

纺织服装

证券研究报告

2019年01月19日

2019 越南纺织服装行业投资指南

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

吕明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518040001
lvming@tfzq.com

郭彬 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517120001
guobin@tfzq.com

于健 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518090002
yujian@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《纺织服装-行业研究周报:警惕人民币升值风险,继续推荐高性价比及业绩触底组合》 2019-01-14
- 2 《纺织服装-行业研究周报:开润股份、百隆东方、九牧王股价调整,推荐逻辑及观点维持不变》 2019-01-06
- 3 《纺织服装-行业专题研究:2018年纺织服装板块 A/H 股复盘》 2019-01-03

深度调研越南纺织业,越南投资干货全整合。

2019年1月9日-2019年1月11日,天风证券研究所纺织服装团队深入到越南进行调研;并重点对百隆东方、鲁泰 A、健盛集团所在的越南产区进行了调研。纺织制造行业等劳动密集型行业,向东南亚地区转移的趋势不可避免,很多国内的企业跃跃欲试,那么如何在越南投资、在越南投资的优劣势是什么?我们将在此报告里详细回答您所关心的投资越南的问题。

如果您需要到越南投资,那您一定需要了解越南这个国家的情况。作为与中国一衣带水的越南,其地理条件优越,交通设施便利,自然资源丰富。另外,目前越南的劳动力资源丰富,仍处于人口红利期,人口平均年龄仅 31 岁,35 岁以下人口约占总人口的 55.6%。那么在近年中国产业升级的阶段,越南凭借其成本、税收和较为宽松的贸易环境优势,吸引了众多产业的转移和进入。

纺织服装行业是最典型的劳动密集型行业,也是最早向越南转移的行业,透过越南纺织业的发展,可以较好了解越南投资历史和现状。纺织业是 2013 年前后逐步向越南地区转移的,在调研了百隆东方、鲁泰 A 和健盛集团的越南产区后,我们认为越南相比于东南亚其他国家具备以下优势:

- 1) 越南尚存很多产业空白,比如就纺织服装行业来说,越南的纺织配套工业较弱,纺织面料生产高度依赖进口,存在较大的投资机会。以百隆东方为例,公司 13 年进入越南投资建厂时所做的市场调研显示,当时 82%越南服装生产的面料是从中国大陆、中国台湾和韩国等地进口。
- 2) 越南的文化与中国相近,员工素质相比东南亚其他国家好,管理较为方便。
- 3) 成本优势:在能源、劳动力、土地、原材料等方面成本相对国内低廉。
- 4) 税收优势:企业所得税最高优惠税率是“四免九减半”,标准优惠税率是“两免四减半”,对于外商来说具备较强的吸引力。目前百隆东方及健盛集团的海防市工厂可以享受“四免九减半”的政策。
- 5) 关税优势:越南加入多个自由贸易协定,并有多个协定正在谈判推进,具备优势。
- 6) 下游客户拉动:近期由于中美贸易战的影响,纺织企业的下游客户更希望产品能够在东南亚地区如越南进行出货,NIKE、ADIDAS 等品牌只要其供应商有越南工厂,他们就会要求订单优先放到越南工厂来进行生产,有利于其降低成本,规避贸易风险。下游客户的需求和订单的转移,也促使我国纺织企业的产能向越南进行转移。

如果现在到越南投资还有优势吗?

不可否认的是,相比于 2013 年前后,越南的整个投资环境已经发生了很大的变化,虽然人工成本和租金在持续上涨,但是相比国内仍然具有优势;其次,越南原材料价格优势、税收及关税优势仍存;另外,订单趋向越南转移也迫使我国纺织企业必须来越投资建厂,同时能有效规避贸易战的不确定性带来的风险。由此,我们可以看到国内的色纺纱龙头企业华孚时尚在 2018 年 12 月 16 日通过子公司越南华孚投资 25 亿元建设越南新兴纱线项目,继续对越南持续投资。所以我们认为如今到越南投资仍然具有优势。

越南本国是否有大的纺织企业呢?

有,但是数量并不多。主要原因:1)越南纺织业整体实力不强,全产业链布局不均衡,产业大多以成衣制造为主,面料技术落后制约当地纺织服装业发展。2)越南纺织服装产业发展中主要依靠外资投资。截至 2018 年,外资企业占越南纺织服装企业的比重约为 25%,为该行业贡献了 60%的出口总额。外资企业往往会产业链“抱团”,例如,中国大陆的成衣制造公司更倾向于向中国大陆的面料厂、纱线厂采购,韩国和中国台湾的相关公司也都抱团,越南当地企业较难切入进去。

那么在越南投资有什么不足之处?

1) 首先, 近年随着来越投资的外商逐渐增多, 对于劳动力需求的大幅提升使得近年工厂在越南招工存在一定困难, 一类地区此问题凸显。我们在对健盛集团越南产区的调研中得知, 其海防市工厂位于一类地区, 2015 年只要贴广告, 应聘者就会排队前来。但从 2017 年开始, 张贴广告已经不足以招到工人, 要发传单才能招到人。

2) 其次基础设施较为落后, 由于政府外债占比较高, 18 年占 GDP 的 50% 左右, 导致越南政府没有充足资金加强基础设施建设。

3) 存在贪污腐败问题: 越南政府不可避免也存在一些贪污腐败问题。

4) 外汇管制较为严格, 且越南盾汇率波动较大, 总体呈现小幅贬值趋势。

在越南投资有什么风险呢?

1) 首先应该注意经济过热风险。此次我们和越南富布莱特大学的大学交流后了解到, 尽管越南是个低收入的国家, 但是 GDP 增长非常迅猛, 已经引起了世界银行和 IMF 的担忧, 2018 年 IMF 提示越南的经济有过热的风险, IMF 认为越南的经济增长率应该保持在 6.5% 左右, 但真实情况却在 7% 左右。另外越南的房价持续走高, 未来将持续上涨, 比如 18 年胡志明市第一郡的优质豪宅的价格在 6000-8000 美元/平方米 (40000-55000 元/平米), 这些单位面积在 75-95 平方米之间, 也就是说, 这一地区一套豪宅的总价平均总价在 45 万到 76 万美元之间 (300-500 万元之间)。这个价格已经与目前深圳福田区中心的房价相差不多。

2) 其次, 应该注意政治风险, 新上任的越南领导对中国友好倾向, 中越关系预计将趋于稳。然而, 中越关系也存在一定的潜在威胁。比如近年越南反华事件多发, 也对于在越的中国企业来说造成了一些损失。

3) 由于越南对于外汇的管制较为严格, 规定企业申请的美元贷款必须用于支付商品或劳务进口且有能力用自有外汇收入支付还款, 对于在越的中国企业来说就具备一定的融资风险。主要是由于近年来越盾兑美元汇率不稳, 越盾兑美元大幅贬值, 而人民币兑美元有升值的可能性, 所以若中资企业使用美元计价结算, 这使在越南的中国企业面临双重汇率风险。

投资建议:

百隆东方、健盛集团、鲁泰 A、申洲国际。

风险提示: 越南经济过热、政治风险、融资风险。调研信息可能不尽全面, 如依据本报告自行赴越投资造成的后果自行承担。

重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2019-01-18	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
601339.SH	百隆东方	4.97	买入	0.33	0.40	0.47	0.55	15.06	12.43	10.57	9.04
603558.SH	健盛集团	10.34	买入	0.00	0.51	0.65	0.78		20.27	15.91	13.26
000726.SZ	鲁泰 A	9.62	买入	0.91	0.95	1.04	1.16	10.57	10.13	9.25	8.29
02313.HK	申洲国际	90.00	买入								

资料来源: 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS

注: 申洲国际收盘价为人民币

内容目录

1. 前言：以纺织业为例，为您打造一份越南的投资指南	4
2. 2019 越南投资攻略	4
2.1. 越南情况简介	4
2.2. 国内纺织企业越南投资简史	5
2.3. 越南的优势到底在哪里？	6
2.4. 越南的主要工业园区有哪些？	9
2.5. 若现在到越南投资还有优势吗？	11
2.6. 越南本国有纺织大企业吗？	12
2.6.1. 越南本土已有大型纺织制造企业	12
2.7. 为什么越南本土大型纺织制造企业不多？	13
2.8. 在越南投资有什么不足之处吗？	15
2.9. 在越南投资有什么风险呢？	15
2.9.1. 经济过热风险	15
2.9.2. 政治风险	16
2.9.3. 融资风险	16
2.10. 下一个“越南”在哪里？预计是缅甸！	17
3. 投资建议	17
3.1. 百隆东方	17
3.2. 健盛集团	18
3.3. 鲁泰 A	19
4. 风险提示	20

图表目录

图 1：近年越南 GDP 高速增长（亿美元，%）	4
图 2：越南制造业增速维持高位（%）	4
图 3：越南的外国直接投资（亿美元）	5
图 4：越南的外资主要来源为亚洲国家（%）	5
图 5：国内外棉价差	8
图 6：福东工业园、港口规划图	10
图 7：海河工业园规划图	10
图 8：黎明纺织工业园规划图	11
图 9：越南纺织品原材料进口金额占比 单位：百万美元	13
图 10：越南外商投资项目数量持续提升 单位：个	13
图 11：越南面料进口数量增幅较快 单位：万米	14
图 12：越南棉纱进口数量（当月值） 单位：吨	14
图 13：越南棉纱进口数量及 YOY（累计值） 单位：万吨	14

表 2: 与中国相比, 越南能源成本相对较低.....	6
表 3: 百隆东方和健盛集团越南产区的水电能源成本相比国内较低.....	7
表 4: 与中国相比, 越南人工成本相对较低(指标: 最低工资; 单位: 元/月).....	7
表 5: 越南“四免九减半”税收政策.....	8
表 6: 越南“两免四减半”税收政策.....	8
表 7: 越南加入多个自由贸易协定, 在关税方面具备优势.....	9
表 8: 福东工业园投资成本(美元).....	10
表 9: 海河工业园投资成本(人民币).....	10
表 10: 黎明工业园投资成本(美元).....	11
表 11: 东南亚各国投资概况(2018 年).....	17

1. 前言：以纺织业为例，为您打造一份越南的投资指南

2019 年 1 月 9 日-2019 年 1 月 11 日,天风证券研究所纺织服装团队深入到越南进行调研;并重点对百隆东方、鲁泰 A、健盛集团所在的越南产区进行了调研。

纺织制造行业等劳动密集型行业,向东南亚地区转移的趋势不可避免,很多国内的企业跃跃欲试,那么如何在越南投资、在越南投资的优劣势是什么?我们将在此报告里详细回答您所关心的投资越南的问题。

本次天风证券研究所越南的调研还涉及地产、轻工、家电、金融等多个领域,还包括越南的房产市场、股市市场等,我们的同事都做了非常详细的记录和经验分享(可参阅天风越南调研系列感想文章),本文侧重点在于以纺织制造业为例,深度探寻如何去越南进行投资。

2. 2019 越南投资攻略

2.1. 越南情况简介

如果您需要到越南投资,那您一定需要了解一下越南这个国家的情况,作为与中国一衣带水的越南,其地理条件优越,交通设施便利,自然资源丰富。

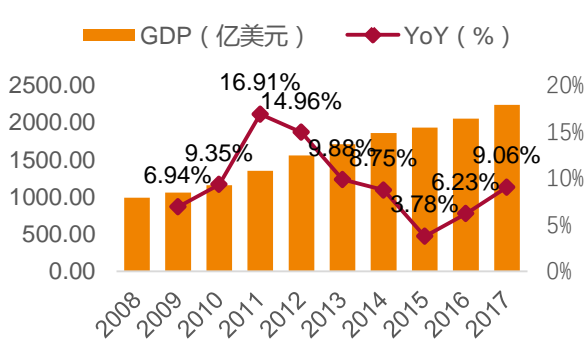
越南国土面积 32.9 万平方公里,国土呈南北狭长的“S”型,接壤中国、柬埔寨、老挝,毗邻南海、北部湾、泰国湾,海岸线长达 3260 公里,有大量港口资源便利外贸运输。除了海洋资源外,越南还有丰富的煤炭资源、石油天然气资源、铁铬钛等金属矿藏和磷灰石、高岭土等非金属矿藏。

另外,越南的劳动力资源丰富,目前仍处于人口红利期。越南总人口约 9300 万,人口年龄中位数仅 31 岁,35 岁以下人口约占总人口的 55.6%。越南的两大人口聚集区分别是以首都河内为核心的红河三角洲,和以胡志明市为中心的东南地区。当前越南城市化水平约 35%,城市化进程正在加速。

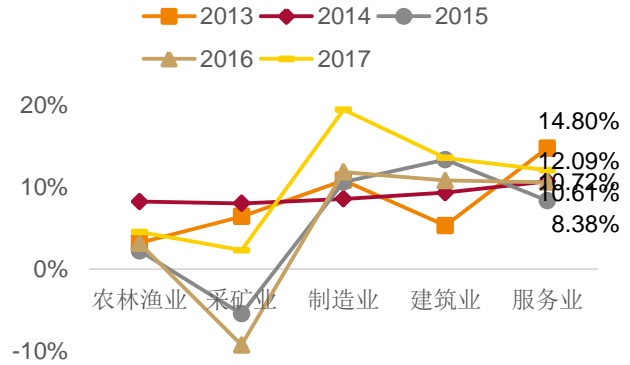
尽管越南仍是低收入国家,但得益于政府出台的一系列刺激经济的宏观政策,GDP 增长十分迅猛,尤其是制造业正高速发展。2018 年,越南的 GDP 预计增长 7.08%达到 2407 亿美元。其中制造业同比增长约 13%,是 GDP 增长的重要引擎。

图 1: 近年越南 GDP 高速增长(亿美元,%)

图 2: 越南制造业增速维持高位(%)



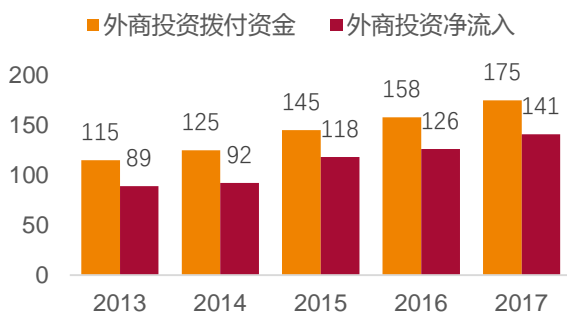
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

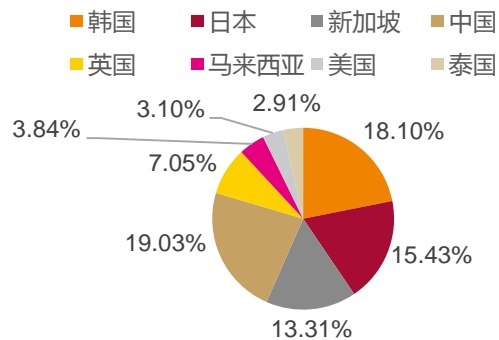
越南经济快速增长的主要原因有两方面: 一是政府的积极财政政策和宽松货币政策; 二是外国直接投资高速增长。根据越南外国投资局的数据, 截止 2018 年 10 月 20 日, 2018 年 FDI 总额达到 150 亿美元。其中 47.5% 投资于制造业, 20.4% 投资于房地产业。从投资来源来看, 越南的绝大部分外资来自于亚洲国家, 最大来源国是韩国, 占有外国直接投资的 18.1%。

图 3: 越南的外国直接投资 (亿美元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 越南的外资主要来源为亚洲国家 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

2.2. 国内纺织企业越南投资简史

从我们纺织服装行业来看, 中国的纺织行业是在 2013 年前后逐步向越南地区转移的。

- 百隆东方: 2012 年到越南进行调研, 于 2013 年 3 月 25 日破土动工, 在越南西宁市福东工业园投资建厂, 是中国第一批到越南建厂的企业之一;
- 申洲国际: 2013 年 9 月, 百隆东方的客户之一申洲国际也在福东工业园投资设立面料工厂;
- 健盛集团: 2014 年在海防市新加坡工业园区投资设立海防第一工厂;
- 鲁泰 A: 2015 年 4 月在越南西宁市福东工业园投资建厂。

我国纺织服装行业向越南等东南亚国家转移的原因如下:

- 1) **成本、税收更低。**随着纺织供应链之间的比较优势竞争更加激烈, 中国国内的人工成本、土地成本、能源成本、原材料及税收等成本日趋走高, 综合成本的上升在客观上削弱了我国纺织行业的比较优势, 越南综合成本、税收更低。
- 2) **越南宽松的国际贸易环境。**为了突破一些国家的“原产地”贸易保护措施的限制, 部分纺织企业通过产能转移来规避贸易壁垒。如申洲国际在 2005 年在柬埔寨投资建厂, 突破原产地限制; 同时, 产能向东南亚国家如越南转移可以在出口时享受较优惠的关税, 如越南是 CPTPP 自由贸易协定成员 (前身为 TPP 协定), 在关税上面具备一定优

势；欧盟和日本对于柬埔寨、缅甸、越南等国的纺织服装产品零关税或普惠关税，也使部分订单向越南等东南亚国家转移。

- 3) **中国产业升级，越南抓住机会。**在 2010 年我国中国-东盟自贸区建成后，促进了我国与东南亚国家纺织服装产业链的进一步融合。我国由于高新技术的逐步应用和产业升级的推进，低附加值的产业链开始向外转移，全球的制造业格局正在逐渐发生调整。

2.3. 越南的优势到底在哪里？

我们仍然以纺织制造企业来说明，其他行业在越南的投资也有类似逻辑。我们此次在调研了百隆东方、鲁泰 A 和健盛集团的越南产区后，总结如下：

1) 越南尚存很多产业空白。

根据越南工商会的信息显示，越南的纺织配套工业较弱，纺织面料生产高度依赖进口。2013 年，越南的纺织行业完成原料购买-生产-销售全部环节的服装出口额仅占 30%，其余 70% 全部为代加工产品出口。同时由于越南国内的生产的面料无法满足市场需求，市场中 90% 的纺织面料需要进口。

通过对百隆东方越南产区的调研，我们了解到，百隆东方在 2012 年的时候对越南进行市场调研，当时，整个越南的产纱量万锭，而越南的服装出口达到 180 亿美金，但是服装的面料 82% 是从中国大陆、中国台湾、中国香港和韩国进口。

所以对于当时的越南来说，制约越南服装业最大的因素就是服装面料，那么未来越南将会加大对纺织服装行业的投资，特别是面料的生产投资，以减少对于进口的严重依赖，所以对于百隆这样的纺纱企业来说，越南将会成为前景很好的市场。我们以百隆东方为例，公司在 13 年进入越南投资建厂后，其 30% 的纱线在越南当地进行销售，目前其生产的 70%-80% 的纱线在越南当地销售，用纱需求很大。

2) 越南的文化与中国相近，员工素质相比东南亚其他国家好，管理较为方便。

由于中国与越南地域相邻，一衣带水，两国文化也有很多相似之处，这对于来越投资建厂的中国企业来说能够更好的融入当地的文化和市场，便于企业的经营管理。

同时东南亚地区的劳动力成本较为低廉，但有时劳动力素质不高使得工人无法胜任一些制造领域中的熟练技术工种。相比于东南亚其他国家来说，越南人勤劳勇敢，劳动力素质较高，对于纺织企业来说便于管理，提升运营效率。

3) 成本优势：在能源、劳动力、土地、原材料等方面成本相对国内低廉。

① 能源方面：

越南的平均工业用电价格约合 0.51 元/度，而中国国内各地区工业用电价格在 0.6-0.9 元/度之间。越南工业用水平均价格约 3 元/立方米，而国内水费超过 4 元/立方米。

我们从【健盛集团】越南产区了解到：其电费平均为 0.5 元/度，低峰 0.3 元/度，高峰时达到 0.7 元/度；水的使用及处理在 5 元/吨，国内为 5.5-6 元/吨左右。

从【百隆东方】越南产区了解到：生产一吨纱需要用电 3140 度，越南生产一吨纱的电费在 1600 元左右，平均在 0.51 元/度左右；而国内则需要 3100-3200 元之间，平均电费在 0.78 元/度。

表 1：与中国相比，越南能源成本相对较低

越南	中国
----	----

水费	3 元/立方米	4 元/立方米
电费	0.51/度	0.6-0.9 元/度

资料来源：越南联合调研、隆安经济区 LEAZA、中国产业信息网、中国服装协会、中国电力知库，天风证券研究所

表 2：百隆东方和健盛集团越南产区的水电能源成本相比国内较低

	【百隆东方越南】	【健盛集团越南】	中国国内
水费	买水 2 元/吨，排水 0.6 元/吨， 处理到 A 级费用 5 元/吨	5 元/吨	5.5-6 元/吨
电费	0.51 元/度	0.5 元/度	0.78 元/度

资料来源：越南联合调研，天风证券研究所

② 人工成本：

首先，由于越南正处于劳动力红利期，年轻劳动力丰富低廉。截止 2017 年人口总数为 9370 万，人口中位数仅有 31 岁；从我们了解到的情况来看，越南纺企的工人工资在 2000 元左右，低于国内的工资水平，优势较为明显。我们从【百隆东方】了解到，越南的平均工资在 2000 元左右，而国内则在 3000 元以上；【健盛集团】越南产区的工资在 2200-2300 元左右。

其次，根据 2019 年 1 月 1 日越南最新的最低薪资调整来看，第 1 级-第 4 级的最低工资分别为 1237 元/月、1098 元/月、962 元/月、864 元/月，实际纺企工人的工资要高于政府制定的最低工资；而中国第 1 挡-第 4 挡的最低工资则分别为 1430 元/月、1330 元/月、1280 元/月、1120 元/月（数据选取全国最低工资的省份的工资），相比之下，越南的人工成本相对低廉。

表 3：与中国相比，越南人工成本相对较低（指标：最低工资；单位：元/月）

	越南	中国
第一级/第一档	1237 元/月	1430 元/月
第二级/第二档	1098 元/月	1330 元/月
第三级/第三档	962 元/月	1280 元/月
第四级/第四档	864 元/月	1120 元/月

资料来源：中国贸易投资网、人社部，天风证券研究所

注：中国地区数据选取全国最低工资省份的工资

汇率：1 元=3379.14 越南盾

③ 土地成本：

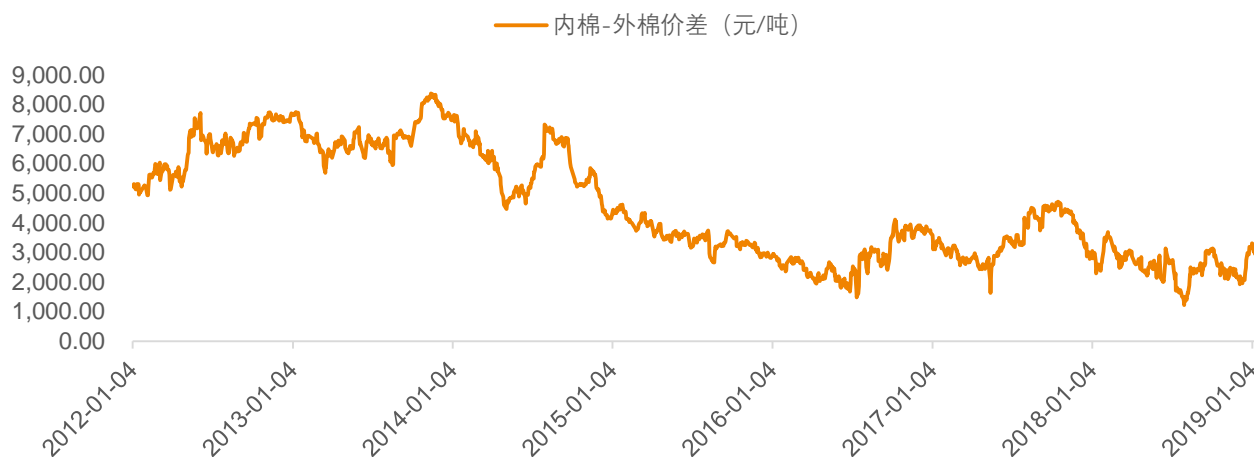
越南的工业用地购置成本相对国内较低。根据越南投资法的规定，外资企业可租赁土地，其使用期限一般不超过 50 年，对于投资大而资金回收慢，以及在社会经济条件困难地区投资的项目，其土地使用期限最长不超过 70 年。若土地使用期满后，如果投资商有继续使用土地的要求，越南相关部门可考虑根据相关规划延长其土地使用期限。

相比于中国的土地租金，越南的土地成本具备一定优势。2017 年，越南胡志明工业区的平均地价范围为 75—80 美元/平方米，而根据中国产业信息网最新数据显示，18Q3 我国的工业用地地价为 120.35 美元，相比之下，越南土地成本具备较大的优势。从我们调研中了解到，鲁泰 A 及健盛的越南产区的土地租金在 100 美金/平米，相比国内仍旧较为便宜。

④ 原材料成本：

对于纺织企业来说，棉花成本占总生产成本的占比最大。为了保护国内棉农的利益，我国对进口棉花实施配额限制，使得高品质的棉花供给不足，内外棉价差较大，推动我国纺织企业生产成本的提升。若我国的纺企转移至越南等国家，其可以通过购买国外棉花，缩减企业生产成本，提升公司的盈利水平。截至 2019 年 1 月 14 日，内外棉价差达到 3147 元/吨。

图 5：国内外棉价差



资料来源：Wind，天风证券研究所

4) 税收优势：税收优惠政策对于外商具备吸引力。

为了吸引外商来越南投资，越南对于外商也给予一定的税收优惠政策。根据越南税收法规，来越南投资的企业可以按照不同的条件，可以分别享受 15 年内优惠税率为 10% 以及 10 年内优惠税率为 17% 的税收优惠，对于越南的开放性园区，企业需要满足一些条件，即可以享受“四免九减半”及“两免四减半”的优惠：

● 企业所得税最高优惠税率：“四免九减半”优惠。

目前百隆东方及健盛集团的海防市工厂可以享受该项优惠政策，即免征 4 年所得税，之后 9 年所得税减半（即 5%）而后 2 年 10% 的税率，最后再恢复到 20% 的税率。

表 4：越南“四免九减半”税收政策

	税率		免税时间	
	税率	时限	免税	免税50%
优惠税率	10%	15年	4年	Next9年
实施时间	自企业有收入起第一年		自企业发生应纳税收入的第一年起，如三年后还没有应纳税所得收入，此优惠自企业有收入的第四年开始实施。	

资料来源：纺织贸促会、天风证券研究所

注：需满足以下条件：

- ① 总投资金额至少六万亿越南盾的项目，不超过三年把注册资金注资完成，并且雇员至少 3000 人；
- ② 总投资金额至少六万亿越南盾的项目，不超过三年把注册资金注资完成，自有收入时算起最慢第三年后，年度收入至少有 1 兆越南盾。
- ③ 纺织服装业，鞋业，电子等各配套产业生产项目获优先发展。

● 企业所得税标准优惠税率：“两免四减半”优惠。

鲁泰(越南)、鲁安成衣有限公司以及健盛集团的兴安省工厂享受该种税收优惠：即 3（3 年启动期）+ 2 免（2 年免税期）+ 4 减半（4 年减半期）的企业所得税税收优惠，3 年启动期内任何一个年度实现盈利即转入免税期。公司自取得第 1 笔生产经营收入所属纳税年度起 10 年内享受 17% 的优惠税率，优惠期结束后企业所得税税率为 20%。

表 5：越南“两免四减半”税收政策

	税率		免税时间	
	税率	时限	免税	免税50%
优惠税率	17%	10年	2年	Next4年
实施时间	自企业有收入起第一年		自企业发生应纳税收入的第一年起，如三年后还没有应纳税所得收入，此优惠自企业有收入的第四年开始实施。	

资料来源：纺织贸促会、天风证券研究所

5) 关税优势：越南加入多个自由贸易协定，在关税方面具备优势。

目前，越南是多个国际自由贸易协议成员，其加入的国际自由贸易协议主要有：WTO、ASEAN-AEC、ASEAN-印度、ASEAN-Australia/New Zealand、ASEAN-韩国、ASEAN-日本、ASEAN-中国、越南-日本、越南-欧盟、越南-韩国、越南-亚欧经济联盟、CPTPP 等。这使得在越南出口产品会在关税上具有一定的优惠。同时，越南政府正在推动谈判其他协议：RCEP(ASEAN+6)、ASEAN-香港、越南-各国包括：瑞士、爱尔兰、挪威。若谈判顺利，越南在关税上的优势将会愈发明显。

表 6：越南加入多个自由贸易协定，在关税方面具备优势

出口国家地区	关税税率
CPTPP 协议国（日本、加拿大、澳大利亚等）	降至 0
美国	17.5%（服装）
亚欧经济联盟（俄罗斯等）	降至 0
东盟六国	0
欧盟	9.6%逐渐降至 0（服装）

资料来源：越南经济时报、越通社、天风证券研究所

6) 下游客户拉动：

由于越南在成本、关税、税收等方面具备一定优势，加之中美贸易战的影响，对于纺织企业的下游客户来讲，他们更希望产品能够在东南亚地区如越南进行出货，有利于其降低成本，规避贸易风险。我们通过对百隆东方的调研了解到，近期 GAP、NIKE、ADIDAS 等品牌只要其供应商有越南工厂，他们就会要求订单优先放到越南来进行生产。由此，下游客户的需求和订单的转移，也促使我国纺织企业的产能向越南进行转移。

2.4. 越南的主要工业园区有哪些？

目前，越南现有 328 座工业园区，16 个沿海经济区和 3 个高科技工业园。主要的工业园区围绕在河内市辐射的红河三角洲和胡志明市辐射的东南地区，包括广宁省海河工业区，南定省黎明工业区，西宁省福东工业区、海防市工业区等。我们这次主要考察了西宁省福东工业园，还有海防新加坡工业园。

越南的工业园，按所处区域的贫困程度分成 1-4 类，越贫困地区，享受到的各项优惠条件越多。我们此次调研了解到，如果现在来越南投资，往往要到比较贫困的地区才能享受到特别优惠的条件了。

● 西宁省福东工业园：

1) **地理位置：**福东工业园位于柬埔寨和越南的交界处，交通与贸易较为便捷，距离胡志明市 52KM，可以吸引高技能劳动者到这里务工。福东工业园区距离最近的清福中转港 10km，距离协福集装箱港口 70km，距离新山一机场 50km。

2) **配套设施：**四个 120MW 的电站，一个日功率 30 万吨的水站、两个日处理能力 5000 吨的污水处理厂。道路系统包括 8 条主路和 3-6 条内线。

3) 园区成本:

表 7: 福东工业园投资成本 (美元)

收费项目	成本
土地租金	\$45/平米
电费	\$0.07/千瓦时
水费	\$0.32/吨
污水处理费	\$0.38/吨

资料来源: 越南联合调研, 锦桥纺织网, 天风证券研究所

4) 园区的重要纺织企业: 申洲国际、百隆东方、鲁泰 A 等。

图 6: 福东工业园、港口规划图



资料来源: 越南投资发展网, 天风证券研究所

● 广宁省海河工业区: 规划面积 3300 公顷。

1) **地理位置:** 海河工业园位于广宁省海河县, 是在“两廊一圈”战略范围内, 处于中国西南经济圈和泛珠三角经济圈交汇处, 距中国广西东兴市仅约 30 公里, 陆运至江苏福建仅需两天。

2) **配套设施:** 热电厂、供水厂、污水处理厂及仓储物流服务区。

3) 园区成本:

表 8: 海河工业园投资成本 (人民币)

收费项目	成本
电费	¥0.39/千瓦时
水费	¥2.4 /吨
蒸汽	¥110/吨

资料来源: 锦桥纺织网, 天风证券研究所

4) 园区的重要纺织企业: 天虹纺织、华利达集团。

图 7: 海河工业园规划图



资料来源：慧聪纺织网，天风证券研究所

● **南定省黎明纺织服装工业园：规划面积 1500 公顷，总投资约 4.4 亿美元。**

- 1) **地理位置：**黎明工业园位于北部南定省义兴县，距离河内机场和海防港口仅 150km。
- 2) **配套设施：**2400MW 的热电厂，足够满足整个园区用电；第一阶段日产能 17 万吨的供水站；日处理能力 11 万吨的污水处理厂；以及专用码头和物流服务等。
- 3) **园区成本：**

表 9：黎明工业园投资成本（美元）

收费项目	成本
土地租金	\$34-45/平米
电费	\$0.065/千瓦时
水费	\$0.55-0.68/吨
污水处理费	\$0.36/吨

资料来源：锦桥纺织网，天风证券研究所

4) **园区的重要纺织企业：**锦兴国际控股，佳利达环保科技等。

图 8：黎明纺织工业园规划图



资料来源：黎明工业园官网，天风证券研究所

2.5. 若现在到越南投资还有优势吗？

前文我们提到，越南无论在市场潜力、成本、劳动力、税收和关税等方面都具备一定的优势，由此吸引了大批中国的纺织企业到越南进行产能布局和扩张，由此造成了越南投资热，使得劳动力成本和土地租金等有所上涨，那么对于国内其他纺织企业来说，现在来越南进

行投资还有优势吗？

首先由于越南成本优势明显，以及前端时期中美贸易战的不确定性，吸引了更多行业的企业来越投资建厂，需求推动下使得越南的土地租金持续走高。根据我们从鲁泰 A 越南工厂了解到的情况来看，公司在 15 年进入越南时，福东工业园的租金在 50 美元/平米左右，现在已经上涨至 100 美元/平米，并且在近期持续上涨；另外，通过对百隆东方的调研我们了解到，在贸易战之后，国内的产能向越南转移的趋势越发明显，18 年 11 月底到 12 月土地价格涨了一倍，染整的土地上涨至 100 美元/平米。

其次，随着土地价格上涨的还有人工成本。2018 年越南的最低工资标准上调了 6.5%，19 年 1 月再次上调 5.3%。而根据我们对于健盛集团越南工厂的调研了解到，越南工人平均每年的工资涨幅在 10% 左右，15 年最高工资涨幅在 12%，但预计 3-5 年的工资涨幅每年不会超过 10%，工资的涨幅增速开始放缓；同时根据我们对于百隆东方越南产区的了解，百隆越南工厂 7 年间工资翻倍的原因主要系工厂所在的西宁市在之前是三类地区，在 15-16 年间变为二类地区，由此导致工资上涨 20% 以上，但未来工资的涨幅将会有所放缓。

我们不可否认的是，相比于 2013 年前后，越南的整个投资环境已经发生了很大的变化，但我们认为如今到越南投资仍然具有优势。主要系即使越南的土地及人工成本相比前期上涨，相比于国内其仍然具备一定的优势；其次，原材料价格优势、税收及关税优势仍存；另外，订单趋向越南转移也迫使我国纺织企业必须来越投资建厂，同时能有效规避贸易战的不确定性带来的风险。

由此，我们可以看到国内的色纺纱龙头企业华孚时尚在 2014-2018 年 4 年间在越投资 3 亿美元，建设了越南华孚工业园，拥有 28 万锭的纱线产能；同时华孚在 2018 年 12 月 16 日通过子公司越南华孚投资 25 亿元建设越南新兴纱线项目，继续对越南持续投资，完善越南在东南亚地区的快速反应基地，可见目前越南的对国内的纺企仍具有很大的吸引力。

2.6. 越南本国有纺织大企业吗？

大家都知道，中国在迎接劳动密集型产业转移的过程中，诞生了非常多优秀的民族企业，那么越南有没有和中国类似，也产生众多民族企业呢？

答案是肯定的，确实有，不过数量并不多。我们仍以纺织服装业举例说明。

根据越南纺织服装协会透露，预计越南纺织品 2018 年出口额达 350 亿美元，同比增长 13.3%。越南成为世界第三大纺织品服装出口国，仅次于中国和印度。

从行业情况来看，截至 2018 年年中，越南拥有约 5000 家纺织服装厂，有纺织产业工人 280 万人，年营业额达 300 亿美元，相当于越南 GDP 的 15%。纺织服装业已成为越南最具规模的经济行业。目前越南比较大的纺织企业有 VINATEX。

2.6.1. 越南本土已有大型纺织制造企业

越南纺织服装行业由国有公司，私有公司，行业组织三个层面构成。

- 越南国家纺织品服装集团(The Viet Nam National Textile & Garment Group, 简称 VINATEX)，是将所有国有纺织服装企业合并而成。从事生产、出口、进口、批发零售等多种业务。
- 越南纺织品服装协会，非国有盈利组织，代表越南所有纺织品服装企业的利益，宗旨是促进越南纺织品服装出口，向政府部门提供建议
- 服装、纺织品、刺绣和针织协会，其会员占全越服装出口的 20%，该协会在纺织服装工业领域影响很大，提供技术和咨询服务。

本地最大纺织企业为 Vinatex（越南纺织服装集团）。2018 年，Vinatex 工业产值达 46.1 万亿越盾（约 19 亿美元），与 2018 年预期相比增长 3%，较 2017 年增长 9.7%。今年出口额约达 30.5 亿美元，营业额达 48.658 万亿越盾（约 21 亿美元），同比增长 6.6%。税前利润约达 1.532 万亿越盾（约合 6600 万美元），同比增长 6.2%。2019 年，Vinatex 出口额目标

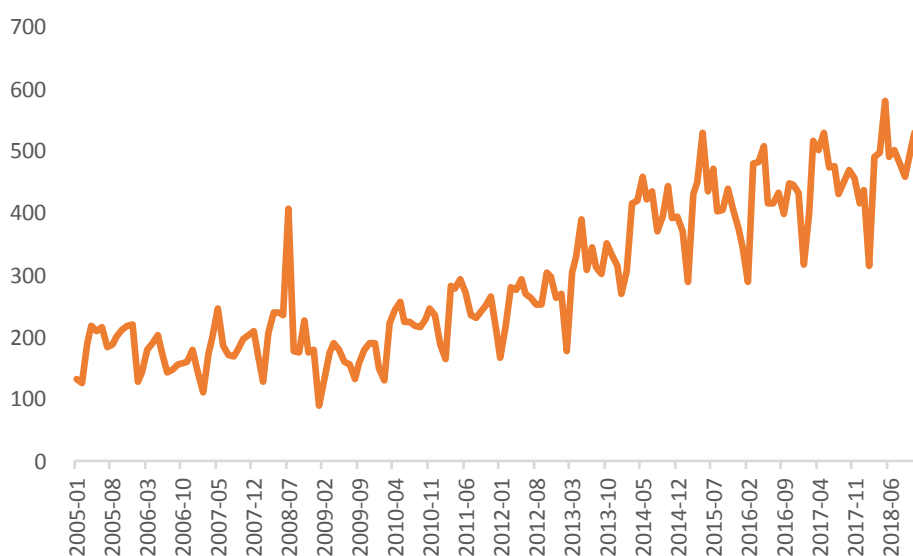
增长 8%，低于 2018 年行业整体 16% 的出口额增长，也低于过去三年行业整体 10% 的出口额增长速度。

越南纺织业整体实力不强，全产业链布局不均衡，以成衣制造为主。

据 2017 年越南《海关报》报道，越南国内原辅料生产仅能满足纺织行业 30% 的生产需求，因此行业贸易顺差难以提高。

面料技术落后是制约当地纺织服装业发展的主要原因。以面料进口为例，越南服装出口加工业每年需要各种面料 68 亿米，国内产量仅 8 亿米，且以普通面料为主，绝大部分中高端面料严重依赖进口，因此越南本地纺织服装企业主要还是以制造成衣为主，技术含量较高面料制造、纺织业主要依靠以中国为代表的外商投资。

图 9：越南纺织品原材料进口金额占比 单位：百万美元

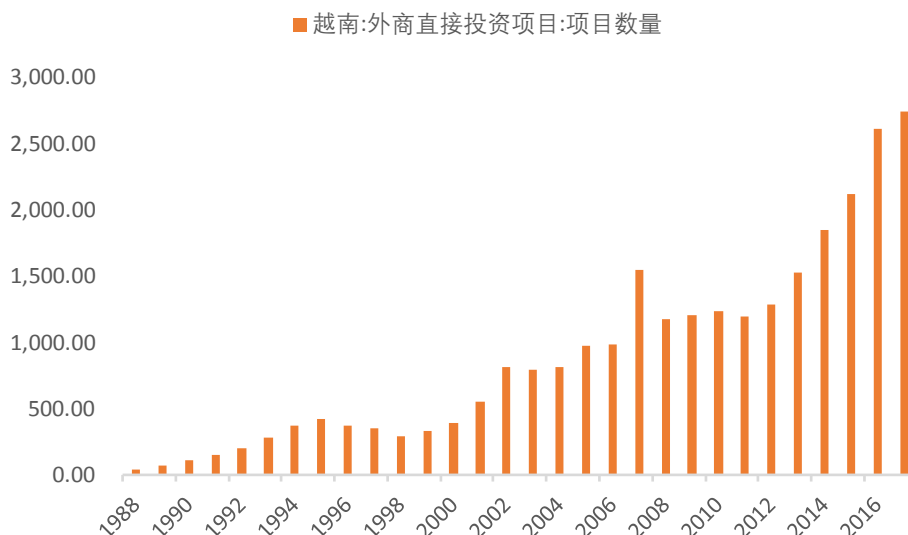


资料来源：wind、天风证券研究所

2.7. 为什么越南本土大型纺织制造企业不多？

越南纺织服装产业发展中主要依靠外资投资。截至 2018 年，外资企业占越南纺织服装企业的比重约为 25%，为该行业贡献了 60% 的出口总额。虽然美国退出了 TPP，但越南与其他地区或国家签订的自由贸易协定，如越南-东盟自贸协定、越南-韩国自贸协定、越南-日本自贸协定及越南-欧亚经济联盟自贸协定等，依然使越南成为纺织服装行业外资投资的热点目的地。外资企业往往会产业链“抱团”例如，中国大陆的成衣制造公司更倾向于向中国大陆的面料厂采购，韩国和中国台湾的相关公司也都抱团，越南当地企业较难切入进去。

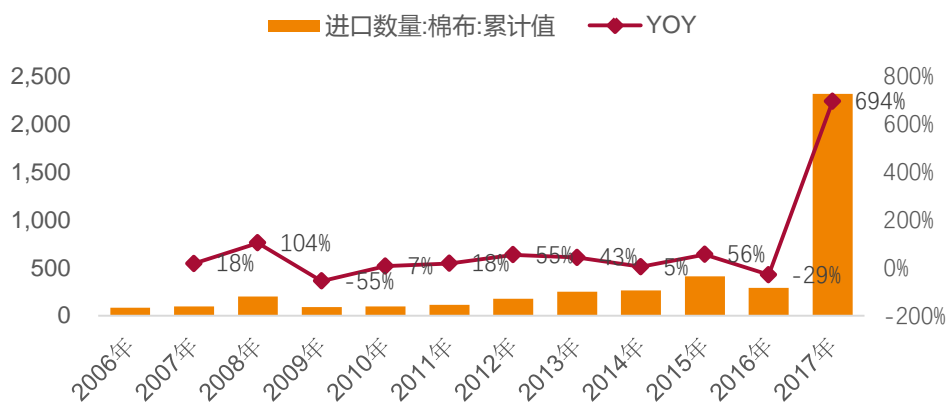
图 10：越南外商投资项目数量持续提升 单位：个



资料来源: Wind、天风证券研究所

上下游产业链发展不完善，纺织原料、坯布生产以及印染加工相对薄弱。由于越南的本土面料不能满足服装加工的需求，近几年，越南成为世界最大面料进口国和最大服装出口国之一。前文我们提到过，2013年，越南的纺织行业完成原料购买-生产-销售全部环节的服装出口额仅占30%，其余70%全部为代加工产品出口。同时由于越南国内生产的面料无法满足市场需求，市场中90%的纺织面料需要进口，可见越南的纺织产业链不完善。

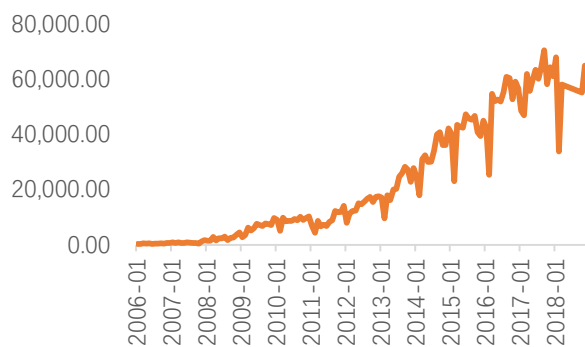
图 11: 越南面料进口数量增幅较快 单位: 万米



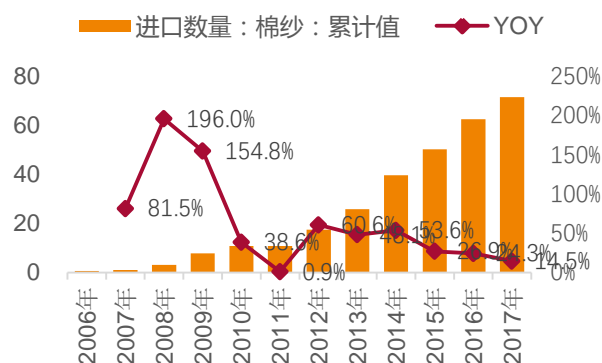
资料来源 Wind、天风证券研究所

图 12: 越南棉纱进口数量 (当月值) 单位: 吨

图 13: 越南棉纱进口数量及 YOY (累计值) 单位: 万吨



资料来源：Wind、天风证券研究所



资料来源：Wind、天风证券研究所

2.8. 在越南投资有什么不足之处吗？

1) 近年工厂招工较为困难：随着来越投资的外商逐渐增多，对于劳动力的需求大幅提升，使得近年工厂在越南招工存在一定困难，一类地区此问题凸显。我们在对健盛集团越南产区的调研中得知，其海防市工厂位于一类地区，2015年只要贴广告，应聘者就会排队前来。但从2017年开始，张贴广告已经不足以招到工人，要发传单才能招到人。2017年底10-11月，平均每月辞职100人，而每月招工只有10-20人。因招工难问题凸显，部分企业开始向更加贫穷的地区开设或转移工厂；但贫穷地区基础设施较差，交通不便等因素影响也会制约劳动力红利的释放。鲁泰、申洲、百隆东方所处的福东工业园也存在招工变难的问题，所以鲁泰未来几年的新投资选择在更容易招工的四类地区新洲县。

2) 基础设施较为落后：越南14-16年的财政赤字率比较高，在5.5%-6%以上。虽然18年赤字率控制在约3.67%，但政府公债仍处于60%以上高位。2018年越南公共支出占GDP的61.4%，外债占GDP49.9%，导致越南政府没有充足资金加强基础设施建设，主要表现为高速公路通车里程较短，铁路网络集中覆盖在城市聚集区，港口配备设备较差。其中公路方面，普通公路路面退化严重，大约有40%的公路路面状况较差。此外，越南收费高速公路建设成本高，导致项目融资困难。由于公路运输占据了该国国内货物运输60%的市场份额，未来公路基础设施建设将成为越南基础设施行业建设的重中之重。此外，水利、电力不足，由于供给缺口大，有时会出现停水、停电的事故，影响正常的生活及生产活动。但是，2019年预计在基建的投资增长有30%的增长，而且政府很重视基建投资，未来也会更加重视基建投资。

3) 存在贪污腐败问题：越南政府不可避免也存在一些贪污腐败问题。

4) 外汇管制较为严格，且越南盾汇率波动较大，总体呈现小幅贬值趋势：在越南越南盾是当地的主要支付手段，而美元是主要的外币。可交易的外币币种仅限于可自由兑换货币，如美元、欧元、日元等，但是因为人民币并不属于自由兑换货币，因此您无法在越南的外汇市场用人民币进行交易。同时由于越南盾汇率波动较大，总体呈现小幅贬值的趋势，建议在投资时要关注汇率风险。

如果您有到越南进行投资建厂的打算，那么您需要拥有两个外汇账户，分别对应不同的汇入汇出的职能。首先您需要拥有一个FDI账户，即直接投资账户，这个账户您只能在越南当地的银行开设；同时您需要拥有一个结算账户，您可以在越南当地多家银行开立这个结算账户。在汇入汇款时是没有限制的，但是在汇出汇款或购汇时，您需要提供相应的材料，并且需要符合越南外汇的管制规定。

2.9. 在越南投资有什么风险呢？

2.9.1. 经济过热风险

尽管越南仍然是一个低收入国家，但GDP的增长非常迅猛。此次调研通过我们和越南富

布莱特大学的大学交流后了解到，2016 年到 2017 年间，因为政府出台了一系列刺激经济的宏观政策，包括积极处理通货膨胀、解决结构性问题，进行改革等，越南的经济逐渐复苏，所以 2016 至 2017 年越南的经济加速增长。但是专家也表示越南迅猛的经济增长引起了世界银行和 IMF 的担忧，2018 年 IMF 提示越南的经济有过热的风险，IMF 认为越南的经济增长率应该保持在 6.5% 左右，但真实情况却在 7% 左右。

近年来越南经济快速增长的原因主要包括两方面：1) 2017 年政府出台一系列调控政策，财政政策比较积极，货币政策也十分宽松，信贷增长明显。2) 出口、特别是外国直接投资带动了越南经济发展。越南具备丰富的劳动力资源，有强劲的出口势头和 FDI，是外商直接投资的热土。越南是出口导向型经济，70% 左右的出口是外国直接投资带来。

同时，对于房地产市场来说目前处于供不应求状态、房价趋势依旧向上。通过调研我们发现，例如胡志明市在 2018 年房价上涨 10%，总开盘 30792 套，均价 1714 美元，其中：豪华型开盘 5 个项目，销售量 1600 套左右，同比上涨 21%，均价为 5500 美元，同比上涨 17%；高端楼盘开盘 28 个项目，销售量 12000 多套，开盘上浮，但均价变化不大；中端楼盘销售量 16755 套，均价在 1158 美元；普通住宅开盘量下降 84%，但均价上涨 1%。

所以在越南买房也远没有我们想象的轻松。由于，越南的胡志明市是越南最大的城市地区，从房价来看，18 年胡志明市第一郡（胡志明市核心商业区）房产的均价为 9770 万越南盾/平方米，折算成人民币为 28483 元/平米，且房价未来将持续上涨，预计 2019 年的均价在 39736 元/平米，涨幅在 40% 左右。同样我们从自己的角度出发。从中国的深圳市来看，2017 年深圳的房屋价格在 47936 元/平米，同比上涨 6.18%，而在 2015/2016 年，深圳房屋价格的涨幅在 30-40% 之间，目前越南胡志明市的房价涨幅与深圳 15/16 年时的房价涨幅相当，预计仍会持续上涨。

另外，18 年胡志明市第一郡的优质豪宅的价格在 6000-8000 美元/平方米（40000-55000 元/平米），这些单位面积在 75-95 平方米之间，也就是说，这一地区一套豪宅的总价平均总价在 45 万到 76 万美元之间（300-500 万元之间）。这个价格已经与目前深圳福田区中心的房价相差不多。

我们认为越南的房价仍会持续上涨，由于目前越南城市化率还只有 34% 左右，但每年正以 2.8% 的速度增长，同时更多的外商来越南投资也会进一步促进城市住房和用地的需求猛增，据 Property Guru 数据统计，到 2020 年越南的中产阶级将达到 4000 多万人，这对城市中心的优质住房产生巨大的需求，房价仍会持续上涨，所以如果您现在来越南买房也可以算作很好的投资项目。

2.9.2. 政治风险

中越关系存在潜在威胁。新上任的越南领导对中国友好倾向，中越关系预计将趋于稳。然而，中越关系也存在一定的潜在威胁：1) 中越南海争端问题。2) 对华贸易逆差增加。逐年上升的对华贸易逆差使一些越南人感觉心理不平衡，因此提出了应对措施，即限制中国进口与扩大国内出口。

因此，近几年越南反华事件多发。1) 2018 年 6 月 10 日，越南多个城市爆发了反华示威活动，反对设立经济特区的计划，该计划将会对外商投资者出让土地长达 99 年，一些越南人担心特区将有利于中国投资者。越南首都河内、胡志明市及该国其它城市都爆发了大规模抗议活动。2) 最为严重的反华抗议发生在 2014 年 5 月 13 日，系月初中国在南海西沙群岛邻近越南海域设置钻油平台，引发大陆和越南船只对峙碰撞，越南反中情绪愈演愈烈，从游行渐渐演变成暴力打砸事件。

2.9.3. 融资风险

前文提到过，由于越南对于外汇的管制较为严格，而中国的人民币无法在越南进行交易和自有兑换，所以中国的企业需要在越南金融机构开设越盾或外汇账户。同时，由于越南在美元贷款方面有严格限制，规定企业申请的美元贷款必须用于支付商品或劳务进口且有能力用自有外汇收入支付还款，对于在越的中国企业来说就具备一定的融资风险。主要是由于近年来越盾兑美元汇率不稳，越盾兑美元大幅贬值，而人民币兑美元有升值的可能性，

所以若中资企业使用美元计价结算，这在越南的中国企业面临双重汇率风险。

2.10. 下一个“越南”在哪里？预计是缅甸！

我们认为政策优惠、成本低廉是纺服企业选择搬迁工厂至境外的主要因素。但随着在越南投资的企业数目越来越多，投资红利有可能边际递减，若在现在时间节点外商搬迁工厂进入越南，企业难以找到良好的工业区位置，可能需要投资到偏远的地方，而且劳动力价格逐渐上升，越南生产成本红利逐渐缩小。因此，结合纺服企业工厂搬迁至越南原因，再加地理、人文、政治等多方面的综合考量，我们认为，缅甸在政治上长期保持稳定，且对华友好，再加上劳动力价格较为便宜，税收减免政策也与越南相仿。因此，有可能成为下一个国内纺服企业投资的热土。

表 10：东南亚各国投资概况（2018 年）

	民族文化	政治稳定性	对华关系	基础设施	员工薪酬	员工效率	水费/吨	电费/度	优惠政策	运输方式
越南	信仰佛教,节假日基本与中国相同	一党专政,较为稳定	一般友好	较差	240 美元/月	低于中国水平 20%	5 元	0.5 元	4 免 9 减半部分 2 免 5 减半	陆运 海运
缅甸	信仰佛教,节假日与中国不同	总统制联邦国家,多党民主制,大部分稳定	较为友好	极差	112 美元/月	低于中国水平 80%	本国人 0.3 元 外国人 6.5 元或自备水井	本国人 0.33 元 外国人 0.52 元	约 3-7 年免税	海运
印尼	多数信仰伊斯兰教,有固定祷告时间	总统制共和国,多党执政,较为稳定	较不友好 曾多次爆发大规模反华游行	较差	176 美元/月	员工收到工资就走,劳动素质低	约 2.2 元	约 0.5 元	约 5-15 年免除 10%-100%的企业所得税。国家利益所需行业,减免至 20 年	航运 海运
柬埔寨	大部分信仰佛教。节假日与中国不同,假期较多	议会制君主立宪制,国王为终身制国家元首,长期稳定	较为友好	极差	150 美元/月	低于中国水平 80%	约 2 元	约 1.35 元	3-8 年免税期,之后 9%所得税。免征出口税。	陆运 海运

资料来源：西贡解放日报、柬埔寨财经房地产观察、缅甸中文网、中国驻棉兰总领馆、中国驻曼德勒总领馆、IBNR、中国国际贸易促进委员会，天风证券研究所

3. 投资建议

3.1. 百隆东方

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。

1、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。

2、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 万吨，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。

3、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。

4、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。

5、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。

6、公司公告 2018 年底棉花期货持仓合约浮亏 7,108.74 万，形成公允价值变动损失。

我们认为从报表端来看，短期对公司 2018 年业绩存在影响，但下调应仅为 Q4 边际损失，幅度约为 3000-4000 万。

根据三季报可知，公司 18Q3 公允价值变动损益约为-3,741 万，18Q1-3 约为-2,734 万，所以预计 Q4 边际亏损约为 4000 万，考虑到税收影响后，我们预计对 18 年全年业绩下调约为 3000-4000 万元。

从经营端来看，我们认为实际损失有望更低。

1) 首先从中长期来看，浮亏不代表真正亏损，贴水情况下公司可以持有至交割。截止到 2019 年 1 月 2 日收盘，郑棉主力合约 1905 报收 14890 元/吨，328 国棉现货价格指数为 15465 元/吨，期货贴水。由于棉花为公司主要生产原料，公司可以长期持有期货，直至现货交割，实际亏损将小于浮亏。

2) 期货的“浮亏”有望在生产部门中以棉花现货成本降低的方式进行部分补偿。公司在会计处理上或把期货部门和生产部门分开，导致期棉合约价格下跌的过程中期货部门出现浮亏。若公司套保得当，期货的“浮亏”有望在生产部门中以棉花现货成本降低的方式进行部分补偿。

3) 2019 年期棉单边下跌的可能性不大。从棉花供求的中长期逻辑来看，国际棉花仍有约 100 万吨的需求缺口，而国内国储棉约为 300 万吨以下，处于低位，供需格局向好；同时根据棉花生长周期，大量新棉上市的时点已过，2019 年春季开工后需求有望再度提升；综上所述我们预计 2019 年期棉单边下跌的可能性不大。

7、维持 2018 年盈利预测，维持目标价至 7.05 元。

预计 2018-2020 年净利润预测至 5.97/7.03/8.32 亿元，同比增长 22.31%/17.82%/18.37%；EPS 为 0.4/0.47/0.55 元；根据行业平均 PE，给予 19 年 15 倍 PE，目标价为 7.05 元。

8、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。

3.2. 健盛集团

1、投资逻辑：

- 1) 棉袜越南产能持续释放, 预计 18-20 年产量为 1.2 亿(+50%)/1.6 亿(+33%)/2 亿(+25%) 双。
- 2) 无缝内衣开建越南新产能, 达产后有望大幅增加 56%, 为未来发展提供持续增长动力。同时客户结构优化使 18 年净利润超预期, 预计达到 9500 万(承诺 8000 万)。
- 3) 越南盈利能力优势明显(高于国内约 8pct), 随越南产能占比提升, 公司整体净利率有望提升。

2、需求端：订单全球化布局，结构调整改善盈利。

积极开发新客户，调整客户订单组合提升毛利。公司生产模式主要是 ODM 和 OEM，为世界知名品牌商和零售商自有品牌提供袜业的制造、代工服务，优质客户资源丰富。公司 80-90% 的销售额来自于外贸出口，主要销往美国、日本、欧洲、澳洲四大国际市场。公司近几年外贸呈现稳步增长趋势，2017 年实现外贸销售 9.31 亿元，同增 75.12%。2018H1 实现外贸销售 6.36 亿元，同增 66.63%。

3、供给端：棉袜主业国内改造完成，越南产能快速释放。公司于 2013 年开始布局越南海外生产基地，拟建设 2.3 亿双棉袜生产及产业链配套项目，目前三个生产项目均已开始有效运营。政策优势有效降低成本，产能释放进一步推动营收增长。预计整体产能为 3 亿(+15.4%)/3.6 亿(+20%)/4.2 亿(+17%) 双。

- ① 国内产能：国内产能方面，杭州基地已建成，江山未来产能集中在健盛产业园，产量预计维稳。预计 2018-20 年产量为 1.8 亿/2 亿(+11.1%)/2.2 亿(+10%) 双；
- ② 国外产能：越南产能释放确定性较强。预计越南 18-20 年产量为 1.2 亿(+50%)/1.6 亿(+33%)/2 亿(+25%) 双。

4、盈利能力：越南工厂净利率预计 20% 以上，国内约为 12-13%。随着越南产能占比提高，净利率不断提升。

5、并购俏尔婷婷，18 年盈利有望超预期：

1) 公司于 2017 年 8 月完成俏尔婷婷的收购，定位中高端贴身衣物，18H1 上虞/贵州产能为 1500 万/800 万件，18 年前三季度营收约 3.7 亿，净利润约 7000 万，考虑到俏尔婷婷上虞和贵州产能稳步增加，预计可兑现收购时业绩承诺(19 年 9500 万)，18 年有望超预期达 9000 万(承诺 8000 万)。

2) 相互补充客户资源，未来客户渗透率会有提升。

6、盈利预测：

1) 巩固和拓展国外市场、积极开发新客户，主业业绩反弹可期：18 年全年棉袜收入有望达到 11 亿左右。

2) 俏尔婷婷对赌，增厚公司业绩：俏尔婷婷 18H1 完成本年业绩承诺的 46.68%，18/19 年承诺实现扣非净利润不低于 8000/9500 万元，未来将持续增厚业绩。

3) 新产能陆续释放，由此，预计 18-20 年公司归母净利润增速分别为 62.5%、26.8% 和 19.7%，EPS 分别为 0.51、0.65 和 0.78 元，对应 PE 分别为 17、13、11 倍。我们给予 18 年 20 倍 PE，对应目标价 10.2 元。

7、风险提示：

并购整合不达预期、国内外生产基地投产不达预期等风险。

3.3. 鲁泰 A

鲁泰纺织股份有限公司全球色织布龙头企业，主要生产和销售中、高档衬衫用色织面料、印染面料、成衣等产品，公司高端色织面料产能占全球市场约 18%。截至 2018H1，鲁泰国内拥有 1.8 亿米色织布，80 万锭纺纱以及 1300 万件衬衫产能，越南拥有 3000 万米色织布，

600 万件衬衫及 6 万锭纺纱产能。由于上游棉纺企业的分析框架主要是量、价以及汇率棉价等扰动因素，我们从这三方面来梳理鲁泰的投资逻辑：

量：产能持续扩张，东南亚产能稳步释放

积极布局东南亚，预计 2020 年前越南新增产能有望全部释放。鲁泰越南色织布产能增加 4000 万米（预计 2019 年至 2020 年分批投产，释放后越南产能占比 28%）、越南二期衬衫（300 万件）产能预计 19 年上半年投放。截至 2020 年底前，整体色织布产能预计增加 19%，衬衫产能增加 15%。

另，11 月 27 日公告，全资子公司鲁泰越南拟投资成立全资子公司鲁泰新洲公司，总投资额 6000 万美元。投资建设 14.4 万锭纺纱及气流纺 3000 头项目。我们预计公司在东南亚的产能布局仍将推进，为产销量提供动力。

价：价格机制为成本加成，具备一定提价空间

公司以成本加成的方式进行产品定价。价格传导机制导致棉价上涨利好公司，提升收入规模。价格传导存在滞后性，在棉价上行情况下，企业对于下游客户一般在一定时间周期后可提价，因此若棉价上涨，公司能够通过产品提价将价格传导，提升收入规模，因此棉花温和上涨有利于公司。

公司存在提价能力与空间。1) 产能逐步成熟，海外面料生产比去年更加规范化，客户信任逐渐增加，产品结构得以调整，高价产品占比提升；2) 棉价上涨，成本上升。棉花价格上涨主要来自需求端驱使，通过定价机制向下游传导，鲁泰前五大客户均为国外知名企业，具有一定价格接受能力。

短期扰动因素：预计棉价温和上涨，汇率升值风险渐消

棉花价格方面，我们认为未来棉价存在温和上涨的空间。从供需角度，未来两年中国棉花需求仍将大于供应和国储棉抛储压力减少两大因素支持未来棉价。短中期内棉价温和上涨是可能性比较高的趋势。

汇率方面，前期央行连续调低人民币中间价，对冲美元指数走强和贸易摩擦影响，人民币升值压力减轻，预计在当前国际贸易环境下，贬值仍是顺应当前国际贸易环境的需要。另外，公司也充分利用汇率套保降低外汇波动风险，汇率作为扰动因素的风险逐渐削弱。

投资建议：预计 2018-20 年的 EPS 分别为 0.95 元, 1.04 元, 1.16 元。我们认为公司将受益于在东南亚的产能布局，提高产品价格与竞争力，持续提升公司的收入规模和盈利水平，当前棉价和汇率等扰动因素对于股价的影响也在减弱，并且可观的分红比例与股息率（预计对应现价 18 年 5.4%）。公司目前估值低于行业平均，考虑到公司竞争力提升，参考上游制造公司给予 18 年 12x，对应目标价 11.4 元，首次覆盖并给予公司“买入”评级。

风险提示：大宗原材料价格波动，国际贸易形势严峻，越南政策环境变化。

4. 风险提示

越南经济过热风险、政治风险、融资风险。

调研信息可能不尽全面，如依据本报告自行赴越投资造成的后果自行承担。

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