

纺织龙头海外布局加速，竞争壁垒不断加强

--纺织制造行业深度报告

纺织服装行业

推荐 维持评级

核心观点:

● 行业的成长前景判断

从我国纺织品出口情况来看，2015年下半年以来出口同比增速持续为负，受全球经济情况影响较大，出口总体形势继续不振。

从纺织制造产业的转移情况来看，产业不断向人力成本低、优惠政策地区转移。根据以往纺织制造业转移的速度，纺织制造业完全完成一次转移约30年时间，本次纺织制造业从中国大陆转移至东南亚国家仍处于起步阶段，预计未来东南亚各国将会承接更多纺织制造业产能。

产能转移至东南亚国家后，根据国际贸易中的原产地原则，可以避免大国之间的贸易摩擦。美国公布的2000亿美元加征10%关税项目中，纺织服装项目约1000余个，涉及绝大部分纺织原料、半成品以及少量服装附件产品。涉及中国对美国纺织服装出口额约103亿美元，占中国对美国纺织服装及原料出口额的22.6%，出口企业2万家左右。若加税正式生效后，中国纺织服装出口受影响的比例约为3.81%。由于加税项目大多可替代性较强，部分纺织制造产能将进一步转移至东南亚等人力成本较低、较多税收优惠的国家。

● 报告中核心问题说明

中资纺织企业产能布局海外，成本方面优势显著。以目前主要转移的东南亚国家越南、柬埔寨、缅甸为例，纺织企业产能转移至这三个国家均有明显的成本优势，节约成本15%左右。从成本分拆角度而言，原材料及人工成本是构成成本优势的主要来源，土地成本方面也具备一定优势，而因各国制度及发展状况不同，水电能源方面各有优劣。

● 配置建议：关注纺企海外产能布局，推荐健盛集团、开润股份

健盛集团(603558.SH)：俏尔婷婷高增长，产能释放提业绩。1) 受益于产能不断释放、越南布局且订单旺盛，公司收入和毛利率水平有所改善；2) 中长期来看，公司在越南海防第四工厂完成建设，19年开始投产放量，出资约2.5亿元在越南兴安新建设年产1800万件无缝针织运动服饰项目，产能提升将带来业绩的增长，从而提高盈利水平；3) 中美贸易摩擦仍在谈判中，但公司可利用越南基地规避贸易战影响，故公司较少受中美贸易摩擦影响。

开润股份(300577.SZ)：C端业务大放异彩，促整体收入增长76.19%。公司目前仍处于高速增长阶段，品牌、品类拓展、渠道、供应链管理已逐步优化，B端、C端业务协同效应逐渐增强盈利能力。

需要关注的重点公司

股票名称	股票代码	EPS(元)			PE(X)		
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
健盛集团	603558.SH	0.42	0.54	0.68	23.78	18.63	14.81
开润股份	300577.SZ	0.75	1.01	1.31	43.10	32.22	24.75

资料来源：中国银河证券研究院

分析师

李昂

☎: 8610-83574538

✉: liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517040001

特此鸣谢:

林相宜

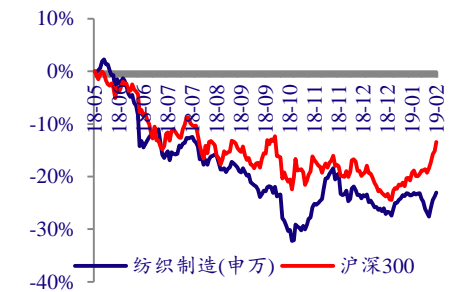
☎: 8610-66568843

✉: linxiangyi_yj@chinastock.com.cn

从业证书编号: S0130118090029

特别鸣谢实习生: 张毅对本报告编制提供信息

相对沪深300表现图 2019-05-14



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

相关研究

【银河纺服】行业深度报告_纺织服装行业_消费分层时代，服装龙头享价值增长

【银河纺服】公司点评_纺织服装行业_健盛集团(603558.SH)_俏尔婷婷高增长，产能释放提业绩

【银河纺服】公司点评_纺织服装行业_开润股份(300577.SZ)_C端业务大放异彩，促整体收入增长76.19%

投资概要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

从我国纺织品出口情况来看，2015年下半年以来出口同比增速持续为负，出口总体形势继续不振。但随着全球经济的缓慢复苏，2017年起出口增速开始转负为正，2018年下半年受中美贸易摩擦影响，订单偏谨慎。2013年以来出口额没有明显增加，这与我国大型纺织品出口企业向海外转移产能有关。

从纺织制造产业的转移情况来看，产业不断向人力成本低、优惠政策地区转移。第一次工业革命期间，以英国为代表的出现近代机器纺织工业；20世纪50年代，以美国为代表的棉花种植、技术优势迅速崛起；20世纪70年代，以日本为代表的技术改进和以香港、台湾、韩国的低人力成本的制造业快速发展；20世纪80年代，以中国大陆、越南、柬埔寨等低人力成本国家更迭发展；我们预计产业未来由劳动密集型转向资本密集型发展，向更低人力成本、更多政策优惠的国家（柬埔寨、缅甸）转移发展的趋势。

我们与市场不同的观点：

中资纺织企业产能布局海外，成本方面优势显著。以目前主要转移的东南亚国家越南、柬埔寨、缅甸为例，纺织企业产能转移至这三个国家均有明显的成本优势，节约成本15%左右。从成本分拆角度而言，原材料及人工成本是构成成本优势的主要来源，土地成本方面也具备一定优势，而因各国制度及发展状况不同，水电能源方面各有优劣。总体而言相对于国内仍具备相当的优势。

投资建议：关注纺企海外产能布局，推荐健盛集团、开润股份

健盛集团 (603558.SH)：俏尔婷婷高增长，产能释放提业绩。1) 受益于产能不断释放、越南布局且订单旺盛，公司收入和毛利率水平有所改善；2) 中长期来看，公司在越南海防第四工厂完成建设，19年开始投产放量，出资约2.5亿元在越南兴安新建设年产1800万件无缝针织运动服饰项目，产能提升将带来业绩的增长，从而提高盈利水平；3) 中美贸易摩擦仍在谈判中，但公司可利用越南基地规避贸易战影响，故公司较少受中美贸易摩擦影响。

开润股份 (300577.SZ)：C端业务大放异彩，促整体收入增长76.19%。公司目前仍处于高速增长阶段，品牌、品类拓展、渠道、供应链管理已逐步优化，B端、C端业务协同效应逐渐增强盈利能力。

行业表现的催化剂：

海外产能转移尚存机遇。1. 越南本土纺织业规模不大，纺织大企业少，缺乏竞争力，主要纺织业大企业为外商投资企业，本土企业的缺乏会给我们纺织企业产能转移提供空间。2. 中国与东南亚诸国地理位置相近，文化风俗、生活习惯等有相近之处，文化间矛盾差异少，企业管理难度低，转移后可较快进入生产状态。3. 产能转移至东南亚国家后，根据国际贸易中的原产地原则，可以避开大国之间的贸易摩擦。

主要风险因素：

终端消费环境的不确定性、海外需求增长不及预期、海外产能投放不及预期、汇率大幅波动等。

目 录

一、行业发展现状概述:国内纺织制造企业海外产能布局.....	1
(一) 我国纺织品出口情况及影响因素	1
(二) 全球纺织制造行业产业链转移概况	2
(三) 中资纺织制造企业海外产能详述	5
1. 上游纱线类企业海外产能布局情况	6
2. 中游面料类企业海外产能布局情况	6
3. 下游成衣类企业海外产能布局情况	7
二、深度探析东南亚国家承接纺织产能的因素	9
(一) 越南:“地利”、“人和”促纺织产能新基地的诞生	9
1. 国家概览:投资优惠政策奠定工业快速发展基础	9
2. 中资纺织企业越南产能布局情况	10
3. 原材料成本:国内棉花价格高于国际价格,在越企业可享受无限额低价棉	11
4. 人均工资相对较低,抵消生产效率较低后,仍具优势	11
5. 税收成本&贸易成本:提供税收优惠吸引外资,签订贸易协定享受关税优惠	12
6. 土地&环保等其他成本:土地价格便宜,环保要求严格	13
7. 越南和中国成本差异总结:越南约低 15%	14
(二) 柬埔寨:能源成本占比低的产品生产优势明显	14
1. 柬埔寨国家概览	14
2. 中资纺织企业柬埔寨产能布局情况	15
3. 原材料成本:国内棉花价格高于国际价格,在柬企业可享受无限额低价棉	16
4. 人力成本:低技能工资水平极低,人力成本优势明显	16
5. 税收成本&贸易成本:仅就来源于柬埔寨的所得计缴利得税,关税方面享受普惠待遇	17
6. 其他成本:土地、用水价格低廉,电力成本相对较高	17
7. 柬埔寨和中国成本差异总结:面料方面优势较小,成衣优势约 20%	18
(三) 缅甸:东南亚产能转移新选择	18
1. 缅甸国家概览	18
2. 中资纺织企业缅甸产能布局情况	19
3. 原材料成本:国内棉花价格高于国际价格,在缅企业可享受无限额低价棉	20
4. 人力成本:工资水平极低,人力成本优势明显	20
5. 税收成本&贸易成本:企业所得税优惠力度大,对外贸易享受贸易普惠制待遇	21
6. 其他成本:土地价格低廉,电力成本持平、水力成本相对较高	21
7. 缅甸和中国成本差异总结:面料方面优势约 14%,成衣优势约 32%	21
(四) 总结:纺织企业产能布局海外优势显著	22
三、海外产能转移的机遇与挑战	23
(一) 海外产能转移尚存机遇	23
1. 越南本土大企业缺乏,产能转移仍存空间	23
2. 东南亚国家文化相近,转移过程阻力较小	23
3. 避开中美贸易摩擦,下游国际服装龙头青睐	24

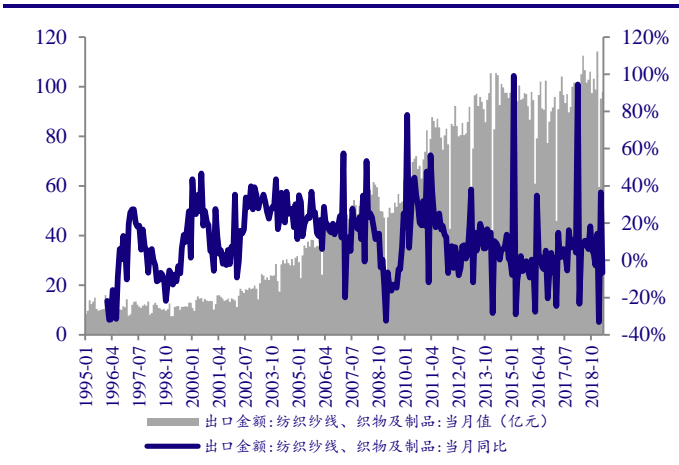
(二) 海外产能转移亦存挑战	25
1. 汇率波动影响投资规模、利润水平	25
2. 工资与工人权利保护驱动劳动力成本上升	25
四、重点推荐公司	26
(一) 健盛集团 (603558.SH): 俏尔婷婷高增长, 产能释放提业绩	26
(二) 开润股份 (603558.SH): C 端业务大放异彩, 促整体收入增长 76.19%	27

一、行业发展现状概述:国内纺织制造企业海外产能布局

(一) 我国纺织品出口情况及影响因素

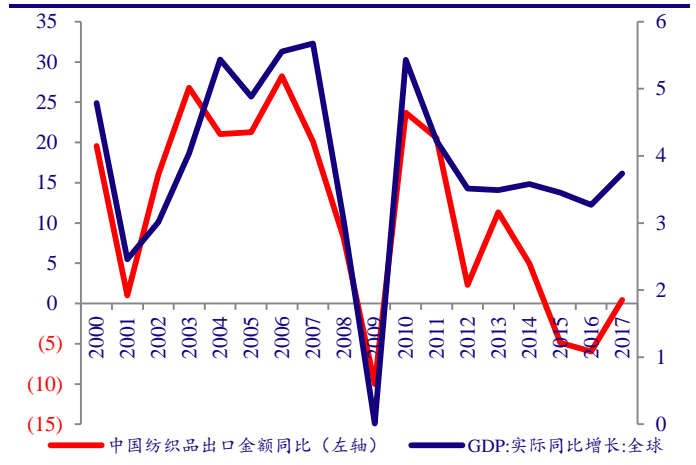
从我国纺织品出口情况来看，2015 年下半年以来出口同比增速持续为负，出口总体形势继续不振。但随着全球经济的缓慢复苏，2017 年起出口增速开始转负为正，2018 年下半年受中美贸易摩擦影响，订单偏谨慎。2013 年以来出口额没有明显增加，这与我国大型纺织品出口企业向海外转移产能有关。

