

2021 年 03 月 02 日

色纺纱行业龙头，棉价上涨、产能扩张共振

百隆东方(601339)

主要观点：棉价业绩弹性较大

受益于棉价上涨，我们认为公司业绩弹性较大、存在超预期可能：(1) 我们进行了敏感性分析，假设棉价全年平均在 1.6 万元/吨，公司 2021 净利预计实现翻倍增长在 6.3 亿；假设平均棉价涨至 1.8 万元/吨，净利则有望达到 9 亿元以上；(2) 疫情后产能利用率复苏叠加越南产能扩张贡献量增；(3) 长期来看，2025 年越南有望扩产至 150 万锭，且公司凭借自身优势、份额有望持续提升。预计 2020/2021/2022 年净利分别为 3.08/6.30/7.14 亿元，结合 DCF 和 PE 估值，给予公司目标价 6.3-7.11 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

► 历史回顾：国内色纺纱龙头，首次股权激励落地

公司历史业绩受棉价、汇率、投资收益影响较大，20Q4 在业内率先复苏、国内产能利用率恢复至 95%。2021 年公司首次股权激励落地，行权价格为 3.93 元/股，激励对象为总经理杨勇和百隆（越南）总经理张奎。

► 未来色纺纱产业规模有望超过 1500 万锭

按全国纺纱产能 1 亿多锭规模计算，若未来纱线行业色纺渗透率提升至 15%，色纺纱产业规模将超过 1500 万锭、对应市场规模达 855 亿元。目前国内形成了寡头垄断格局，华孚和百隆占比 50%，行业壁垒在于客户、工艺管理、现金流。

► 公司优势：越南产能占比过半，客户资源优质

1) 研发支出过亿，新品保证较高毛利；2) 客户优质，公司在客户采购份额逐年提升；3) 越南布局优势，关税优惠减少成本。公司毛利率较高，ROE 存在改善空间。

► 成长驱动：2021 年量价齐升

1) 短期看棉价弹性，毛利率有望改善；2) 长期看产能扩张，越南有望做到 150 万锭。

风险提示

棉价下行风险；提价后客户选用替代产品的风险；汇率波动风险；投产进度低于预期风险；系统性风险。

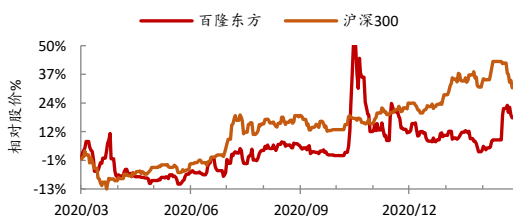
盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,998	6,222	6016	7023	7796
YoY (%)	0.8%	3.7%	-3%	17%	11%
归母净利润(百万元)	438	298	308	630	714
YoY (%)	-10.3%	-31.9%	3%	104%	13%
毛利率 (%)	19.5%	15.7%	14.13%	17.55%	16.77%
每股收益 (元)	0.29	0.20	0.21	0.42	0.48
市盈率	15.36	22.56	21.42	10.48	9.24

资料来源：公司公告，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	6.3-7.11
最新收盘价：	4.4
股票代码：	601339
52 周最高价/最低价：	5.6/3.22
总市值(亿)	66.00
自由流通市值(亿)	66.00
自由流通股数(百万)	1,500.00



分析师：唐爽爽
邮箱：tangss@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519090002
联系电话：

研究助理：朱宇昊
邮箱：zhuyuh@hx168.com.cn

正文目录

1. 公司概况：国内色纺纱龙头，棉价业绩弹性较大	4
1.1. 历史回顾：业绩受棉价、汇率、投资收益影响较大	4
1.2. 资本市场表现：PE 波动在 15-43X	6
1.3. 股权结构：大股东绝对持股，2021 年首次股权激励落地	7
2. 色纺纱行业：渗透率有望提升，寡头垄断格局稳固	8
2.1. 市场容量：市场规模接近 600 亿元、复合增速 10%	8
2.2. 行业竞争格局：寡头垄断，壁垒在于客户、工艺管理、现金流	9
3. 公司优势：越南产能占比过半，客户资源优质	10
3.1. 研发支出过亿，新品保证较高毛利	10
3.2. 客户优质，公司在客户采购份额逐年提升	11
3.3. 越南布局优势，关税优惠减少成本	12
4. 成长驱动：2021 年量价齐升	13
4.1. 短期看棉价弹性，毛利率有望改善	13
4.2. 长期看产能扩张，越南有望做到 150 万锭	15
5. 财务分析：ROE 存在改善空间	16
5.1. 成长性分析：疫情后率先复苏	16
5.2. 盈利能力分析：毛利率高于同业公司	16
5.3. 营运能力分析：存货周转天数较高主要由于备货	17
5.4. 现金流分析	18
6. 盈利预测	19
6.1. 绝对估值法	20
6.2. 相对估值法	21
6.3. 投资建议	21
7. 风险提示	22

图表目录

图 1 历年收入、净利及增速	4
图 2 历年毛利率和净利率 (%)	4
图 3 分地区历年收入 (亿元) 及增速 (%)	5
图 4 棉花价格指数和百隆东方业务毛利率变动图	5
图 5 公司历年存货	6
图 6 百隆东方 PE BANDS 走势图	7
图 7 百隆东方 PB BANDS 走势图	7
图 8 百隆东方上市至今股价走势 (前复权)	7
图 9 历年国内色纺纱行业市场规模及增速	9
图 10 研发支出及其增长率	10
图 11 历年棉价及华孚、百隆产品单价变动 (元/吨)	10
图 12 生产要素单位成本 (亿元/万吨)	10
图 13 申洲国际销售额及其占比	12
图 14 前五大客户销售额及占比	12
图 15 2019 年同业应收账款周转率	12
图 16 2019 年同业应付账款周转率	12
图 17 百隆东方在越南和国内历年净利率	13
图 18 2020 年内外棉价差走势图 (1%关税核算)	13
图 19 中国棉花价格指数：328 (元/吨)	14

图 20 百隆东方历年产能及增速	15
图 21 百隆东方历年 CAPEX (亿元)	15
图 22 百隆东方与同业收入及增速对比 (亿元)	16
图 23 2019 年百隆东方与同业销售毛利率对比	17
图 24 百隆东方与同业 2019 年销售净利率对比	17
图 25 2019 年百隆东方及同业经营活动现金流/净利润对比	18
表 1 百隆东方发展大事记	5
表 2 2020Q3 百隆东方股权结构	8
表 3 股权激励业绩要求	8
表 4 2019 年百隆东方及竞争对手情况	9
表 5 传统工艺、EcoFRESH 工艺成本对比	11
表 6 越南、中国生产要素价格及进出口关税比较	13
表 7 毛利率预测	14
表 8 百隆东方 2021 年净利对棉价变动的敏感性分析 (棉价单位元/吨, 净利单位亿元)	15
表 9 百隆东方及天虹纺织成本结构拆分表 (亿元)	16
表 10 百隆东方及同业 ROE 拆分	17
表 11 2019 年百隆东方与同业营运能力对比	18
表 12 收入拆分	19
表 13 DCF 绝对估值法	20
表 14 可比公司估值	21

1.公司概况：国内色纺纱龙头，棉价业绩弹性较大

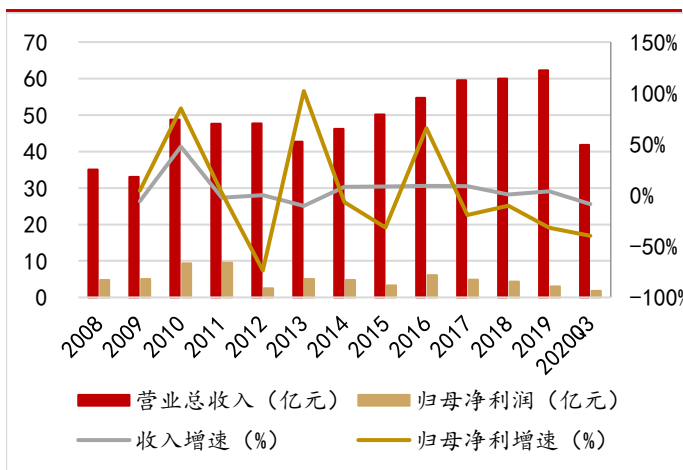
1.1.历史回顾：业绩受棉价、汇率、投资收益影响较大

百隆东方股份有限公司成立于 2004 年，2012 年上市，是国内色纺纱双寡头之一。公司在浙江、山东、河北、江苏等地均设有生产子公司，截至 2020H 纱线产能为 170 万锭（越南/国内分别为 100/70 万锭）。2019 年公司收入和净利分别为 62.22/2.98 亿元，同比增长 4%/-32%。公司 13 年开始布局越南产能，2019 年产能/净利占比已达 60%/71%，收入/净利为 32.24/2.12 亿元，同比增长 30.90%/-21.77%。

回顾公司历史来看，2008-2019 年公司收入/归母净利复合增速为 5.36%/-4.26%。公司收入增速相对平稳，但净利波动较大、周期性明显，主要受到棉价、汇率、投资收益的影响：公司历史净利高点为 2010、2011 年的 9.3 亿和 9.51 亿，主要受益于棉价暴涨，最低点为 2012 年、但仍好于同业；2013、2016 年为两次净利增速高点，2013 年主要由于转让了自有的棉花收购基地、从而低毛利的材料业务大幅减少带动毛利率提升；2016 年主要由于财务费用率大幅下降、即通过调整财务结构等方式大幅降低了汇兑损失。

