

买入 调高

百隆东方 (601339)

2015年1月28日

## 纺织制造大环境整体向好,公司作为龙头企业将充分收益

2015年1月27日收盘价: 11.77元, 6个月目标价: 15.25元

纺织服装行业高级分析师 焦娟  
SAC 执业证书编号: S0850514040002  
电话: 021-23219356  
Email: jj9604@htsec.com

纺织服装行业分析师 唐苓  
SAC 执业证书编号: S0850514070003  
电话: 021-23212208  
Email: tl9709@htsec.com

导致纺织制造业 2010 年以来周期性向下运行的高成本因素, 有望于 2015 年开始反转。2010 年以来, 棉纺织企业面临不断攀升的高成本困境, 2008 年-2014 年, 我国纺织品服装的出口额同比增速分别为 4.72%、-10%、21%、25%、4.32%、11.41%、5.09%, 而越南同期的纺织品服装出口额同比增速 2009 年以来的均值在 40% 以上, 国内成本 (劳动力、环保、原材料等) 的持续攀升导致我国纺织业的国际竞争力被削弱。随着人力成本开始自然增长、环保成本见顶、主要原材料棉花价格下降, 纺织制造企业有望在 2015 年迎来困境反转, 提升国际竞争力。

- ▶ 内外棉价倒挂 (国内棉价远高于国外棉价) 自 2012 年以来成为干扰棉纺织企业运营的最主要因素, 直补政策的出台将明显打压国内外棉价差; 棉价 2014 年以来下跌幅度超过 30%, 考虑到国内棉花储备仍有 1000 万吨左右, 预计未来 2 年棉价大概率在低位窄幅震荡, 国内外棉价差已明显下降。
- ▶ 以纺织产业集群江苏、浙江、福建的制造业就业人员年均工资涨幅为例, 1995-1999 年平均涨幅分别为 12%、13%、14%, 2000-2004 年该数据分别为 13%、10%、8%; 2005-2009 年年均涨幅分别为 13%、12%、11%, 但 2010 年后, 2010-2013 年三地该数据均大幅提升至 18%、16%、17%; 除工资的自然增长外, 福利开支中的企业福利因人口就业结构的改变明显攀升 (职工的食宿休闲娱乐等开支)。从已有数据来看, 近年纺织企业管理费用增速水平已基本与收入持平, 我们预计, 未来制造业人员的工资水平或会稳定在年均增长 10% 左右, 与收入增速基本保持一致; 但东南亚国家的人力成本在加速上涨, 以越南一类地区 (直辖市) 的最低工资为例, 2011-2014 年, 最低工资已由 155 万盾上调至 270 万盾, 涨幅近 80%。
- ▶ 除工资外, 近年来生产成本中的环保成本也明显上升, 以印染产业集群浙江绍兴为例, 柯桥区 (绍兴 70% 以上的印染企业集中在绍兴市区和柯桥区) 2014 年污水处理部门最新的污水处理成本为 3 元/吨的基准费用, 吨水中污染物浓度越高费用越高, 最高达到 10 元/吨; 若印染企业选择自建污水处理设备, 成本约为 1.5-2 元/吨, 投入规模一般在千万级别, 设备投入约占年收入规模的 5%-10%。我们判断, 目前纺织企业的环保压力也已基本见顶。

纺织制造业的整体经营环境有望改善。随着出口退税率提高、人民币贬值的预期持续强化, 我国纺织制造业的竞争力有望进一步提升。

- ▶ 1985 年 3 月国务院正式颁布了出口退税政策, 并在 1985 年 4 月 1 日起实施; 历经频繁的调整, 纺织品服装的出口退税率大致保持在 5%-17% 的区间内波动。出口退税率的调整服务于国家对外贸出口结构的调整需要, 以纺织品服装为例, 为摆脱 1998 年亚洲金融危机的拖累, 1998 年 1 月国家将纺织品服装的出口退税率由 6% 上调至 11%; 2005 年我国纺织品服装的出口的黄金巅峰, 为减少贸易顺差, 2006 年国家将纺织品出口退税率由 13% 下降至 11%, 2007 年再下调至 5% (粘胶纤维); 2008 年金融危机爆发后, 粘胶纤维的出口退税率再由 5% 上调至 14%。本次出口退税率由 2009 年的 16% 提升至 17%, 主要是针对过去 3 年纺织品服装的出口持续低迷、中低端订单加速流向东南亚国