图 1：我国纺织品服装出口金额（亿美元）及同比增速（%）



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

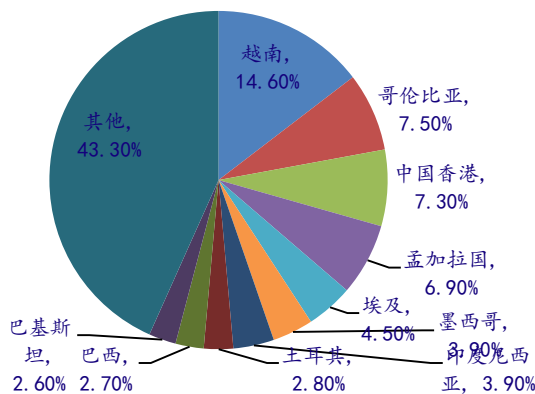
图 2：全球 GDP、纺织品出口增速（%）对比



资料来源：国际货币基金组织、WTO，中国银河证券研究院

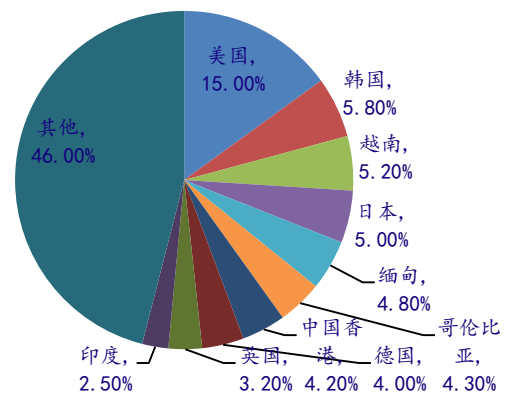
纺织品国外需求方面，中国纺织品出口受全球经济情况影响较大。政策方面，2000 年加入 WTO、2005 年《纺织品服装协定》(ATC) 的全面取消两项举措大力促进国内纺织制造企业的发展。从我国纺织服装出口目的国分布来看，纺织品主要出口地区为越南、中国香港、柬埔寨等，这些地区主要为上游原材料、半成品，经再加工制造后再转运发达国家，而服装类主要出口地区为美国、欧盟、日本、韩国等发达国家。国际政治局势的不稳定如国际油价上扬、贸易战、乌克兰危机等多个事件也在一定程度上影响我国纺织服装对外贸易量。

图 3：2018 年我国纺织品主要出口地区



资料来源：Trademap，中国银河证券研究院

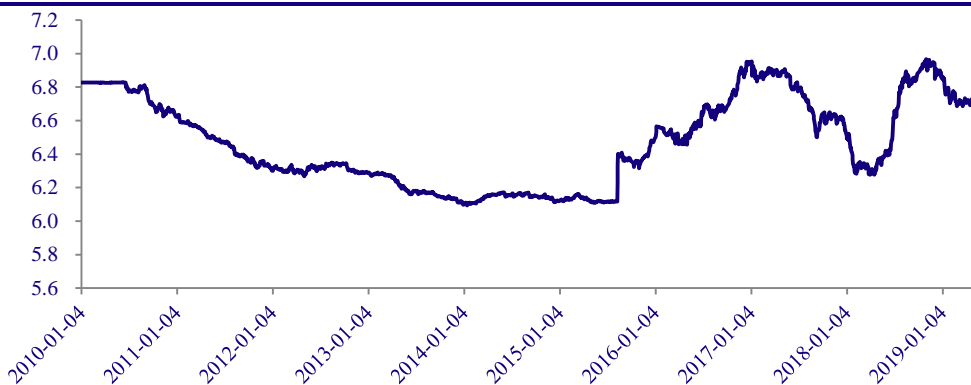
图 4：2018 年我国服装类主要出口地区



资料来源：Trademap，中国银河证券研究院

2018年6月至年底以来人民币呈贬值趋势，利于出口型企业，但19年呈现升值趋势。同时纺织品出口受汇率因素影响，人民币自2015年汇改后持续走低，对于我国出口贸易对象东南亚各国来看，汇率的波动可能在报表端对纺织制造出口企业造成汇兑损失，使得企业毛利率承压。具体来看，2017年9月以来人民币进入贬值通道，出口增速有所回升，纺织纱线、织物及制品在17年10、11月出口单月同比增长分别为6.91%、10.94%，在外部经济逐渐回暖的背景下，出口额稳步上升趋势，上游纺织制造端表现靓丽。长期来看，我们预计人民币总体稳步升值的运行格局持续。

图 5：美元兑人民币中间价走势



资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

(二) 全球纺织制造行业产业链转移概况

从纺织制造产业的转移情况来看，产业不断向人力成本低、优惠政策地区转移。第一次工业革命期间，以英国为代表的出现近代机器纺织工业；20世纪50年代，以美国为代表的棉花种植、技术优势迅速崛起；20世纪70年代，以日本为代表的技术改进和以香港、台湾、韩国的低人力成本的制造业快速发展；20世纪80年代，以中国大陆、越南、柬埔寨等低人力成本国家更迭发展；我们预计产业未来由劳动密集型转向资本密集型发展，向更低人力成本、更多政策优惠的国家（柬埔寨、缅甸）转移发展的趋势。

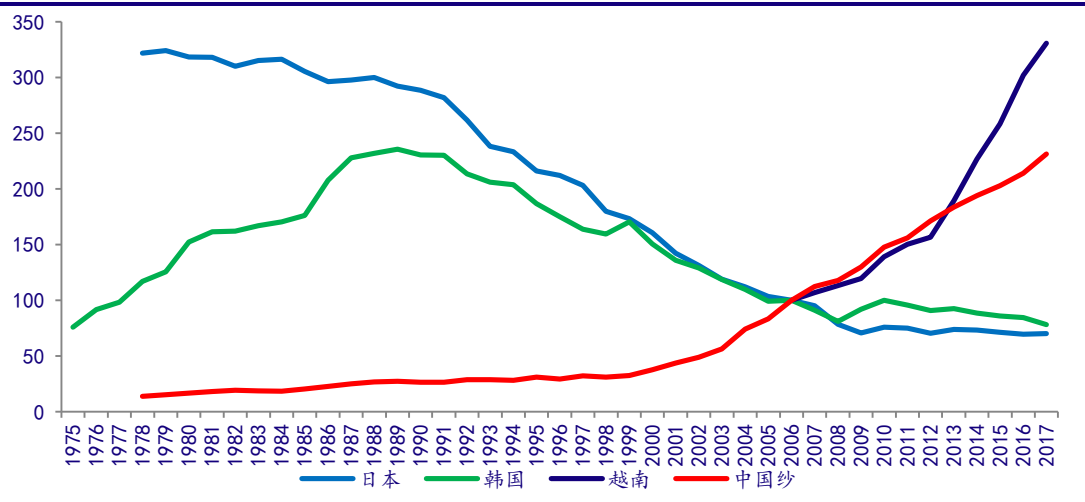
图 6：历次纺织制造产业转移方向



资料来源：百度百科，中国银河证券研究院

纺织制造行业产业转移自上世纪八十年代自日韩等转移向中国大陆已三十余年,随着中国大陆的劳动力成本,原材料成本,税务成本,环保成本等不断提高,自2006年来,中国大陆纺织业产能开始向东南亚国家(越南、柬埔寨、缅甸等)转移。根据以往纺织制造业转移的速度,纺织制造业完全完成一次转移约30年时间,本次纺织制造业从中国大陆转移至东南亚国家仍处于起步阶段,预计未来东南亚各国将会承接更多纺织制造业产能。

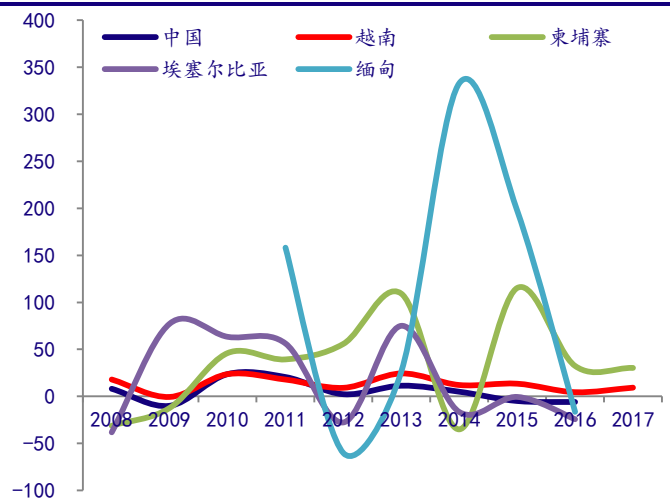
图 7: 各阶段国家纺织制造业工业生产指数



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

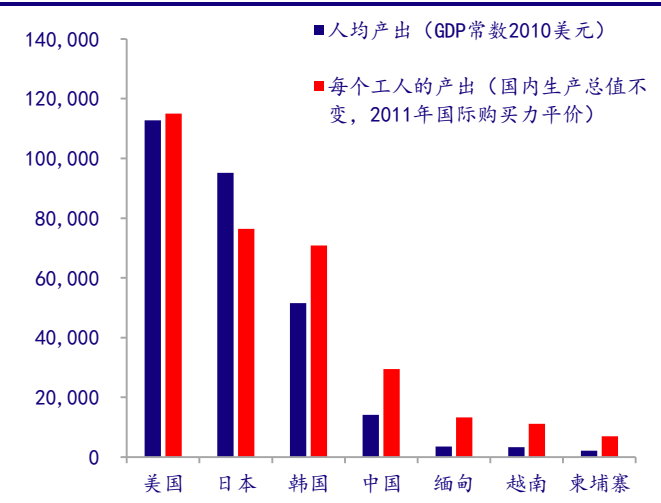
我国企业在中端产品方面的优势是在产业转移背景下的独特竞争力。缅甸、柬埔寨等东南亚本土的纺织制造企业的生产能力基本停留在低端阶段,处于来料加工(Cutting-Making and Packing)转向离岸交货(Free on Board)经营方式,从而毛利率和盈利水平较高。同时,布局海外产能也是在我国纺织制造景气度下降趋势下的特点之一,鲁泰、百隆东方、华孚时尚、健盛集团、联发股份等国内主要上市公司均已在越南、柬埔寨等东南亚各国建厂开工,降低企业成本的同时,扩大规模效应。

图 8: 不同国家纺织品出口增速 (%) 对比



资料来源: 海关总署, 世界贸易组织, 中国银河证券研究院

图 9: 2018 年各国劳动生产率



资料来源: 国际劳工组织, 中国银河证券研究院

总体来看，越南、柬埔寨、缅甸和非洲部分国家在原材料成本、人工成本、环境和其余成本、贸易环境、税收优惠、政局稳定等方面均具备建立集中纺织产业园的条件，符合大型纺织制造企业战略转移的布局，从而降低企业经营成本，实现更高盈利的目的。

表 1：海外纺织业转移国家情况概述

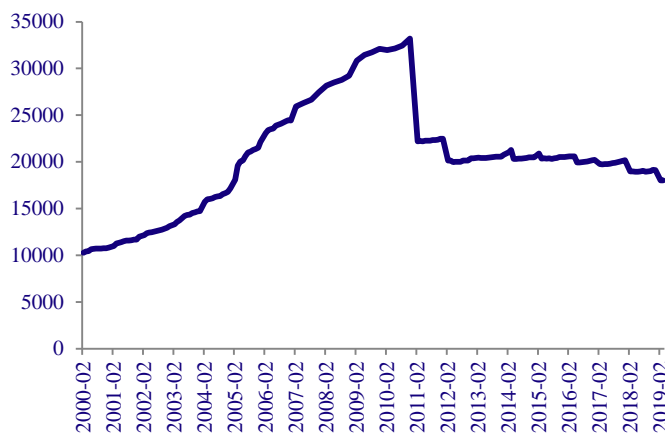
	越南	柬埔寨	缅甸	埃塞俄比亚	中国
原材料成本	不限制棉花进口量，贴近国际棉价	不限制棉花进口量，贴近国际棉价	棉花出口，本地棉价低于国际棉价	棉花出口	18 年进口配额 89.4 万吨
人工平均工资 (元/人/月)	2000-2200	1200-400	最低工资 705	480-890	4500-4800
工业用水均价 (元/吨)	2.76	1.03	自备水井	打井一口 13.77-20.66 万元	2.89
工业用电均价 (元/度)	0.5	1.9	0.65	0.14~0.28	0.8
环境	高温多雨，属热带季风气候。年平均气温 24℃ 左右	属热带季风气候，年平均气温 29—30℃	热带季风气候，生态环境良好，自然灾害较少，全年气温变化不大	由于纬度跨度和海拔高度差距较大，虽地处热带，但是各地温度冷热不均	气候复杂多样，从南到北跨热带、亚热带、暖温带、中温带、寒温带气候带
贸易环境	越南和世界上 150 多个国家和地区有贸易关系。对外贸易保持高速增长，对拉动经济发展起到了重要作用。4 种传统出口商品煤炭、橡胶、石油、纺织品均在 40 亿美元以上，其中纺织品为 90 亿美元。主要出口市场为中国、欧盟、美国、日本	工业被视为推动柬国内经济发展的支柱之一制衣业继续保持柬工业主导地位，2003 年 9 月，加入世界贸易组织。	缅甸自然条件优越，资源丰富，1988 年后实行市场经济。主要工业有石油和天然气开采、小型机械制造、纺织、印染、碾米、木材加工、制糖、造纸、化肥和制药等	工业门类不齐全，结构不合理，零部件、原材料依靠进口，制造业以食品、饮料、纺织、皮革加工为主，主要贸易伙伴是中国、德国、日本、意大利、美国、印度、沙特阿拉伯等	世界第二大经济体（仅次于美国）、世界第一大工业国和世界第一大农业国，2001 年中国加入世界贸易组织
税收优惠	税负率平均为 1.6%。自开始盈利第一年起，前四年免征企业所得税，后续九年减征 50%，即 11% 的所得税税率；增值税税率为 10%	受 3 (3 年启动期)+3 (3 年免税期)+1 (1 年优惠期) 的免企业所得税的税收优惠，3 年启动期内如果盈利则转入 3 年免税期。优惠期结束后企业所得税税率 20%。增值税税率 10%	从经营年度享受 7 (7 年免税)+5 (5 年税收减半)+5 (将利润在一年内进行再投资，随后 5 年继续享受税收减半) 的企业所得税税收优惠。优惠期结束后企业所得税税率 25%。无增值税	享受 8~10 年的所得税减免，在免税期内发生亏损可延后结转，在所得税免税期届满后，再最多延长一半免税期	企业所得税率：平均 25% 增值税率大多数企业为 16%
政局是否稳定	是	是	是	否 (紧急状态)	是
出口美国关税	20%	享受美国给与的低关税	免税	免关税免配额	20%
出口欧盟关税	0%	享受欧盟给予的零关税待遇	免税	免关税免配额	12%