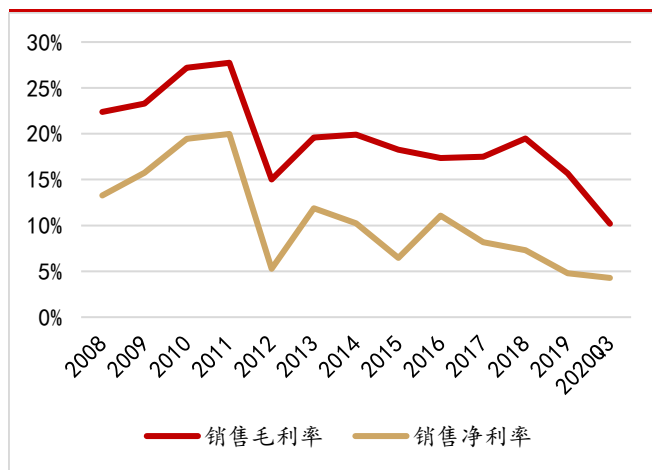
公司毛利率历史范围在 15%-28%、毛利率和净利率最低点分别在 2012 和 2019 年，净利率范围在 5%-20%，波动较大，主要影响因素在于：（1）棉价：公司产品采用成本加成定价、订单周期短（色纺纱产品交货期平均 25 天）而棉花库存周期长（5 个月），受棉价波动影响较大；（2）产能利用率：公司 2014、2018、2019 年均为投产大年、产能利用率受到影响；此外 2020 年受疫情影响，公司产能利用率最低降至 5 月仅 50%，10 月在业内率先恢复到 95%；（3）产品结构，即色纺纱和坯纱占比影响，坯纱 2018/2019 年占比 16%/25%、毛利率分别为 12%/5%。

图 1 历年收入、净利及增速



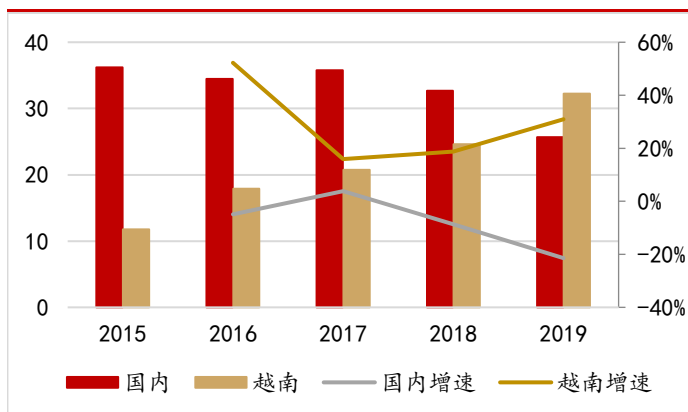
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 历年毛利率和净利率 (%)



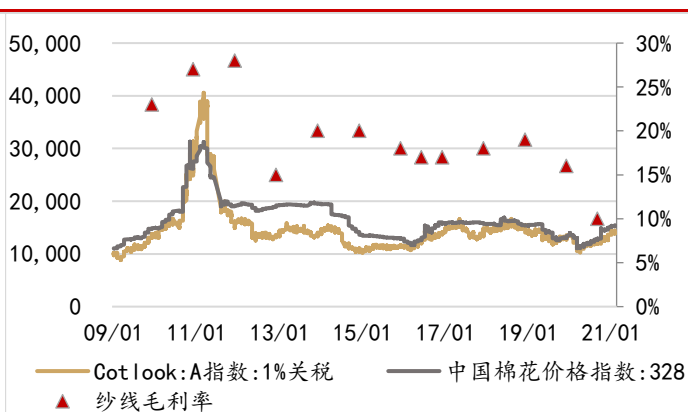
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图3 分地区历年收入（亿元）及增速（%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图4 棉花价格指数和百隆东方业务毛利率变动图



资料来源：wind，华西证券研究所

表1 百隆东方发展大事记

时间	大事记
2012	6月，IPO募集20.4亿元用于山东邹城年产25,000吨色棉纺项目、江苏淮安高档纺织品生产项目、归还银行贷款以及补充营运资金；2014年缩减募投项目山东邹城年产25,000吨色棉纺项目的投资规模，募集资金用于补充流动资金。
2013	5月将三家子公司（自有棉花收购基地）以1.35亿元现金对价转让； 山东邹城和江苏淮安两个募投项目已部分投产；越南百隆3月正式开工建设，一期（总投资9,800万美元）进入试生产阶段，二期（总投资15,000万美元）开工建设。
2014	越南百隆一期全部投产并实现销售，年棉纱销量增长21%至12.4万吨。
2015	发行短期融资券10亿元； 越南二期已进入试生产阶段，越南产能达40万锭（占公司全部产能的40%），带动全年纱线销量增长19%至14.72万吨；4月对百隆（越南）追加投资5200万美元，越南三期开始建设； 人民币大幅贬值，公司因持有大量美元借款产生汇兑损失9623万元。
2016	8月对百隆（越南）追加总投资1亿美元，越南百隆A区一期、二期、三期项目已建成投产、产能达到50万锭，产能约占公司总产能的40%； 公开发行五年期AA级债券16亿元，票面利率为3.55%，第3年末发行人拥有上调票面利率选择权、投资者拥有回售选择权； 人民币大幅贬值产生汇兑收益1.12亿元。
2017	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。 人民币大幅升值产生汇兑损失1.59亿元；产生股权投资收益1.99亿元。
2018	5月开展棉花期货套保操作，截至12月31日公司棉花期货持仓合约形成浮亏7108.74万元； 越南百隆B区20万锭产能投产，越南总产能达到70万锭。

2019	7 月将“16 百隆 01”的票面利率上调 35 个基点至 3.9%，9 月“16 百隆 01”债券回售完成、债券摘牌； 越南百隆 20 万锭产能投产，越南百隆总产能达到 90 万锭，占公司全部产能的 60%。
2020	7 月，回购 0.26 亿股、回购均价 3.77 元，将用于实施员工持股计划及/或股权激励； 越南百隆 B 区 50 万锭投产，越南总产能达到 100 万锭，占百隆总产能的 60%。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

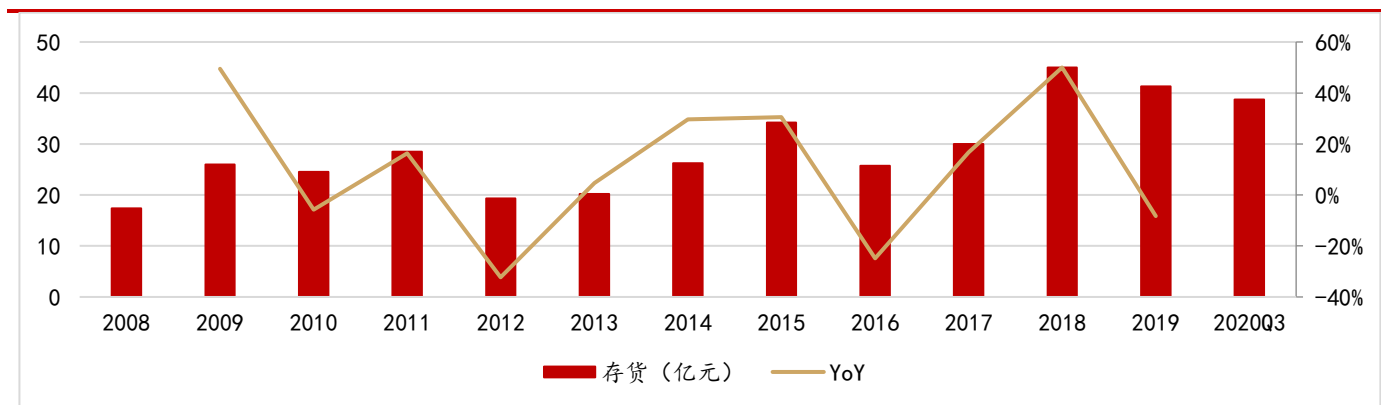
1.2. 资本市场表现：PE 波动在 15-43X

2012 上市至今（截至 2021 年 2 月 19 日），公司股价下跌了 14.99%，公司上市以来累计募资金额 20.4 亿元，近三年以来累计现金分红金额为 13.52 亿元。

回顾公司历史股价表现，我们分为三个阶段：

（1）2012-2014 年：2012 年受棉价下行影响盈利能力受损，公司上市后股价下行，2012 年底行业持续缓慢复苏，下游需求好转，公司储备高价棉逐步消耗完毕，毛利率水平提升带动公司股价上涨。

图 5 公司历年存货



资料来源：wind，华西证券研究所

（2）2014 年-2015 年：公司 2014 年越南百隆一期投产、纱线产能大幅增长，叠加 2015 年牛市推动，公司股价最高点达 12.4 元（前复权价）、PE 最高达到 43X（2015 年 6 月 18 日）。