家等不利环境。2014年12月31日,出口退税率由16%提高至17%(部分纺织品服装),从全行业的角度来看是利好国际竞争力的提升。

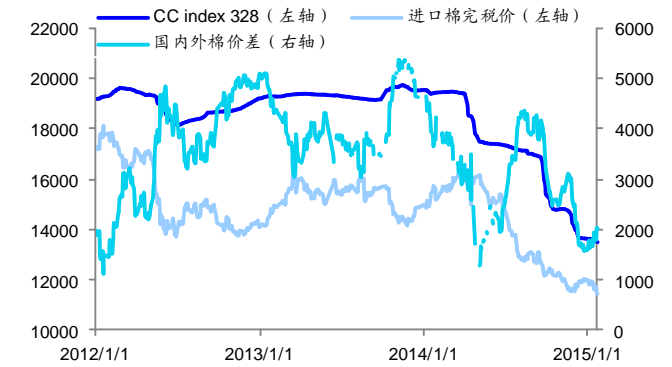
- 1月26日在岸、离岸人民币双双大幅走低。在岸人民币暴涨逾200点,最低触及6.2531,创去年6月以来新低。离岸人民币暴跌逾100点。人民币即期较中间价折价达1.79%,创历史最大纪录。业内主要的纺织制造类企业,多数企业出口比例在40%以上,且商品出口基本均以美元结算,人民币若贬值,一定程度上利好出口型企业的国际竞争力。

图 1 国内棉价基本已降至 2005-2008 年相对平稳的历史低位



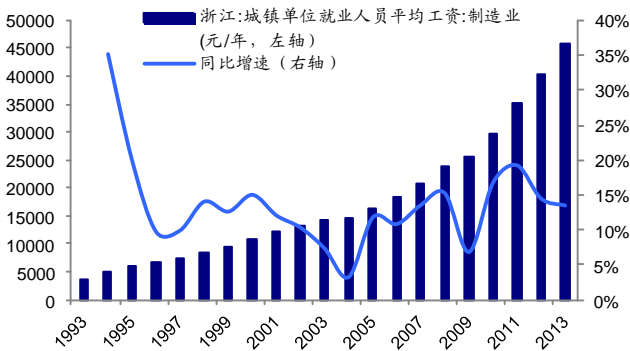
资料来源: WIND、海通证券研究所

图 2 近期国内外棉价差有所收窄 (元/吨)