资料来源：Wind，鲁泰 A 公司公告，中华人民共和国驻柬埔寨王国大使馆经济商务参赞处，一带一路中非智库等，中国银河证券研究院

（三）中资纺织制造企业海外产能详述

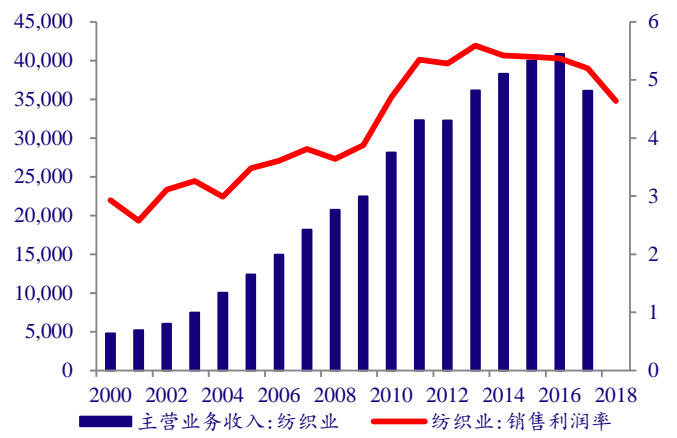
国内纺织制造企业行业集中度较低、竞争格局较为分散，技术壁垒不高，存在新进入者威胁，企业平均盈利能力较弱。纺织制造行业基本处于成熟期，某些产业处于衰退期，龙头企业以其技术、经验、规模优势受益于行业集中度提高趋势。纺织行业企业单位数自 2011 年以来趋于平稳，约有 2 万家企业，根据申万分类，纺织制造二级子行业上市公司只有 37 家（除鲁泰 B 和三毛 B），行业高度分散且多为中小企业。纺织业主营业务收入除在 2011 年显著提高外，之后处于稳定增长阶段，但 2017 年开始收入下降，同时销售利润率近五年来基本维持在 5% 左右，行业自 2017 年以来盈利能力较差。

图 10：纺织业企业单位数缓慢减少



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

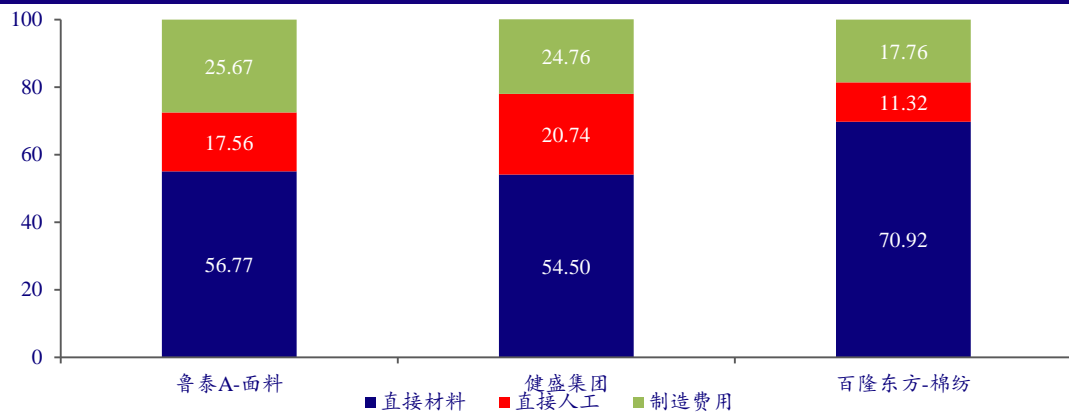
图 11：纺织业营收（亿元）及销售利润率（%）情况



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

纺织制造企业成本中原材料成本占比较高，成本定价机制决定成本上涨一定程度上影响企业利润。由于我国纺织制造企业初期以海外代工为主，传统的定价机制为“成本加成”，即产品售价以确定的原材料成本和期间费用等加上企业预留的固定盈利金额来计算，产品定价受成本影响较大，企业盈利能力是成本转嫁能力高低的最终体现。随着我国企业制造能力、供应链管理不断增强，行业内供需关系、对上下游议价能力、库存周期性波动更多的体现在成本转嫁影响因素中，产业链越长的棉纺企业对棉价波动弹性越小。在棉价上行驱使下，棉纺产品预计提价，在储备低价棉原料成本上涨滞后，预计棉纺企业盈利端改善。

图 12：部分上市公司 2018 年纺织服装主营业务成本构成情况



资料来源：上市公司年度报告，中国银河证券研究院

1.上游纱线类企业海外产能布局情况

天虹纺织是海外布局最早、最坚定的企业，投资包括纱线规模化和纵向一体化；百隆东方2013年跟随大客户申洲国际进行海外布局，未来随着申洲国际订单增长继续配套扩张；华孚时尚此前产能扩张重点在国内，未来预计将扩张至国内（新疆）及东南亚。

表 2：上游纱线类企业海外产能布局情况

证券代码	证券简称	海外布产地点	布局时间	累计投资额	2018年海外产能占比	现状说明	未来规划
2678.HK	天虹纺织	越南	2006	45 亿元	39.4% (纱线)	2006 年赴越南建纱厂，目前 350 万锭纱线产能中国内/越南 212/138 万锭；2016 年集团在越南广宁建立天虹工业园，垂直一体化业务在工业园内展开	纱线产能维持双位数增长（海外为主）；下游垂直一体化（牛仔裤、针织、无纺布）业务主要在越南展开
601339.SH	百隆东方	柬埔寨、中美洲等	2015	45 亿元（7 亿美金，其中 B 区 3 亿 17 年起分 3 年投入）	50%	2005 年以 0.57 亿元收购柬埔寨成衣工厂，2017 年收购年兴纺织旗下工厂获得越南、柬埔寨成衣工厂及尼加拉瓜染厂，未来除越南外计划建立其他生产基地，中美洲凭借靠近目标市场（美国）、关税优惠（对美出口免税）成为有力候补	越南 B 区 50 万锭产能 17 年 5 月启动，2018H2 逐渐释放，19 年 B 区产能完全释放后不排除进一步产能扩张
002042.SZ	华孚时尚	越南	2013	14.3 亿元	16%	2013 年随大客户申洲国际出海越南，越南 A 区 50 万锭纱线产能 13 年底试产、16 年底全部投产；截至 2018 年色纺纱产能 140 万锭，国内/越南 70/70 万锭	未来产能总体以双位数速度扩张，新疆及东南亚并重
						2013 年成立越南华孚，一期 12 万锭	
						2015 年投产、二期 16 万锭 2016 年末陆续投产，目前成 180 万锭，新疆/东部沿海/越南产能 88/64/28 万锭	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2.中游面料类企业海外产能布局情况

面料类企业的产品主要包含色织布和衬衣，与上下游厂商关系均很密切。鲁泰海外扩产注重构造纵向一体化产业链体系。超盈国际从客户订单需求出发，积极布局越南和斯里兰卡。

表 3：中游面料类企业海外产能布局情况

公司代码	证券简称	海外布产地点	布局时间	累计投资额	2018年海外产能占比	现状说明	未来规划
000726.SZ	鲁泰 A	越南	2014	10.7 亿元	14% (色织布) 20% (衬衣)	公司总产能：色织布现有产能 1.8-1.9 亿米，匹染布产能 0.8 亿米，衬衫总产能 3000 万件 越南纺纱：15 年底纺纱一期（3 万锭） 投产越南 3000 万米色织布面料：一期 16 年投产 越南 600 万件衬衫：17 年一期 300	越南纺纱二期 7.6 万锭开建，1000 万米色织面料扩产项目筹备中，制衣二期 300 万件衬衫开建

证券代码	证券简称	年份	投资额	占比	产能/布局	未来规划
					万件投产，处于产能爬坡阶段	
	柬埔寨	2014	1.4 亿元	20% (衬衣)	600 万件衬衫产能，14 年一期投产，15 年二期投产	暂无
	缅甸	2014	0.8 亿元	10% (衬衣)	300 万件，15 年投产	暂无
	越南	2016	近 6 亿元(0.84 亿美元)	10%左右	公司目前拥有 1.10/16.7/0.25 亿米面料/织带/蕾丝产能，出于服务大客户 Uniqlo 角度建立越南工厂，17Q3 投产，占面料产能比重 10%左右	远期来看，越南+斯里兰卡占到 50%产能
2111.HK	超盈国际		6.5 亿元 (1 亿美金，此处仅为初始投资)	未过户	从开发 Nike 等潜在美国客户角度出发 2017 年底签订两个框架协议，一为出资 5000 万美元持股 51%与 MAS 成立合营公司接管其已有工厂，二为出资 5000 万美元持股 75%与 Brandix 成立合营公司建立新工厂，两工厂同时起量后将整体产能带来 20%增长	
	斯里兰卡	2017				

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

3. 下游成衣类企业海外产能布局情况

下游成衣类企业是与下游订单客户联系最紧密的企业，同时大多也积极向产业上游延申，在保障原材料的价值、质量基础上，进一步降低生产成本。申洲国际东南亚投资力度较大，战略规划清晰、坚定；健盛集团处于积极布局海外产能阶段。

表 4：下游成衣类企业海外产能布局情况

证券代码	证券简称	海外布产地点	布局时间	累计投资额	2018 年海外产能占比	现状说明	未来规划
2313.HK	申洲国际	越南	2013	约 40 亿元	45% (面料) 13-14% (成衣)	公司整体产能约 550-600 吨/天，宁波/越南分别每天 250 吨以上/每天 300 吨；成衣方面，越南产能 4200 万件（整体 4 亿件左右）。公司现有工人共 8.25 万人，其中国内/越南分别 6.1/1 万人。	面料部分，越南 2019 目标产能 350 吨/天；成衣部分，国外产能有望持续提升
		柬埔寨	2005	超过 5 亿元	15% (成衣)	2018 年成衣工厂扩张到 1.1 万人，产能占比 15%左右 A 工厂 16/3 投产，产能 4600 万件胸围及贴身内衣，基本满产；B 工厂 17/5 投产，产能 9000 万对胸杯；C 工厂 18/4 投产，规划产能 3000 万件胸围及运动服；D 工厂预计 18Q4 竣工，规划产能 3000 万件胸围及运动内衣目前越南产能占比 40%；E 工厂预计 19 年投产，200 万双运动鞋及	持续提升人效并适时招工
2199.HK	维珍妮	越南	2014	约 30 亿元	40%		随越南 C 工厂招工，D/E 工厂陆续建成，目标接下来两财年越南产能占比达到 50%/70%-75%

		越南	2003	约为 20 亿元	44%	部分内衣产能。 约为 1.80 亿件，总产能约为 4.1 亿件	2019 年前扩张 1.29 亿件，投资 1.63 亿美元（约合 10.6 亿元）
2232.HK	晶苑国际	孟加拉	2006	约为 3 亿元	6%	约为 0.25 亿件	2019 年前扩张 0.27 亿件，投资 1.81 亿美元（约合 11.8 亿元）
		柬埔寨	2011	约为 7 亿元	15%	约为 0.61 亿件	2019 年前扩张 0.18 亿件，投资 800 万美元（约合 5200 万元）
		斯里兰卡	1981	约为 2 亿元	4%	约为 0.18 亿件	暂无扩张计划
603558.SH	健盛集团	越南	2014	超 7 亿元（计划投资 1.1 亿美金）	37%（袜子）	2014 年赴越南投资，计划投资 1.1 亿美金、形成年产 2 亿双袜子产能。截至 2018 年越南设计产能 9500 万双，产能利用率 99%，实际产量 9406.95 万双	越南产能进一步释放，2018 年计划生产 1.2 亿双（占比 40%）。未来不排除在越南发展无缝内衣产能的可能。
1982.HK	南旋控股	越南	2014	近 6 亿元	35%（毛衫） 30%（鞋面）	14 年为配合 Uniqlo 订单赴越南扩产，17 年毛衫产能 4600 万件，越南产能 1600 万件，利用率 50%；鞋面产能 2000 万双，其中越南 600 万双，属于初投放阶段	未来关注越南产能利用率提升

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、深度探析东南亚国家承接纺织产能的因素

(一) 越南：“地利”、“人和”促纺织产能新基地的诞生

1. 国家概览：投资优惠政策奠定工业快速发展基础

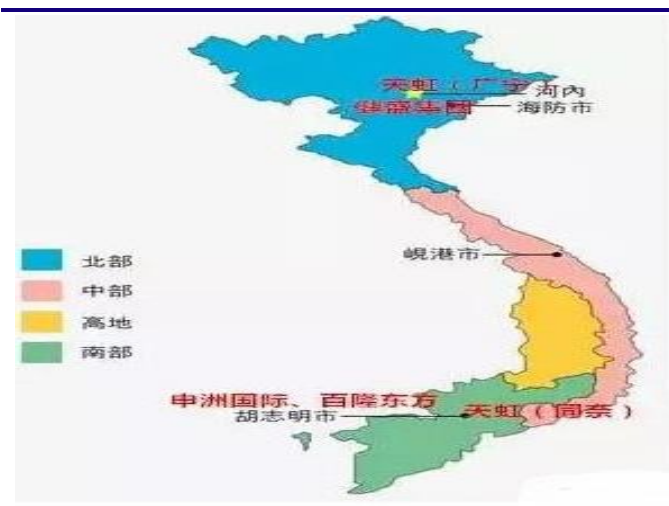
越南位于东南亚的中南半岛东部，北与中国广西、云南接壤，西与老挝、柬埔寨交界，国土面积约 33 万平方公里，紧邻南海，海岸线长 3,260 多公里。越南地形狭长，地势西高东低，境内四分之三为山地和高原。北部和西北部为高山和高原，东部沿海为平原。地处北回归线以南，高温多雨，属热带季风气候。年平均气温 24℃ 左右。开办福东工业区承接纺织业转移产能。福东工业区位越南西宁省展鹏（长鹏）县和鹤油县之间，所在的西宁省位于柬埔寨和越南的交界处，交通与贸易较为便捷。为吸引国内外企业家前往西宁省投资，制定了一系列投资优惠政策，省辖市及各县区的土地租金每平方米最低为 0.18 美元/年，各县所属乡镇租金最低为 0.03 美元。企业所得税为 10%-20%，并可获减税 2-9 年。

