



Research and  
Development Center

# 越南产能持续扩张，色纺纱龙头配置价值凸显

—百隆东方(601339.SH) 首次覆盖报告

2023年5月6日

张燕生 化工行业首席分析师

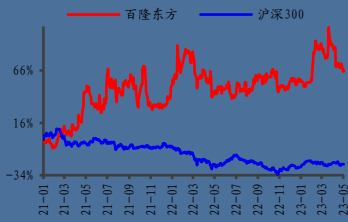
S1500517050001

zhangyansheng@cindasc.com

汲肖飞 纺服行业首席分析师

S1500520080003

jixiaofei@cindasc.com

**证券研究报告**
**公司研究**
**首次覆盖报告**
**百隆东方 (601339. SH)**
**投资评级 买入**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价 (元)	6.00
52 周内股价波动区间 (元)	5.40-7.59
最近一月涨跌幅 (%)	-3.54
总股本 (亿股)	15.00
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	90.00

资料来源：万得，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO., LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

**越南产能持续扩张，色纺纱龙头配置价值凸显**

2023 年 5 月 6 日

**本期内容提要：**

◆**色纺纱龙头海外产能不断扩张，股权激励计划彰显公司信心。**公司是一家以色纺纱的研发、生产和销售为主要业务的企业，2012 年上市。2013 年公司子公司百隆（越南）成立，并开始一期及二期项目建设，2022 年末越南地区总产能达 118 万锭，约占公司全部产能的 70%，百隆（越南）扩建 39 万锭纱线项目已于 2022 年 8 月投产第一个 8 万锭车间，31 万锭越南新产能在建。2021 年公司发布股权激励计划，分 2021-2023 年三期实施，行权条件分别为营业收入不低于 63/64/65 亿元或纱线销售量不低于 21/22/23 万吨。经 20 多年的积累，公司推出的色纺纱色号已超过 5000 个，主要分为经典花纱、创新系列、流行颜色和 EcoFRESH 系列，基本覆盖所有流行色，累计发布流行色卡集 73 套，在行业具有重要地位。

◆**色纺纱渗透率不断提高，贸易摩擦改变海内外棉纺织品供需格局。**色纺纱又称有色纤维纺纱，是先将纤维染色，然后将两种及两种以上不同色泽或不同性能的纤维混合纺制成纱。色纺纱可以缩短后续加工企业的生产流程，降低生产成本，突破性解决传统的行业污染较高的问题，降低能源消耗和环境污染，因此具有较高的附加值。2009 年国内色纺纱产能约 500 万锭，在纺纱总产能中占比约 4.5%。2019 年国内色纺纱产能已超 1000 万锭，占纺纱行业总产能的 8% 以上，成为纱线主要品种之一。新疆棉事件以来，美国全产业链、全球性、持续性限制新疆棉及新疆棉产品，国内外棉纺织市场随之出现分化，色纺纱部分国内企业被列在美国“实体清单”中，贸易摩擦给海外带来色纺纱产能缺口。

◆**高壁垒、高成长、高分红，在海内外棉花供需格局被贸易摩擦改变的背景下，公司有望凭借海外越南工厂迅速成长，并充分与股东分享。**我们基于以下原因，认为未来公司盈利有望高于市场预期。**第一，美国贸易制裁带来海外供需缺口。**市场预期 23 年海外订单受欧美经济影响而下滑，而我们认为公司受益于国内产能被制裁产能缺口订单，随着公司越南产能释放公司 23 年订单有望实现增长。**第二，周期性减弱，盈利能力增强。**市场预期公司利润率受棉花价格影响而处于低位，而我们认为海外棉花价格稳定，同时公司受益于海外供需格局利润率保持稳定。**第三，公司每年保持高分红，充分与股东分享成长收益。**自 2012 年上市至 2021 年进行了 10 次分红，累计实现净利润 62 亿元，已实施现金分红 10 次，累计现金分红 24 亿元，分红率 38.70%。2023 年 4 月公司公告称拟现金分红 7.41 亿元，分红率 47.41%。**第四，公司产能布局等多方面优于国内友商。**从产能布局方面来看，公司产能以越南为主，而越南出口相较于国内有着天然的优势；从纱线单位成本来看，公司克服了周期性波动，单位成本基本持续下降。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别达到 57.24 亿元、65.99 亿元、69.35 亿元，同比增速分别为 -18.1%、15.3%、5.1%，归属母公司股东的净利润分别为 12.47 亿元、15.38 亿元、16.53 亿元，同比增速分别为 -20.2%、23.4%、7.5%，2023-2025 年摊薄 EPS 分别达到 0.83 元、1.03 元和 1.10 元，当前股价对应 2023PE 为 7.22。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**风险因素：**产能建设不如预期的风险；下游需求大幅下降的风险；原材料价格大幅上涨的风险

主要财务指标 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,774	6,989	5,724	6,599	6,935
同比(%)	26.7%	-10.1%	-18.1%	15.3%	5.1%
归属母公司净利润	1,371	1,563	1,247	1,538	1,653
同比(%)	274.5%	14.0%	-20.2%	23.4%	7.5%
毛利率(%)	26.2%	26.9%	24.6%	25.0%	25.1%
ROE(%)	15.2%	15.5%	11.0%	12.0%	11.4%
EPS (摊薄)(元)	0.91	1.04	0.83	1.03	1.10
P/E	6.57	5.76	7.22	5.85	5.45
P/B	1.00	0.90	0.80	0.70	0.62

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价

## 目录

投资聚焦	6
公司基本情况	7
(一) 公司简介	7
(二) 公司经营情况	9
色纺纱降本增效渗透率不断提升，新疆棉事件带来格局改变	11
(一) 色纺纱基本介绍	11
1. 色纺纱在色彩、手感等发光面有多项优点，国内外流行	11
2. 色纺纱减少后续加工流程，减少污染，降低生产成本	11
(二) 色纺纱市场规模不断增长	12
1. 近年来国内色纺纱在棉纺织业中的渗透率不断提高，市场规模不断扩大	12
2. 国内纺织业趋于平稳，美国进口服装市场仍在增长	12
3. 全球色纺纱产能主要集中在我国，目前形成双寡头格局	12
4. 色纺纱与棉价周期关联度较高，海外棉花棉纱价差更大	13
(三) 新疆棉花受美国贸易制裁	15
1. 全产业链、全球性、持续性限制新疆棉	15
2. 纺织服装生产重心加速流向东南亚	16
高壁垒、高成长、高分红，公司配置价值凸显	17
(一) 美国贸易制裁带来海外供需缺口	17
(二) 周期性减弱，盈利能力增强	18
(三) 需求回暖，订单持续增长	18
(四) 每年保持高分红，充分与股东分享公司成长收益	19
(五) 产品成本等多方面优于国内友商	19
投资评级	20
(一) 盈利预测	20
(二) 相对估值	21
风险因素	22

## 表目录

表 1: 百隆东方与华孚时尚主要情况对比	13
表 2: 2020 年 5 月美国对中国制裁实体清单	17
表 3: 关键假设	20
表 4: 盈利预测	20
表 5: 相对估值	21

## 图目录

图 1: 公司发展历程	7
图 2: 公司经典花纱产品	7
图 3: 公司创新系列产品	7
图 4: 公司股权结构图 (截至 2022 年报)	8
图 5: 公司营业收入 (亿元) 及增长情况	9
图 6: 公司归母净利润 (亿元) 及增长情况	9
图 7: 公司净资产收益率 (摊簿) 和总资产报酬率 (%)	9
图 8: 公司销售毛利率和净利率 (%)	9
图 9: 公司费用率 (%)	10
图 10: 公司资产负债率 (%)	10
图 11: 公司产能 (万锭)	10
图 12: 公司国内外毛利率对比	10
图 13: 色纺纱生产工艺流程 (染色&纺纱)	11
图 14: 色纺纱与同类产品流程差异	11
图 15: 2010-2019 年我国色纺纱市场规模变化	12
图 16: 我国及美国纺织服装业发展情况 (亿元)	12
图 17: 2019 年我国色纺纱行业竞争格局	13
图 18: 国内外棉价及价差 (元/吨)	14
图 19: 国内棉价、棉纱价格及价差 (元/吨)	14
图 20: 国外棉价、棉纱价格及价差 (元/吨)	15
图 21: 2022 年各地区棉花产量 (百万包) 及占比情况	16
图 22: 中国纺织品出口金额及同比 (亿美元, %)	16
图 23: 越南纺织品出口金额及同比 (亿美元, %)	16