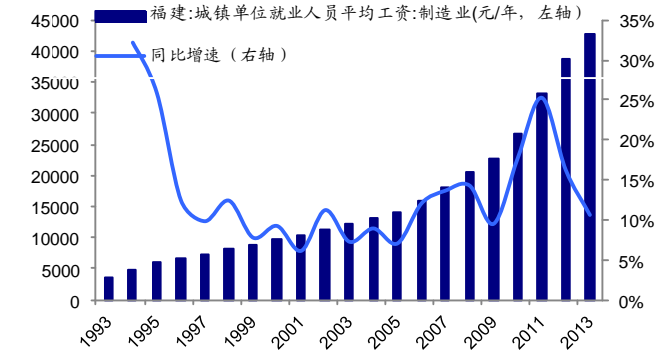
资料来源: WIND、海通证券研究所

图 3 浙江制造业平均工资增速有所下降



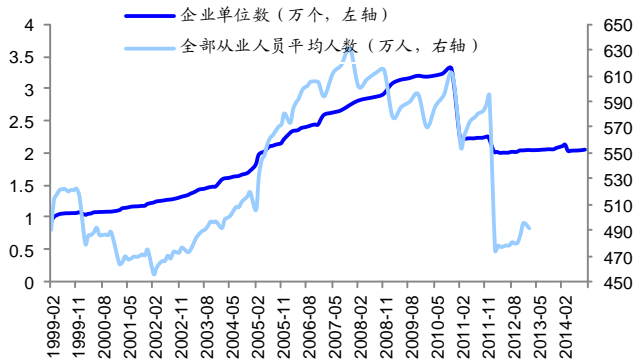
资料来源: WIND、海通证券研究所

图 4 福建制造业平均工资增速明显下降



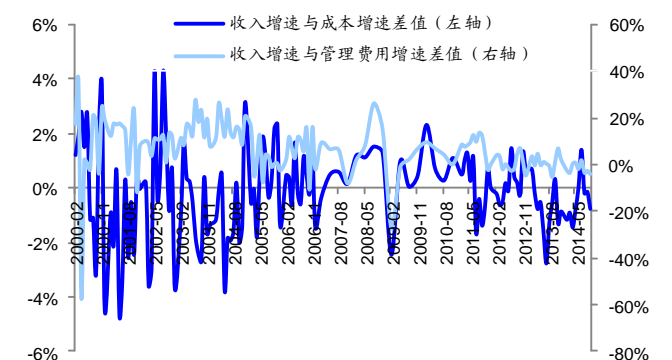
资料来源: WIND、海通证券研究所

图 5 纺织行业企业数量及从业人数自 2010 年后明显下滑



资料来源: WIND、海通证券研究所

图 6 近年纺织企业管理费用增速水平基本与收入持平



资料来源: WIND、海通证券研究所

**表 1 历年我国纺织品服装出口退税调整情况**

时间	事件	原因
1985年3月	国务院正式颁布了《通知》，规定从1985年4月1日起实行对出口产品退税政策	
1994年1月	我国改革了已有退还产品税、增值税、消费税的出口退税管理办法，建立了以新的增值税、消费税制度为基础的出口货物退(免)税制度	
1995年7月	国家将纺织品服装出口退税率由13%下调至10%	
1996年12月	国家将纺织品服装出口退税率由10%下调至6%	
1998年1月	国家将纺织品服装出口退税率上调至11%	摆脱1998年亚洲金融危机的负面影响
1999年1月	国家将纺织品服装出口退税率由11%上调至13%	
1999年7月	国家将纺织品出口退税率由13%上调至15%，国家将服装退税率由13%上调至17%	
2001年7月	国家将棉纱、棉布、棉制产品出口退税率由15%上调至17%	
2004年1月	国家将纺织品服装出口退税率由15%、17%下调至13%。出口退税由中央和地方共同负担(即超基数应退税额由中央和地方按75:25共同负担)	
2005年1月	国务院调整中央与地方出口退税分担比例。国务院批准核定的各地出口退税基数不变，超基数部分中央与地方按照92.5:7.5的比例共同负担	调整地方负担不均衡，调动企业出口积极性，优化了出口商品结构，促进了外贸出口快速增长
2006年9月15日	国家将纺织品出口退税率由13%下调至11%	减少贸易顺差，通过税收政策为“两高一资”产业投资降温
2007年7月1日	国家将服装、鞋帽、箱包出口退税率由13%下调至11%，粘胶纤维出口退税率由11%下调至5%	减少贸易顺差，减少低附加值、低技术含量产品的出口，引导企业调整投资方向，避免盲目投资和产能过剩
2008年8月1日	国家将部分纺织、服装出口退税率由11%上调至13%，粘胶纤维及制品仍然维持5%的退税率	对纺织服装等就业贡献率大、贸易竞争力较强的行业进行适当扶持，避免行业“硬着陆”
2008年11月1日	规定自2008年11月1日起上调3486项商品的出口退税率，部分纺织、服装出口退税率由13%上调至14%，粘胶纤维及制品从5%的退税率上调至14%	面对全球的经济危机，确保国内经济的稳定发展，促进出口减缓纺织品服装出口下滑速度，为明年做好准备
2009年2月1日	财政部、国家税务总局发布《关于提高纺织品、服装出口退税率的通知》，明确从2009年2月1日起将纺织品、服装出口退税率由14%提高到15%。此次调整涉及3325个税号	针对09年金融危机，帮助国内纺织企业生存，稳定就业
2009年4月1日	财政部、国家税务总局发布《关于将纺织品、服装的出口退税率提高到16%的通知》，明确从2009年4月1日起将纺织品、服装出口退税率提高到16%	针对09年金融危机，减缓纺织服装出口下滑速度，帮助国内纺织企业生存
2015年1月1日	财政部、国家税务总局发布《关于调整部分产品出口退税率的通知》，明确从2015年1月1日起将纺织品、服装出口退税率提高到17%	针对2012-2014年我国纺织出口持续疲软，中低端订单加快向东南亚转移，在欧美日等传统市场份额持续下滑，帮助国内纺织企业减负，提升竞争力