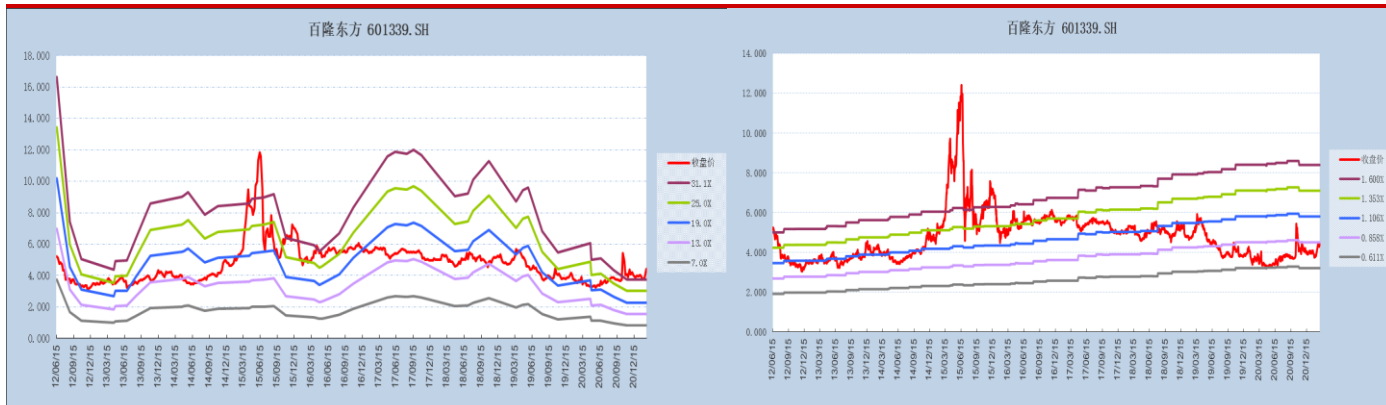
（3）2016 年-2019 年，越南产能逐步扩张阶段。2016 年受棉花现货市场供应不足、国储棉出库难、贸易商囤货等多重因素导致国内棉花价格从年初的 12000 元/吨上涨至 16000 元/吨，而由于终端消费市场需求疲弱、色纺纱产品价格始终落后于原材料价格上涨幅度，公司营业收入增速放缓，股价最低达 4.48 元（前复权价）、对应 22XPE（2016 年 1 月 28 日）。

2019 年受外需减弱、贸易战影响，行业总体承压，股价跌至 3.79 元（前复权价）、对应 17XPE（2019 年 9 月 30 日）。2020 年初，新冠疫情影响下游需求、公司上半年订单不足、产能利用率受损影响公司业绩，股价最低跌至 3.11 元（前复权价）、对应 15XPE（2020 年 5 月 22 日）。

(4) 2020 年 6 月至今。2020 年下半年随着消费逐步复苏以及海外纺织品订单回流，公司产能利用率大幅提升、接近满产，领先于行业率先复苏，叠加棉价上涨带来公司产品定价提高，股价最高涨至 5.6 元、对应 35XPE (2020 年 10 月 16 日)。

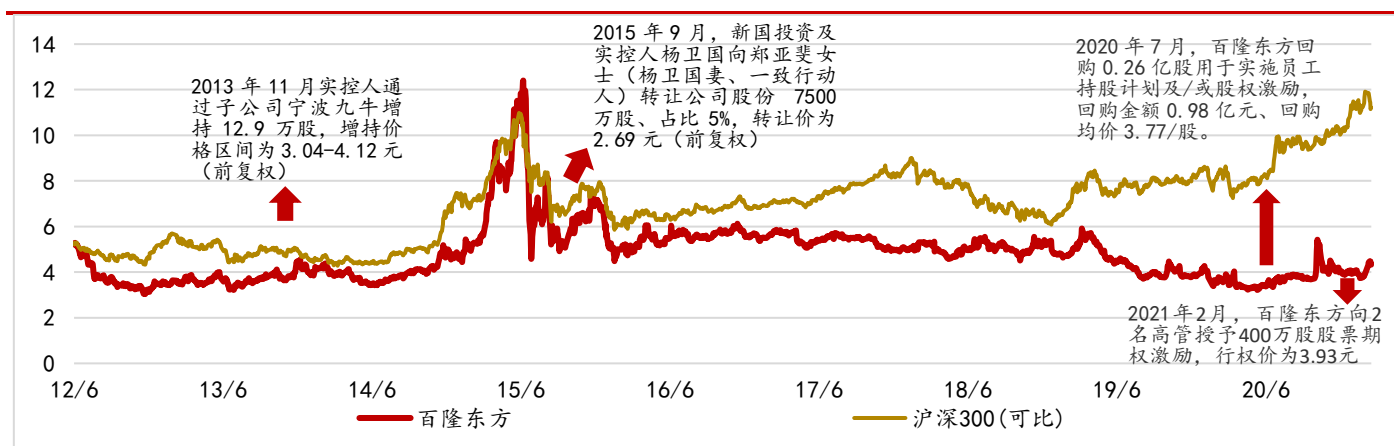
图 6 百隆东方 PE BANDS 走势图

图 7 百隆东方 PB BANDS 走势图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 8 百隆东方上市至今股价走势（前复权）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.3.股权结构：大股东绝对持股，2021 年首次股权激励落地

公司实控人杨卫新、杨卫国及一致行动人郑亚斐合计直接、间接持有公司 74.41% 的股权。2020 年公司以集中竞价交易的方式回购公司股份用于实施公司员工持股计划及/或股权激励，2021 年 2 月公布第一期股票期权激励计划（草案），拟向激励对象授予股票期权总计 400 万份，约占公司总股本 0.266%，行权价格为 3.93 元/股，激励对象为总经理杨勇和百隆（越南）总经理张奎。

表 2 2020Q3 百隆东方股权结构

股东名称	持股数量(亿股)	占总股本比例(%)
新国投资发展有限公司（杨卫新、杨卫国共同控制）	4.46	29.72%
杨卫新（实控人、董事长）	2.74	18.26%
三牛有限公司（杨卫新全资持有）	1.86	12.40%
杨卫国（实控人、副董事长）	1.16	7.70%
郑亚斐（杨卫国妻）	0.75	5.00%
宁波九牛投资咨询有限公司（杨卫新全资持有）	0.18	1.19%
香港中央结算有限公司（陆股通）	0.13	0.90%
杨桦	0.04	0.25%
宁波超宏投资咨询有限公司（董事潘总全资持有）	0.03	0.21%
马建荣（宁波申洲针织有限公司董事长）	0.03	0.20%

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 3 股权激励业绩要求

行权期	业绩考核指标
第一个行权期	公司需满足下列两个条件之一：（1）2021 年营业收入不低于 63 亿元；（2）2021 年纱线销量不低于 21 万吨。
第二个行权期	公司需满足下列两个条件之一：（1）2022 年营业收入不低于 64 亿元；（2）2022 年纱线销量不低于 22 万吨。
第三个行权期	公司需满足下列两个条件之一：（1）2023 年营业收入不低于 65 亿元；（2）2023 年纱线销量不低于 23 万吨。

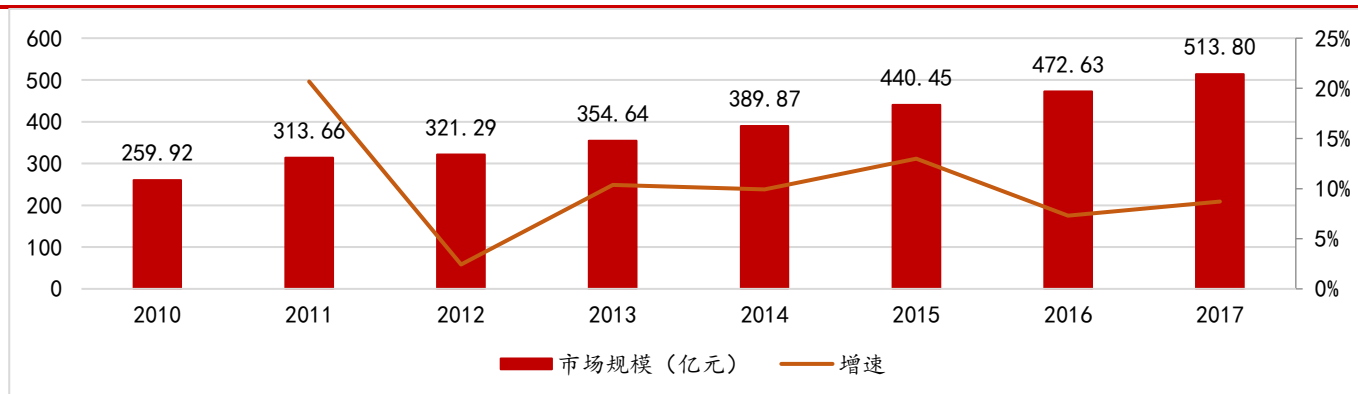
资料来源：wind，华西证券研究所

2. 色纺纱行业：渗透率有望提升，寡头垄断格局稳固

2.1. 市场容量：市场规模接近 600 亿元、复合增速 10%

色纺纱市场规模：截止 2019 年末，我国色纺纱行业总产能约为 1000 万锭、行业市场规模在 570 亿元左右，2010-2017 年行业复合增速 10%；其中中高端色纺纱行业总产能约为 500 万锭、市场规模在 300 亿元左右。根据中研研究院《2019-2025 年中国色纺纱行业发展全景调研与投资趋势预测报告》，传统工艺/染色纱/色纺纱占比 65%/20%/15%，色纺纱占比仍有提升空间。按全国纺纱产能 1 亿多锭规模计算，如果未来纱线行业色纺渗透率提升至 15%，则色纺纱产业规模将超过 1500 万锭、对应约 225 万吨，按照每吨 3.8 万元，市场规模达 855 亿元。

图 9 历年国内色纺纱行业市场规模及增速



资料来源：wind，华西证券研究所

色纺纱优势：（1）效果好：相比普通纱线，色纺纱能实现白坯染色所不能达到的朦胧的立体效果和质感，同时色纺纱可以最大程度地控制色差；（2）环保：色纺纱使用起来无污染，色纺纱的先染后纺生产工艺，比传统工艺节水减排 50% 以上，符合低碳环保要求：生产一件普通的衣服，色纺纱可节约 4 公斤水；（3）成本降低：色纺由于采用“先染色、后纺纱”的新工艺，缩短了后道加工企业的生产流程、降低了生产成本、能够应对小批量多品种灵活生产。

当然，尽管色纺纱具备优势，但我们也认为，复杂的行业产业链利益会影响行业渗透率提升的速度。

2.2. 行业竞争格局：寡头垄断，壁垒在于客户、工艺管理、现金流

目前全球色纺纱约 90% 的产能集中在中国，其余少量在韩国、意大利，而国内又形成了寡头垄断格局，华孚和百隆占比 50%。

我们分析，色纺纱行业具有一定进入壁垒、小企业进入行业比较难，主要壁垒在于：（1）客户群，客户对供应商的稳定性要求较高；（2）技术性上，每年需投入大量研发费用，而工艺的核心技术在于前纺、做好混色；进一步来说，色纺纱批量小、品种多、变化大，往往一个车间要同时生产不同混配比的多种色纺纱，翻改频繁，如稍有疏忽，批号混杂，就会产生大面积的疵品，故对车间现场管理，尤其是分批、分色管理提出了更高的要求；同一批号色纺纱（即同一混配比）在有色原料换批后要保持色泽色光一致，技术难度较大。（3）现金流，色纺纱有一定账期、需要客户试用后再付款，因此同样要有一定的库存量才能供客户选择。但 2014 年后，由于利润率相对较高，有一些做白纱的企业开始进入色纺纱的麻灰纱领域。

表 4 2019 年百隆东方及竞争对手情况

名称	主营业务收入占比	产能	收入 (亿元)	平均单价 (元/吨)	毛利率 (%)	净利率 (%)
百隆东方	色纺纱：73.22% 坯纱：26.78%	总产能 160 万纱锭，其中年产色纺纱 18 万吨	62.22	30062	15.68%	4.79%

华孚时尚	物料：54.47%； 纱线：45.05%； 其他业务：0.48%	年产 189 万锭 /25 万吨新型 纱线	158.15	27636	7.86%	2.59%
天虹纺织	纱线：76% 坯布：3.2% 面料：26.3% 牛仔服装：4.5%	纱线总产能 400 万纱锭	220.10	弹力包芯纱 线：22967 其他纱线： 21729	13.60%	4.19%

资料来源：Wind，华西证券研究所

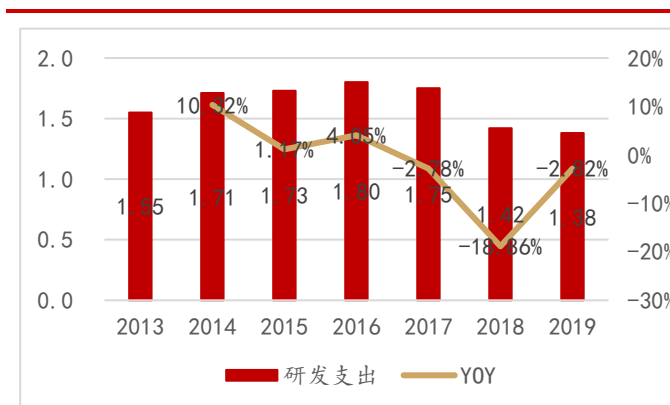
3.公司优势：越南产能占比过半，客户资源优质

3.1.研发支出过亿，新品保证较高毛利

公司注重工艺研发，每年投入 1-2 亿资金进行研发，新品的研发、棉价成本的控制使得公司单价、毛利率相较同业更高。

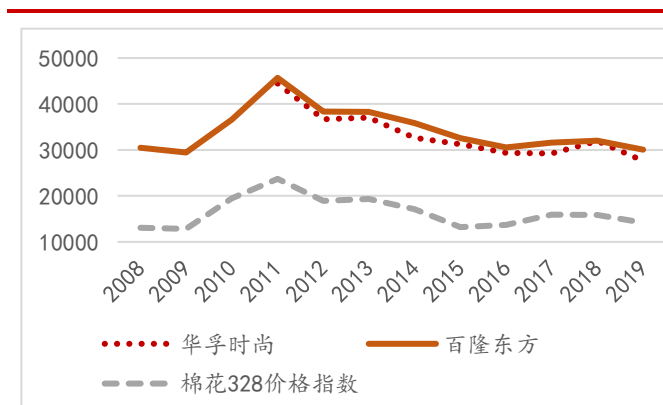
2013 年开始公司技改投入金额大幅提高，2018 年、2019 年，公司分别投入约 1.49、1 亿元对国内工厂的集体落纱、清梳联等装置进行升级改造，提升自动化水平，生产要素单位成本实现降低。

图 10 研发支出及其增长率（亿元，%）



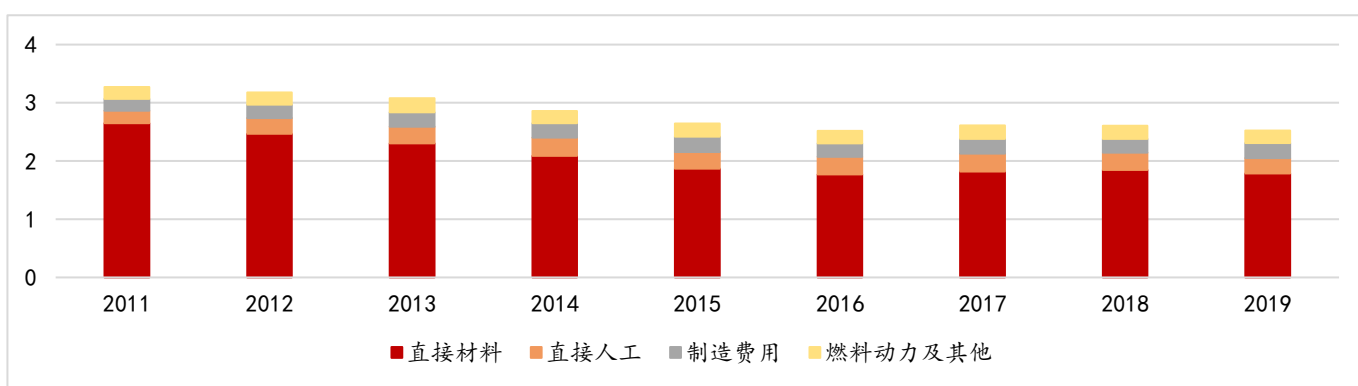
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 11 历年棉价及华孚、百隆产品单价变动（元/吨）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 12 生产要素单位成本（亿元/万吨）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司的 EcoFRESH Yarn 项目于 2004 年开始研发，从 2013 年得到陶氏化学直接支持、进入快车道，是研发投入过亿的环保产品。EcoFRESH Yarn 的原理和作用，是通过改性棉吸纳为与普通棉纤维混合后纺纱的“创新色纺坯纱”；在无盐无碱条件下，纱线中特殊处理的改性棉纤维可以直接被染色，而普通棉纤维基本不上色或轻微沾色，从而在染色后制造出色彩与露白混合的色纺纱效果，染色后的纱线可以呈现如溢彩、仿牛仔、段彩、电子等风格。

产品的优势在于：1) 缩短交货周期，流程缩短 30-50%，2019 年基于快速交货开发的套染概念产品以及“Eco FRESH Yarn”产品销量大幅增长，成品库存下降约 22.34%；2) 节约成本，且由于面料染色不需要添加盐碱，减少了耗水、耗电，燃料可节约 20-40%，每吨成本较普通染色工艺降低 1562 元。3) 品质好、环保时尚，使用美棉、澳棉，保证了纱线的品质，同时满足了环保、快速反应、染色灵活，从根本上弥补了传统色纺纱工艺复杂、交货期长、损耗大及成本高等劣势，且不失时尚个性，8 个深度满足客户不同色彩深度的需要，重视低碳环保与可持续发展。

但我们也认为，EcoFRESH 渗透率提升受制于色差控制问题、染色可能染错，而一旦染错，成本则比较高，因此在织布厂推广有一定难度。

表 5 传统工艺、EcoFRESH 工艺成本对比

针织布	传统工艺	EcoFRESH 工艺	节省	节省成本 (元)
染料 (kg)	30	23	7	245
盐 (kg)	600	0	600	480
纯碱 (kg)	150	0	150	375
水蒸气 (Mt)	1.3	0.85	0.45	90
水 (M3)	72	48	24	192
电 (Kw·h)	240	120	120	180
时间 (h)	8	4	4	

资料来源：华西证券研究所。注：针织布重：1 吨；染料：3% (O.w.f)；浴比：1: 8 成本价格供参考。

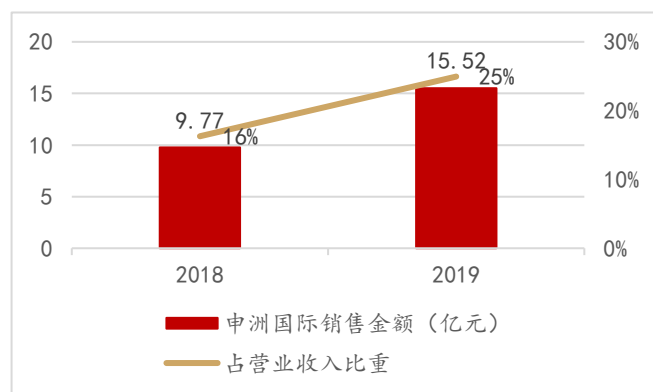
3.2. 客户优质，公司在客户采购份额逐年提升

公司国内销售主要采取直营模式，国外销售则采取直营和部分代理模式相结合。

1) 国内直营模式：公司经过多年布局，在下游客户较集中的深圳、佛山、上海、宁波、青岛等地分别设立了华南、华东、华北区域销售中心，直接面向服装厂、织造厂、毛衫厂在内的所有客户进行销售，有利于降低客户采购成本，又能直接贴近客户需求，迅速了解市场动态。2) 国外销售包括代理和直营两种模式，公司近年给代理商的销售佣金整体呈下降趋势。

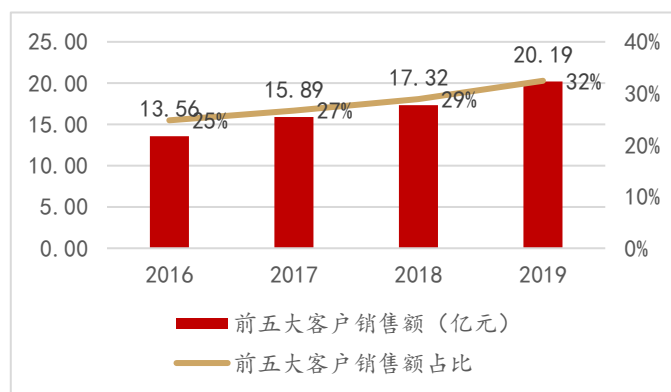
2019 年公司前五名客户销售额 20.19 亿元，CR5 占比 32.45%，2016-2019 年 CAGR 为 14.18%；公司前三大客户为申洲国际、互太纺织和德永佳，2019 年向申洲的销售金额为 15.52 亿元，同比增长 58.85%，收入占比为 25%、同比提升 9PCT，公司越南工厂供应申洲 70-80%。总的来说，公司客户较为分散，色纺纱占其份额只有 10-15%，从而客户对提价的价格敏感度相对较低。

图 13 申洲国际销售额及其占比



资料来源：公司年报，华西证券研究所

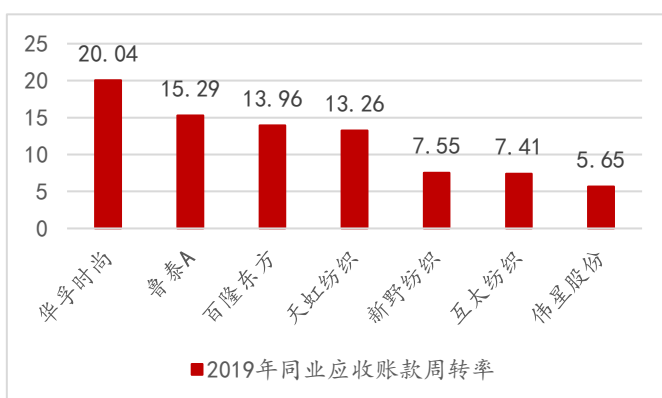
图 14 前五大客户销售额及占比



资料来源：公司年报，华西证券研究所

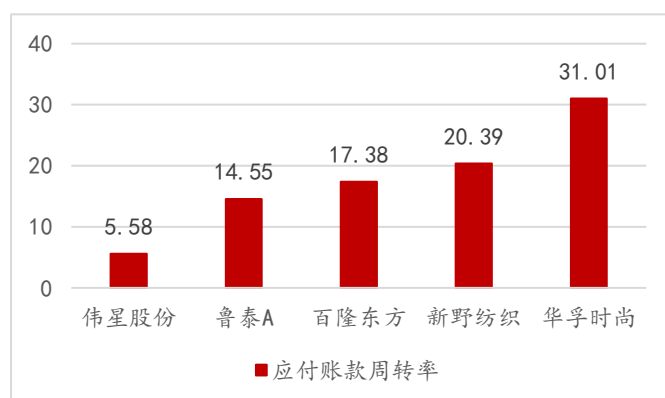
2019年，百隆的应收账款周转率为13.96、账期在1个月左右，低于华孚时尚和鲁泰A。从应付账款来看，公司利用品牌优势吸引新的棉花供应商和采用货到验收后付款方式，从而大大降低采购资金的占用规模。

图 15 2019 年同业应收账款周转率



资料来源：wind，华西证券研究所

图 16 2019 年同业应付账款周转率



资料来源：wind，华西证券研究所

3.3.越南布局优势，关税优惠减少成本

随着下游客户的扩张，公司较早于2013年即开始在越南布局产能，投资了1500亩地。我们分析，越南相比国内的优势在于：（1）人工和能耗成本低，约为国内的60-70%；（2）棉花不受配额限制，特别是在国内外棉价倒挂时优势明显；（3）关税优惠，越南是亚洲签署自由贸易协定最多的国家之一。2020年越南与欧盟签署的自由贸易协定（EVFTA）已生效，欧盟取消了越南77%的纺织品关税，同时双方货品99%的关税将在10年内陆续取消、由低关税逐步演变为零关税，使得越南出口关税大幅降低、利好越南纺织品出口。

2020年2月欧洲议会投票正式批准通过了《越南与欧盟自由贸易协定》，协议生效后欧盟将立即取消越南85.6%税目的关税，相当于越南对欧盟出口额的70.3%；协定生效7年后，将取消99.2%税目关税，相当于越南对欧盟出口额的99.7%，同时欧盟承诺给予越南剩下的0.3%出口额享受配额制下的零关税政策。相比之下，欧盟对中国的贸易政策更加严格，欧盟自1996年起陆续取消中国享受普惠制待遇的商

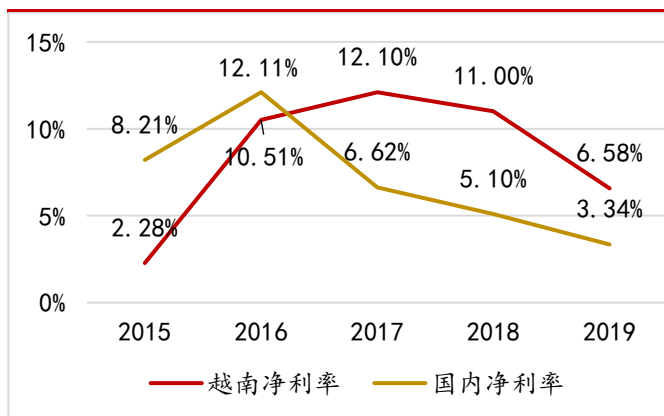
品种类，2004 取消了服装鞋帽的受惠资格，2015 年欧盟取消了中国普惠国资格、而越南将继续享受普惠制待遇，加之受中美贸易摩擦影响，欧盟对中国的贸易政策不确定性增大，因此越南百隆能够从中贸易政策中相对获利。

表 6 越南、中国生产要素价格及进出口关税比较

	越南	中国
平均工资 (2019/2010)	约 2100 ¥/月	约 4000 ¥/月
工业用电	约 0.5 元/度	0.725 元/度 (平时段用电)
工业用水	约 3 元/立方米	4.10 元/立方米
棉花进口配额 (2020)	无限制	89.4 万吨
纺织品出口税率-欧盟	0%	12%
纺织品出口税率-日本	0%	7%-11%
纺织品出口税率-美国	20%	25%

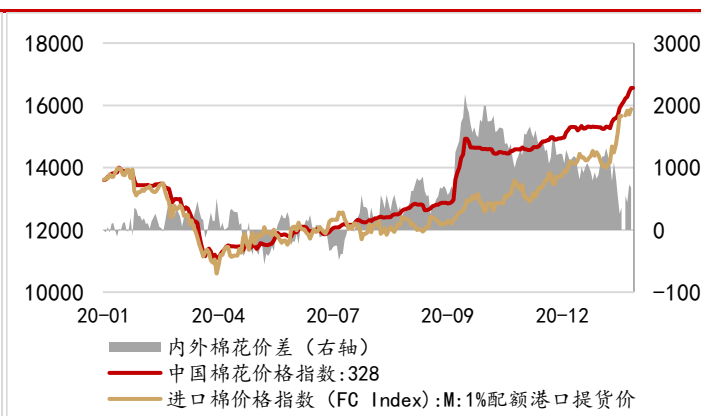
资料来源：华西证券研究所

图 17 百隆东方在越南和国内历年净利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 18 2020 年内外棉价差走势图 (1%关税核算)



资料来源：wind，华西证券研究所。注：中国棉花价格指数 (328) - 进口棉价格指数 (1%关税)。

4. 成长驱动：2021 年量价齐升

4.1. 短期看棉价弹性，毛利率有望改善

受疫情后消费复苏以及各国宏观经济刺激政策推动，2020 年 4 月以来中国棉花 328 指数已上涨 49% 至 16558 元/吨。春节前棉价跟随大宗产品继续上涨，短期主要受外棉带动，受益于美国 1.9 万亿刺激计划。回顾棉纺板块基本面来看，2020Q2 最差，2020 年 10 月-12 月产能利用率逐步恢复，11 月下旬-12 月上旬有所下降，春节前开始了新一轮爬升、带动棉花需求旺盛。我们分析，棉纺企业在利润改善下（从亏损到年前实现吨净利 1000 元+）仍具备补库存意愿，目前库存仍非常低、补库存力度虽然较 Q4 有所减弱，但仍在继续，后续支撑需看 3-4 月春夏订单、新一年种植面积。我们预计棉价每上涨 1000 元/吨，贡献利润弹性 2.35 亿元。

图 19 中国棉花价格指数：328（元/吨）



资料来源：wind，华西证券研究所

表 7 毛利率预测

		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入（亿元）		59.52	59.98	62.22	60.16	70.23	77.96
1、主营业务收入（亿元）		56.51	57.30	57.91	56.99	66.58	73.95
拆分：	销量（万吨）	17.87	17.89	19.26	20.40	22.68	24.78
	单价（元/吨）	31622	32029	30067	27,936	29,357	29,844
2、其他业务收入（亿元）		3.01	2.68	4.31	3.17	3.64	4.01
主营业务成本（亿元）		46.67	46.59	48.57	49.32	55.45	62.38
直接材料（亿元）		32.53	33.04	34.40	35.38	40.08	45.40
拆分：	国内平均棉花库存价格（元/吨）	15926	15879	15046	14405	14956	15903
	国际平均棉花库存价格（元/吨）	14989	15990	15258	14958	14999	15811
	国内棉花采购量	-	-	-	10	11	11
	国际棉花采购量（万吨）	-	-	-	14	16	18
	单吨产品棉花用量（吨）	1.17	1.16	1.18	1.18	1.18	1.18
直接人工（亿元）		5.45	5.27	5.12	5.07	5.59	6.26
拆分：	吨均人工成本（万元）	0.30	0.29	0.27	0.25	0.25	0.25
制造费用（亿元）		4.53	4.27	4.91	4.89	5.41	5.97
拆分：	吨均制造费用（万元）	0.25	0.24	0.25	0.24	0.24	0.24
燃料动力及其他（亿元）		4.16	4.01	4.14	3.98	4.36	4.75
拆分：	吨均燃料费用（万元）	0.23	0.22	0.21	0.19	0.19	0.19
毛利率		17.51%	19.47%	15.68%	14.13%	17.55%	16.77%

资料来源：公司公告，华西证券研究所测算

表 8 百隆东方 2021 年净利对棉价变动的敏感性分析（棉价单位元/吨，净利单位亿元）

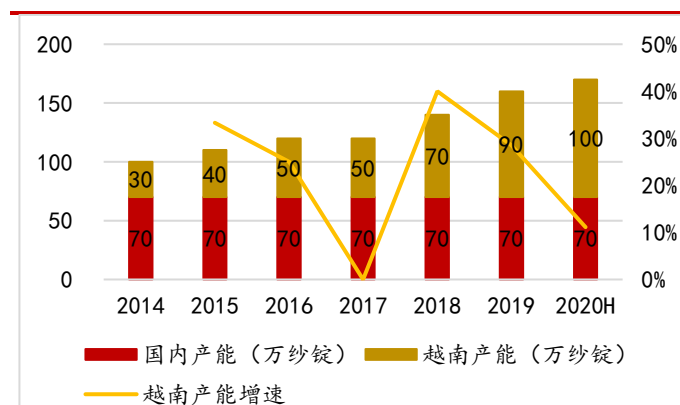
国内棉价		12930	13930	14930	15930	16930	17930	18930	19930
国际棉价	棉价涨幅/净利	0	1000	2000	3000	4000	5000	6000	7000
13925	0	3.04	3.60	4.16	4.72	5.28	5.84	6.40	6.96
14925	1000	3.88	4.44	5.00	5.56	6.12	6.68	7.24	7.80
15925	2000	4.73	5.29	5.85	6.41	6.97	7.53	8.09	8.65
16925	3000	5.58	6.14	6.69	7.25	7.81	8.37	8.93	9.49
17925	4000	6.42	6.98	7.54	8.10	8.66	9.22	9.78	10.34
18925	5000	7.27	7.83	8.39	8.95	9.51	10.07	10.63	11.19
19925	6000	8.11	8.67	9.23	9.79	10.35	10.91	11.47	12.03
20925	7000	8.96	9.52	10.08	10.64	11.20	11.76	12.32	12.88

资料来源：华西证券研究所

4.2. 长期看产能扩张，越南有望做到 150 万锭

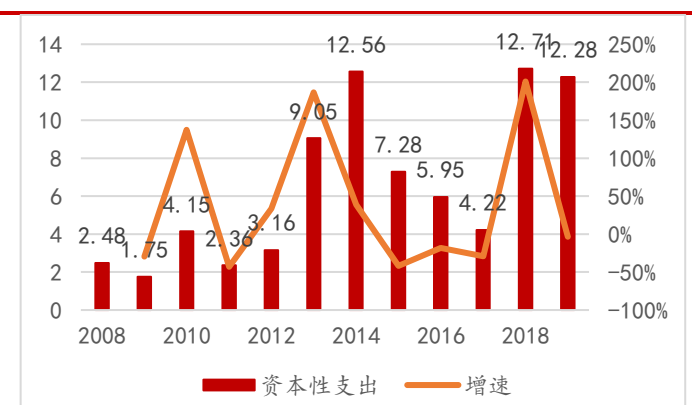
公司早于 2013 年开始布局越南。2013 年 3 月，越南百隆正式开工建设，2014 年 A 区工厂 50 万锭产能已经全部建成投产、2015 年实现盈利；2017 年，公司投资 3 亿美元建设越南百隆 B 区项目，设计产能 50 万锭，分三年完成建设，2018 年、2019 年已分别实现 20 万锭产能投产，未来 C、D 区投产后，公司越南产能将有望于 2025 年达到 150 万锭。

图 20 百隆东方历年产能及增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 21 百隆东方历年 CAPEX（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

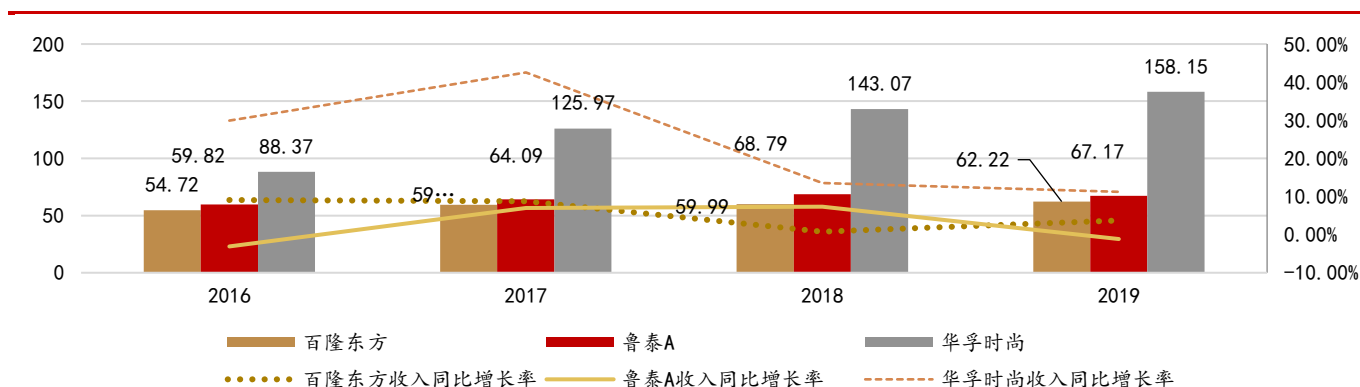
5.财务分析：ROE 存在改善空间

5.1.成长性分析：疫情后率先复苏

2016-2019 年，百隆东方收入三年复合增长率为 4.42%，高于互太纺织（-2.75%）、鲁泰 A（4.39%）。公司收入规模低于华孚时尚主要由于华孚时尚还有网链 B2B 业务，2016-2019 年收入增速低于华孚时尚、主要由于华孚时尚 2016 年新投产 15 万吨影响当年产能利用率导致低基数。

行业整体在 2018-2019 年受到贸易战影响、2020 年受到疫情影响。2020 年 4、5 月为行业产能利用率最低点、产能利用率仅 40-50%，9 月以来行业订单回暖、百隆领先于行业实现接近满产、国庆前后已达到国内 95%、越南满产的产能利用率。

图 22 百隆东方与同业收入及增速对比（亿元）



资料来源：wind，华西证券研究所 注：左轴为同业收入

5.2.盈利能力分析：毛利率高于同行业公司

横向对比来看，公司毛利率高于纱线同业公司华孚时尚、天虹纺织。我们分析，公司毛利率高于华孚主要由于：（1）产品结构：华孚有一定量的坯纱，百隆 2018 年后才开始有坯纱；（2）作为行业的后进入者，华孚单价低于百隆；（3）华孚扩产速度更快、折旧占比高。新野毛利率高于百隆主要由于百隆东方 2019 年低毛利率的坯纱业务收入占比提升，2019 年百隆东方色纺纱毛利率为 20%。

纵向历史来看，2019 年毛利率下降主要由于越南工厂产能扩大，低毛利率坯纱销量比重上升。

百隆东方 ROE 低于华孚时尚，拆分来看主要由于总资产周转率以及财务杠杆较低，我们判断，百隆东方总资产周转率较低主要由于百隆东方主营产品为色纺纱、较坯纱而言产业链更复杂，而华孚有一定量的坯纱贡献收入、且 2015 年开始做网链业务收入快速增长。

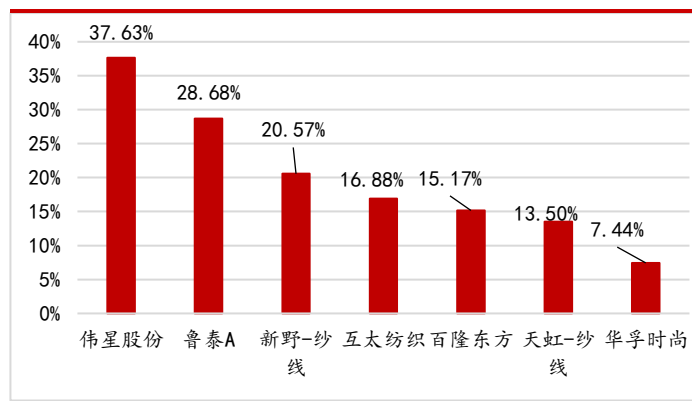
表 9 百隆东方及天虹纺织成本结构拆分表（亿元）

	百隆东方	天虹纺织
直接材料	34.40	145.47
/收入	55%	66%

直接人工	5.12	直接人工	19.02
/收入	8%	/收入	9%
制造费用	4.91	折旧	6.85
/收入	8%	/收入	3%
燃料动力及其他	4.14	燃料动力	12.17
/收入	4%	/收入	6%
		其他	6.66
		/收入	3%
毛利率	15.68%	毛利率	13.6%

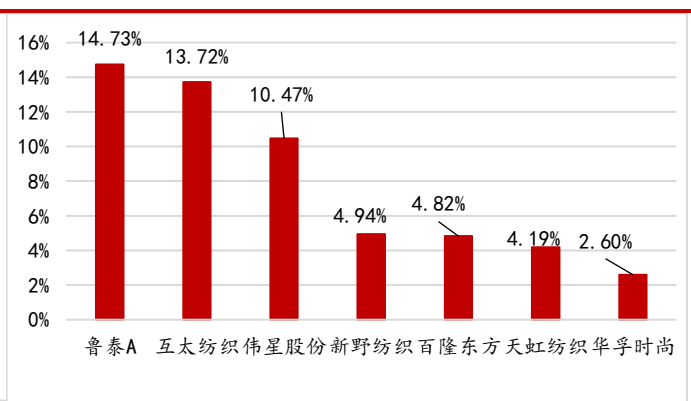
资料来源：华西证券研究所

图 23 2019 年百隆东方与同业销售毛利率对比



资料来源：wind，华西证券研究所

图 24 百隆东方与同业 2019 年销售净利率对比



资料来源：wind，华西证券研究所

表 10 百隆东方及同业 ROE 拆分

	净资产收益率 ROE	权益乘数(杜邦分析)	总资产周转率	净利率
互太纺织	23.73	1.49	1.20	13.72
鲁泰 A	12.83	1.51	0.61	14.55
天虹纺织	12.44	2.81	1.10	4.19
伟星股份	12.15	1.39	0.82	10.37
新野纺织	6.96	2.40	0.59	4.92
华孚时尚	6.08	2.78	0.86	2.59
百隆东方	3.79	1.77	0.45	4.79

资料来源：华西证券研究所

5.3.营运能力分析：存货周转天数较高主要由于备货

从应收账款周转天数来看，百隆东方 2017-2019 年分别为 35、31 和 28 天，2019 年公司该指标优于可比公司伟星股份、新野纺织和互太纺织等，天数低于华孚

时尚、主要由于账期较长的大客户销售收入占比提升，2019 年百隆东方/华孚时尚前 5 名客户销售收入占比分别为 32.45%/ 12.58%，从应收账款构成看，百隆东方/华孚时尚期末余额前 5 名的应收账款占应收账款期末余额合计数的比例分别为 39.31%/18.22%。

从应付账款周转天数来看，百隆东方 2017-2019 年分别为 26、26 和 21 天，好于华孚时尚、新野纺织，低于伟星股份、主要由于伟星股份供应商更分散、因此议价能力更强，2019 年百隆东方/华孚时尚前 5 名供应商采购额占比分别为 52.17%/21.26%。

从存货周转天数来看，百隆东方 2017-2019 年分别为 204、279、296 天，存货周转天数较高主要由于：（1）公司棉花多于秋季集中采购、年末库存较高；（2）2018 年做反棉花期货囤积高价棉花库存所致，2020 年下半年公司 2018 年高价棉库存已消化完毕，存货周转天数有望改善。

表 11 2019 年百隆东方与同业营运能力对比

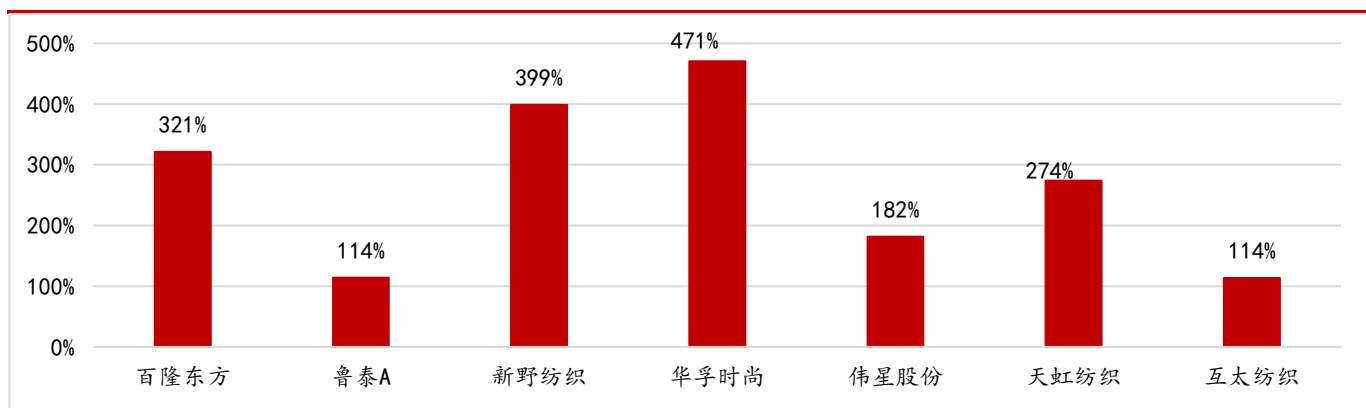
	百隆东方	新野纺织	鲁泰 A	华孚时尚	伟星股份	互太纺织	天虹纺织
存货周转天数	295.98	215.58	169.64	135.18	73.41	82.30	101.93
应收账款周转天数	25.79	47.70	23.55	17.96	63.74	48.58	27.15
应付账款周转天数	20.72	17.66	24.74	11.61	64.47	-	-
净营业周期	301.05	245.63	168.45	141.54	72.68	-	-

资料来源：华西证券研究所

5.4.现金流分析

2017-2019 年，百隆东方的经营性现金流/净利分别为 76%、-128%和 321%，2020Q3 年为 400%，同比提升 471PCT。2019 年公司减少了主要原材料采购额，经营活动产生的现金流量净额增长较高。与同业公司相比，百隆东方经营活动现金流/净利润之比高于鲁泰 A、伟星股份、天虹纺织和互太纺织，处于行业较高水平。

图 25 2019 年百隆东方及同业经营活动现金流/净利润对比



资料来源：wind，华西证券研究所

6. 盈利预测

(1) 分地区看：国内产量保持稳定，越南 2020 年预计新增 10 万锭产能、2021 年有望持续扩产，预计国内 2020/2021/2022 年收入分别为 23.47/26.92/28.33 亿元、对应增速为-9%/15%/5%，越南 2020/2021/2022 年收入分别为 33.52/39.66/45.62 亿元、对应增速为 4%/18%/15%。

(2) 分量价看：量上的扩张来自越南扩产以及国内外基地产能利用率地提高，疫情以来，棉纺 20Q2 最差，自 20 年 10 月-12 月产能利用率逐步恢复，11 月下旬-12 月上旬有所下降，节前开始了新一轮爬升，百隆东方国内产能利用率 10 月以来一直在 95%，今年有计划要求加强招工、做到 100%；越南产能利用率 20Q4 已达到 100%。我们预计 2020/2021/2022 年销量分别为 20.40/22.68/24.78 万吨、对应增速为 6%/11%/9%，单价分别为 27,936/29,357/29,844 元，对应增速为-7%/ 5%/ 2%。

(3) 在棉价上行区间内，订单周期和棉花库存周期（5-6 月）的差异产生约 1 个月提价差区间，有望贡献毛利率提升，我们预计 2020/2021/2022 年毛利率分别为 14.13%/17.55%/16.77%。

表 12 收入拆分

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入（亿元）	59.98	62.22	60.16	70.23	77.96
YOY	1%	4%	-3%	17%	11%
1、主营业务收入（亿元）	57.30	57.91	56.99	66.58	73.95
YOY	1%	1%	-2%	17%	11%
分地区：					
1) 越南收入	24.63	32.24	33.52	39.66	45.62
YOY	19%	31%	4%	18%	15%
2) 国内收入	32.67	25.67	23.47	26.92	28.33
YOY	-9%	-21%	-9%	15%	5%
分量价：					
产能（万锭）	140	160	170	180	190
产能（万吨）	21	24	25.5	27	28.5
产能利用率	89%	81%	80%	84.00%	86.95%
产量（万吨）	18.73	19.47	20.40	22.68	24.78
产销率	96%	99%	100%	100%	100%
销量（万吨）	17.89	19.26	20.40	22.68	24.78
YOY	0%	8%	6%	11%	9%
单价（元/吨）	32,033	30,062	27,936	29,357	29,844
YOY	1%	-6%	-7%	5%	2%

2、其他业务收入（收入）	2.68	4.31	3.17	3.64	4.01
毛利率	19.47%	15.68%	-27%	15%	10%
净利（亿元）	4.38	2.98	3.08	6.30	7.14
YOY	-10%	-32%	3%	104%	13%
净利率	7%	4.79%	5.12%	8.97%	9.16%

资料来源：wind，华西证券研究所

6.1. 绝对估值法

基于长周期对未来自由现金流折现，预计公司未来自由现金流伴随业务扩张及利润释放而快速增长，预测期为 2021-2025 年、过渡期持续到 2031 年且期内增速 8%、之后为永续期且期内增速 2%。根据历史情况假设公司负债比重 45%、债务资本成本 7%，同时公司股权比重 55%、基于 CAPM 模型得到股权资本成本 16.6%，因此有公司 WACC 为 11.5%。预计 2021 年非核心资产 19 亿、付息债务 61 亿，由此得到公司 2021 年合理股权价值为 107 亿人民币、即目标价 7.11 元。

表 13 DCF 绝对估值法

假设					
债务资本成本 Kd	7.0%	贝塔值 (β)	1.7		
长期有效税率 T	25.0%	无风险利率 Rf	3.0%		
债务资本比重 Wd	45.0%	市场的预期收益率 Rm	11.0%		
股权资本成本 Ke	16.6%	永续增长率 g	2.0%		
股权资本比重 We	55.0%	过渡期增长率 g	8.0%		
加权平均资本成本 WACC	11.5%	过渡期年数 N	6		
估值					
单位：百万	2021	2022	2023	2024	2025
NOPLAT	756	844	972	1105	1239
加：折旧摊销	520	572	630	693	762
减：营运资本增加	125	135	146	158	171
减：资本支出	443	488	537	590	649
公司自由现金流 FCFF	708	793	919	1050	1181
FCFF 预测期现值	4008	3765	3439	2942	2241
FCFF 过渡期现值	4110	4582	5109	5696	6351
FCFF 永续价值现值	6787	7567	8437	9407	10488
企业价值	14905	15915	16985	18044	19079
加：非核心资产	1866	1866	1866	1866	1866

减：付息债务	6104	6104	6104	6104	6104
减：少数股东权益	0	0	0	0	0
股权价值（百万元）	10667	11676	12747	13806	14841
总股本（百万）	1500	1500	1500	1500	1500
每股价值	7.11	7.78	8.50	9.20	9.89

资料来源：华西证券研究所

6.2. 相对估值法

考虑：（1）行业可比公司 2021 年 PE 平均为 12 倍；（2）短期来看，2021 年量价齐升有望带动公司业绩低基数下强力复苏；中期来看，公司在 C 区有较为充足的土地储备，未来越南产能有望继续扩张；长期来看，公司产品创新能力有望带来公司市占率提升。公司历史 PE 在 15-43 倍波动，给予公司 2021 年业务 15X，对应目标价 6.3 元。

表 14 可比公司估值

分类	公司名称	收盘价	2020E EPS	2021E EPS	2022E EPS	2020E PE	2021E PE	2022E PE	2021E 净利增速
A 股	鲁泰 A	6.60	0.39	0.64	0.88	16.83	10.31	7.48	63.30%
	华孚时尚	4.79	-0.18	0.28	0.32	-27.31	17.06	14.82	260.04%
	伟星股份	6.77	-	0.44	0.50	13.22	15.22	13.68	-13.77%
H 股	天虹纺织	11.50	0.32	1.28	1.57	29.97	7.48	6.12	300.85%
	互太纺织	4.97	0.54	0.60	-	9.22	8.23	-	11.96%
平均值（剔除负值）			-	-	-	17.31	11.66	10.53	-

资料来源：公司年报，华西证券研究所。注：收盘价和 PE 数据截至 2021 年 2 月 26 日。

6.3. 投资建议

受益于棉价上涨，我们认为公司业绩弹性较大、存在超预期可能：（1）我们进行了敏感性分析，假设棉价全年平均在 1.6 万元，公司 2021 净利预计实现翻倍增长在 6.3 亿；假设平均棉价涨至 1.8 万元，净利则有望达到 9 亿元以上；（2）疫情后产能利用率复苏叠加越南产能扩张贡献量增；（3）长期来看，2025 年越南有望扩产至 150 万锭，且公司凭借自身优势、份额有望持续提升。预计 2020/2021/2022 年净利分别为 3.08/6.30/7.14 亿元，结合 DCF 和 PE 估值，给予公司目标价 6.3-7.11 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

7.风险提示

- 1、棉价下行风险：公司产品采用成本加成定价法，棉价下行将对公司产品定价产生负面影响；
- 2、提价后客户选用替代产品的风险；
- 3、汇率波动风险：人民币升值将对公司出口产生负面影响；
- 4、投产进度低于预期风险；
- 5、系统性风险。

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	6,222	6,016	7,023	7,796	净利润	298	308	630	714
YoY(%)	3.7%	-3.3%	16.7%	11.0%	折旧和摊销	473	386	383	383
营业成本	5,246	5,165	5,790	6,489	营运资金变动	116	134	-197	-138
营业税金及附加	38	30	35	39	经营活动现金流	957	792	827	924
销售费用	143	120	113	117	资本开支	-1,175	-548	-442	-468
管理费用	341	325	344	370	投资	66	0	0	0
财务费用	164	223	213	200	投资活动现金流	-924	-308	-281	-278
资产减值损失	-13	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	28	241	162	190	债务募资	9,910	-179	-299	-328
营业利润	285	333	680	775	筹资活动现金流	497	-435	-546	-563
营业外收支	38	2	4	1	现金净流量	634	49	0	84
利润总额	322	335	685	776	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	25	27	55	62	成长能力				
净利润	298	308	630	714	营业收入增长率	3.7%	-3.3%	16.7%	11.0%
归属于母公司净利润	298	308	630	714	净利润增长率	-31.9%	3.4%	104.5%	13.4%
YoY(%)	-31.9%	3.4%	104.5%	13.4%	盈利能力				
每股收益	0.20	0.21	0.42	0.48	毛利率	15.7%	14.1%	17.5%	16.8%
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率	4.8%	5.1%	9.0%	9.2%
货币资金	1,627	1,676	1,676	1,760	总资产收益率 ROA	2.1%	2.1%	4.2%	4.6%
预付款项	49	52	58	65	净资产收益率 ROE	3.7%	3.7%	7.1%	7.4%
存货	4,126	4,179	4,362	4,622	偿债能力				
其他流动资产	815	763	821	860	流动比率	1.32	1.35	1.47	1.61
流动资产合计	6,617	6,670	6,918	7,307	速动比率	0.49	0.49	0.53	0.57
长期股权投资	2,015	2,015	2,015	2,015	现金比率	0.33	0.34	0.36	0.39
固定资产	4,499	4,598	4,678	4,803	资产负债率	44.3%	43.2%	40.4%	38.0%
无形资产	738	905	1,076	1,246	经营效率				
非流动资产合计	7,697	7,911	8,045	8,209	总资产周转率	0.43	0.41	0.47	0.50
资产合计	14,315	14,581	14,962	15,516	每股指标（元）				
短期借款	4,519	4,341	4,041	3,713	每股收益	0.20	0.21	0.42	0.48
应付账款及票据	223	303	328	427	每股净资产	5.32	5.52	5.94	6.42
其他流动负债	258	315	341	409	每股经营现金流	0.64	0.53	0.55	0.62
流动负债合计	5,000	4,959	4,710	4,549	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	1,133	1,133	1,133	1,133	估值分析				
其他长期负债	208	208	208	208	PE	22.16	21.43	10.48	9.24
非流动负债合计	1,341	1,341	1,341	1,341	PB	0.75	0.72	0.67	0.62
负债合计	6,341	6,300	6,051	5,890					
股本	1,500	1,500	1,500	1,500					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	7,974	8,282	8,911	9,626					
负债和股东权益合计	14,315	14,581	14,962	15,516					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得2011-2015年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

朱宇昊：中南财经政法大学经济学硕士、学士，2020年7月加入华西证券纺服&教育团队。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。