图 24: 国内外棉纱价差 (元/吨) 及公司净利率 .....	18
图 25: 越南出口美国的纺织服装商品金额 (亿美元) .....	18
图 26: 公司现金分红情况 .....	19
图 27: 百隆东方及华孚时尚产能分布 .....	19
图 28: 纱线单位成本 (元/吨) .....	19

## 投资聚焦

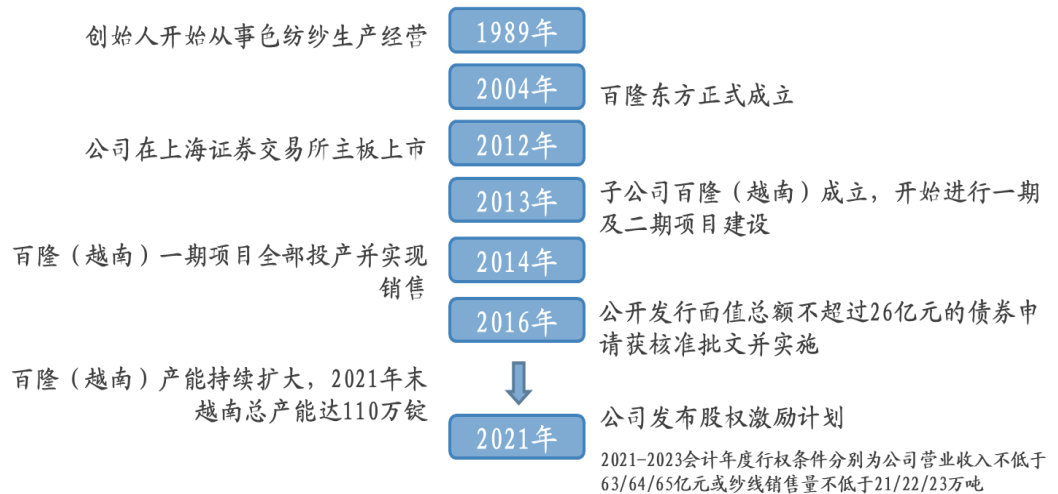
市场对新疆棉事件后期全球色纺纱行业格局的认识可能存在不足，导致市场低估了公司议价能力和盈利能力的提升。2020年，华孚、溢达、泰达服饰、南京新一棉等纺织产业链公司被美国列入“实体清单”中，欧盟跟随美国。公司和华孚时尚是色纺纱行业双寡头，百隆东方（2022年）约168万锭产能，其中越南118万锭，占比约70%，华孚时尚（2022年）206万锭产能，其中越南29万锭，占比14%。自此，从棉花到成衣的纺织产业链开启“国内国外独立循环”的时期。受此影响，国内部分产能出口受阻。欧美服装进口量占全球服装进口量的50%以上，在全球服装需求中占比较重，我们认为海外由此产生色纺纱产能缺口。而公司近70%产能布局在越南，充分受益于2020年开始欧美制裁我国新疆棉及下游棉纱产品带来的超20%以上的供应缺口，对应公司产能翻倍增长空间。受益于供需缺口盈利能力从周期转为高盈利、高稳定性，未来有望通过抢占海外市场份额实现长期成长。

## 公司基本情况

### （一）公司简介

公司是一家以色纺纱的研发、生产和销售为主要业务的企业。企业创始人杨卫新先生于1989年开始从事色纺纱的生产经营，2004年正式将公司名称为“百隆东方”，经20多年的发展，公司已成为全球知名的色纺纱制造企业之一，并于2012年6月在上海证券交易所主板上市。2013年公司的子公司百隆（越南）成立，并开始一期及二期项目建设，2022年末越南地区总产能达118万锭，约占公司全部产能的70%。2021年，公司发布股权激励计划，分2021-2023年三期实施，行权条件分别为营业收入不低于63/64/65亿或纱线销售量不低于21/22/23万吨。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心

**色纺纱是公司的主要产品。**公司专注于经营各类色纺纱线，重视品牌的深度开发和产品创新，尤其注重绿色环保产品的研发与推广。经20多年的积累，公司推出的色纺纱色号已超过5000个，根据颜色不同，主要分为经典花纱、创新系列、流行颜色和EcoFRESH系列，基本覆盖所有流行色，累计发布流行色卡集73套。

图 2：公司经典花纱产品



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 3：公司创新系列产品

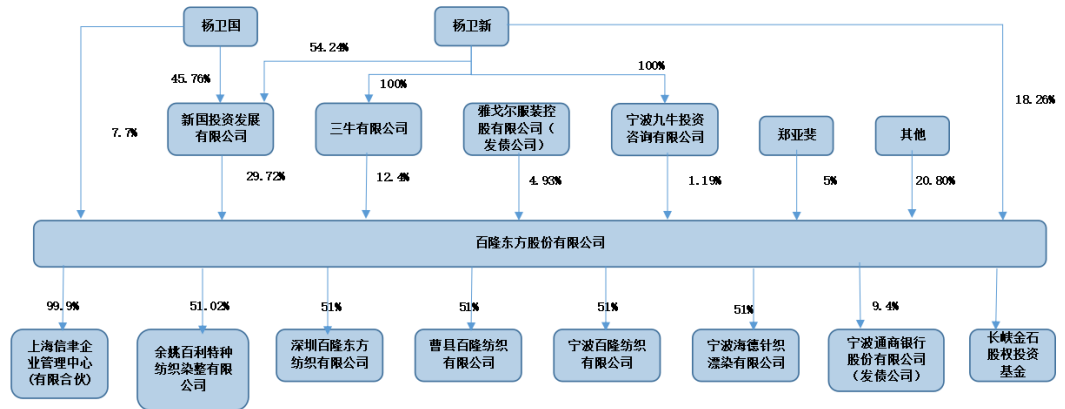


资料来源：公司官网，信达证券研发中心



股权结构方面，公司整体股权结构稳定。杨卫新、杨卫国兄弟为公司的实际控制人，杨卫新控股比例为 47.97%，杨卫国控股比例为 21.44%，共计 69.41%。其中杨卫新直接持股 18.26%，通过新国投资发展有限公司、三牛有限公司、宁波九牛投资咨询有限公司分别间接持股 16.12%、12.4%、1.19%；杨卫国直接持股 7.7%，通过新国投资发展有限公司间接持股 13.74%。公司其他主要股东还有雅戈尔服装控股有限公司，持股 3.14%，郑亚斐持股 5%。