资料来源：一纺网、海通证券研究所

**表 2 纺织服装板块出口型企业的外币依存度**

公司名称	2013年收入 (亿元 CNY)	出口收入占比	结算货币
华孚色纺	62.40	40%	美元
百隆东方	42.73	40%	美元
鲁泰 A	64.78	70%	美元
联发股份	32.05	65%-70%	美元
申洲国际	100.67	80%-90%	美元
魏桥纺织	145.94	70%	美元
孚日股份	44.43	70%	美元
嘉欣丝绸	18.13	65%	美元
浔兴股份	10.06	20%	美元
华纺股份	22.22	80%	美元

资料来源：WIND、海通证券研究所

百隆东方作为龙头企业，将充分受益于纺织制造业的大环境向好。我们上调公司评级，首先是判断了棉纺织龙头企业 2015 年的业绩弹性，来源于订单量增加、毛利率提升，百隆东方作为龙头企业之一，我们判断其业绩具备一定弹性。色纺纱本质上是可选消费品（色纺纱应用于品牌中的某一产品系列，可用可不用，弹性大），相对于鲁泰 A 的色织布产品，弹性更大；其次，2015 年棉价下行将拉低色纺纱产品的售价，作为可选消费品，色纺纱对普通纱线的替代作用有望更明显，再次，受益于越南新产能的大力投入，产能增加将明显利好公司 2016 年业绩；此外公司自 2014 年以来股价涨幅相对较小（百隆、鲁泰、孚日、华孚、华纺 2014 年年初至今的涨幅分别为 19%、19.4%、30%、41%、76%）。

长期来看，产业布局调整对业绩正面影响将逐渐释放：为了应对劳动力成本攀升及内外棉价倒挂等因素对盈利空间的负面影响，公司在缩减国内色棉纺项目投资规模的同时，加快在东南亚地区的产能布局。伴随在越南新建生产基地逐步投入使用，低价原料、劳动力及规模化生产预计将巩固其成本优势，同时，公司持续推进的技术升级及新系列产品研发、定制化服务的推广，有望支撑业绩后续平稳增长。

预计公司 2014-16 年实现归属于母公司净利润分别为 4.46、5.20、6.65 亿元，同增-12.20%、16.61%、27.98%，对应 EPS 分别 0.59、0.69、0.89 元。2010 年以来纺织行业周期性向下的影响因素，海内外需求、成本、棉价倒挂，均已明显弱化，海外需求持续复苏、国内品牌库存调整结束、东南亚国家的人力成本飞速上涨但国内人力成本本年增幅已稳定、环保成本已见顶、直补细则的出台将促使国内棉价明显下跌，行业整体存在估值提升的逻辑。考虑到相关可比公司 15 年 PE 区间在 10x-17x，给予公司略高于均值的估值水平，2015 年 22xPE，对应目标价 15.25 元，上调至买入评级。

主要不确定因素：海外复苏不达预期，国内需求继续恶化，越南产能开工不达预期。

表 3 棉纺类公司估值比较

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	市值 (亿元)	2014E 营业收入 (亿元)	每股收益 (元/股)				市盈率 (X)			
					2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
华孚色纺	002042.SZ	6.33	52.73	69.52	0.24	0.30	0.38	0.47	26.38	21.35	16.82	13.60
鲁泰 A	000726.SZ	12.05	115.17	67.58	1.04	1.14	1.29	1.44	11.59	10.54	9.32	8.40
联发股份	002394.SZ	12.35	39.98	30.79	1.30	0.88	0.98	1.11	9.50	13.60	11.66	9.92

资料来源：WIND，海通证券研究所，股价为 1 月 27 日收盘价，每股收益及 14 年收入均为 WIND 一致预期值

表 4 百隆东方分项主营收入及成本预测

色纺纱	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入 (百万元)	4020.89	3880.18	3913.97	4187.94	4522.98	5065.74
增长率 (YOY)	0.15%	-3.50%	0.87%	7.00%	8.00%	12.00%
毛利率	28.34%	17.24%	19.66%	19.50%	21.50%	24.00%
销售成本 (百万元)	2881.37	3211.05	3144.57	3371.29	3550.54	3849.96
增长率 (YOY)	0.91%	11.44%	-2.07%	7.21%	5.32%	8.43%
毛利 (百万元)	1139.52	669.14	769.39	816.65	972.44	1215.78
增长率 (YOY)	-1.72%	-41.28%	14.98%	6.14%	19.08%	25.02%
占总销售额比重	84.45%	81.34%	91.59%	93.58%	94.02%	94.63%
占主营业务利润比重	86.29%	93.54%	91.94%	92.81%	94.42%	95.48%
其他材料	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入 (百万元)	740.30	889.98	359.39	287.52	287.52	287.52
增长率 (YOY)	-13.91%	20.22%	-59.62%	-20.00%	0.00%	0.00%
毛利率	24.46%	5.19%	18.76%	22.00%	20.00%	20.00%
销售成本 (百万元)	559.25	843.80	291.99	224.26	230.01	230.01
增长率 (YOY)	-19.35%	50.88%	-65.40%	-23.19%	2.56%	0.00%
毛利 (百万元)	181.05	46.18	67.41	63.25	57.50	57.50
增长率 (YOY)	8.80%	-74.49%	45.95%	-6.16%	-9.09%	0.00%
占总销售额比重	15.55%	18.66%	8.41%	6.42%	5.98%	5.37%
占主营业务利润比重	13.71%	6.46%	8.06%	7.19%	5.58%	4.52%
合计	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入 (百万元)	4761.19	4770.16	4273.36	4475.46	4810.50	5353.25
增长率 (YOY)	-2.33%	0.19%	-10.41%	4.73%	7.49%	11.28%
销售成本 (百万元)	3440.62	4054.84	3436.56	3595.56	3780.55	4079.97
毛利 (百万元)	1320.57	715.32	836.80	879.90	1029.94	1273.28
平均毛利率	27.74%	15.00%	19.58%	19.66%	21.41%	23.79%

资料来源: 公司 2011、2012、2013 年报、2014 中报, 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

焦娟：纺织服装行业高级分析师  
唐苓：纺织服装行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：森马服饰、美邦服饰、富安娜、罗莱家纺、梦洁家纺、探路者、朗姿股份、卡奴迪路、七匹狼、九牧王、报喜鸟、奥康国际、鲁泰 A、百隆东方、华孚色纺、航民股份、美盛文化、浔兴股份、天华超净

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。