图 13：越南地理位置



资料来源：百度地图，中国银河证券研究院

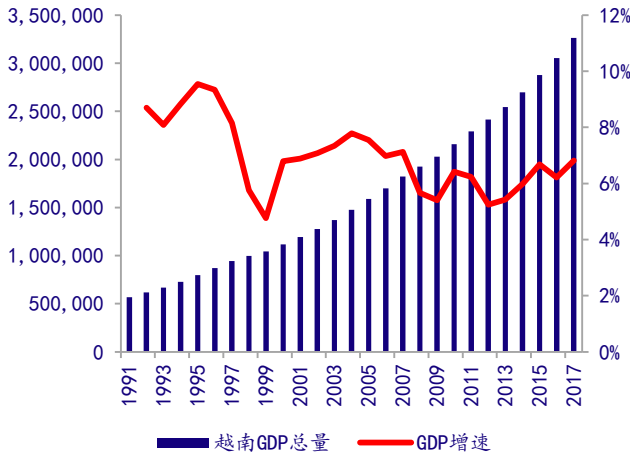
图 14：越南各工业区地理位置



资料来源：纺织网，中国银河证券研究院

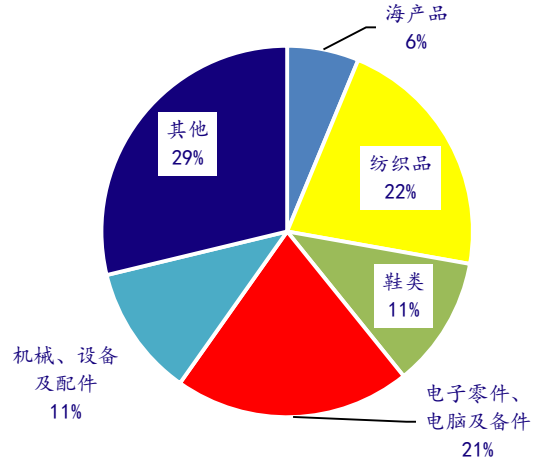
越南属发展中国家。1986 年开始实行革新开放，1996 年越共八大提出要大力推进国家工业化、现代化。2001 年越共九大确定建立社会主义定向的市场经济体制，并确定了三大经济战略重点，即以工业化和现代化为中心，发展多种经济成份、发挥国有经济主导地位，建立市场经济的配套管理体制。实行革新开放的二十多年来，越经济保持较快增长速度。2007 年越南正式加入 WTO，并成功举办 APEC 领导人非正式会议。越南和世界上 150 多个国家和地区有贸易关系。越南主要贸易对象为美国、欧盟、东盟、日本以及中国。2018 年主要出口商品有五种，分别为：纺织品、电子零件、电脑及备件、鞋类、机械、设备及配件、海产品。

图 15: 越南历年 GDP 及增速



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

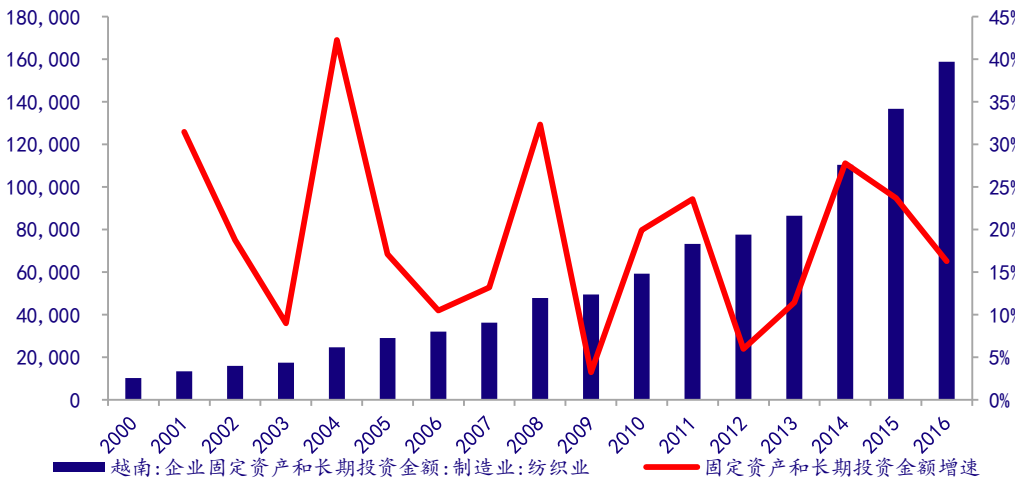
图 16: 2018 年越南前五大出口产品



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

越南纺织业固定资产和长期投资保持较高增速,使得规模不断增大。这与政府各项政策支持、优惠补贴、不断吸引海外投资等息息相关。

图 17: 越南纺织业固定资产投资和长期投资金额



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

2. 中资纺织企业越南产能布局情况

表 5: 国内企业越南产能布局情况

企业类型	证券代码	证券简称	布局时间	累计投资额	2018 年海外产能占比
上游纱线类企业	2678.HK	天虹纺织	2006	45 亿元	39.4% (纱线)
	601339.SH	百隆东方	2013	45 亿元 (7 亿美金, 其中 B 区 3 亿 17 年起分 3 年投入)	50%
	002042.SZ	华孚时尚	2013	14.3 亿元	16%
中游面料	000726.SZ	鲁泰 A	2014	10.7 亿元	14% (色织布)

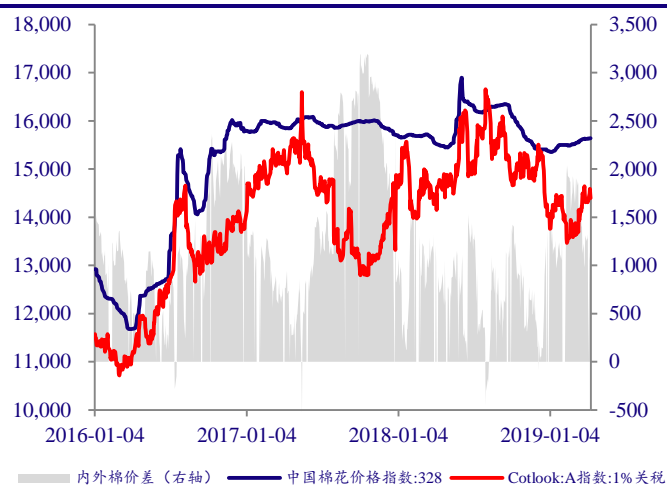
美企业				20% (衬衣)	
		2016		近 6 亿元 (0.84 亿美金)	10%左右
2313.HK	申洲国际	2013		约 40 亿元	45% (面料) 13-14% (成衣)
下游成衣	2199.HK	维珍妮	2014	约 30 亿元	40%
美企业	603558.SH	健盛集团	2014	超 7 亿元 (计划投资 1.1 亿美金)	37% (袜子)
	1982.HK	南旋控股	2014	近 6 亿元	35% (毛衫) 30% (鞋面)

资料来源：公司年报 中国银河证券研究院

3. 原材料成本：国内棉花价格高于国际价格，在越企业可享受不限额低价棉

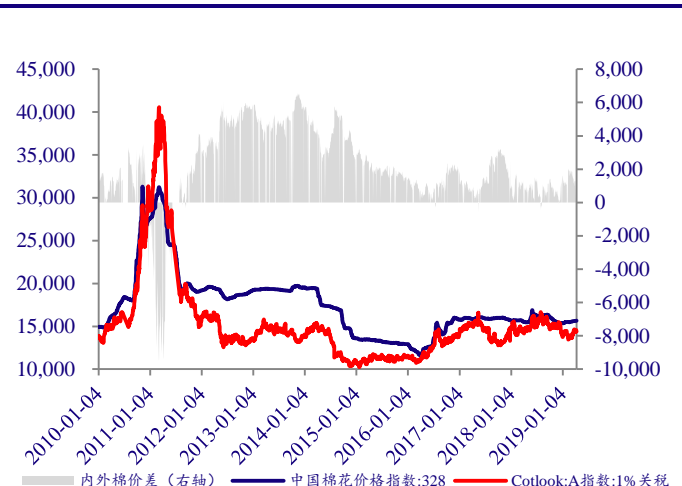
我国政府为稳定市场供给、保护棉农，对棉花价格制定了保护性采购价格，并且实施进口配额制度，各企业可获得分配的数量与其规模和每年棉花进口数量有关，使内棉价格往往高于外棉价格。而棉花是纺织企业的主要原材料，棉花成本占企业总成本 60%-70%，棉价变动会大幅影响企业成本。越南不限量低价棉使得越南较于国内有着明显的成本优势。

图 18：2016 年至今内外棉花现货价格及价差走势（元/吨）



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 19：2010 年至今内外棉花现货价格及价差走势（元/吨）

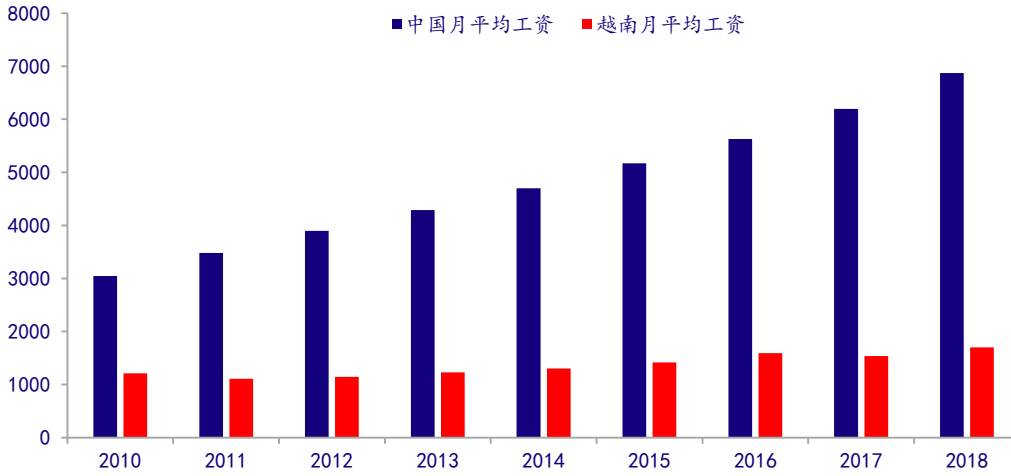


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

4. 人均工资相对较低，抵消生产效率较低后，仍具优势

越南人口年龄结构年轻，大量人口处于劳动年龄阶段，劳动力供给充足。2017 年越南平均工资仅为 1536 元，而国内平均工资为 6193 元 相对国内优势显著。而由于越南劳动力受教育程度低，越南劳工劳动生产率（每个工人的产出）为 10453，仅为中国的一半不到，一定程度上冲减了低工资优势，但综合起来比起国内仍具备优势。未来随着教育的发展，工人培训力度亦会提高，劳动生产率会有所提高，尽管工资呈现上涨趋势，越南仍将保持一定人力成本优势。

图 20：中越人均工资对比



资料来源：Wind、中华人民共和国驻越南社会主义共和国大使馆经济商务参赞处 EIU Countrydata，中国银河证券研究院

5. 税收成本&贸易成本：提供税收优惠吸引外资，签订贸易协定享受关税优惠

根据国家税务总局《中国居民赴越南社会主义共和国投资税收指南》，外商在越投资企业享受增值税、企业所得税多税种税收优惠政策，税务成本大大减轻。根据鲁泰 A 与百隆东方公布的合并报表与母公司报表，二者合并前母公司报表所得税率为 13.46%、13.38%，合并后报表所得税率为 10.78%、12.06%，说明因在海外子公司较低的所得税率拉低了公司整体综合所得税率。越南自 2007 年加入 WTO 以后，积极与海外经济体签订贸易协定享受低关税待遇，促进国内商品出口。目前越南已加入东盟经济共同体（AEC）、全面与进步跨太平洋伙伴关系协定（CPTPP）、越南-亚欧贸易协定（EAEU）、越南-韩国贸易协议、越南-欧盟贸易协议等。

表 6：越南企业所得税优惠政策

序号	描述	经济区（包括一般、门户经济区）	高科技区	工业区	出口加工区
1	CIT 税率	15 年内 10%	15 年内 10%	税率 20%	税率 20%
2	免 CIT	4 年内	4 年内	2 年内	无
3	减 CIT	9 年内减半	9 年内减半	5 年内减半	无
4	总结	CIT 税率自获得利润第 1 年起开始适用；CIT 减免自获得应税收入第 1 年起开始适用，如果前 3 年内无应税收入，CIT 减免从第 4 年开始。	EIT 税率自获得利润第 1 年起开始适用；CIT 减免自获得应税收入第 1 年起开始适用，如果前 3 年内无应税收入，CIT 减免从第 4 年开始。	CIT 减免不适用全部工业区企业，处于经济、社会优势名单的企业不享受此优惠；EIT 减免自获得应税收入第 1 年起开始适用，如果前 3 年内无应税收入，CIT 减免从第 4 年开始。	CIT 减免不适用全部出口加工区，视企业具体情况而定。

资料来源：《中国居民赴越南社会主义共和国投资税收指南》 中国银河证券研究院整理

注：CIT 即 Corporate Income Tax，公司所得税

出口方面享受关税优惠待遇。根据美国国际贸易委员会公布的协调税率表第十一节纺织和纺织品，中国与越南对美国出口纺织品均适用 0%-28.6%不等从价税率及部分定额税率，由于中美贸易战的影响，中国出口美国的纺织品加征 10%的关税，而越南并不受此影响，出口更具优势。

表 7：中越出口欧美关税情况对比

	越南	中国
出口美国关税	0-28.6%	0-28.6% (由于中美贸易战影响加征 10%)
出口欧盟关税	根据《欧盟-越南自由贸易协定》享受 99%货物零关税待遇	12%

资料来源：美国国际贸易委员会 ITC、欧盟委员会税务和关税同盟，中国银河证券研究院整理

6. 土地&环保等其他成本：土地价格便宜，环保要求严格

越南土地价格低廉，政府未开征土地使用税，2012 年，北部和南部中心城市均价高达 110 美元/平米，价格浮动频繁；临近省份租金约在 50—90 美元/平米，租金基本可保持 5 年不变。法律规定外国投资者租赁土地使用权的使用期限为 50 年，特殊情况可延长但不超过 70 年，长期内可以保持土地使用稳定。以健盛集团旗下杭州健盛袜业有限公司（占地 20000 平米）、浙江健盛江山针织有限公司（占地 100 亩约合 66700 平米）为例，选择前往越南建厂土地成本可节约 300 余万元、1000 余万元。

表 8：越南工业园区土地价格及主要纺织企业所在地土地价格

土地租金元（元/平米）	越南		中国		
	南定省黎明工业园	西宁市福东工业园	浙江宁波	山东淄博	浙江衢州
	230-295	295	600	675	450

资料来源：正点国际、土流网，中国银河证券研究院整理

生产成本中，越南工业用水用电价格相对国内较低，具备一定成本优势。然而由于越南属于热带季风气候，年降水量高，湿度超出纺织品生产的适应适度，因此需要除湿处理，抵消部分电价优势。

越南政府对环保要求严格，各项环保标准高于国内，执行起来成本较高，违法处理力度大。越南设定的排污指标与区域相关，每个工业区会有一些的排污量，需要公司向园区申请。园区排污权是预留的，以后企业想要进入园区，如果园区没有指标则无法进入。以污水处理费为例，南定省黎明工业园将污水从 B 级至 A 级每吨 2.4 元，从工厂直接处理为 A 级则需 7.47 元，相对国内成本较高。

表 9：越南工业园区与国内厂商所在地水电成本比较

	越南			中国	
	南定省黎明工业园	西宁市福东工业园	浙江宁波	山东淄博	浙江衢州
电费（元/kWh）	0.43	0.43	0.66	0.66	0.66
水费（元/吨）	3.6-4.5	2.1	4.32	3.78	4.32
污水处理费（元/吨）	2.4-7.47	2.5	1.8/2.6	1.4	1.8/2.6

注：电费价格为标准电价

资料来源：正点国际、中国水网、国家电网、鲁网淄博，中国银河证券研究院整理

7. 越南和中国成本差异总结：越南约低 15%。

综合以上因素，国内纺织企业将产能转移至越南成本将明显降低，以鲁泰 A (000726.SZ) 2018 年成本结构为例，产能转移至越南，面料部分制造成本约降低 15%，衬衣制造成本约降低 16%。

表 10：以鲁泰 A 为例，越南相对中国成本降幅估算

成本拆分	面料		项目	越南	中国	越南相对中国降幅	面料成本优势	衬衣成本优势
	成本比例	成本比例						
原材料	56.77%	55.73%	棉价	14251.00	15479.00	7.93%	4.36%	4.41%
人工工资	17.56%	37.48%	平均工资	1536.83	6193.17	33.90%	5.94%	12.71%
			生产率	10453.00	27842.00			
折旧	5.50%	2.14%	固定资产	1.00	1.00	0.00%	0.00%	0.00%
能源	12.66%	0.92%	水	3.08	4.14	25.72%	3.47%	0.24%
			电	0.43	0.66	34.85%	4.69%	0.32%
制造费用	7.51%	3.73%	土地成本	278.75	575.00	51.52%	4.43%	2.00%
			污染处理	3.72	1.93	-92.28%	-7.93%	-3.59%
合计	100.00%	100.00%					14.96%	16.09%

资料来源：鲁泰 A 公司公告，中国银河证券研究院整理

（二）柬埔寨：能源成本占比低的产品生产优势明显

1. 柬埔寨国家概览

柬埔寨位于亚洲中南半岛南部，东部和东南部同越南接壤，北部与老挝相邻，西部和西北部与泰国毗连，西南濒临暹罗湾。湄公河自北向南横贯柬埔寨全境。柬埔寨属热带季风气候，全年分两季：每年 5 月到 10 月为雨季，11 月到次年 4 月为旱季。年平均气温 24°C，4 月份最热，最高温度达 40°C。年均降雨量为 2,000 毫米，其中 90% 降水集中在 5-10 月。柬埔寨人口约 1,440 万，人口的地理分布很不均衡，居民主要集中在中部平原地区。

西哈努克港简称西港，位于柬埔寨西南海岸线，濒临泰国 (THAILAND) 湾东南侧，是全国最大海港和外贸的出入门户，首都金边外柬埔寨第二大城市，目前是全柬唯一一个经济特区，其地位类似于中国的“深圳”。西港建于 1950 年以后，为鼓励投资，1998 年立为免税港。西哈努克港经济特区是中国商务部首批中标的境外经贸合作区之一，也是首批获商务部财政部验收确认的六个境外合作区之一，经济特区的主导产业以轻纺服装、机械电子、高新技术为主。柬埔寨的服装行业市场在国际上享受较为优惠的贸易政策，其纺织服装产业在国际上已具备一定的竞争力，已成为柬最主要的支柱产业和外汇来源。对于众多纺织和轻工企业来说进驻合作区有利于实现我国轻纺等产业的战略转移。

图 21: 柬埔寨历年 GDP 及增速



资料来源: 百度地图, 中国银河证券研究院

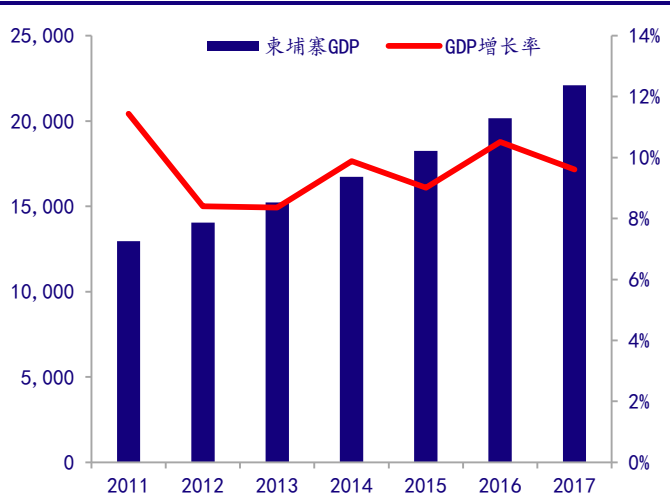
图 22: 2018 年前三季度柬埔寨前五大出口产品



资料来源: 百度地图, 中国银河证券研究院

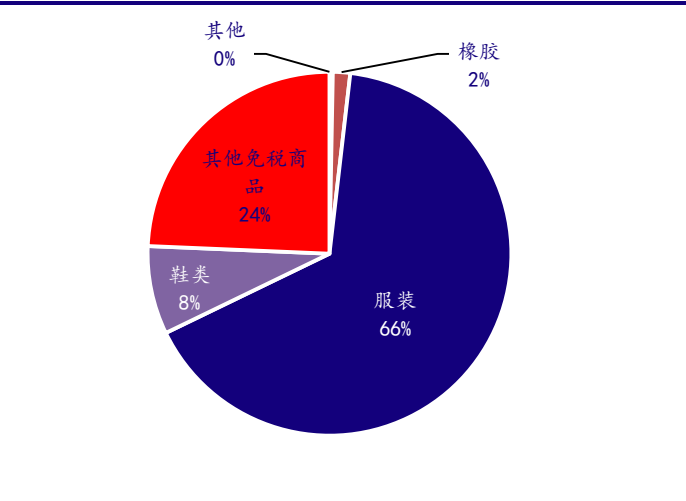
柬埔寨实行开放的自由市场经济政策, 经济活动高度自由化。根据美国传统基金会公布的“2016 年度经济自由度指数”排名, 柬埔寨居第 112 位。近年来, 柬埔寨经济以年均 7% 以上的速度快速发展, 2017 年全年柬埔寨国内生产总值 (GDP) 约合 220.97 亿美元, 同比增长 9.61%。

图 23: 柬埔寨历年 GDP 及增速



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 24: 2018 年前三季度柬埔寨前五大出口产品



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

2. 中资纺织企业柬埔寨产能布局情况

表 11: 国内企业柬埔寨产能布局情况

企业类型	证券代码	证券简称	布局时间	累计投资额	2017 年海外产能占比
上游纱线类企业	2678.HK	天虹纺织	2005	2005 年以 0.57 亿元收购柬埔寨成衣工厂, 2017 年收购年兴纺织旗下工厂获得越南、柬埔寨成衣工厂及尼加拉瓜染厂,	
中游面料类企业	000726.SZ	鲁泰 A	2014	1.4 亿元	15% (衬衣)

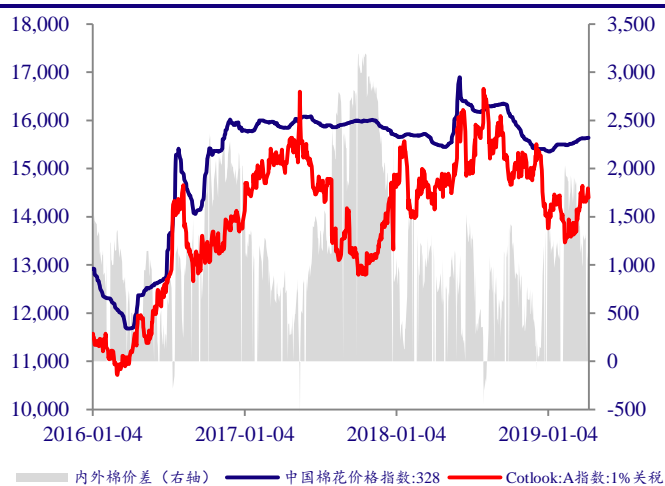
			2016	近6亿元(0.84亿美金)	10%左右
下游成衣类企业	2313.HK	申洲国际	2005	超过5亿元	15%(成衣)
	603558.SH	晶苑国际	2011	约为7亿元	15%

资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

3. 原材料成本：国内棉花价格高于国际价格，在柬企业可享受不限额低价棉

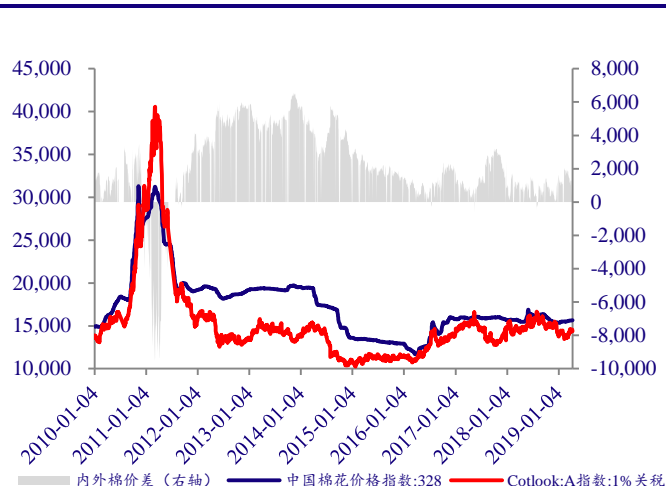
与越南一样，柬埔寨享受不限量的低价棉，在原材料成本上具备优势。我国政府为稳定市场供给、保护棉农，对棉花价格制定了保护性采购价格，并且实施进口配额制度，各企业可获得分配的数量与其规模和每年棉花进口数量有关，使内棉价格往往高于外棉价格。而棉花是纺织企业的主要原材料，棉花成本占企业总成本60%-70%，棉价变动会大幅影响企业成本。越南 unlimited 低价棉使得越南较于国内有着明显的成本优势。

图 25：2016 年至今内外棉花现货价格及价差走势（元/吨）



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 26：2010 年至今内外棉花现货价格及价差走势（元/吨）

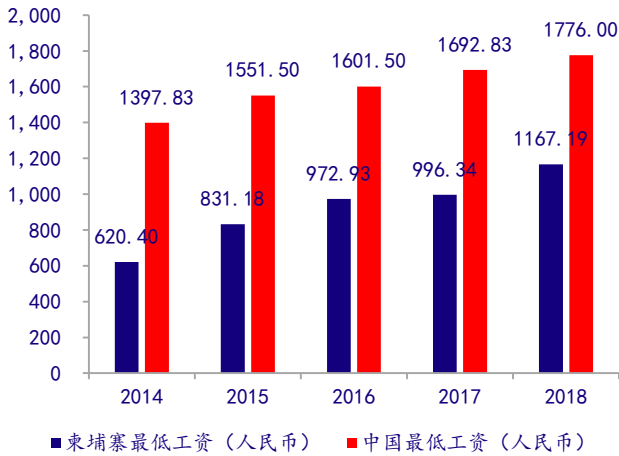


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

4. 人力成本：低技能工资水平极低，人力成本优势明显

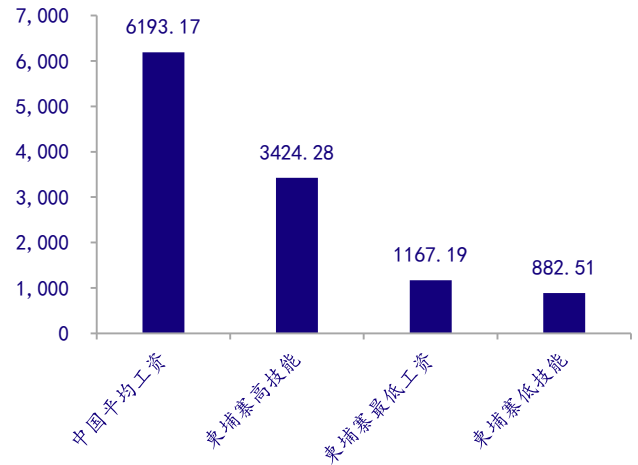
柬埔寨最低工资标准近年来不断抬高，2014 年至 2018 年从 620.40 元调整至 1167.19 元，几乎增长一倍，而国内最低工资标准增长速度较低，但仍远高于柬。不同技能程度工人工资水平方面，柬埔寨高技能工人工资水平为 3424.28 元，低技能工人工资水平仅 882.51 元。纺织业作为劳动密集型行业，技能要求相对较低，因此人力成本方面柬埔寨优势明显。

图 27：中柬最低工资对比



资料来源：trading economics, WIND, 中国银河证券研究院

图 28：柬埔寨不同熟练度工资水平



资料来源：trading economics, 中国银河证券研究院

5. 税收成本&贸易成本：仅就来源于柬埔寨的所得计缴利得税，关税方面享受普惠待遇

根据国家税务总局《中国居民赴柬埔寨投资税收指南》，非居民纳税人仅就来源于柬埔寨的所得计缴利得税（即企业所得税）。经柬埔寨发展理事会批准的合格投资项目可取得的投资优惠包括：(1) 可选择适用特殊折旧率或享受最高 6 年期的利得税免税；(2) 减免期内，可减免每月按照营业收入预缴税率为 1% 的利得税；(3) 利润用于再投资，免征利得税；分配红利不征税。

关税方面：从世界贸易组织成员国进口的货物可享受优惠进口关税税率；并按照东盟自由贸易区框架协议约定执行优惠关税税率。美国、欧盟、日本等 28 个国家（地区）给予柬埔寨普惠制待遇(GSP)。对于自柬埔寨进口纺织服装产品，美国给予较宽松的配额和进口关税减免政策，欧盟不设配额限度，加拿大给予免征进口关税等优惠。

表 12：柬埔寨税收优惠

税种	优惠措施
利得税	特殊折旧率或享受最高 6 年期的利得税免税
	减免期内，可减免每月按照营业收入预缴税率为 1% 的利得税
	利润用于再投资，免征利得税；分配红利不征税。
关税	美国 宽松的配额和进口关税减免
	欧盟 不设配额限度

资料来源：《中国居民赴柬埔寨投资税收指南》 中国银河证券研究院整理

6. 其他成本：土地、用水价格低廉，电力成本相对较高

土地方面，柬埔寨王国宪法中有关土地所有权的规定，所有的投资者，不分国籍和种族，在法律面前一律平等。土地所有权及其使用应遵循以下原则：①用于投资的土地所有权，必须交由柬埔寨籍的自然人或法人投资者所有。柬埔寨籍法人是指柬埔寨籍个人或法人在投资总额中占 51% 以上股份的法人。②投资者可通过长期租赁的方式使用土地，最长租期为 70 年，期满可申请继续租赁。土地的使用记载土地上的其他所有权的行使，必须符合法律规定。水电方

面，柬埔寨水资源丰富，用水价格低廉，优势显著，而电力成本相对较高。

表 13：中柬土地水电成本比较

项目	柬埔寨	中国
土地租金 (元/平米)	160	575
电费 (元/kWh)	1.9	0.66
水费 (元/吨)	1.03	4.14

资料来源：柬埔寨土流网、中华人民共和国驻柬埔寨王国大使馆经济商务参赞处，中国银河证券研究院整理

7. 柬埔寨和中国成本差异总结：面料方面优势较小，成衣优势约 20%

综合以上因素，国内纺织企业将产能转移至柬埔寨成本将明显降低。但柬埔寨电价昂贵，面料部分中能源成本占比较高导致中资纺企多在柬埔寨建立衬衣等成衣厂。以鲁泰 A (000726.SZ) 2018 年成本结构为例，产能转移至柬埔寨，面料部分制造成本仅降低不足 2%，而衬衣制造成本则降低 20%。

表 14：以鲁泰 A 为例，柬埔寨相对中国成本降幅估算

成本拆分	面料		项目	柬埔寨	中国	柬埔寨相对中国降幅	面料成本优势	衬衣成本优势
	成本比例	成本比例						
原材料	56.77%	55.73%	棉价	14251.00	15479.00	7.93%	4.36%	4.41%
人工工资	17.56%	37.48%	平均工资	882.51	6193.17	37.01%	6.48%	13.88%
			生产率	6299	27842			
折旧	5.50%	2.14%	固定资产	1.00	1.00	0.00%	0.00%	0.00%
能源	12.66%	0.92%	水	1.03	4.14	75.12%	10.12%	0.69%
			电	1.90	0.66	-187.88%	-25.31%	-1.73%
制造费用	7.51%	3.73%	土地成本	160.00	575.00	72.17%	6.20%	2.81%
合计	100.00%	100.00%					1.86%	20.06%

资料来源：鲁泰 A 公司公告，中国银河证券研究院整理

(三) 缅甸：东南亚产能转移新选择

1. 缅甸国家概览

缅甸联邦共和国，简称缅甸，是东南亚国家（地区）联盟的成员。其位于亚洲中南半岛西北部，北部和东北部与中国毗邻，东部和东南部与老挝和泰国相连。缅甸属于热带季风气候，国土的大部分在北回归线以南，为热带，小部分在北回归线以北，处于亚热带。缅甸生态环境良好，自然灾害较少。

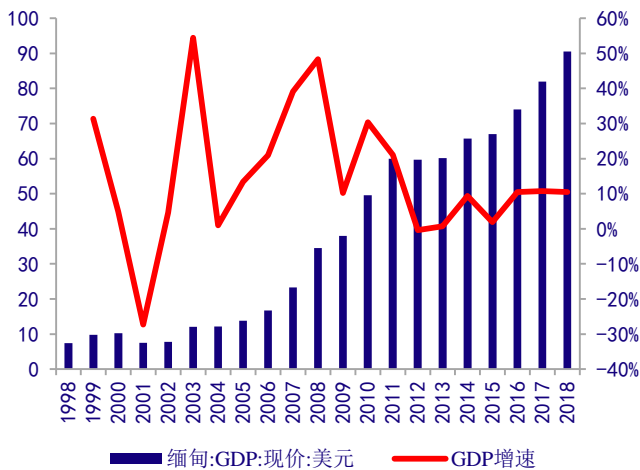
图 29: 缅甸地理位置



资料来源: 百度地图, 中国银河证券研究院

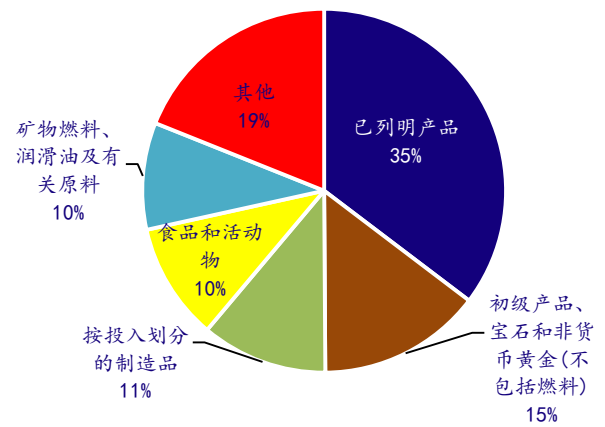
据缅甸中央统计局统计, 2017 财年缅甸 GDP 为 665.40 亿美元, 增长率为 5.2%; 缅甸主要工业有石油和天然气开采、小型机械制造、纺织、印染、碾米、木材加工、制糖、造纸、化肥和制药等。对外贸易方面, 缅甸的主要出口产品为农产品、水产品、宝石和矿产品、木材和工业制品; 主要进口产品为日用品、商业用品及与投资相关的物品。

图 30: 缅甸历年 GDP 及增速



资料来源: 国际货币基金组织, 中国银河证券研究院

图 31: 2017 年缅甸前五大出口产品



资料来源: 联合国贸易和发展会议, 中国银河证券研究院

2. 中资纺织企业缅甸产能布局情况

表 15: 国内企业缅甸产能布局情况

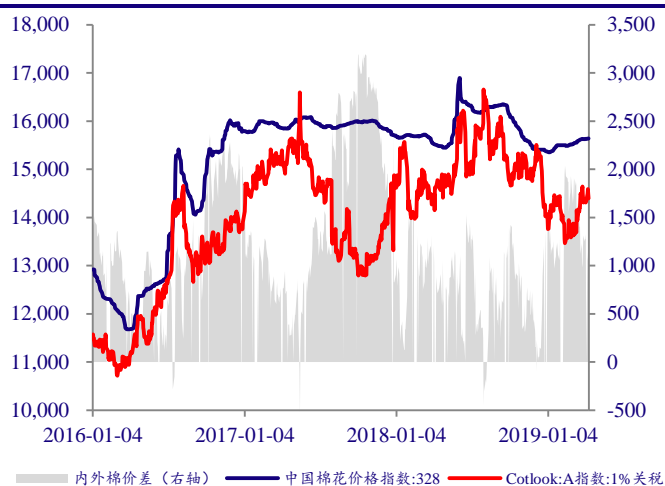
企业类型	证券代码	证券简称	布局时间	累计投资额	2017 年海外产能占比
中游面料类企业	000726.SZ	鲁泰 A	2014	0.8 亿元	5% (衬衣)

资料来源: 公司年报 中国银河证券研究院

3. 原材料成本：国内棉花价格高于国际价格，在缅企业可享受不限额低价棉

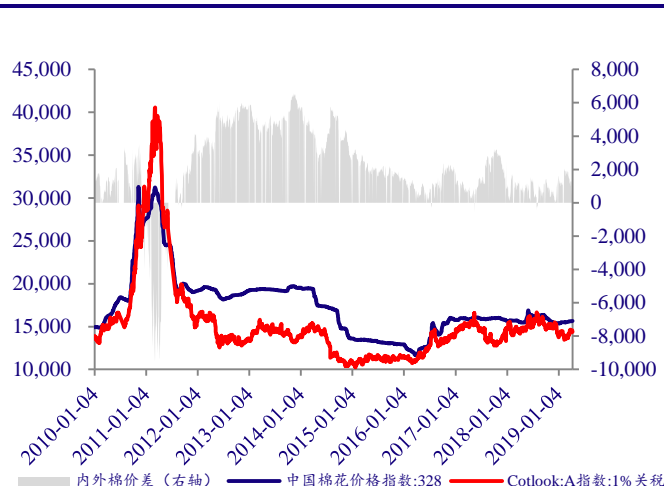
缅甸棉花为出口产品，棉价相对国内要低，原材料成本具备优势。我国政府为稳定市场供给、保护棉农，对棉花价格制定了保护性采购价格，并且实施进口配额制度，各企业可获得分配的数量与其规模和每年棉花进口数量有关，使内棉价格往往高于外棉价格。而棉花是纺织企业的主要原材料，棉花成本占企业总成本 60%-70%，棉价变动会大幅影响企业成本。越南不限额低价棉使得越南较于国内有着明显的成本优势。

图 32：2016 年至今内外棉花现货价格及价差走势（元/吨）



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 33：2010 年至今内外棉花现货价格及价差走势（元/吨）

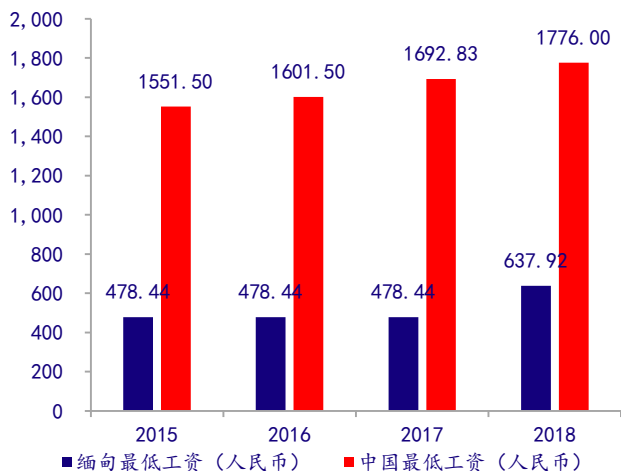


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

4. 人力成本：工资水平极低，人力成本优势明显

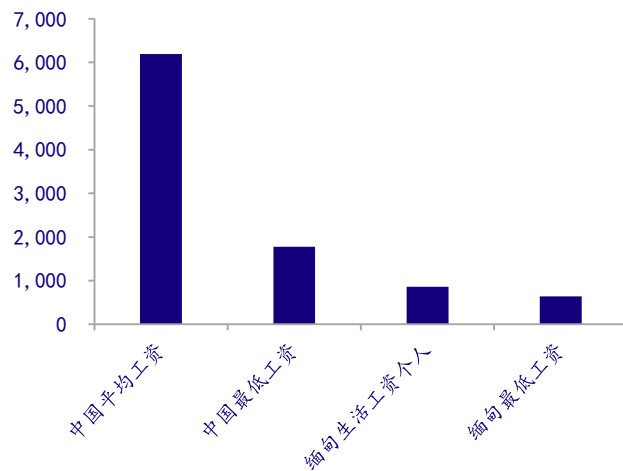
缅甸最低工资标准 2015-2017 连续三年没有调整，保持 3600 缅甸元/天(478.44 元/月)，2018 年上调至 4800 缅甸元/天(637.92 元/月)，国内最低工资每年进行小幅度调高，最低工资水平远高于缅甸。缅甸生活工资个人水平为 856.76 元，略高于缅甸最低工资水平，仅为中国最低工资水平的一般，人力成本优势明显。

图 34：中缅最低工资对比



资料来源：trading economics, WIND, 中国银河证券研究院

图 35：中缅工资水平



资料来源：trading economics, 中国银河证券研究院

5. 税收成本&贸易成本：企业所得税优惠力度大，对外贸易享受贸易普惠制待遇

根据国家税务总局《中国居民赴缅甸投资税收指南》，缅甸企业所得税税率为 25%，在缅企业根据《外国投资法》以及《经济特区法》可以享受所得税税收减免、加速折旧等多项税收优惠政策。

对外贸易方面：缅甸作为东盟成员国，加入东盟自贸区、中国-东盟自贸区、韩国-东盟自贸区、日本-东盟自贸区、印度-东盟自贸区等。同时，缅甸享受美国、欧盟等给予的贸易普惠制（GSP）待遇。缅甸最主要贸易伙伴为中国，其次是东盟国家（地区）。

表 16：缅甸税收优惠政策

企业所得稅	《外国投资法》 (资本支出不低于 30 万美元)	《经济特区法》
	对制造企业或服务企业提供连续三年的所得税免税优惠，投资委员会可根据企业的经营情况，酌情考虑适当延长免税期	
	对于企业用作留存资金的部分，若该留存在一年之内用于再投资，则该部分留存享受所得税减免	
	按缅甸联邦委员会规定的折旧率，对机器、设备、厂房或其他资产进行加速折旧	
	对于产品出口所得盈利，所得税减免幅度可高达 50%	
	可将为外籍员工代扣代缴的个人所得税从企业应税收入中扣除	
	可将缅甸境内发生的研发费用从企业应税收入中扣除	
	若企业亏损，可从企业亏损发生之年后连续三年内结转弥补亏损	
	自由贸易区外资企业在前七年可享受企业所得税税收减免，经济开发区外资企业在前五年可享受企业所得税税收减免	
	企业在第二个五年销往海外的产品的盈利享受 50%所得税减免	
	企业用于再投资的海外销售盈利，其所得税在之后的五年可减免 50%	

资料来源：《中国居民赴缅甸投资税收指南》，中国银河证券研究院整理

6.其他成本：土地价格低廉，电力成本持平、水力成本相对较高

土地方面，缅甸土地价格较于国内十分低廉，水电方面，缅甸电力成本与国内大致相当，水费方面，缅甸对外国人收取水费大大超过缅甸国人，因此水费成本方面，缅甸相对国内较高，由于水力成本较高，工业企业和居民也使用自备水井取水。

表 17：中缅土地水电成本比较

项目	缅甸	中国
土地租金元（元/平米）	171.66	575
电费（元/kWh）	0.65	0.66
水费（元/吨）	6.76	4.14

资料来源：缅甸土流网、正点国际，中国银河证券研究院整理

7. 缅甸和中国成本差异总结：面料方面优势约 14%，成衣优势约 32%

综合以上因素，国内纺织企业将产能转移至缅甸成本将明显降低。以鲁泰 A (000726.SZ) 2018 年成本结构为例，产能转移至缅甸，面料部分制造成本近 14%，衬衣制造成本可降低 32%。

表 18：以鲁泰 A 为例，缅甸相对中国成本降幅估算

成本拆分	面料 成本比例	衬衣 成本比例	项目	缅甸	中国	缅甸相对 中国降幅	面料成本优势	衬衣成本优势
原材料	56.77%	55.73%	棉价	14251.00	15479.00	7.93%	4.36%	4.41%
人工工资	17.56%	37.48%	平均工资	856.76	6193.17	67.96%	11.90%	25.48%
			生产率	12021	27842			
折旧	5.50%	2.14%	固定资产	1.00	1.00	0.00%	0.00%	0.00%
			水	6.76	4.14			
能源	12.66%	0.92%	电	0.65	0.66	1.52%	0.20%	0.01%
			土地成本	171.66	575.00	70.15%	6.03%	2.73%
制造费用	7.51%	3.73%						
合计	100.00%	100.00%					13.97%	32.05%

资料来源：鲁泰 A 公司公告，中国银河证券研究院整理

（四）总结：纺织企业产能布局海外优势显著

中资纺织企业产能布局海外，成本方面优势显著，以目前主要转移的东南亚国家越南、柬埔寨、缅甸为例，纺织企业产能转移至这三个国家均有明显的成本优势。从成本拆分角度而言，原材料及人工成本是构成成本优势的主要来源，土地成本方面也具备一定优势，而因各国制度及发展状况不同，水电能源方面各有优劣。总体而言相对于国内仍具备相当的优势。

表 19：纺织企业产能转移成本优势总结

成本拆分	面料		越南		柬埔寨		缅甸	
	成本比例	成本比例	面料成本优势	衬衣成本优势	面料成本优势	衬衣成本优势	面料成本优势	衬衣成本优势
原材料	56.77%	55.73%	4.36%	4.41%	4.36%	4.41%	4.36%	4.41%
人工工资	17.56%	37.48%	5.94%	12.71%	6.48%	13.88%	11.90%	25.48%
折旧	5.50%	2.14%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
能源	12.66%	0.92%	3.47%	0.24%	10.12%	0.69%	-8.52%	-0.58%
			4.69%	0.32%	-25.31%	-1.73%	0.20%	0.01%
制造费用	7.51%	3.73%	4.43%	2.00%	6.20%	2.81%	6.03%	2.73%
			-7.93%	-3.59%				
合计	100.00%	100.00%	14.96%	16.09%	1.86%	20.06%	13.97%	32.05%

资料来源：鲁泰 A 公司公告，中国银河证券研究院整理

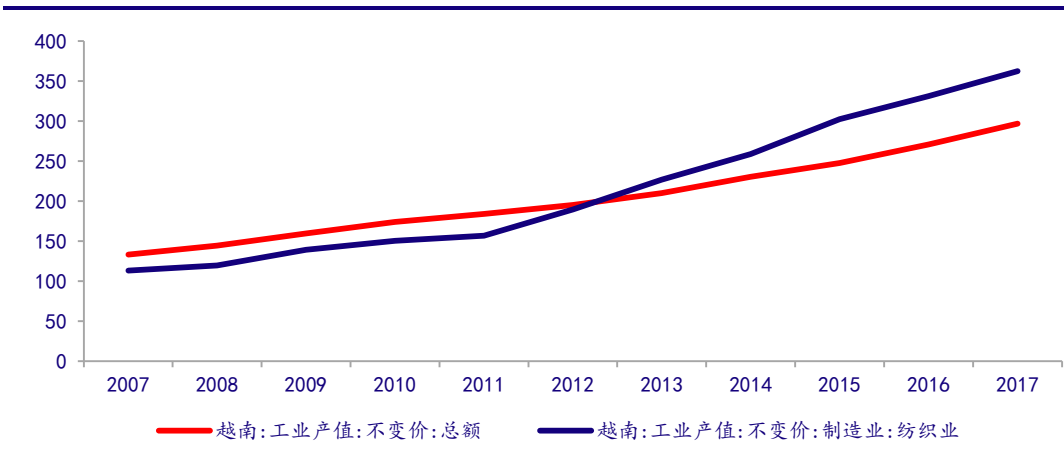
三、海外产能转移的机遇与挑战

(一) 海外产能转移尚存机遇

1. 越南本土大企业缺乏，产能转移仍存空间

越南本土纺织业规模不大，纺织大企业少，缺乏竞争力，主要纺织业大企业为外商投资企业，本土企业的缺乏会给我国纺织企业产能转移提供空间。而纺织业工业产值增长高于工业总产值增长，纺织业在越南已成为重要的经济行业，在国家经济和出口方面均占有较高比重。以越南本地最大纺织企业为 Vinatex（越南纺织服装集团）为例：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%。2018 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。

图 36：越南纺织业产值与工业产值（以 2006 年=100）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2. 东南亚国家文化相近，转移过程阻力较小

中国与东南亚诸国地理位置相近，文化风俗、生活习惯等有相近之处，文化间矛盾差异少，企业管理难度低，转移后可较快进入生产状态。

表 20：东南亚文化概览

	越南	缅甸	柬埔寨
宗教	佛教 天主教 基督新教等	佛教	佛教
语言文字	越南语、越南罗马字 历史上曾长时间使用汉字	缅甸语（汉藏语系下的藏缅语系）	高棉语、英语
饮食习惯	粳米为主食	以大米为主食	以大米为主食
节日习俗	农历新年与中国一致	独立节 1 月 4 日，联邦节 2 月 12 日	佛历新年 4 月 13~15 日，独立节 11 月 9 日
政治体制	一党制的人民代表大会制度	总统制的联邦制国家，实行多党民主制度	议会制君主立宪制

资料来源：百度百科，中国银河证券研究院整理

3.避开中美贸易摩擦，下游国际服装龙头青睐

产能转移至东南亚国家后，根据国际贸易中的原产地原则，可以避开大国之间的贸易摩擦。东南亚诸国纺织业产品国内市场有限，主要仍用于出口，中美贸易战对国内纺织品出口产生一定影响，产能转移以后则可减轻贸易战损失。美国公布的 2000 亿美元加征 10%关税项目中，纺织服装项目约 1000 余个，涉及绝大部分纺织原料、半成品以及少量服装附件产品。涉及中国对美国纺织服装出口额约 103 亿美元，占中国对美国纺织服装及原料出口额的 22.6%，出口企业 2 万家左右。若加税正式生效后，中国纺织服装出口受影响的比例约为 3.81%。由于加税项目大多可替代性较强，部分纺织制造产能将进一步转移至东南亚等人力成本较低、较多税收优惠的国家。因此，中国纺织服装出口的回暖预计会受到一定程度的影响。

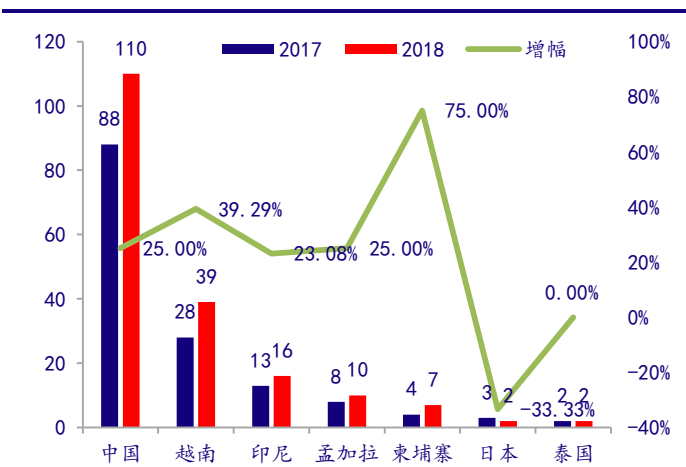
图 37：中美贸易摩擦历程



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

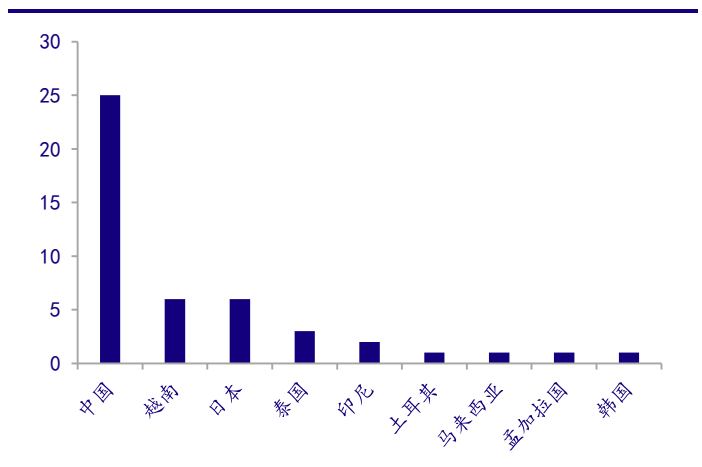
此外，下游国际服装龙头在订单分配方面，也开始青睐国际贸易环境稳定的国家地区，以日本时尚巨头迅销集团旗下品牌优衣库 (Uniqlo) 的合作制衣厂为例，2018 年较 2017 年，越南、柬埔寨工厂数量增幅高于国内，面料供应方面，越南面料供应工厂数仅次于中国，与集团所在国日本持平。

图 38：各国优衣库合作制衣厂数量



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 39：2018 年各国优衣库面料供应厂数量



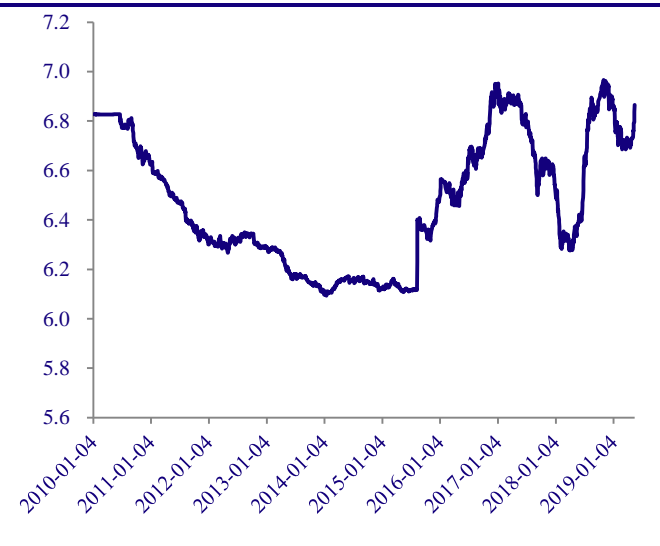
资料来源：WIND，中国银河证券研究院

（二）海外产能转移亦存挑战

1. 汇率波动影响投资规模、利润水平

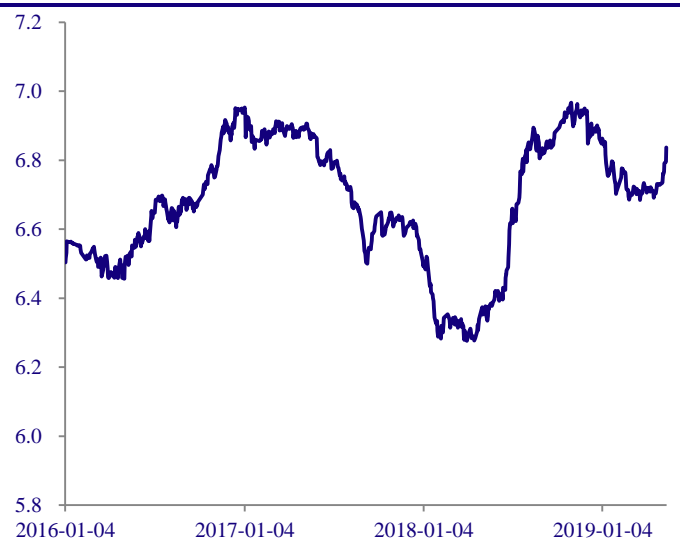
纺织业产能向海外转移时，汇率水平的高低将影响到直接投资建厂所需资金量，对投资决策产生影响。产能转移至海外以后，交易以外币进行计价，则需要考虑交易时刻以及利润汇回国内时的汇率变化，汇率波动时会对企业的营业收入及利润产生影响。汇率在海外投资过程中产生三类风险，一是交易汇率风险，指运用外币进行计价收付的交易中，经济主体因外汇汇率的变动而蒙受损失的可能性；二是折算风险，指经济主体对资产负债表的会计处理中，将功能货币转换成记账货币时，因汇率变动而导致账面损失的可能性；三是经营风险，指意料之外的汇率变动通过影响企业的生产销售数量、价格、成本，引起企业未来一定期间收益或现金流量减少的一种潜在损失。

图 1：2010 年至今美元兑人民币中间价走势



资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

图 2：2016 年年初至今美元兑人民币中间价走势



资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

2. 工资与工人权利保护驱动劳动力成本上升

随着大批外资的入驻，市场对于东南亚的期望值也随之抬升，东南亚低成本劳动力恐难以为继，多国工资集体涨价。除了要面对薪资上涨的压力，东南亚工人罢工事件频发也成了在当地设厂的外资企业头疼的问题。柬埔寨一制衣厂就有超过 200 名工人罢工，向工厂提出多项补贴要求，包括工厂必须发放年资补贴、年假补贴、交通补贴、精神补偿（开除员工或工厂清算时要支付的）等费用。纺织业作为劳动密集型企业，劳动力成本上升对企业经营成本影响显著，导致产能出海优势不在。

四、重点推荐公司

(一) 健盛集团 (603558.SH): 俏尔婷婷高增长, 产能释放提业绩

收入、利润增速快, 产能布局优势显现。按产品分, 棉袜、内衣分别实现营收 10.16 亿元/5.48 亿元, 分别同比增加 9.90%/191.77%。棉袜、内衣分别实现毛利率 28.30%/32.00%, 分别比同比变化-2.25PCT/3.66 PCT。公司在越南的棉袜基地海防第二、第三工厂实现全面投产、达产, 产能有序释放, 客户数量和订单增加明显。预计随着第四工厂完成建设, 2019 年开始投产放量, 客户订单还将增加。**按地区分**, 欧洲、日本、中亚、美洲、内销同比增加 17.20%/53.87%/130.35%/47.46%/43.93%, 越南基地产能的释放, 拉动公司海外订单的回暖。2019 年, 欧盟形势的不稳定、中美贸易摩擦持续等因素仍对公司海外订单造成一定不利影响, 但由于东南亚、内销占比较高, 且客户包括优衣库、H&M 等优质客户, 2019 年还新增 Nike 及 Adidas, 资源强大, 发展前景相对乐观, 我们预计 2019 年公司整体将实现较为稳定的增长。

俏尔婷婷业绩远超业绩承诺。俏尔婷婷全年并表, 显著增厚公司全年整体业绩 (2017 年并表时间为 8-12 月)。2018 年俏尔婷婷贡献扣非归母净利润同比增加约 8000 万元, 按 2017 年披露俏尔婷婷净利润 2845.05 万元, 2018 年贡献净利润达 1.08 亿元 (忽略非经常性损益), 超过业绩承诺约 35% (0.8 亿元)。预计随着贵州产能的扩张以及越南兴安新增产能的建设以及无缝内衣在运动领域应用逐渐广泛, 未来在健盛棉袜业的协助带动下, 俏尔婷婷有望扩大运动类订单, 订单规模将继续提升。

公司作为全球棉袜制造第一大企业, 1) 受益于产能不断释放、越南布局且订单旺盛, 公司收入和毛利率水平有所改善; 2) 中长期来看, 公司在越南海防第四工厂完成建设, 19 年开始投产放量, 出资约 2.5 亿元在越南兴安新建年产 1800 万件无缝针织运动服饰项目, 产能提升将带来业绩的增长, 从而提高盈利水平; 3) 中美贸易摩擦仍在谈判中, 但公司可利用越南基地规避贸易战影响, 故公司较少受中美贸易摩擦影响。预计公司 2019-2021 年收入为 18.08/21.64/23.86 亿元, 同比增速 14.59%/19.71%/10.28%, 归母净利为 2.23/2.81/3.17 亿元, EPS 为 0.54/0.68/0.76 元, 当前股价对应 2019-2021 年 PE 为 18.63/14.81/13.11。公司目前产能扩张稳健, 收入增长可持续、股息率高, 我们给予“推荐”评级。

风险提示: 终端消费环境的不确定性、海外需求增长不及预期、海外产能投放不及预期、汇率大幅波动等。

表 21: 健盛集团主要财务指标

指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	663.81	1,138.01	1,577.47	1,807.65	2,163.85	2,386.27
YOY	-7.12%	71.44%	38.62%	14.59%	19.71%	10.28%
归属母公司股东净利润(百万元)	103.62	120.66	175.08	223.54	281.20	317.48
YOY	2.24%	16.44%	45.10%	27.68%	25.79%	12.90%
EPS (元)	0.25	0.29	0.42	0.54	0.68	0.76
ROE	5.63%	4.35%	6.07%	7.31%	8.59%	9.01%
P/E	40.18	34.51	23.78	18.63	14.81	13.11
P/B	2.26	1.50	1.44	1.36	1.27	1.18
P/S	6.27	3.66	2.64	2.30	1.92	1.74
EV/EBITDA	19.70	17.85	13.70	7.52	6.30	5.13

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

(二) 开润股份 (300577.SZ): C 端业务大放异彩, 促整体收入增长 76.19%

B2C 业务: 极致性价比造就 C 端业务高速发展。18 年 C 端收入 10.26 亿元, 同比增长 102.29%, 占总收入比例进一步提升至 50.08%。公司从箱包拓展到鞋靴、服装、配件、旅行用品等, 扩展了冬季轻薄羽绒服、春夏季的皮肤衣、各类 T 恤类产品、智能跑鞋、防盗刷钱包、羊毛围巾、牛皮靴、真皮板鞋、羊毛袜、男女式帽等。渠道布局持续优化, 线上销售增长较快, 计划海外销售渠道。截至 18 年末, 国内线上渠道布局小米、天猫、京东等主流电商平台和逻辑思维、优酷旅游等垂直平台, 连续三年“双十一”箱包类销售 TOP1, 18 年在国内销售的箱包数量已经超过新秀丽成为国内第一。国内线下渠道方面, 全面与小米线下店合作, 并拓展团购等其他线下及自主线下资源, 预计 19 年仍保持较高速增长, 保守增速在 50% 以上。

B2B 业务: 积极拓展新客户, 全球化布局促 B 端业务稳健增长。18 年 B 端收入 8.82 亿元, 同比增长 35.39%, 占总收入比例降至 43.09%。公司 B2B 业务在美国、印度、新加坡、台湾、香港等地均设有海外销售分部。目前公司已全球 IT 包最大生产商, 公司 B 端最大客户为迪卡侬, 18 年新增包括名创优品、网易严选、淘宝心选、海澜优选等新零售和互联网客户, 逐渐向运动和休闲领域拓展。18 年收购印尼两家包袋工厂, 目的进入 Nike 供应链体系, 产品品类进入主流运动包袋领域, 是公司海外布局、提升生产能力与知名度的主要举措。PT.Formosa Bag Indonesia 16、17、18 年 1-7 月营收分别为 7,431.19、8,290.69、6,824.80 万元。截至 18 年底, 新建工厂新增的 30 条生产线基本建设完毕, 正进入收益稳定阶段, 印尼工厂利润率因此有望显著提升, 将直接贡献公司 19 年并表利润。同时, 通过此次收购, 公司与 Nike 公司等展开了良好的沟通, 并取得了 Nike 对公司以及此次交易的高度认可和支持, 为未来获取其长期、稳定增长的订单奠定了良好基础。

公司目前仍处于高速增长阶段, 品牌、品类拓展、渠道、供应链管理已逐步优化, B 端、C 端业务协同效应逐渐增强盈利能力。预计 2019-2021 年收入为 27.79/36.86/47.69 亿元, 同比增速 35.71%/32.62%/29.37%, 归母净利为 2.33/3.04/3.88 亿元, EPS 为 1.006/1.310/1.674, 当前股价对应 2019-2021 年 PE 为 32.22/24.75/19.37 倍。考虑到公司是纺织制造板块内品牌销售能力较强, 在 A 股市场上品类较为稀缺, 同时公司仍处于高成长通道中, 我们给予“推荐”评级。

风险提示: 新品类开拓的市场风险, 终端消费环境的不确定性, 对米系销售渠道过渡依赖的风险、线下渠道拓展成本支出过高等。

表 22: 开润股份主要财务指标

指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	775.77	1,162.44	2,048.07	2,779.36	3,686.09	4,768.65
YOY	57.00%	49.84%	76.19%	35.71%	32.62%	29.37%
归属母公司股东净利润(百万元)	81.10	132.41	174.34	233.25	303.59	388.02
YOY	28.24%	63.27%	31.68%	33.79%	30.16%	27.81%
EPS (元)	0.386	0.570	0.752	1.006	1.310	1.674
ROE	15.71%	25.42%	25.73%	28.28%	29.87%	30.77%
P/E	83.98	56.90	43.10	32.22	24.75	19.37
P/B	13.19	14.46	11.09	9.11	7.39	5.96
P/S	9.09	6.07	3.44	2.54	1.91	1.48
EV/EBITDA	17.50	23.98	32.40	23.73	18.31	14.23

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 我国纺织品服装出口金额 (亿美元) 及同比增速 (%)	1
图 2: 全球 GDP、纺织品出口增速 (%) 对比	1
图 3: 2018 年我国纺织品主要出口地区	1
图 4: 2018 年我国服装类主要出口地区	1
图 5: 美元兑人民币中间价走势	2
图 6: 历次纺织制造产业转移方向	2
图 7: 各阶段国家纺织制造业工业生产指数	3
图 8: 不同国家纺织品出口增速 (%) 对比	3
图 9: 2018 年各国劳动生产率	3
图 10: 纺织业企业单位数缓慢减少	5
图 11: 纺织业营收 (亿元) 及销售利润率 (%) 情况	5
图 12: 部分上市公司 2018 年纺织服装主营业务成本构成情况	5
图 13: 越南地理位置	9
图 14: 越南各工业区地理位置	9
图 15: 越南历年 GDP 及增速	10
图 16: 2018 年越南前五大出口产品	10
图 17: 越南纺织业固定资产投资和长期投资金额	10
图 18: 2016 年至今内外棉花现货价格及价差走势 (元/吨)	11
图 19: 2010 年至今内外棉花现货价格及价差走势 (元/吨)	11
图 20: 中越人均工资对比	12
图 21: 柬埔寨历年 GDP 及增速	15
图 22: 2018 年前三季度柬埔寨前五大出口产品	15
图 23: 柬埔寨历年 GDP 及增速	15
图 24: 2018 年前三季度柬埔寨前五大出口产品	15
图 25: 2016 年至今内外棉花现货价格及价差走势 (元/吨)	16
图 26: 2010 年至今内外棉花现货价格及价差走势 (元/吨)	16
图 27: 中柬最低工资对比	17
图 28: 柬埔寨不同熟练度工资水平	17
图 29: 缅甸地理位置	19
图 30: 缅甸历年 GDP 及增速	19
图 31: 2017 年缅甸前五大出口产品	19
图 32: 2016 年至今内外棉花现货价格及价差走势 (元/吨)	20
图 33: 2010 年至今内外棉花现货价格及价差走势 (元/吨)	20
图 34: 中缅最低工资对比	20
图 35: 中缅工资水平	20
图 36: 越南纺织业产值与工业产值 (以 2006 年=100)	23
图 37: 中美贸易摩擦历程	24
图 38: 各国优衣库合作制衣厂数量	24
图 39: 2018 年各国优衣库面料供应厂数量	24

表格目录

表 1: 海外纺织业转移国家情况概述.....	4
表 2: 上游纱线类企业海外产能布局情况.....	6
表 3: 中游面料类企业海外产能布局情况.....	6
表 4: 下游成衣类企业海外产能布局情况.....	7
表 5: 国内企业越南产能布局情况.....	10
表 6: 越南企业所得税优惠政策.....	12
表 7: 中越出口欧美关税情况对比.....	13
表 8: 越南工业园区土地价格及主要纺织企业所在地土地价格.....	13
表 9: 越南工业园区与国内厂商所在地水电成本比较.....	13
表 10: 以鲁泰 A 为例, 越南相对中国成本降幅估算.....	14
表 11: 国内企业柬埔寨产能布局情况.....	15
表 12: 柬埔寨税收优惠.....	17
表 13: 中柬土地水电成本比较.....	18
表 14: 以鲁泰 A 为例, 柬埔寨相对中国成本降幅估算.....	18
表 15: 国内企业缅甸产能布局情况.....	19
表 16: 缅甸税收优惠政策.....	21
表 17: 中缅土地水电成本比较.....	21
表 18: 以鲁泰 A 为例, 缅甸相对中国成本降幅估算.....	22
表 19: 纺织企业产能转移成本优势总结.....	22
表 20: 东南亚文化概览.....	23
表 21: 健盛集团主要财务指标.....	26
表 22: 开润股份主要财务指标.....	27

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。

李昂，商贸零售行业分析师。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。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

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 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn