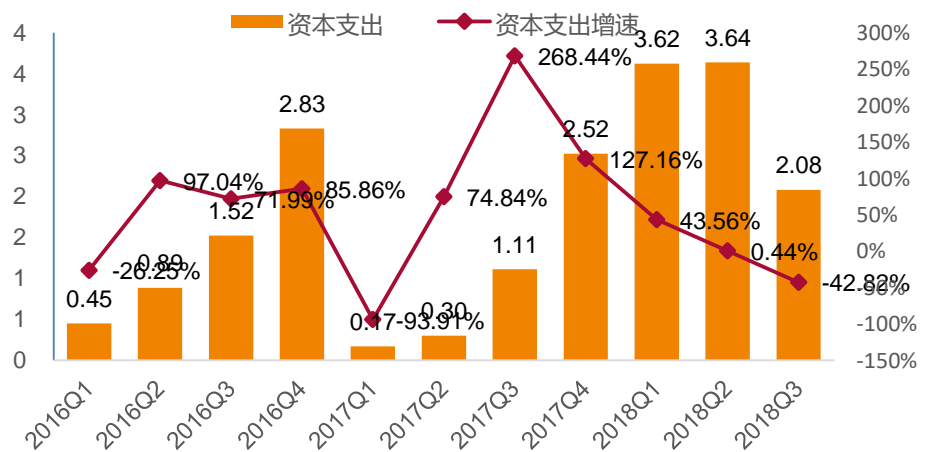
在建工程减少，现阶段资本支出为未来产能释放服务。2017 年越南工厂 B 区项目开工建设，按计划分三年逐步完成，随着 B 区部分工程部分建成投产，截至 2018Q3，公司在建工程累计 3.32 亿元 (-10.19%)，较二季度末环比减少 63%至，增速环比下降 0.72%。厂区的建成利于未来越南产能的释放，推动营收增速。

图 22：公司在建工程及增速情况 (亿元，%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 23: 公司资本支出 (亿元, %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

4. 盈利预测与估值分析

给予买入评级，目标价 7.65 元。假设：产量：当前色纺纱产能为国内产能保持稳定 18-20 年保持在 70 万锭水平；越南产能持续扩张，18-20 年新增产能 20/20/20 万锭，则公司总产能分别为 140/160/180 万锭；产销率：18 年订单持续保持旺盛，产销率约为 102%，19-20 年由于公司库存处于低位，同时产能释放迅速，预计产销率保持在 100%；汇兑损益：18 年受益于人民币加速贬值，将产生约数千万元汇兑收益同时公司正逐步缩小小美元敞口，未来汇率波动对公司汇兑损益影响有限。

预计 2018-2020 年营收为 61.5/70.1/80.9 亿元，同比增长预计 3.29%/14.07%/15.42%；净利润为 6.35/7.61/8.91 亿元，同比增长 30.27%/19.69%/17.11%；EPS 预测为 0.42/0.51/0.59 元，每股净资产为 5.05/5.28/5.53 元；参考可比公司（华孚时尚同样为色纺纱寡头之一，与公司具有可比性；健盛集团与申洲国际均为具备海外产能布局的细分制造龙头企业，具有可比性）平均 PE，给予 19 年 15XPE，对应目标价 7.65 元。

表 6：预测产能增速

| 产能(单位：万锭) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|------|--------|--------|--------|
| 国内 | 70 | 70 | 70 | 70 |
| 越南 | 50 | 70 | 90 | 110 |
| A 区 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| B 区 | | 20 | 40 | 50 |
| YOY | | 40.00% | 28.57% | 22.22% |
| 总产能 | 120 | 140 | 160 | 180 |
| YOY | | 16.67% | 14.29% | 12.50% |

资料来源：wind，天风证券研究所

表 7：预测产量增速

| 产量(单位：万锭) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|------|--------|--------|--------|
| 国内 | 70 | 70 | 70 | 70 |
| 越南 | 50 | 60 | 80 | 100 |
| YOY | | 20.00% | 33.33% | 25.00% |
| 总产量 | 120 | 130 | 150 | 170 |
| YOY | | 8.33% | 15.38% | 13.33% |

资料来源：wind，天风证券研究所

表 8：可比公司净利润与估值

| 公司名称 | 净利润（亿元） | | | PE 估值 | | |
|------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2018E | 2019E | 2020E | 2018E | 2019E | 2020E |
| 健盛集团 | 2.14 | 2.71 | 3.24 | 16.97 | 13.38 | 11.18 |
| 申洲国际 | 43.15 | 50.55 | 66.23 | 20.66 | 17.64 | 18.88 |
| 华孚时尚 | 8.32 | 10.04 | 11.87 | 15.48 | 12.84 | 7.58 |
| 平均 | | | | 17.70 | 14.62 | 12.55 |

资料来源：wind，天风证券研究所

5. 风险提示

越南产能释放进程缓慢、东南亚地区反华等政治风险、国内订单量大幅下滑、棉价及汇率波动剧烈等。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 1,976.86 | 1,192.37 | 922.22 | 1,051.99 | 1,214.24 |
| 应收账款 | 810.28 | 477.74 | 741.49 | 359.70 | 911.33 |
| 预付账款 | 82.39 | 51.42 | 80.96 | 72.50 | 104.94 |
| 存货 | 2,571.00 | 2,998.91 | 3,604.70 | 3,618.87 | 5,004.35 |
| 其他 | 711.52 | 511.70 | 622.16 | 616.65 | 631.25 |
| 流动资产合计 | 6,152.07 | 5,232.13 | 5,971.53 | 5,719.71 | 7,866.12 |
| 长期股权投资 | 796.98 | 1,858.77 | 1,858.77 | 1,858.77 | 1,858.77 |
| 固定资产 | 3,160.36 | 3,178.63 | 3,811.92 | 3,902.62 | 3,975.89 |
| 在建工程 | 353.41 | 447.07 | 314.12 | 308.47 | 305.08 |
| 无形资产 | 406.06 | 385.76 | 376.46 | 367.17 | 357.87 |
| 其他 | 670.70 | 568.35 | 573.59 | 571.59 | 570.24 |
| 非流动资产合计 | 5,387.50 | 6,438.59 | 6,934.86 | 7,008.62 | 7,067.86 |
| 资产总计 | 11,539.57 | 11,670.72 | 12,906.40 | 12,728.33 | 14,933.98 |
| 短期借款 | 1,553.13 | 1,868.34 | 2,523.89 | 2,097.10 | 3,624.21 |
| 应付账款 | 328.49 | 345.06 | 446.18 | 436.39 | 553.97 |
| 其他 | 422.05 | 368.43 | 505.27 | 434.13 | 536.45 |
| 流动负债合计 | 2,303.67 | 2,581.82 | 3,475.33 | 2,967.62 | 4,714.63 |
| 长期借款 | 100.52 | 0.00 | 16.60 | 0.00 | 93.11 |
| 应付债券 | 1,593.13 | 1,595.66 | 1,595.66 | 1,594.82 | 1,595.38 |
| 其他 | 245.72 | 227.34 | 246.14 | 239.73 | 237.74 |
| 非流动负债合计 | 1,939.37 | 1,823.00 | 1,858.39 | 1,834.55 | 1,926.22 |
| 负债合计 | 4,243.04 | 4,404.83 | 5,333.72 | 4,802.17 | 6,640.86 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 1,500.00 | 1,500.00 | 1,500.00 | 1,500.00 | 1,500.00 |
| 资本公积 | 2,358.49 | 2,358.49 | 2,358.49 | 2,358.49 | 2,358.49 |
| 留存收益 | 5,704.73 | 5,772.47 | 6,072.67 | 6,426.15 | 6,793.12 |
| 其他 | (2,266.69) | (2,365.07) | (2,358.49) | (2,358.49) | (2,358.49) |
| 股东权益合计 | 7,296.53 | 7,265.89 | 7,572.67 | 7,926.15 | 8,293.12 |
| 负债和股东权益总 | 11,539.57 | 11,670.72 | 12,906.40 | 12,728.33 | 14,933.98 |

| 现金流量表(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 604.98 | 487.74 | 635.40 | 760.50 | 890.65 |
| 折旧摊销 | 344.92 | 348.98 | 208.96 | 224.24 | 239.41 |
| 财务费用 | (40.50) | 269.89 | 128.81 | 136.62 | 172.23 |
| 投资损失 | (128.95) | (267.77) | (200.00) | (210.00) | (235.00) |
| 营运资金变动 | 206.11 | (351.53) | (689.44) | 281.30 | (1,777.80) |
| 其它 | 401.30 | (116.47) | 408.07 | 1.61 | 2,003.91 |
| 经营活动现金流 | 1,387.85 | 370.85 | 491.80 | 1,194.28 | 1,293.40 |
| 资本支出 | 1,350.08 | 1,520.29 | 681.21 | 306.40 | 302.00 |
| 长期投资 | 796.98 | 1,061.79 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (3,076.65) | (3,513.48) | (1,209.12) | (398.11) | (356.55) |
| 投资活动现金流 | (929.60) | (931.40) | (527.91) | (91.71) | (54.56) |
| 债权融资 | 3,288.38 | 3,557.93 | 4,181.32 | 3,752.15 | 5,379.14 |
| 股权融资 | 86.65 | (365.29) | (122.23) | (136.62) | (172.23) |
| 其他 | (4,063.97) | (3,037.85) | (3,893.13) | (3,443.13) | (5,017.62) |
| 筹资活动现金流 | (688.94) | 154.79 | 165.96 | 172.40 | 189.30 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 18.00 | 6.00 | 8.00 |
| 现金净增加额 | (230.69) | (405.76) | 147.84 | 1,280.98 | 1,436.14 |

| 利润表(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 5,471.67 | 5,952.21 | 6,148.16 | 7,013.27 | 8,094.94 |
| 营业成本 | 4,523.01 | 4,909.81 | 5,041.49 | 5,750.88 | 6,637.85 |
| 营业税金及附加 | 39.92 | 44.14 | 46.11 | 51.20 | 56.66 |
| 营业费用 | 169.95 | 164.23 | 153.70 | 140.27 | 145.71 |
| 管理费用 | 288.13 | 289.67 | 295.11 | 308.58 | 339.99 |
| 财务费用 | (27.61) | 266.91 | 128.81 | 136.62 | 172.23 |
| 资产减值损失 | (10.84) | 4.04 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| 公允价值变动收益 | 17.56 | (24.61) | 8.07 | 1.61 | (3.77) |
| 投资净收益 | 128.95 | 267.77 | 218.00 | 216.00 | 243.00 |
| 其他 | (293.01) | (514.11) | (452.14) | (435.23) | (478.47) |
| 营业利润 | 635.61 | 544.36 | 704.00 | 838.34 | 976.74 |
| 营业外收入 | 41.87 | 4.78 | 4.00 | 4.00 | 4.00 |
| 营业外支出 | 8.91 | 2.48 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| 利润总额 | 668.57 | 546.66 | 706.00 | 840.34 | 978.74 |
| 所得税 | 63.59 | 58.91 | 70.60 | 79.83 | 88.09 |
| 净利润 | 604.98 | 487.74 | 635.40 | 760.50 | 890.65 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属于母公司净利润 | 604.98 | 487.74 | 635.40 | 760.50 | 890.65 |
| 每股收益(元) | 0.40 | 0.33 | 0.42 | 0.51 | 0.59 |

| 主要财务比率 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 9.08% | 8.78% | 3.29% | 14.07% | 15.42% |
| 营业利润 | 101.59% | -14.36% | 29.33% | 19.08% | 16.51% |
| 归属于母公司净利润 | 86.69% | -19.38% | 30.27% | 19.69% | 17.11% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 17.34% | 17.51% | 18.00% | 18.00% | 18.00% |
| 净利率 | 11.06% | 8.19% | 10.33% | 10.84% | 11.00% |
| ROE | 8.29% | 6.71% | 8.39% | 9.59% | 10.74% |
| ROIC | 7.97% | 9.16% | 8.27% | 8.61% | 10.42% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 36.77% | 37.74% | 41.33% | 37.73% | 44.47% |
| 净负债率 | -5.55% | -14.07% | -4.56% | 2.90% | -0.02% |
| 流动比率 | 2.67 | 2.03 | 1.72 | 1.93 | 1.67 |
| 速动比率 | 1.55 | 0.86 | 0.68 | 0.71 | 0.61 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 8.97 | 9.24 | 10.09 | 12.74 | 12.74 |
| 存货周转率 | 1.83 | 2.14 | 1.86 | 1.94 | 1.88 |
| 总资产周转率 | 0.48 | 0.51 | 0.50 | 0.55 | 0.59 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.40 | 0.33 | 0.42 | 0.51 | 0.59 |
| 每股经营现金流 | 0.93 | 0.25 | 0.06 | 0.80 | -0.48 |
| 每股净资产 | 4.86 | 4.84 | 5.05 | 5.28 | 5.53 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 13.31 | 16.51 | 12.68 | 10.59 | 9.04 |
| 市净率 | 1.10 | 1.11 | 1.06 | 1.02 | 0.97 |
| EV/EBITDA | 10.48 | 8.56 | 10.29 | 8.48 | 8.38 |
| EV/EBIT | 16.39 | 12.36 | 12.88 | 10.43 | 10.13 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |