

**百隆东方(601339)/纺织服装**
**越南产能加速释放, 业绩拐点显现**
**评级: 买入(首次)**

市场价格: 4.94

分析师: 张倩

执业证书编号: S0740118040026

Email: zhangqian@r.qzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1500
流通股本(百万股)	1500
市价(元)	4.96
市值(百万元)	74.40
流通市值(百万元)	74.40

**股价与行业-市场走势对比**

**公司盈利预测及估值**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5471.67	5952.21	6015.18	6990.32	8014.51
增长率 yoy%	9.08%	8.78%	1.06%	16.21%	14.65%
净利润	604.99	487.75	579.15	674.56	778.05
增长率 yoy%	86.69%	-19.38%	18.74%	16.48%	15.34%
每股收益(元)	0.40	0.33	0.39	0.45	0.52
每股现金流量	-0.45	2.45	3.10	3.73	4.78
净资产收益率	9.20%	7.30%	8.45%	9.39%	10.16%
P/E	12.50	15.38	12.95	11.12	9.64
PEG	0.14	-0.79	0.69	0.67	0.63
P/B	1.03	1.03	1.00	0.94	0.88

**投资要点**
**■ 竞争性: 百隆东方为色纺纱龙头企业, 强者恒强**

目前公司产品占中高端色纺纱市场份额的 29.76%, 占整个色纺纱市场份额的 17.86%。色纺纱为劳动与资本密集型产业, 公司先发优势与规模效应显著, 控费能力强, 技术壁垒高, 新进入者难以与之竞争, 强者恒强。

**■ 成长性: 产能扩张+优质客户资源, 保障公司业绩可持续稳定增长**

✓ 产能的加速释放将推动公司业绩增长。预计 2018-2020 年公司整体产能 CAGR 为 14.47%, 达 180 万锭。其中, 越南 B 区产能全部释放, 每年可新增 20 万锭, 到 2020 年达 110 万锭。国内产能稳定, 维持在 70 万锭左右。

✓ 依托优质客户资源, 与客户共同成长。公司前五大客户的收入稳步增长, 收入占比从 2013 年的 22.4% 提升至 2017 年的 26.7%。同时, 头部客户供应商集中度提升, 随着客户产能扩张, 公司收入占比有望进一步提升, 订单需求有保障。

**■ 战略性: 重点布局越南, 享受成本红利, 规避贸易风险**

2018 年至 2020 年越南产能 CAGR 达 30.06%, 快于公司整体水平, 产能占比将提升至 60.11%。越南人工成本仅为国内 1/2, 能源和土地价格为国内的 50%-60%, 且享受税收和关税优惠政策, 成本优势显著。越南产能占比的提升将带动公司整体毛利率和 ROE 的增长。另外, 受贸易摩擦的影响, 海外订单加速向东南亚转移, 公司越南订单有望超预期。

**■ 盈利性: 棉价上行助力毛利率提升, 汇率变动增加净利润弹性**

✓ 纱线定价采取成本加成法, 棉花占约纱线成本的 70%, 因此棉纺企业通常会在棉价低位时增加库存, 以对冲价格波动。而价格的传导通常具有一定滞后性, 所以毛利率将受益于棉价上涨。我国棉花产销缺口持续, 国储库存下降, 将支撑未来棉价上行。公司棉花库存充足, 预计毛利率可平稳提升。

✓ 受贸易摩擦影响, 人民币大幅贬值, 使公司出口产品更具竞争优势。同时, 公司外汇敞口受益于人民币贬值, 产生汇兑收益, 降低财务费用, 增厚公司净利润。

■ **投资建议:** 我们预计公司 2018-2020 年营收达 60.15、69.90、80.14 亿元, 分别同比增长 1.06%、16.21%、14.65%; 归母公司净利润为 5.79、6.74、7.78 亿元, 分别同比增长 18.74%、16.48%、15.34%。考虑到公司产能处于快速释放期, 短期量价齐升推动业绩增长, 参照相对估值法, 我们给予 2019 年 13-14 的 PE 估值, 对应股价 6.08-6.55 元。

■ **风险提示:** 终端服装消费市场疲软, 产能扩张不及预期, 棉花价格下跌的风险, 人民币升值的风险, 越南政治风险。

## 内容目录

一、公司介绍 .....	- 4 -
1. 色纺纱龙头企业 .....	- 4 -
2. 公司股权集中，管理层稳定 .....	- 4 -
3. 海外收入增长是公司业绩发展的主要驱动力 .....	- 4 -
4. 定位中高端，研发能力筑造公司护城河 .....	- 6 -
二、行业介绍 .....	- 7 -
1. 色纺纱时尚环保，支持供应链快反 .....	- 7 -
2. 双寡头垄断色纺纱，行业增长稳定 .....	- 8 -
三、投资看点 .....	- 10 -
1. 供给：产能扩张带来业绩拐点 .....	- 10 -
2. 定价：棉花供需缺口带动纱线价格长期向好 .....	- 12 -
3. 成本：产能向越南转移，成本优势凸显 .....	- 15 -
4. 需求：绑定优质客户，构建核心竞争优势 .....	- 18 -
4. 汇率：人民币贬值+越南盾升值，可带来汇兑收益 .....	- 19 -
四、盈利预测与估值 .....	- 20 -
1. 盈利预测 .....	- 20 -
2. 估值分析和投资建议 .....	- 21 -
五、风险提示 .....	- 21 -

## 图表目录

图表 1: 百隆东方股权结构 .....	- 4 -
图表 2: 百隆东方营收及同比增长 (百万元) .....	- 5 -
图表 3: 百隆东方净利润及同比增长 (百万元) .....	- 5 -
图表 4: 百隆东方利润率及 ROE .....	- 5 -
图表 5: 百隆东方期间费用率 .....	- 5 -
图表 6: 百隆东方分地区收入增速 .....	- 6 -
图表 7: 百隆东方分地区收入占比 .....	- 6 -
图表 8: 色纺纱彩色系列和麻灰系列 .....	- 7 -
图表 9: 百隆东方产品结构 .....	- 7 -
图表 10: 色纺纱制作流程及特点 .....	- 8 -
图表 11: 色纺行业双寡头产能占比 .....	- 9 -
图表 12: 快时尚行业规模及增速 (十亿美元) .....	- 9 -
图表 13: 运动服装行业规模及增速 (十亿美元) .....	- 9 -

图表 14: 百隆东方历年产能规划及预测 (万锭)	- 11 -
图表 15: 百隆东方部分客户的越南产能情况	- 11 -
图表 16: 越南百隆营收及净利润 (百万元)	- 12 -
图表 17: 百隆东方成本拆分	- 13 -
图表 18: 棉花价格与公司纱线销售价格	- 13 -
图表 19: 国内棉花价格 (元)	- 13 -
图表 20: 国内棉花供需情况 (万吨)	- 14 -
图表 21: 纺服内需及出口增情况	- 14 -
图表 22: 全球棉花供需情况 (百万包)	- 14 -
图表 23: 棉花价格传导机制	- 15 -
图表 24: 越南福东纺织工业园地图	- 16 -
图表 25: 中越生产成本及税收对比	- 16 -
图表 26: 内外棉价对比	- 17 -
图表 27: 中越出口关税对比	- 18 -
图表 28: 百隆东方大客户收入占比 (亿元)	- 18 -
图表 29: 申洲国际供应商数量及主要供应商占比	- 19 -
图表 30: 申洲国际营收及增速 (亿元)	- 19 -
图表 31: 美元人民币汇率及公司汇兑损益	- 19 -
图表 32: 百隆东方收入预测	- 20 -
图表 33: 可比上市公司估值	- 21 -
图表 34: 百隆东方三张表	- 22 -

## 一、公司介绍

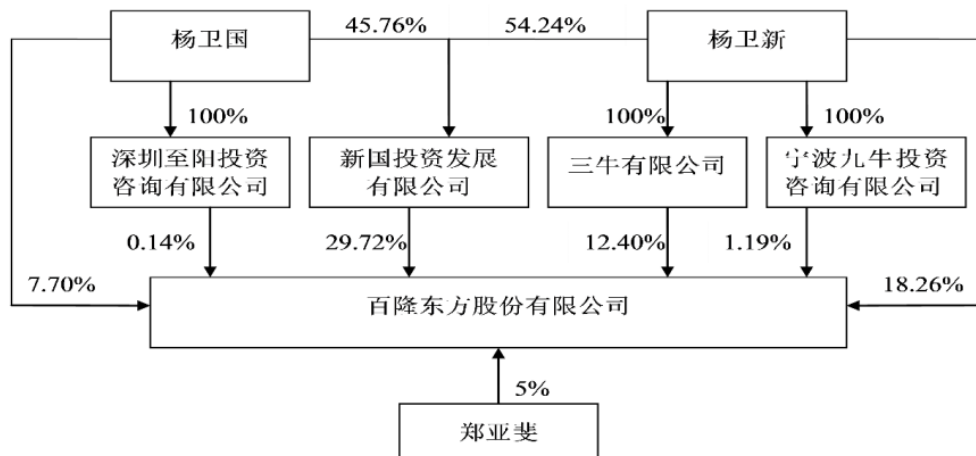
### 1. 色纺纱龙头企业

- 公司成立于 2004 年 4 月，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，产量约占国内中高端色纺纱市场的 30%。公司产品覆盖终端市场运动、快时尚、奢侈品等多个领域，客户包括 Uniqlo、Nike、Adidas、Puma、Zara、H&M、Ralph Lauren 等国内外知名品牌。同时，公司在山东、浙江、江苏等地设有专门的生产基地，在香港、深圳、上海、宁波等地设有销售基地及物流中心。

### 2. 公司股权集中，管理层稳定

- 杨卫新、杨卫国兄弟二人系本公司的实际控制人。其二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。其中，杨卫新、杨卫国、郑亚斐直接持有公司 30.96%股权；杨卫新、杨卫国通过共同控制的新国投资发展有限公司（控股股东）接持有公司 29.72%股权；同时，杨卫新通过全资持有的三牛有限公司、宁波九牛投资咨询有限公司间接持有公司 13.59%股权；杨卫国通过全资持有的深圳至阳投资咨询有限公司间接持有公司 0.14%股权。

图表 1: 百隆东方股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

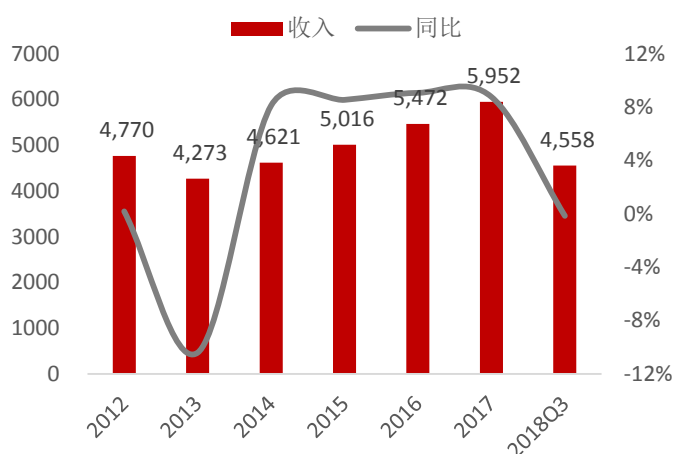
### 3. 海外收入增长是公司业绩发展的主要驱动力

- 产能扩张带动公司业绩稳步提升。2012 年以来，受到劳动力成本迅速

上升以及海内外棉花采购价差持续存在等内外部综合因素的影响，国内棉纺行业及大中型棉纺企业的国际竞争力及盈利能力均面临较大的下滑压力。因此，公司积极转换经营思路，调整产业布局，确立了“走出去”的经营发展战略，于 2013 年在越南建设工厂，并在随后几年迅速扩大海外投资的规模并加快在东南亚地区的产能布局。从 2013 年至 2017 年新增产能 50 万吨，公司收入规模逐年稳步增长，4 年间营收 CAGR 为 8.64%。

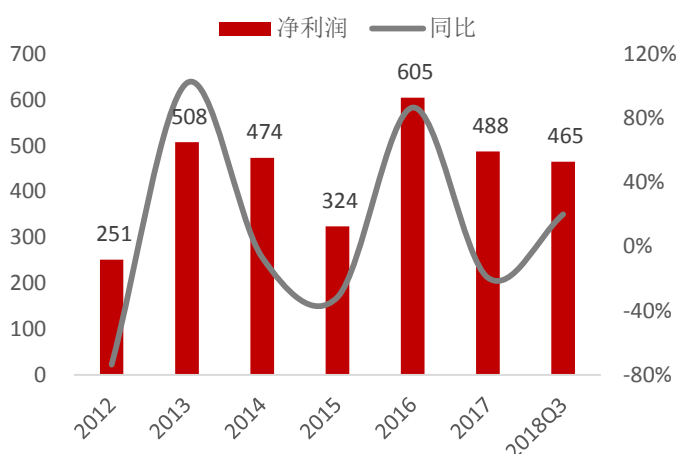
- 公司净利率波动较大，主要是受到原材料价格及财务费用变化的影响。** 2013 年公司毛利率受益于棉花成本下降，提升 4.59pct，达 19.58%。外加公司完成下辖六家新疆子公司股权转让工作，并于 2013 年三季度前顺利完成全部股权交接手续、收回全部股权转让款。净利率提升 6.61pct，达 11.88%。2014 到 2015 年，国内市场需求复苏疲弱，实行棉花直补政策后，国内棉价持续走低，市场观望情绪浓厚，企业综合成本不断上升。加之公司对越南项目投入资金的不断增加，相应银行借款利息支出以及汇兑损失的增长，导致了净利润率的下滑。2016 到 2017 年，销售费用率和管理费用率得到有效控制。而自 2015 年 811 汇改以后人民币汇率先大幅贬值后大幅升值，公司外币货币性资产和负债的净敞口较大，导致财务费用汇兑损益波动较大。
- 2018 年前三季度，公司归母净利润同比增长 20.15%，达 4.65 亿元。** 受益于 2018 年人民币大幅贬值，公司全年净利润率将同比大幅提升。前三季度营业收入同比下降 0.15%，主要是受制于公司产能，随着 18 年下半年至 2020 年越南 B 区 50 万吨产能全部释放，公司营收将快速增长。

图表 2: 百隆东方营收及同比增长 (百万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

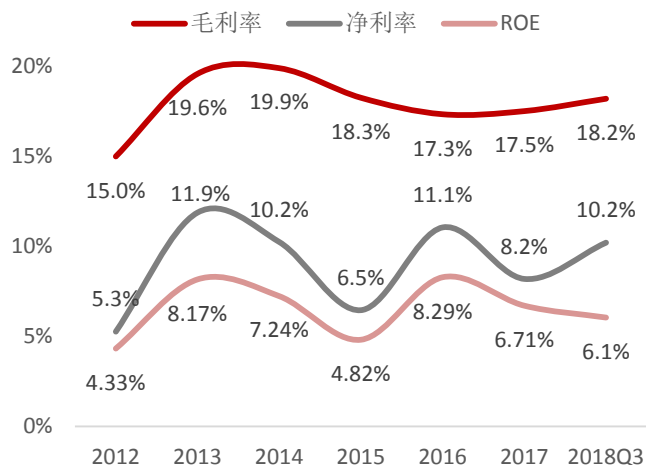
图表 3: 百隆东方净利润及同比增长 (百万元)



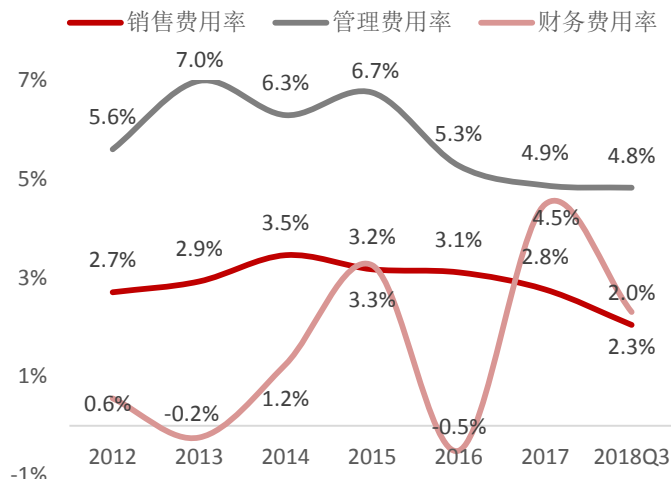
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 百隆东方利润率及 ROE

图表 5: 百隆东方期间费用率



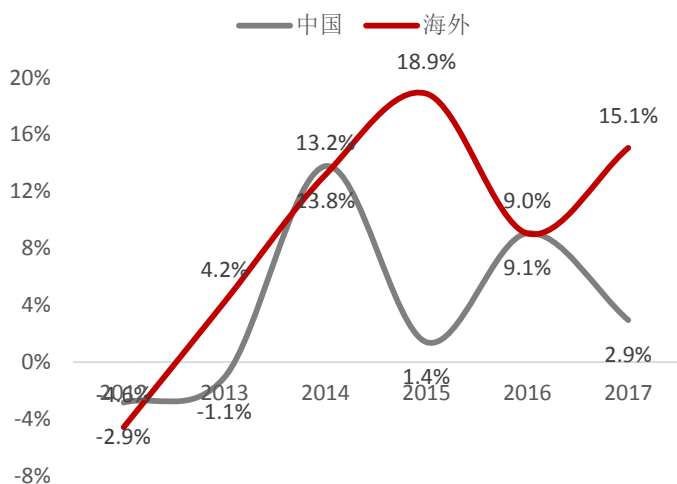
来源：公司公告，中泰证券研究所



来源：公司公告，中泰证券研究所

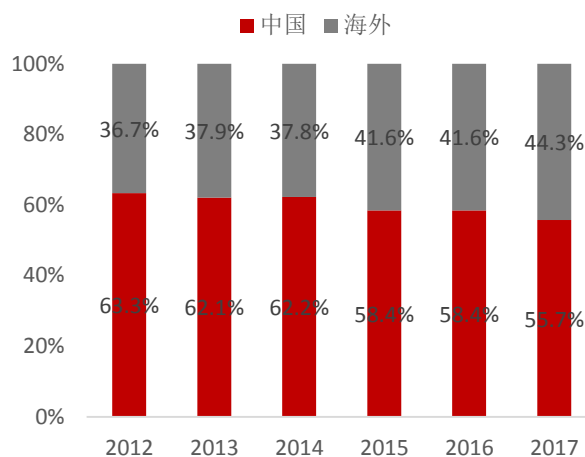
- 海外业务蓬勃发展，收入占比逐年提升。**2017 年公司国内及海外营收分别为 31.49 亿元和 25.03 亿元，分别占公司主营业务收入的 55.72% 和 44.28%，相比 2012 年海外业务收入占比提升了 7.62pct。从增速上看，2012 到 2017 年海外收入 CAGR 为 11.96%，是国内收入（5.08%）增速的两倍多，也是未来公司发展的主要驱动力。

图表 6：百隆东方分地区收入增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 7：百隆东方分地区收入占比



来源：公司公告，中泰证券研究所

#### 4. 定位中高端，研发能力筑造公司护城河

- 技术难度及毛利率较高的彩纱为公司主要产品。**公司生产的色纺纱产品按照原料质地可分为全棉系列和混纺系列，按照成品颜色可分为麻灰系列和彩色系列，2012 年全棉系列和麻灰系列占公司色纺纱销售收入的比重较高。后受新疆产能影响，公司将国内产品中心从麻灰转向彩色的新



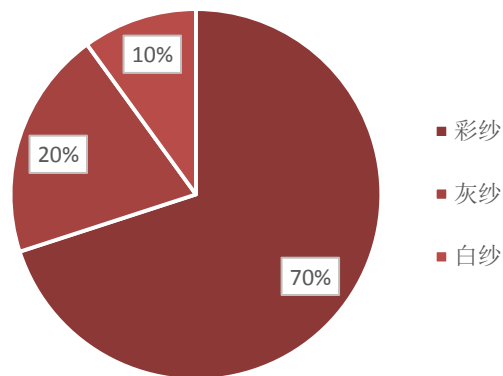
产品。目前彩纱为公司主要产品，收入占比为 70%，灰纱和白纱分别占比 20%和 10%。从技术上来看，灰纱生产更标准化，多为小型色纺纱企业的主要产品，而彩纱容错率低具有一定技术壁垒，产品竞争力和溢价能力更强。从利润率上来看，2017 年白纱毛利率不到 13%，而公司综合毛利率接为 17.51%，说明色纺纱毛利率高。

图表 8: 色纺纱彩色系列和麻灰系列



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 9: 百隆东方产品结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **公司推出 EcoFRESH Yarn™，提高生产和库存管理效率。** 这种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，不仅方便库存管理和工艺安排，还可以减少原料消耗。公司致力于新技术的全球推广应用，并在纱线制造的工艺结构性创新方面进行深层次探索，多年被授予“国家色纺纱产品开发基地”，并被评定为“浙江省级工程技术中心”、“宁波市院士工作站”、“高新技术企业”等称号。

## 二、行业介绍

### 1. 色纺纱时尚环保，支持供应链快反

- 从整个纺织服装产业链来看，上游是棉花、化工等原材料，中游是纱线纺织、成衣制造，下游是品牌服装。百隆东方处于行业中游的纺织制造环节，其主要产品色纺纱为纱线的一种细分品类。
- 在服装的制造过程中，按照染色环节不同，可分为印染布、色织布和色纺纱三种产品。印染又称为染整，是指对棉纺织品、毛纺织品、麻纺织品、丝制品、化学纤维纺织品以及针织或钩针编织物进行漂白、染色、印花等工序的加工，主要是对胚布染色。色织布由漂白纱、染色纱或原纱借助织物组织变化织成，工序上对纱线先染色再织布。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。

图表 10: 色纺纱制作流程及特点

产品	制作流程	特点	相关上市公司
色纺纱	棉花(染色)→色纺纱→色织布→服装	色彩丰富、色泽柔和、立体感强,色牢度高,污染较低,技术含量高。兼具环保性、时尚性,高附加值,适合小批量、多品种生产	华孚时尚、百隆东方
色纺织	棉花→纱线(染色)→色织布→服装	相较印染布,色彩丰富、立体感强,色牢度高,高技术含量高,起订量小	鲁泰 A、联发股份
印染布	棉花→纱线→坯布(染色)→服装	传统方法,色彩相对单一,色牢度低价格便宜,污染严重	航民股份、华纺股份

来源:公司公告,中国产业信息网,中泰证券研究所

- 色纺纱 80 年代起源于日本,后发展于韩国、台湾等地,进入 90 年代后,我国企业逐步进入该领域,主要应用于毛衫和针织面料,梭织面料领域应用尚处在起步阶段,但增长潜力大,特别在家用纺织面料、衬衣及休闲装面料领域。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和较好的市场前景:

- 1) **节能环保:** 色纺纱通过“先染色、后纺纱”的新技术手段,缩短了后续加工企业的生产流程,降低了生产成本,尤其是突破性地解决了传统染整行业污染较高的问题。色纺纱仅对部分的棉花染色,通过混纺可获得 100%彩色棉纱,同其他工艺相比,从纺纱到织布可以减少将近 1/2 的废水排放,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。
- 2) **时尚性强:** 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,适合运用在中高端材质衣服,提高了产品的附加值。
- 3) **小批量,多品种,快速反应。** 随着消费者对服装的时尚性愈加看重,服装品牌对供应链反应速度要求也越来越高。色纺纱产品种类多,具有定制属性,又可响应快速多变的市场需求,不会过多生产造成浪费,因此备受下游客户青睐。

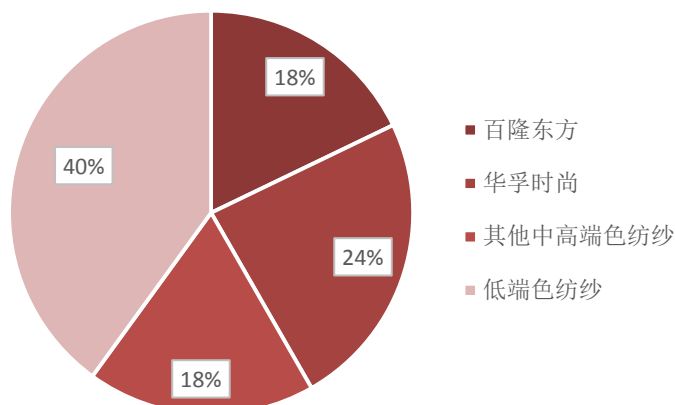
## 2.双寡头垄断色纺纱,行业增长稳定

- 根据中国棉纺织行业协会的调查和研究,我国色纺纱企业按照产品档次、市场定位不同大致可划分为三类,各自所处的市场相对独立。第一类企业在领域内具有较高知名度,引领着色纺企业产品升级和技术创新,以生产纯棉色纺纱为主,如百隆东方、华孚时尚;第二类企业以生产化纤色纺纱为主,产品以中档为主;第三类企业以生产差异化产品为主,企业规模较小,大多数将产能融于生产坯纱的生产线中。



- 我国中高档色纺纱行业已形成双寡头竞争格局。我国企业在进入色纺纱领域后，并凭借劳动力丰沛、交货快、供货量大等优势逐渐占据市场主导地位。目前，除意大利等少数欧洲国家拥有少量产能外，全球绝大部分的色纺纱产能都集中在中国。2017年全国色纺纱年产量约700万吨，其中，中高端色纺纱总产能为420万吨。百隆东方和华孚时尚分别拥有产能125万吨和167万吨，占中高端色纺纱市场份额的29.76%和39.76%，占整个色纺纱市场份额的17.86%和23.86%。

图表 11: 色纺行业双寡头产能占比



来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

- 全国整体纺纱产能约 1.2 亿吨，色纺纱产能仅占纱线总产能的 6% 左右，具有较大发展空间：
  - 1) 从需求端来看，整体市场容量扩大：一方面随着人口的不断增长和居民可支配收入的持续提升，我国纤维消耗量的上涨将带动色纺纱行业规模的成长。另一方面，人们消费习惯发生变化，对服装的要求不仅限于功能性，终端服装行业步入品牌化时代，人们更加在意服装的时尚度、个性化以及着装的情景化。因此，人们购买的服装产品品类日益丰富，购买频次逐步提升，色纺纱的消费潜力将被进一步挖掘。追求“快、少量、多品种”的快时尚与色纺纱自身特点相契合。同样，以经营运动休闲服饰为主的品牌运营商亦开始大量采用色纺纱作为其加工原料，我国滞后于发达国家的运动浪潮将该板块快速增长的动力源。

图表 12: 快时尚行业规模及增速(十亿美元)

图表 13: 运动服装行业规模及增速(十亿美元)



来源：中国产业信息网，中泰证券研究所



来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

2) 从供给端来看，行业集中度将逐步提升：一方面，色纺纱相比于传统纺纱行业，无论是在工艺流程、生产方式、原料采购、营销手段等方面均有所革新，具有一定技术壁垒，对公司的管理能力和资金实力均有更高要求。加之近年来国家环保政策趋严，新公司难以进入，小型色纺纱公司面临淘汰，产能向百隆东方等龙头企业集中。另一方面，色纺纱企业依托下游优质品牌商，龙头企业将凭借其产品质量和客户服务增加供应占比，同时随着品牌市占率的增长，色纺纱行业集中度将得以提升。

### 三、投资看点

- **收入端：**从盈利模式来看，公司收入由客户订单量和产品价格组成。1) 量：公司历年产销率均高于 90%，从 2013 年开始产销率逐步提升，到 2016 和 2017 年甚至达到 103%和 105%，公司库存减少，产品供不应求。此时产能增速是制约公司发展的关键。2) 价：纱线产品定价方法一般为成本加成，受原材料价格的影响较大。棉花价格上涨，将带动纱线价格上涨，反之，纱线价格下跌。
- **利润端：**从以往财务数据来看，公司在销售和管理方面的控费能力出色，利润受生产成本、财务费用以及棉花期货损益影响较大。1) 成本：公司将产能转移至越南，可享受低人工、能源及土地成本，税收优惠政策，有助于提升公司毛利率，增强产品竞争力。2) 汇率：公司一半产能来自越南，超 4 成收入来自海外业务，外汇资产和负债敞口大，汇兑损益作为一个不确定因素干扰着公司净利润。

#### 1.供给：产能扩张带来业绩拐点

- 根据公司目前的产能规划，预计 2018 年至 2020 年公司整体产能 CAGR

为 14.47%，达 180 万锭。其主要贡献来自越南 B 区产能的释放，预计以每年 20 万纱锭的速度增长，2018 年至 2020 年越南产能 CAGR 达 30.06%，产能占比将从 18 年第三季度的 50%，提升至 60.11%，越南将成为公司主要生产地。国内没有扩产计划，预计 2018 年至 2020 年产能维持在 70 万锭左右。截止 2018 年底，公司在宁波、江苏和山东各由 2 个工厂，河北 1 个工厂，国内产能以服务国内客户，承接供给较为复杂的订单为主。

图表 14: 百隆东方历年产能规划及预测 (万锭)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (F)	2019 (F)	2020 (F)
	0	10	40	50	50	70	90	110
		-	300.00%	25.00%	0.00%	40.00%	28.57%	22.22%
越南	越南百隆一期于 2013 年开工，投入金额 9800 万美元，14 年 1 月实现收入	越南百隆二期项目于 2014 年 12 月正式开工建设，金额 1.5 亿美元，2015 年 1 季度投产	越南百隆三期项目于 2015 年上半年正式开工建设，投资总额 5200 万美元，8.2 万锭于 2015 年年底投入生产	追加 1 亿美元投入，三期建成投产	公司继续投资 3 亿美元，建设越南百隆 B 区项目，设计产能 50 万锭，分三年完成建设	越南百隆 B 区首批投产 20 万锭	越南百隆 B 区将于 19 年 4 月和 7 月分两期分别释放 10 万锭产能	B 区 50 万锭全部投产，另外 C 区 10 万锭投产
国内			60	70	70	70	70	70
总产能			100	120	120	140	160	180
yoy%				20.00%	0.00%	16.67%	14.29%	12.50%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 扩产计划匹配下游客户需求，公司订单有保障。公司越南产能主要承接海外订单，其中公司第一大客户申洲越南于 2018 年在越南和柬埔寨分别建成成衣工厂，预计未来三年每年产能会增长 10-15%。同时，随着全球纺织制造产业往东南亚转移，公司客户健盛、互太、鲁泰 A、南旋等纷纷到越南扩产，公司新增产能的销售得以保障。

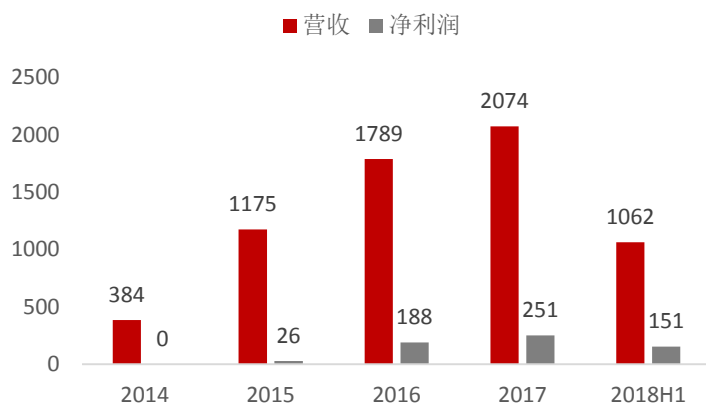
图表 15: 百隆东方部分客户的越南产能情况

公司	主要产品	进入时间	工厂分布	越南产能	越南产能占比	未来扩张
申洲国际	针织服装	2013	越南胡志明市及西宁	成衣 4200 万件	13%	预计未来三年每年 10-15% 的增长
健盛集团	棉袜	2014	越南海防和 新安	完成了越南基地海防第二第三工厂的全面投产、达产工作, 预计 2018 年实现产量约 1.2 亿双	40%	2020 年海防袜机预计 3000-3500 台, 每台每天可生产 240 双左右, 对应产能约 2.7 亿双, 预计年产量 2 亿双
鲁泰 A	色织面料、成衣	2014	越南西宁以及安江	6 万纱锭, 3000 万米色织布	16%	二期新上 7.6 万锭纺纱生产线和年产 4000 万米色织面料

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 越南百隆造血能力强, 扩产资金压力不大。**公司共投入 4 亿美元建设越南 A 区 50 万吨产能, 投资周期为 2013 年至 2016 年。2017 年下半年, 公司开始建设越南 B 区 50 万吨纱线产能, 预计投入 3 亿美元。假设公司每年 20 万吨的新增产能对应 1 亿美元的资金投入, 不会给公司造成太大的资金压力。
  - 越南公司投资回报速度快, 2014-2017 年收入 CAGR 达 73.43%, 2018H1 收入 10.62 亿元, 净利润 1.51 亿元, 净利润率高达 14.22%。
  - 公司长期以来保持稳健的财务政策, 注重对流动性的管理, 资产流动性良好。2018H1 公司合并财务报表口径下流动资产余额为 62.03 亿元, 其中货币资金余额为 13.31 亿元 (其中受限部分为 4.12 亿元)、其他流动资产 (主要为银行理财产品) 5.82 亿元。
  - 公司融资方式以银行借款为主, 资产负债率 40.49% 处于合理范围内。

图表 16: 越南百隆营收及净利润 (百万元)



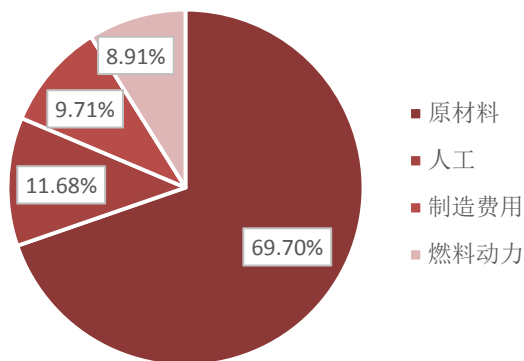
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 2. 定价: 棉花供需缺口带动纱线价格长期向好

- 棉花价格为的产品定价的关键因素。**原材料占纱线成本的 70% 左右, 而

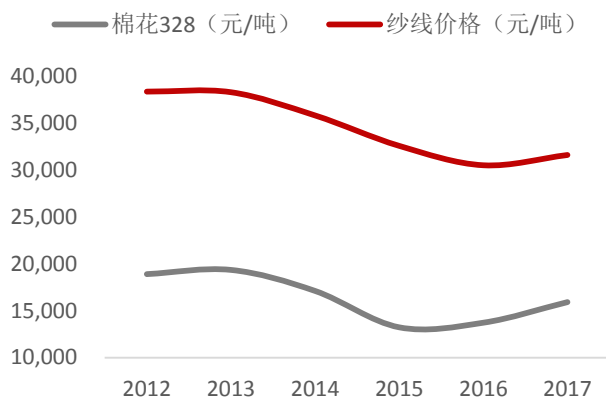
纱线的定价方法一般为成本加成，受原材料价格的影响较大。公司所用原材料以棉花为主，少量化学纤维为辅。当棉花价格上涨，成本压力传导至下游，纱线价格随之提升，反之，纱线价格下降。

图表 17: 百隆东方成本拆分



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 18: 棉花价格与公司纱线销售价格



来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

- 棉花作为基础农产品，价格往往受市场供需和政策影响较大。
  - 1) 2011年-2013年是棉花收储期。国家为了保护棉农利益、保障供给及稳定市场，国家出台了临时收储政策，2011年收储价在1.98万元/吨，2012-13年收储价在2.04万元/吨。然而国际棉价仅为1.5万元，内外棉价差异大。棉纺织企业则因为成本高企而生存艰难，企业开工率下滑，库存不断攀升，纯棉类产品难以摆脱亏损的局面。
  - 2) 2014年棉花直补政策开始执行，标志着我国棉花政策市场化改革正式拉开帷幕。直补政策将棉农和市场分开，补贴直接发放给棉农，棉农受益增加会带来籽棉收购价格的下降，从而影响皮棉价格，内外棉花价差也逐渐缩小。
  - 3) 2015年-2018年，棉花进入抛储期。我国棉花供给持续过剩，中国棉花储量占全球半数，且随着时间的推移棉花存储成本增长而质量下降，因此国储棉采取“少轮入多轮出”的去库存政策，市场上棉花供给增加。到2017年内外棉价格走势分化，国内棉价疲软走低；国际棉价则接连走高，内外棉价差进一步缩小。2018年，由于新疆棉花丰产，纺服消费增速阶段性下滑，形成棉价先扬后抑的走势。

图表 19: 国内棉花价格 (元)





来源：wind，中泰证券研究所

- 棉花产销缺口持续，国储库存下降，支撑未来棉价上行。2015年以来国内棉田面积减少，需求增加，导致棉花库存大幅下跌。2018年供需缺口达186万吨，库销比持续下降，说明我国棉花市场供小于求。考虑到国储棉库存量已位于低位，且储存时间长，部分棉花品质下降，无法满足企业的生产需求，200万吨左右的产销缺口还需通过进口棉来填补。目前全球产销缺口仍在存在，供需紧平衡，加上外棉价格看涨，长期来看或将带动内棉价格上行。

图表 20: 国内棉花供需情况 (万吨)

指标名称	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
期初库存	378	261	549	816	1033	1073	978	716	557
棉花产量	515	572	570	544	515	426	396	420	443
进口量	258	544	440	300	167	96	111	133	113
国内消费量	889	839	742	626	641	615	768	710	742
出口量	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.5	1.2	1.5	0.4
产销缺口	-117	276	267	218	40	-95	-263	-159	-186
期末库存	261	549	816	1033	1073	978	716	557	371
库销比	29%	65%	110%	165%	167%	159%	93%	78%	50%

来源：wind，中泰证券研究所

图表 21: 纺服内需及出口增情况

图表 22: 全球棉花供需情况 (百万包)



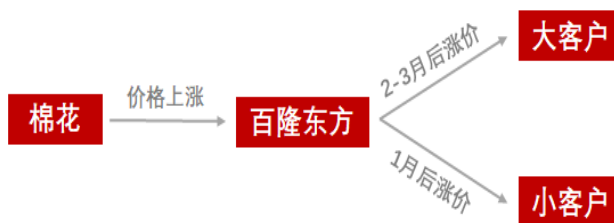
来源: wind, 中泰证券研究所

指标名称	2016/2017	2017/2018	2018/2019
期初库存	90.33	80.40	80.45
新棉产量	106.66	123.70	118.74
进口	37.70	40.98	41.71
国内消费量	116.17	123.16	125.63
出口	37.90	40.99	41.73
产销缺口	-9.71	0.53	-6.91
期末库存	80.40	80.45	73.19
库销比	52%	49%	44%

来源: wind, 中泰证券研究所

- **下游需求有望复苏，保障纱线提价传导顺畅。** 内需方面，纺服零售额增速稳定，18年累计同比增长8.00%。出口方面，受贸易摩擦影响，18年服装出口放缓，累计同比下降0.90%，而纺织品出口累计同比增长5.10%。纺织品出口从16年开始增速明显回暖，复苏态势有望延续。
- **棉花价格温和上涨，有利于增厚公司利润。** 棉纺企业通常会在棉价低位时增加棉花库存，以对冲价格波动。当棉价温和上涨时，纺纱企业的生产成本反应的是库存低价棉，而销售收入反应的是现货高价棉，此时毛利率将受益提升。短期来看，棉花价格的传导存在一定的滞后性，对于大客户一般会延迟2-3个月提价，而小客户一般在一个月之后便可提价。因此，棉花备货越充裕，受益越明显。另外，公司存货金额也会同步升值。2017年公司原材料库存为17.48亿元，占营收的29.36%，18H1原材料库存继续增长，达21.58亿元。公司棉花库存充足，将受益于未来棉价上行。

图表 23: 棉花价格传导机制



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 3.成本: 产能向越南转移, 成本优势凸显

➤ 成本优势

- 公司净利率将受益于越南产能占比提升。2013年，百隆东方随客户到越南进行战略布局，工厂坐落于福东纺织工业园。一方面，与客户工厂相邻，便于更好的为客户服务，缩短交货周期，减小客户库存压力。另一方面，可享受越南低廉的生产成本以及税收、政策优惠，提高产品竞争力。2018H1 越南百隆净利率为 14.22%，比公司整体净利润高出 3.14pct，远高于国内水平。

图表 24: 越南福东纺织工业园地图



来源：“一带一路”工业和信息化产业资源平台，中泰证券研究所

- 园区土地价格便宜，税收政策优惠，且地理位置优越。福东工业园是越南最大的工业区之一，配套设施完善。其土地租金约为人民币 300 元/m<sup>2</sup>，国内工业用地租金是其租金价格的 1.5-2 倍。园区所在的西贡省位于柬埔寨和越南的交界处，交通与贸易非常便捷，距离首都胡志明市 50km，距离最近的清福中转港 10km，协福集装箱港口 70km，距离柬埔寨首都金边 188km，可兼顾越南和柬埔寨两国市场。为吸引各国企业前往投资，政府和园区推出一系列税收投资优惠政策。满足员工总数达到 5 千人、投资规模突破 3 亿美元的企业可享受在产生收入的当年起连续 15 年享受 10% 的企业所得税税率，在开始盈利的当年（允许亏损三年）享受“四免九减半”的税收优惠。对比可见，越南所得税及增值税都远低于国内。2018 年是公司越南 A 区处于 4 年免税的最后一年，2019 年所得税率为 5%。越南 B 区若从 2019 年开始盈利则是免税的第一年。随着后续规划的产能落地，公司将长期享受税收优惠。

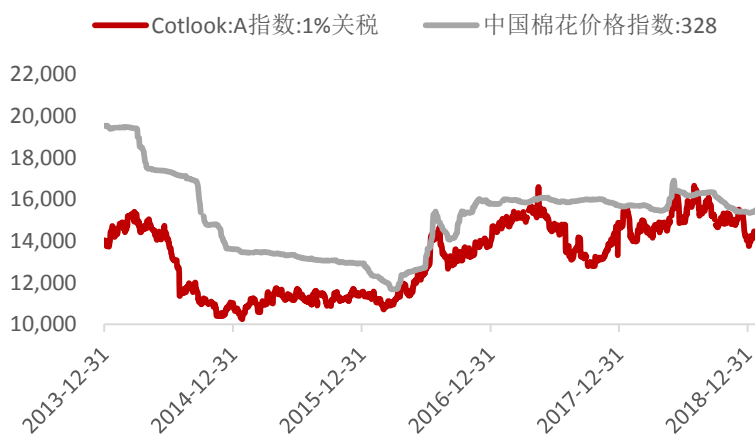
图表 25: 中越生产成本及税收对比

国家	土地租金	所得税	增值税	人工成本	工业用电	工业用水	棉花进口配额
中国	我国江浙地区工业用地租金约 30000-40000 元/亩，约为 450-600 元/m <sup>2</sup>	一般企业所得 税率 25%	制造业增值 税率 16%	4000-6000 元/月	0.8 元/度	3.5 元/吨	2019 年棉花进 口关税配额量 为 89.4 万吨
越南	截至 2058.12.29，土地 租金及使用基础设施 费用为 45 美元/m <sup>2</sup> ，约 人民币 300 元/m <sup>2</sup>	前 4 年税收全 免，5-13 年税 率为 5%，14-15 年 10%，之后回 到正常税率 20%	国际客户多 在保税区，没 有流转税，如 果把产品卖 给越南企业 有 10% 的税。	700 万越南 盾/月，约 2100 元/月	0.4 元/度	2.1 元/吨	无限制

来源：发改委官网，驻胡志明市总领馆经商室，“一带一路”工业和信息化产业资源平台，正点国际越南事业部，土流网，中国纺织网，中泰证券研究所

- 越南具有廉价劳动力、原材料及能源全方面成本优势。**
  - 1) 原材料:** 我国为保护棉农利益，对棉花实行配额制度，每个企业获得分配的进口棉数量同企业规模和每年的棉花进口数量有一定的关系，这使得国内棉价常年高于外棉价格。**2019 年我国棉花进口关税配额量仅为 89.4 万吨，而越南没有配额限制，可自由采购低价外棉。**因而越南在原材料采购上，具备价格优势。
  - 2) 劳动力: 越南人工成本仅为国内 1/2。**2018 年，越南最低工资为 276~398 万越南盾/月，折算为人民币 800~1150 元/月。国内最低公司标准为 1200~2420 元，是越南的 1.5~2 倍。目前，越南纺织工人月均工资为 700 万越南盾，约为人民币 2100 元，而国内纺织工人月薪超 4000 元，远高于越南。
  - 3) 能源成本:** 纺织企业用水电量大，**越南工业用水和用电价格分别为国内的 60%和 50%。**

图表 26: 内外棉价对比



来源：wind，中泰证券研究所

### ➤ 外贸优势

- 规避中美贸易摩擦，享受多国关税优惠政策。**越南政府为促进本国出口贸易，与多个国家积极签署自由贸易协定，部分国家甚至享受零关税的

优惠政策，如越南纺织服装产品出口日本和澳大利亚关税为 0%。欧盟给予越南特惠贸易待遇，像是在服装产品，通常关税为 12%，如果来自越南，就享有 9.6% 的关税，鞋类则是从一般的 16.9% 降到 13.4%。签订越欧自由贸易协定(VEFTA)后，99% 的商品将在 7 年内降至零关税。美国出口关税与中国一致，但美越无贸易摩擦，许多国际品牌客户为避免避免中美贸易摩擦的不确定性，纷纷将订单转移至东南亚。因此，公司积极扩张越南产能，可承接转移订单，更好的服务国际客户。同时，越南积极参与和推进全面与进步跨太平洋伙伴关系协定(CPTPP)，2018 年越南与 CPTPP 国家总贸易额达 744.78 亿美元，占越南总贸易额 15.5%。这一协定将加强各成员国之间的互利联系，促进亚太地区的贸易、投资和经济增长，持续助力越南出口贸易。

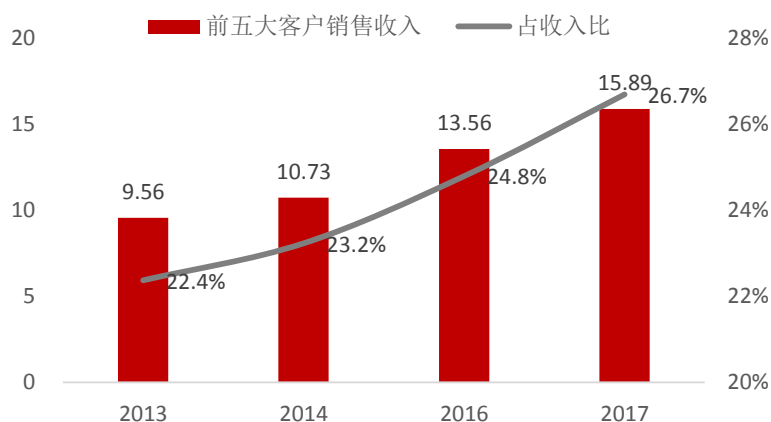
**图表 27: 中越出口关税对比**

国家	美国	日本	澳大利亚	欧洲
中国	14%	7%	5%	12%
越南	14%	0%	0%	目前 9.6%，未来几年降至 0%

来源：国际贸易促进委员会网站，中泰证券研究所

#### 4.需求：绑定优质客户，构建核心竞争优势

- 头部客户收入集中度提升。**公司第一大客户申洲国际收入占比约 18%，第二大客户互太纺织占比约 2%，其余客户较为分散。来自前五大客户的收入稳步增长，收入占比从 2013 年的 22.4% 提升至 2017 年的 26.7%，头部客户集中度提升。其中第一大客户申洲国际的收入占比增长迅速，2010、2013、2017 分别为 5%、11%、18%，未来随着申洲越南产能的释放，收入占比有望进一步提升。

**图表 28: 百隆东方大客户收入占比 (亿元)**


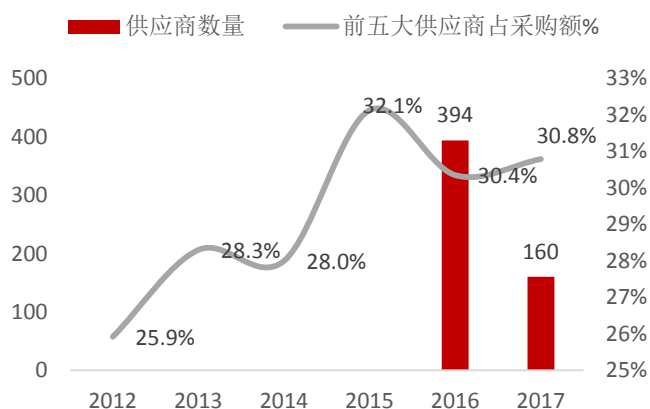
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 依托优质客户，与其共同成长。**1) 大客户供应商集中度提升。2017 年



申洲国际前五大供应商采购额占比达 30.79%，供应商数量从 394 家精选至 160 家，同比减少了 146.25%，供应商集中度迅速提升。2) 大客户收入增长稳定，促进公司在终端市场渗透率的提升。申洲国际作为成衣制造板市值最高的公司，在 2013 年营收规模突破 100 亿元之后，每年仍能以 15.14% 的速度稳定增涨，2017 年营收达到 181.04 亿元。公司作为申洲国际最重要的色纺纱供应商，已合作多年，与其共同成长，构建公司长期竞争优势。

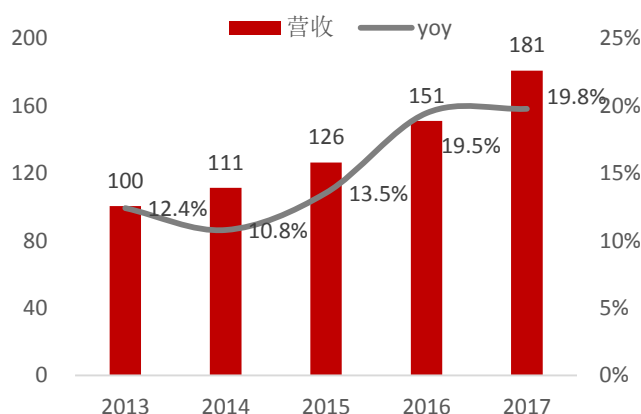
图表 29: 申洲国际供应商数量及主要供应商占比



来源：公司公告，中泰证券研究所

\*2016 年以前，公司未披露供应商数量

图表 30: 申洲国际营收及增速 (亿元)



来源：公司公告，中泰证券研究所

#### 4. 汇率：人民币贬值+越南盾升值，可带来汇兑收益

- 2016 年至 2017 年人民币先贬值后升值，造成公司 1.12 和 -1.59 亿元汇兑损益。2018 年受中美贸易摩擦影响，人民币再次贬值，公司 18H1 汇兑收益为 864 万元。汇率波动导致公司利润弹性较大，主要是因为公司拥有大量美元资产，以用于越南工厂建设运营及原材料的采购。另外，公司产品出口量大，多为美元交易，当美元升值时，就会产生汇兑收益。值得注意的是，越南百隆的交易货币也多为美元，但在记账时需折算为越南盾，等到母公司并表时再转换为人民币。因此，人民币贬值、越南盾升值时，公司汇兑收益最大化。

图表 31: 美元人民币汇率及公司汇兑损益



来源：公司公告，中泰证券研究所

## 四、盈利预测与估值

### 1. 盈利预测

- 核心假设：**1) 越南扩产顺利，2018-2020 年公司每年新增纱线 20 万吨，达 140/160/180 万吨；2) 2018Q4 由于终端市场不景气，叠加新增产能释放，预计产销比略有下滑，全年约 96%；3) 在棉花供需缺口的支撑下，棉花价格回升带动纱线价格略微上涨；4) 人民币贬值带来汇兑收益，净利率将有所提升。5) 2018 年公司棉花期货持仓合约浮亏 7,108.74 万元，将影响公司税前利润。

**图表 32：百隆东方收入预测**

	2016	2017	2018 (F)	2019 (F)	2020 (F)
总收入	5,472	5,952	6,015	6,990	8,015
YoY%	9.1%	8.8%	1.1%	16.2%	14.7%
纱线	5,234	5,651	5,669	6,609	7,614
YoY%	9.1%	8.0%	0.3%	16.6%	15.2%
产量(吨)	166,013	169,780	186,765	214,434	242,103
YoY%	6.2%	2.3%	10.0%	14.8%	12.9%
产销比	103.3%	105.3%	96.0%	97.0%	98.0%
销量(吨)	171,460	178,732	179,294	208,001	237,261
YoY%	16.5%	4.2%	0.3%	16.0%	14.1%
价格(万元/吨)	3.05	3.16	3.16	3.18	3.21
YoY%	-6.3%	3.6%	0.0%	0.5%	1.0%
其他	238	301	346	381	400

YoY%	8.3%	26.5%	15.0%	10.0%	5.0%
------	------	-------	-------	-------	------

来源：中泰证券研究所

- 我们预计公司 2018-2020 年营收达 60.15、69.90、80.14 亿元，分别同比增长 1.06%、16.21%、14.65%；归母公司净利润为 5.79、6.74、7.78 亿元，分别同比增长 18.74%、16.48%、15.34%。

## 2. 估值分析和投资建议

- **PE 估值分析：**根据公司所处的行业，我们选取华孚时尚、鲁泰 A、健盛集团等行业内领先的上市公司作估值对比，采用相对估值法所选取的 2017 年行业平均 PE 水平约为 19.92 倍、2018 年为 16.14 倍、2019 年为 13.61 倍、2020 年为 11.71 倍。
- 考虑到公司产能处于快速释放期，短期量价齐升推动业绩增长，长期随优质客户共同成长，订单有保障，市占率有望进一步提升。因此，对于目标公司我们给出 2019 年 13-14 的 PE 估值，对应股价 6.08-6.55 元。

**图表 33：可比上市公司估值**

可比公司	股价	EPS				PE			
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
华孚时尚	5.94	0.67	0.55	0.67	0.77	8.87	10.80	8.87	7.71
鲁泰 A	9.73	0.91	0.95	1.04	1.13	10.69	10.24	9.36	8.61
孚日股份	5.16	0.45	0.51	0.56	0.62	11.47	10.12	9.21	8.32
健盛集团	10.40	0.32	0.52	0.66	0.79	32.50	20.00	15.76	13.16
申洲国际	91.30	2.53	3.09	3.67	4.40	36.09	29.55	24.88	20.75
<b>平均值</b>						<b>19.92</b>	<b>16.14</b>	<b>13.61</b>	<b>11.71</b>

来源：中泰证券研究所（股价更新至 2019.01.27，估值为 wind 一致预期）

## 五、风险提示

- 国内宏观经济不景气，居民可支配收入及居民消费信心受到影响，导致终端服装消费市场疲软
- 产能扩张不及预期，导致公司业绩增速放缓
- 棉花价格下跌，导致棉花期货亏损
- 人民币升值，导致财务费用大幅增长，净利润率下降
- 越南政治不稳定

图表 34: 百隆东方三张表

损益表(人民币百万元)						资产负债表(人民币百万元)					
	2016	2017	2018(E)	2019(E)	2020(E)		2016	2017	2018(E)	2019(E)	2020(E)
营业总收入	5472	5952	6015	6990	8015	货币资金	1977	1192	788	456	452
增长率	9.1%	8.8%	1.1%	16.2%	14.7%	应收帐款	972	608	798	928	1064
营业成本	-4523	-4910	-4970	-5773	-6613	存货	2571	2999	2819	3274	3751
%销售收入	82.7%	82.5%	82.6%	82.6%	82.5%	其他流动资产	632	433	600	600	600
毛利	949	1042	1045	1218	1401	流动资产	6152	5232	5005	5258	5866
%销售收入	17.3%	17.5%	17.4%	17.4%	17.5%	%总资产	53.3%	44.8%	41.5%	41.6%	44.2%
营业税金及附加	-39.9	-44.1	-44.6	-51.8	-59.4	固定资产	3160	3179	3797	4116	4155
%销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	%总资产	27.4%	27.2%	31.5%	32.6%	31.3%
销售费用	-170	-164	-161	-182	-199	长期投资	797	1859	1859	1859	1859
%销售收入	3.1%	2.8%	2.7%	2.6%	2.5%	递延所得税资产	20	14	14	14	14
管理费用	-288	-290	-295	-341	-381	其他非流动资产	1410	1387	1387	1387	1387
%销售收入	5.3%	4.9%	4.9%	4.9%	4.8%	非流动资产	5388	6439	7057	7376	7415
息税前利润(EBIT)	451	544	544	643	762	%总资产	46.7%	55.2%	58.5%	58.4%	55.8%
%销售收入	8.2%	9.1%	9.0%	9.2%	9.5%	<b>资产总计</b>	<b>11540</b>	<b>11671</b>	<b>12064</b>	<b>12635</b>	<b>13283</b>
财务费用	28	-267	-84	-116	-118	短期借款	1553	1868	2000	2000	2000
%销售收入	-0.5%	4.5%	1.4%	1.7%	1.5%	应付账款	629	597	621	721	826
其他经营损益	157	267	196	236	236	其他流动负债	122	116	116	116	116
营业利润	636	544	656	763	880	流动负债	2304	2582	2737	2837	2942
营业利润率	11.6%	9.1%	10.9%	10.9%	11.0%	长期贷款	101	0	0	0	0
营业外收支	33	2	0	2	2	其他长期负债	1839	1823	1823	1823	1823
税前利润	669	547	656	765	882	<b>负债</b>	<b>4243</b>	<b>4405</b>	<b>4560</b>	<b>4660</b>	<b>4765</b>
税前利润率	12.2%	9.2%	10.9%	10.9%	11.0%	普通股股东权益	7297	7266	7503	7975	8517
所得税	-64	-59	-77	-90	-104	少数股东权益	0	0	0	0	0
所得税率	9.5%	10.8%	11.8%	11.8%	11.8%	<b>负债股东权益合计</b>	<b>11540</b>	<b>11671</b>	<b>12063</b>	<b>12635</b>	<b>13283</b>
净利润	605	488	579	675	778		0				
少数股东损益	0	0	0	0	0	<b>比率分析(人民币百万元)</b>					
归属母公司的净利润	605	488	579	675	778						
净利率	11.1%	8.2%	9.6%	9.6%	9.7%						
<b>现金流量表(人民币百万元)</b>											
	2016	2017	2018(E)	2019(E)	2020(E)		2016	2017	2018(E)	2019(E)	2020(E)
净利润	605	488	579	675	778	每股指标					
折旧摊销	333	339	381	481	561	每股收益(元)	0.40	0.33	0.39	0.45	0.52
其他非现金支出	255	-365	0	0	0	每股净资产(元)	4.86	4.84	5.00	5.32	5.68
少数股东权益	0	0	0	0	0	每股经营现金流(元)	0.93	0.25	0.65	0.45	0.55
运营资金变动	192	-95	12	-484	-508	回报率					
经营活动现金流净额	1385	367	973	671	832	ROE	9.20%	7.30%	8.45%	9.39%	10.16%
资本开支	-595	-422	-1000	-800	-600	ROA	5.10%	6.50%	5.59%	6.40%	6.91%
投资及其他	-334	-509	0	0	0	增长率					
投资活动现金净流	-930	-931	-1000	-800	-600	营业总收入增长率	9.08%	8.78%	1.06%	16.21%	14.65%
吸收投资	0	0	0	0	0	EBIT增长率	22.99%	26.93%	-9.03%	19.02%	13.50%
负债净变化	5599	4246	132	0	0	净利润增长率	86.69%	-19.38%	18.74%	16.48%	15.34%
支付股利利息	-212	-535	-342	-203	-236	总资产增长率	3.92%	1.14%	3.36%	4.74%	5.12%
其他	-6075	-3556	0	0	0	资产管理能力					
筹资活动现金净流	-689	155	-210	-203	-236	应收帐款周转天数	50.12	48.45	48.45	48.45	48.45
现金净流量	-234	-410	-238	-331	-5	应付账款周转天数	59.32	45.57	45.57	45.57	45.57
						存货周转天数	241.62	207.04	207.04	207.04	207.04
						偿债能力					
						净负债/股东权益	-4.43%	9.30%	16.16%	19.36%	18.18%
						资产负债率	36.77%	37.74%	37.80%	36.88%	35.87%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。