图 4：公司股权结构图（截至 2022 年报）



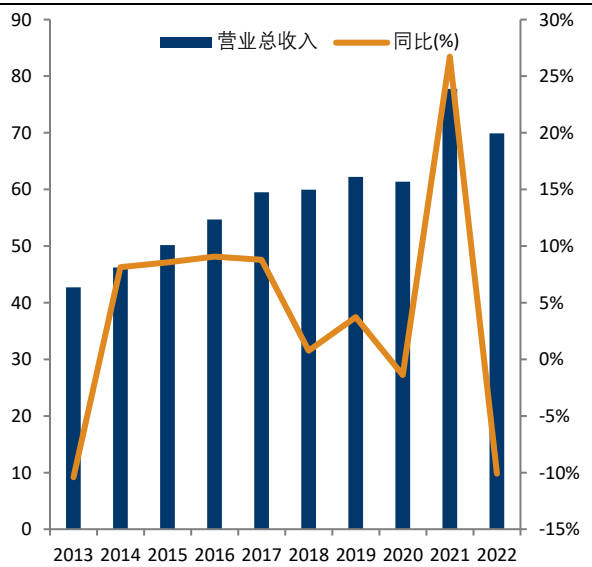
资料来源：ifind，信达证券研发中心



## （二）公司经营情况

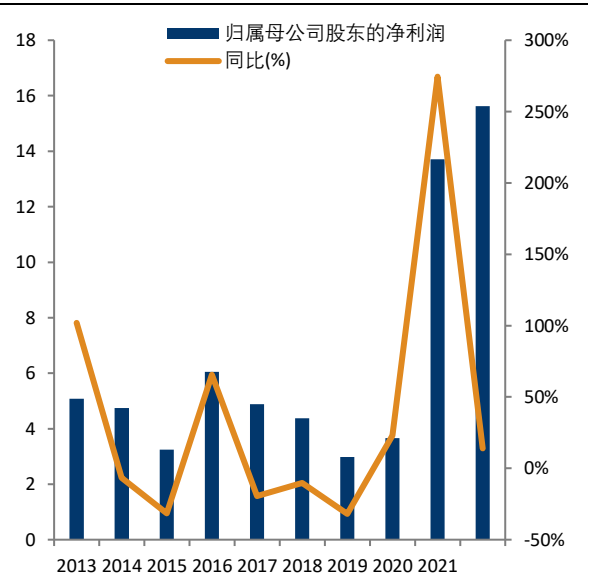
2022 年越南产能进一步释放且议价能力提升，公司利润在 2021 年高基数之上继续增长。2022 年公司收入 69.89 亿元，同比下滑 10.10%，归母净利润 15.63 亿元，同比增长 14.00%。2021、2022 年公司归母净利润取得大幅提升的主要原因有以下两点，首先，公司越南产能不断释放，至 2022 年底越南地区的产能达到 118 万锭，同时，在贸易制裁背景下，越南地区产品需求旺盛，工厂议价能力提升；第二，海内外在经历疫情之后，2021 年经济逐渐复苏，多项经济政策刺激消费背景下，需求向暖，棉价上行，公司受益于棉花低价库存，盈利能力提升。2022 年受去库存等因素影响，营业收入有小幅下降，但公司利润仍实现两位数增长，展现出盈利能力的稳定与韧性。

图 5：公司营业收入（亿元）及增长情况



资料来源：wind，信达证券研发中心

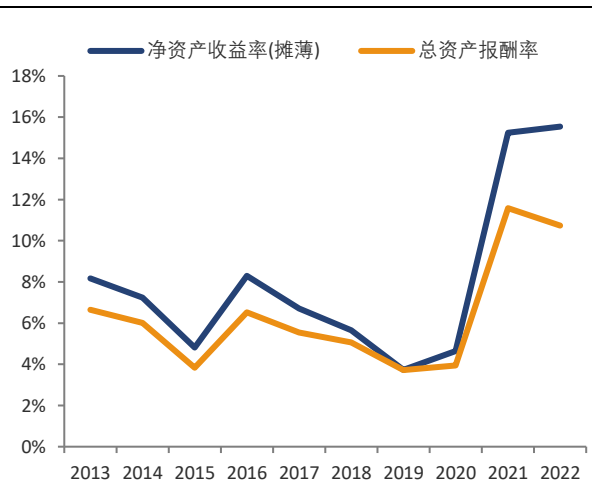
图 6：公司归母净利润（亿元）及增长情况



资料来源：wind，信达证券研发中心

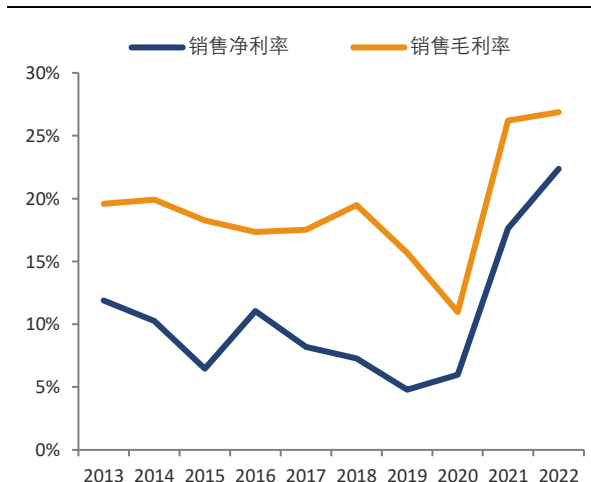
**成本控制优良，盈利能力近年大幅提升。**在公司 2021、2022 年归母净利润大幅增加的背景下，2021、2022 年公司 ROA、ROE 等均达到历史较佳水平。费用率方面，公司财务费用率稳定在 5% 以下，受汇率影响有一定波动；管理费用率整体保持在 6%-8%；销售费用率近几年一直小于 1%；研发费用率保持稳定，每年为 2% 左右。公司资产负债率长期维持在 30%-45%。

图 7：公司净资产收益率（摊薄）和总资产报酬率（%）

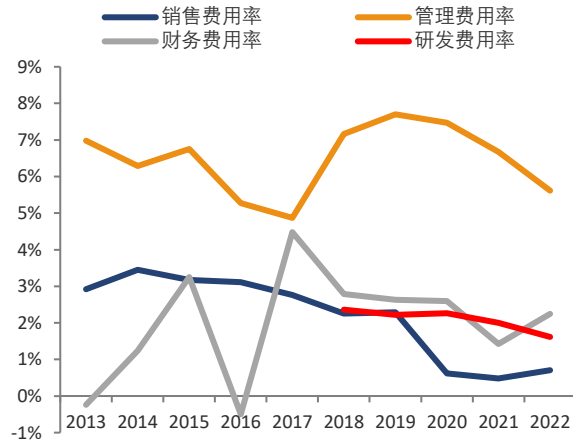


资料来源：wind，信达证券研发中心

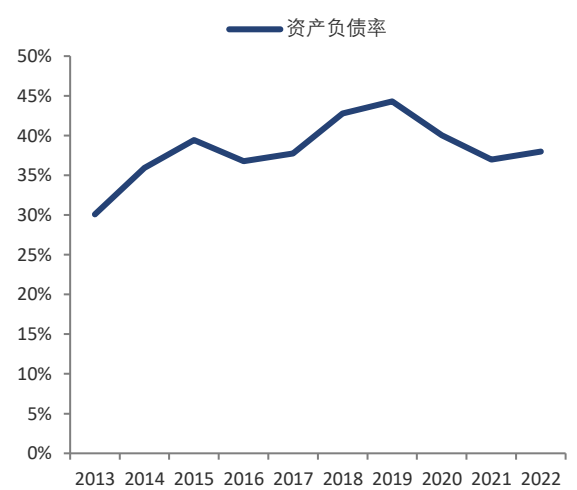
图 8：公司销售毛利率和净利率（%）



资料来源：wind，信达证券研发中心

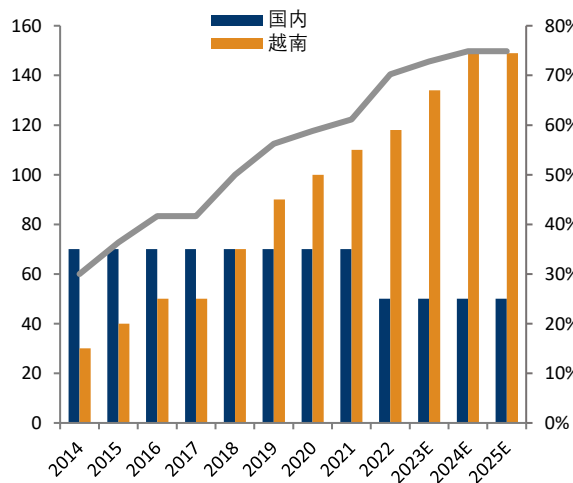
**图 9：公司费用率（%）**


资料来源：wind，信达证券研发中心

**图 10：公司资产负债率（%）**


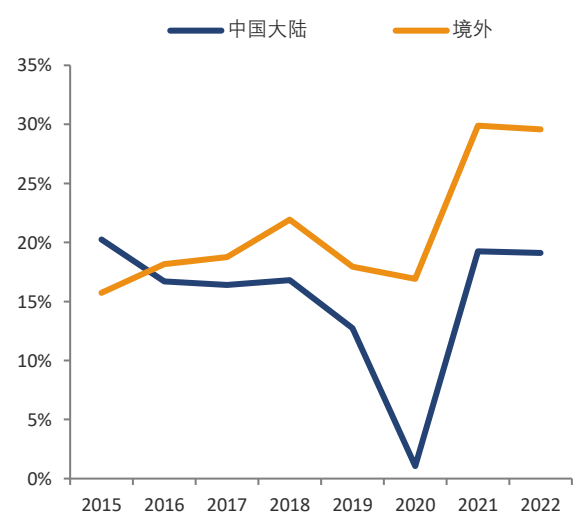
资料来源：wind，信达证券研发中心

公司是色纺纱领域全球龙头，所在产业链为：棉花→棉纱（色纺纱）→成衣生产→销售。2022年公司国内产能约50万锭，越南产能118万锭，预计2023-2024年将在越南分批投产31万锭新产能，进一步提升越南地区的产能。自2016年起，公司境外地区毛利率均超过中国大陆毛利率，且2020年-2022年毛利率差距扩大到10%以上，我们认为这与海内外竞争格局的变化有关，海外竞争格局相对更有利。

**图 11：公司产能（万锭）**


资料来源：wind，信达证券研发中心

注：2022年公司国内产能略有下滑，主要因是对低开工率产线的调整，我们认为对公司影响不大

**图 12：公司国内外毛利率对比**


资料来源：wind，信达证券研发中心

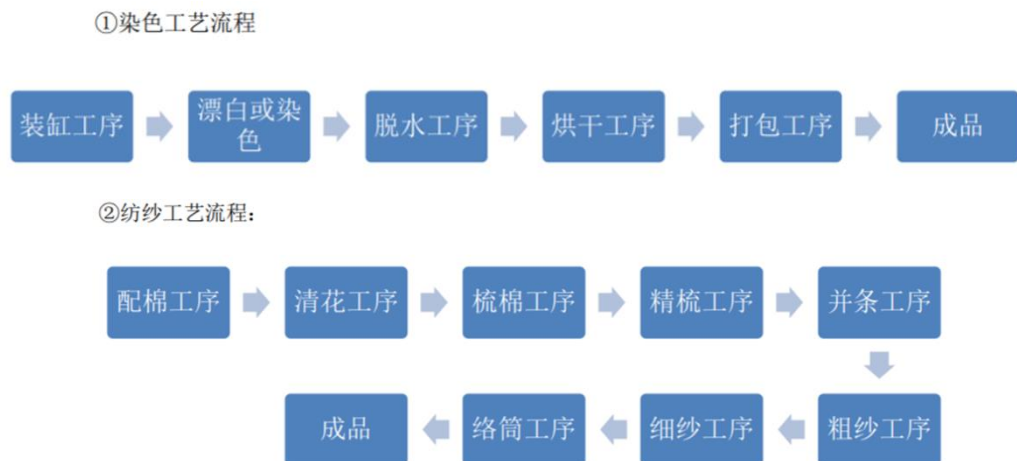
## 色纺纱降本增效渗透率不断提升，新疆棉事件带来格局改变

### （一）色纺纱基本介绍

#### 1. 色纺纱在色彩、手感等发光面有多项优点，国内外流行

色纺纱又称有色纤维纺纱，是先将纤维染色，然后将两种及两种以上不同色泽或不同性能的纤维混合纺制成纱。用色纺纱制成的面料具有多色彩、手感柔和、表面丰满、附加值高等优点。目前用色纺纱制成的针织物在国内外十分流行，消费群体正在逐渐壮大，因此针棉织行业对色纺纱的需求逐年上升。

图 13：色纺纱生产工艺流程（染色&纺纱）

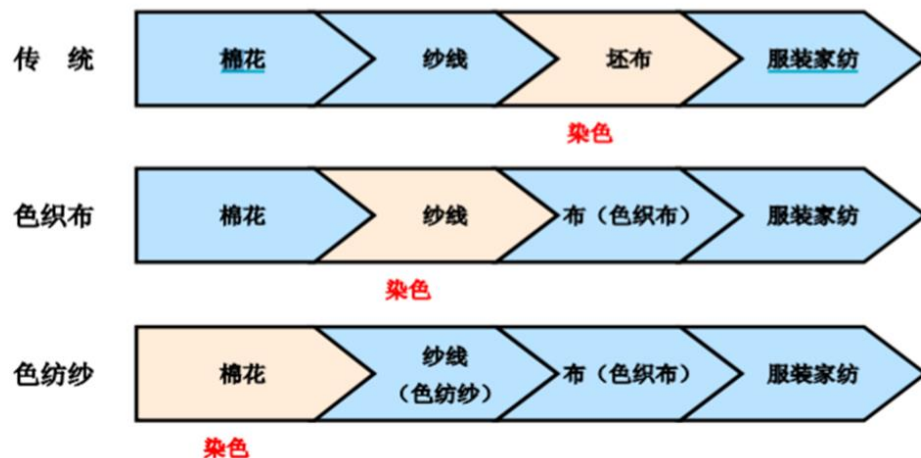


资料来源：百隆东方年报，信达证券研发中心

#### 2. 色纺纱减少后续加工流程，减少污染，降低生产成本

色纺纱行业出现在上世纪 80 年代以后，因其通过“先染色、后纺纱”的新技术手段，可以缩短后续加工企业的生产流程，降低生产成本，尤其是突破性地解决传统染整行业污染较高的问题，降低能源消耗和环境破坏，因此具有较高的附加值。相对于采用“先纺纱、后染色”的传统工艺，色纺纱有较强的竞争力和较好的市场前景。

图 14：色纺纱与同类产品流程差异



资料来源：百隆东方招股说明书，信达证券研发中心

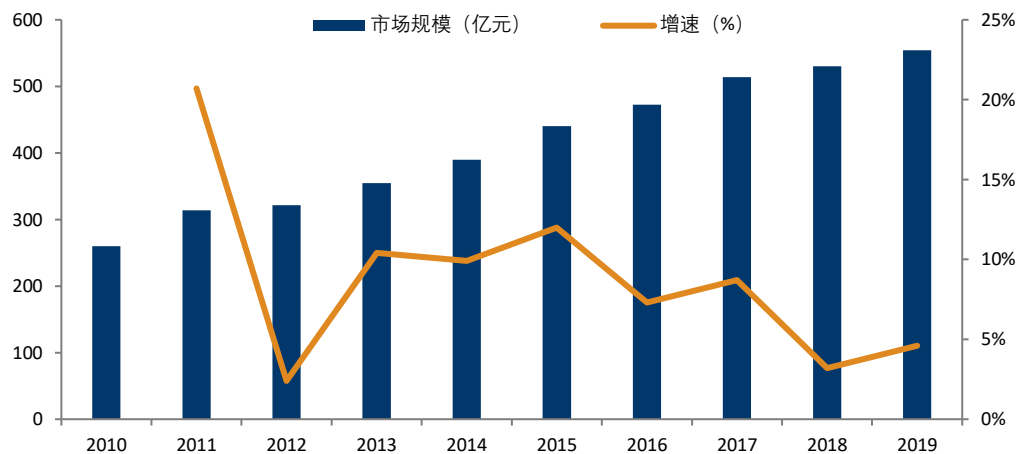
## （二）色纺纱市场规模不断增长

### 1. 近年来国内色纺纱在棉纺织业中的渗透率不断提高，市场规模不断扩大

2009年国内色纺纱产能约500万吨，在纺纱总产能中占比约4.5%。2019年国内色纺纱产能已超1000万吨，占纺纱行业总产能的8%以上，成为纱线主要品种之一。

2017年色纺纱市场规模突破500亿元，行业平均增速保持在8%以上。色纺纱应用领域已经从最初的内衣及针织T恤，拓展到运动户外服装、衬衫及西装正装、牛仔服装、家纺用品、童装、家居服饰、特种用途服装等多个领域，并有继续扩展的趋势。

图 15：2010-2019 年我国色纺纱市场规模变化

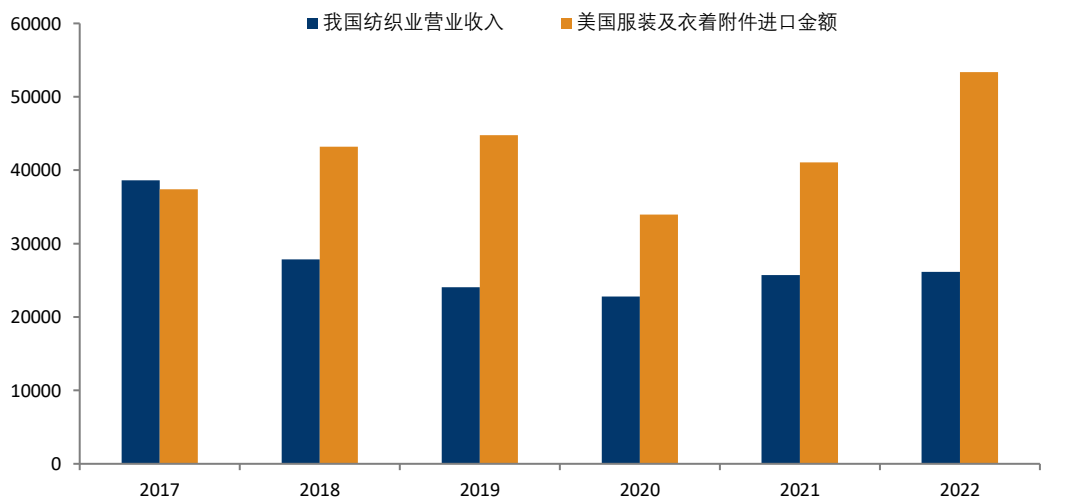


资料来源：华经情报网，信达证券研发中心

### 2. 国内纺织业趋于平稳，美国进口服装市场仍在增长

我国纺织业营业收入近年逐渐回落，2017年为38640亿元，2019年及以后基本在25000亿元附近波动。美国服装及衣着附件的进口金额除2020年出现同比下滑外，近年其余年份基本保持同比增长，2017-2022年均复合增长率为7.37%。

图 16：我国及美国纺织服装业发展情况（亿元）



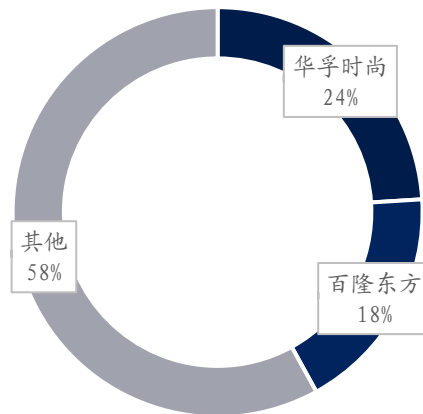
资料来源：wind，信达证券研发中心

### 3. 全球色纺纱产能主要集中在我国，目前形成双寡头格局

目前我国是全球最大的色纺纱生产地，截至 2020 年末，国内企业色纺纱产能占全球的 90% 以上，色纺纱生产区域遍布全国。

目前色纺纱产能前三大省为江苏、浙江、山东，包含华孚时尚、百隆东方等色纺纱头部生产企业。随着纺织产业集群规模的扩张，生产区域覆盖至新疆、安徽、河南等多个地区，涌现了众多产能为 3 万~5 万锭的中小规模色纺企业，同时大量棉纺企业增设色纺车间以实现纱线产品的高品质及种类的多样性。近年来，江阴美纶、江苏康妮、山东联润、湖州威达等诸多优秀色纱企业的发展也提高了色纺行业的整体竞争力。

图 17：2019 年我国色纺纱行业竞争格局



资料来源：华经情报网，信达证券研发中心

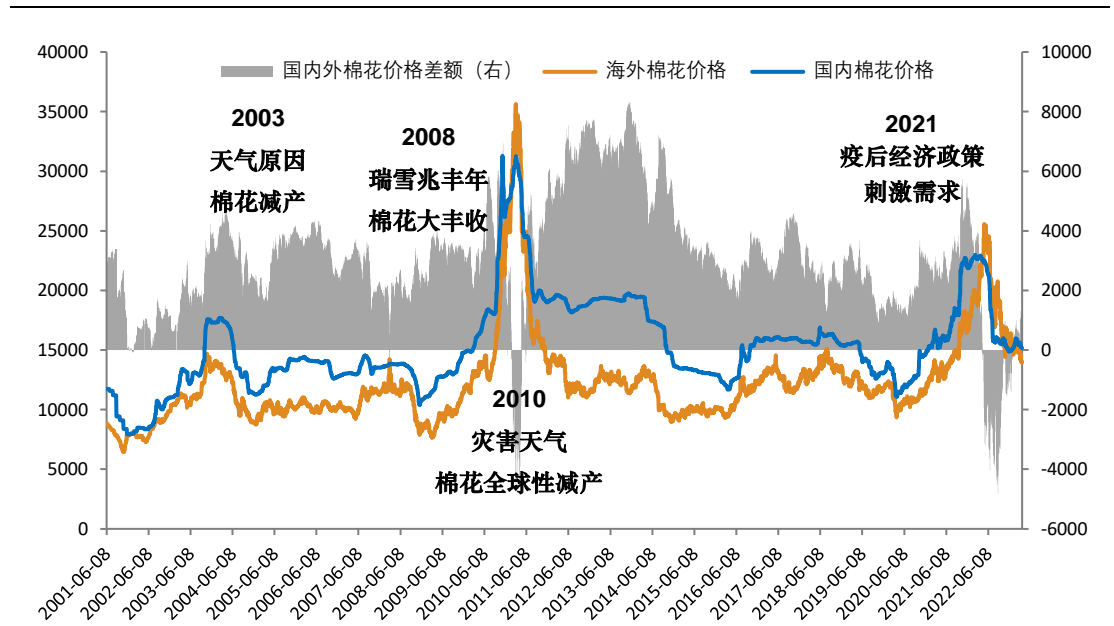
表 1：百隆东方与华孚时尚主要情况对比

名称	收入 (亿元)	净利润 (亿元)	各业务收入占比	各地区收入占比	产能
百隆东方 (2022 年)	69.89	15.63	色纺纱：51.96% 坯纱：39.72%	境内：25.88% 境外：74.12%	产能 168 万锭，其中越南 118 万锭，国内 50 万锭。未来越南新增 31 万锭。
华孚时尚 (2022 年)	144.60 (其中 纱线 59.77)	-3.65	纱线：41.34% 其他：58.66%	境内：88.28% 境外：11.73%	产能 206 万锭，其中越南 29 万锭，国内 177 万锭。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

#### 4. 色纺纱与棉价周期关联度较高，海外棉花棉纱价差更大

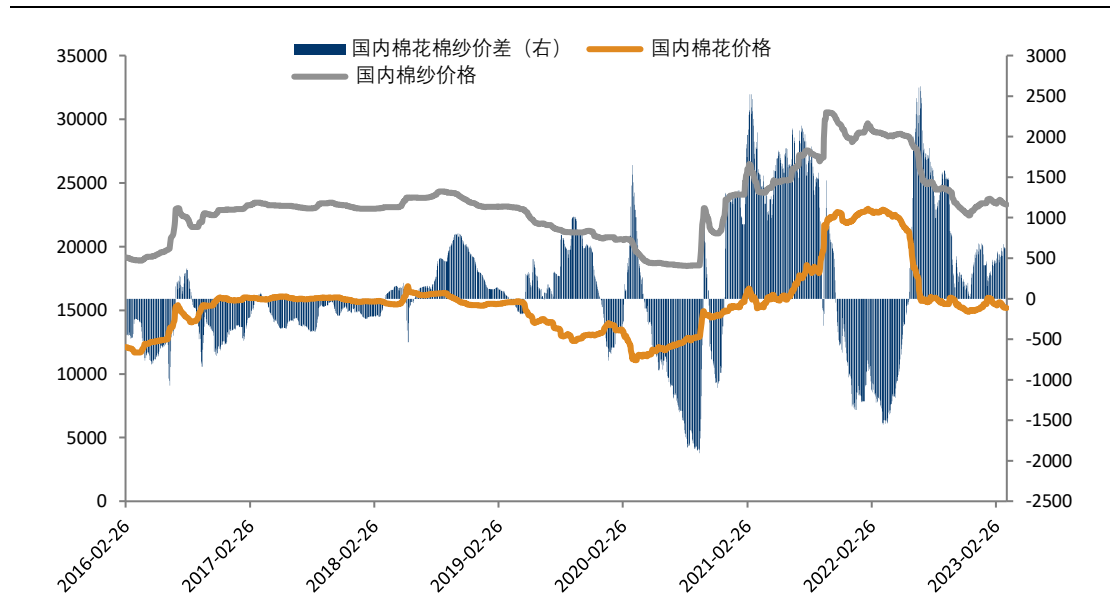
棉花价格变动主要由天气、下游需求、经济和政策等影响。历史来看，2003 年棉价上涨是因为天气原因导致的产量下降以及下游用棉需求量增加；2008 年“瑞雪兆丰年”导致棉花产量增加，且金融危机下服装需求受影响，棉花价格下降；2009-2010 年由于棉花供不应求叠加资本炒作，价格暴涨，2011 年下半年需求趋弱，受欧债危机和美国经济复苏乏力的影响，下游的纺织服装行业的不景气使得棉花需求开始走弱，供需关系扭转。2021 年由于棉花需求增加而供给不足以及全球通胀等因素，棉价再次暴涨，2022 年终端需求持续低迷，下游纺织企业订单不足，产品库存累升，纺织企业降负荷生产，棉价下跌。

**图 18：国内外棉价及价差（元/吨）**


资料来源：wind，信达证券研发中心

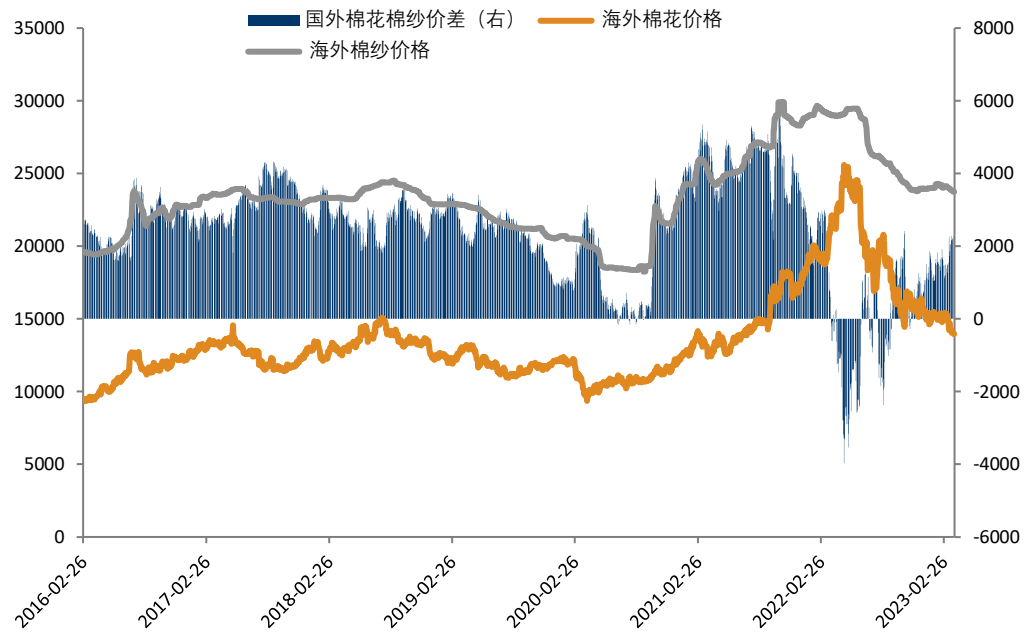
一般情况下，国内的棉花价格要高于海外，价差中枢约 3000 元/吨，主要由于国内机械化程度较低、生产成本较高等因素。国内外棉花价格走势大致相同，但是有几个时间点，内棉价格低于国外。2011 年海外棉价反超国内，主要由于棉花价格上行周期中，国内出台有力调控政策。2022 年海外棉价再次反超国内，主要由于美国制裁新疆棉，国内棉花需求有所减少。

在棉价上涨的初期，下游产品价格通常会同步上涨，多数棉纺企业毛利率亦有所提升，利润增幅将显著高于收入增长，造成这一现象的主要原因在于多数棉纺企业存有低价原材料、产成品库存。

**图 19：国内棉价、棉纱价格及价差（元/吨）**


资料来源：wind，信达证券研发中心



**图 20：国外棉价、棉纱价格及价差（元/吨）**


资料来源：wind，信达证券研发中心

### （三）新疆棉花受美国贸易制裁

#### 1. 全产业链、全球性、持续性限制新疆棉

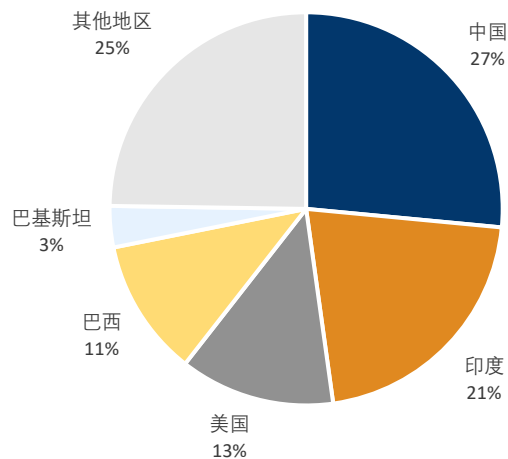
BCI (The Better Cotton Initiative) 在 2020 年 10 月 21 日宣布：决定暂停在新疆发放 BCI 棉花许可证。有多家参加 BCI 的外国企业因此叫嚣抵制新疆棉花及制品，其中包含 H&M。2021 年 3 月 24 日 H&M 集团在其官网发布的一份声明引发大量国内消费者关注，H&M 集团拒绝使用来自新疆的棉花作为原材料，并以所谓的“强迫劳动”为借口，提出“抵制新疆棉花和纺工厂”的口号。2021 年 3 月后阿迪达斯、耐克、巴宝莉、新百伦等知名品牌都发表类似言论，其中耐克的官方声明明确表示，**不仅公司不使用新疆棉花，更要求合作的供应商自查不能用新疆的棉花。**

据 BCI 官网显示，该组织将中国新疆棉花认定为“强制劳动与侵犯人权”的产物。而一众国际品牌如 H&M、彪马、耐克、优衣库等都遵循 BCI 倡议，宣称就所谓的“强制劳动”与中国新疆棉纺供应企业中中断商业合作。**就此，美国政府通过 BCI 的决定，将对新疆棉花的禁令扩展到全球。**

2021 年 12 月美国总统拜登签署了《防止强迫维吾尔人劳动法》，以防止新疆商品流入美国市场。《防止强迫维吾尔人劳动法》包含一项核心概念为“可反驳的推定”的制度，意即除非得到美国当局的无强迫劳动认证，否则一律推定凡在新疆制造的产品均使用强迫劳动并禁止进口。《防止强迫维吾尔人劳动法》中明确指出，“可反驳的推定”条款将在法案颁布 180 日之后，即 6 月 21 日正式生效。**2022 年 6 月份开始，美国海关会针对从中国进口的棉制产品加强查验，无论是何种贸易条款 (LDP/FOB/CIF 等)，海关均可直接扣押货物。**

从 2022 年全球棉花产量来看，我国棉花产量占全球的 27%，我国棉花主要以新疆棉为主。美国制裁新疆棉，极大地改变了国内外棉纺织业供需格局。

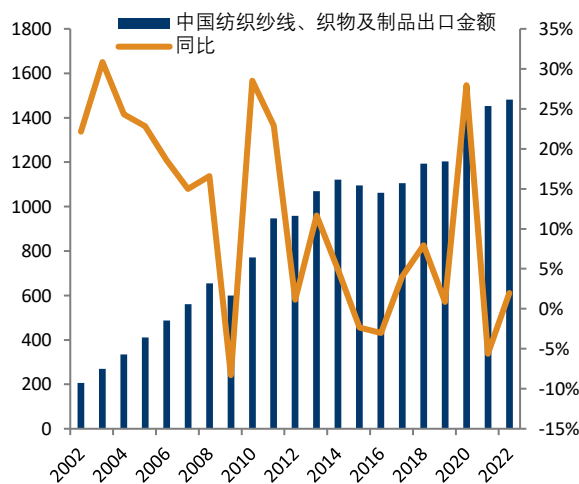


**图 21：2022 年各地区棉花产量（百万包）及占比情况**


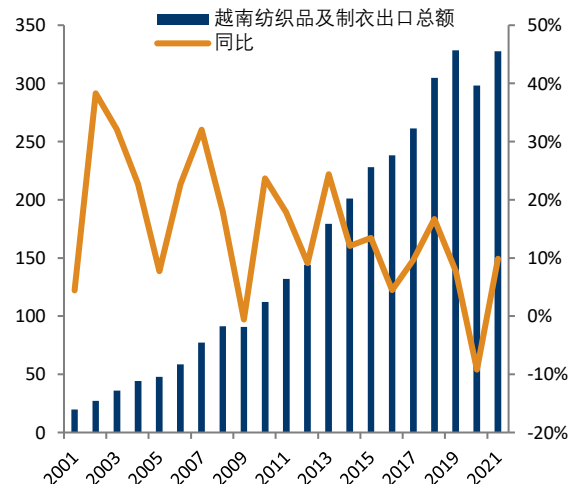
资料来源：wind，信达证券研发中心

## 2. 纺织服装生产重心加速流向东南亚

中国纺织纱线、织物及制品出口金额在 2013-2019 年表现平缓，同比增速为 10% 以下，2020 年为 27.97%，2021 年为 -5.64%。与国内相反，越南地区有着较低的生产成本、充足的劳动力资源、优惠的招商政策以及出口关税优惠，在纺织品出口方面具有明显优势，是纺织服装厂商的主要流向地。越南纺织品及制衣出口金额在 2019 年以前迅速增长，2020 年同比增速为 -9.20%，2021 年为 +9.86%。2020 年国内外疫情态势不同，导致国内进出口金额猛增，2021 年海外恢复，国内在高基数和纺服产业链流出中国的趋势下出现回落。

**图 22：中国纺织品出口金额及同比（亿美元，%）**


资料来源：wind，信达证券研发中心

**图 23：越南纺织品及制衣出口金额及同比（亿美元，%）**


资料来源：wind，信达证券研发中心

## 高壁垒、高成长、高分红，公司配置价值凸显

### （一）美国贸易制裁带来海外供需缺口

订单方面，市场预期 2023 年海外订单受欧美经济影响而下滑，而我们认为公司受益于国内产能被制裁带来的产能缺口，订单将随着公司越南产能释放有望增长。

我国是全球最大的色纺纱生产地，2020 年末国内企业色纺纱产能占全球的 90%以上。公司和华孚时尚是色纺纱行业双寡头，公司（2022 年）拥有 168 万锭产能，其中越南地区 118 万锭，占比 70%，华孚时尚（2022 年）拥有 206 万锭产能，其中越南地区 29 万锭，占比 14%。2020 年，华孚、溢达、泰达服饰、南京新一棉等纺织产业链公司被美国列入“实体清单”中，欧盟跟随美国制裁新疆棉。自此，从棉花到成衣的纺织产业链开启“国内国外独立循环”的时期。受此影响，国内部分产能出口受阻。欧美服装进口量占全球服装进口量的 50%以上，在全球服装需求中占比较重，我们认为海外由此产生色纺纱产能缺口。而公司近 70%产能布局在越南，充分受益于 2020 年开始欧美制裁我国新疆棉及下游棉纱产品带来的供应缺口，对应公司产能翻倍增长空间。受益于供需缺口盈利能力从周期转为高盈利、高稳定性，未来有望通过抢占海外市场份额实现长期成长。

表 2：2020 年 5 月美国对中国制裁实体清单

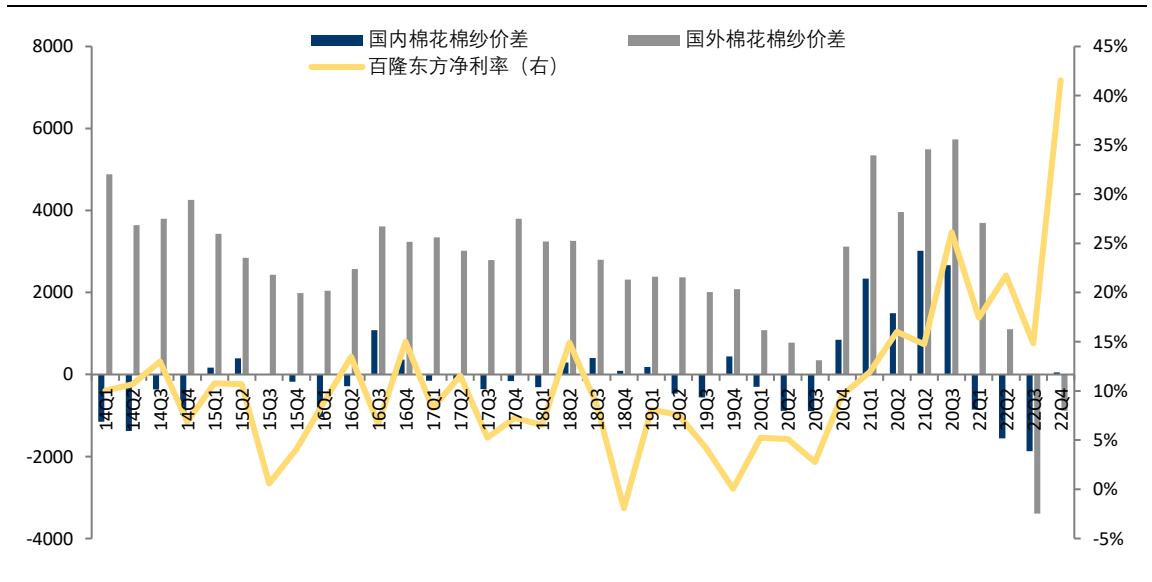
序号	实体	序号	实体
1	中国公安部法医研究所	18	哈尔滨创越科技有限公司
2	阿克苏华孚色纺有限公司	19	昆海创新研究院
3	云从科技	20	哈尔滨工程大学
4	烽火科技集团及其子公司	21	哈尔滨工业大学
5	南京烽火星空通信发展有限公司	22	哈尔滨蕴力达科技开发有限公司
6	东方网力科技有限公司	23	精纳科技有限公司
7	深网视界科技有限公司	24	快急送物流有限公司
8	云天励飞科技有限公司	25	顶峰多尺度科学研究所
9	上海银晨智能识别科技有限公司	26	奇虎 360 科技有限公司
10	北京达闼科技	27	上海诺瓦仪器有限公司
11	北京云计算中心	28	四川鼎澄物资贸易公司
12	北京锦程环宇科贸	29	四川新天元科技有限公司
13	北京高压科学研究中心	30	奇虎 360 科技公司
14	成都太科光电有限责任公司	31	四川图斯克进出口贸易公司
15	中国九原贸易公司	32	砺剑天眼科技有限公司
16	香港达闼科技	33	复旦大学副教授朱剑进
17	达闼科技		

资料来源：美国商务部，信达证券研发中心

## （二）周期性减弱，盈利能力增强

市场预期公司利润率受棉花价格影响而处于低位，而我们认为海外棉花价格稳定，同时公司受益于海外供需格局利润率保持稳定。2022 年国内海外的棉纱棉花价差均在走低，行业景气度回落，公司在这样的背景下仍能保持较高的净利率，与行业的周期相关性减弱，盈利能力已经体现出了明显增强。

图 24：国内外棉纱价差（元/吨）及公司净利率

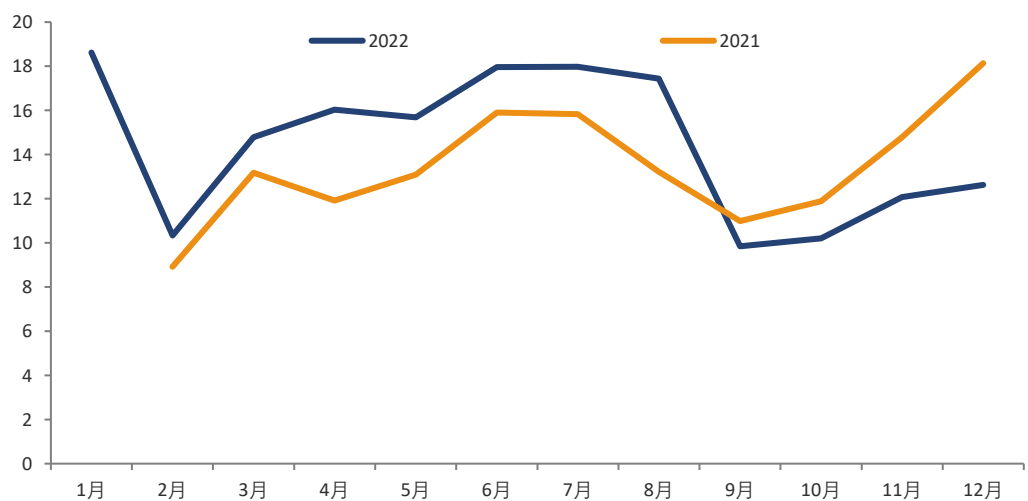


资料来源：wind，信达证券研发中心；

## （三）需求回暖，订单持续增长

在 22 年 Q3 开始美国去库存影响下，公司订单短期下滑。22Q4 开始去库存逐步结束，下游订单持续回暖。越南海关统计的出口数据中，纺织服装产品在 2022 年 6 月出口美国 \$1.8B，9 月锐减到不足 10 亿美元，而 12 月份反弹到 13 亿美元。叠加国内在 2022 年四季度疫情防控政策调整，需求有望迎来复苏，我们预计公司 2023 年国内、国外订单均有望持续提升。

图 25：越南出口美国的纺织服装商品金额（亿美元）

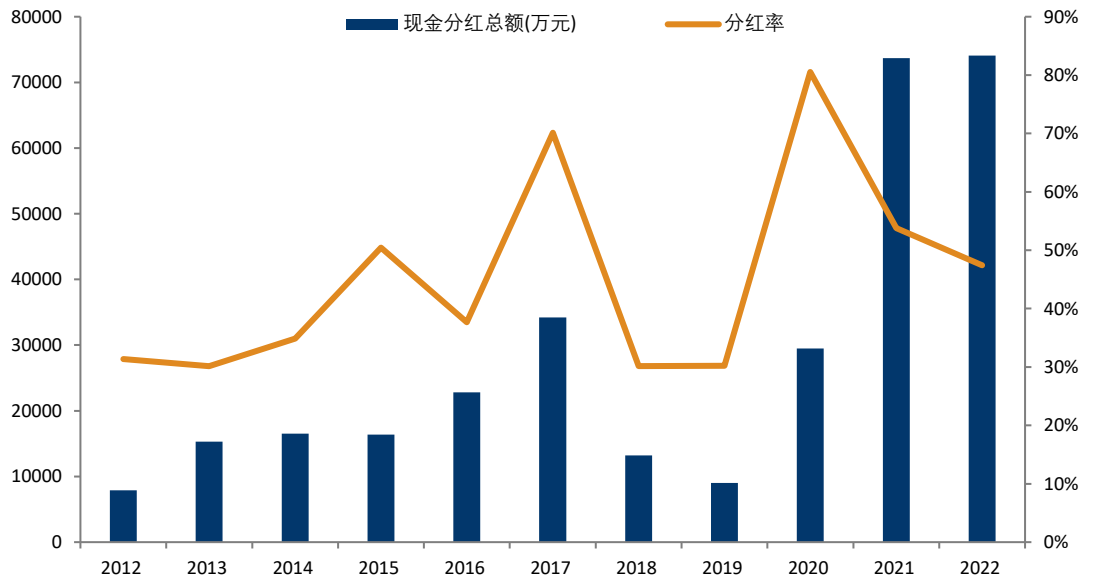


资料来源：wind，信达证券研发中心

#### （四）每年保持高分红，充分与股东分享公司成长收益

自 2012 年上市至 2021 年，公司进行了 10 次分红，累计实现净利润 62 亿元，已实施现金分红 10 次，累计现金分红 24 亿元，分红率 38.70%。2023 年 4 月公司公告称拟现金分红 7.41 亿元，分红率 47.41%。公司保持持续、高比例的分红，展现出公司的长期投资价值。

图 26: 公司现金分红情况

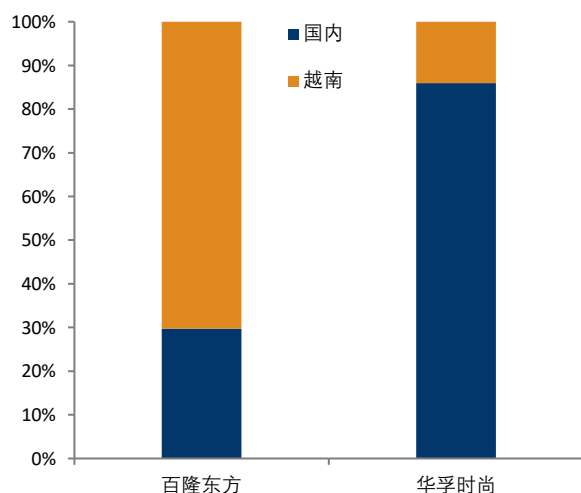


资料来源: wind, 信达证券研发中心

#### （五）产品成本等多方面优于国内友商

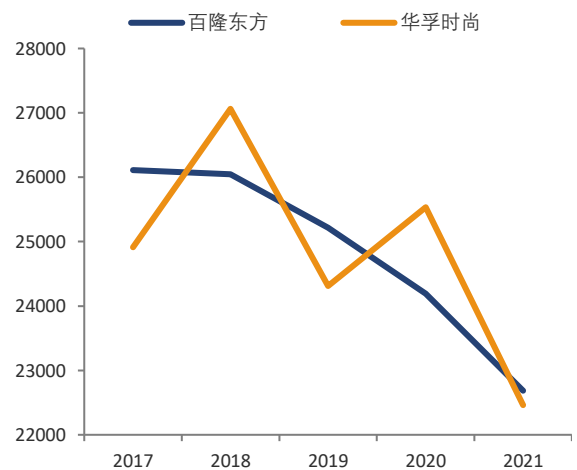
我们将公司与国内友商华孚时尚进行对比。从产能布局方面来看，公司的产能以越南为主，而华孚时尚以国内为主，而越南出口相较于国内有着天然的优势；从纱线单位成本来看，2017 年-2021 年公司克服了周期性波动，单位成本基本持续下降。

图 27: 百隆东方及华孚时尚产能分布（2022 年）



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 28: 纱线单位成本（元/吨）



资料来源: wind, 信达证券研发中心

## 投资评级

### （一）盈利预测

基于公司的产品扩张计划及行业格局，我们做出了以下关键假设：

产能方面，我们预计公司的 2023-2025 年的产能将分别为 27.60 万吨、29.85 万吨和 29.85 万吨，销量分别为 19.83 万吨、22.75 万吨、23.87 万吨，产品单价分别为 28865 元/吨、29011 元/吨、29057 元/吨。毛利率方面，我们预计主要产品毛利率稳中有增，预计 2023-2025 年，公司毛利率分别达到 24.62%、24.95%、25.05%。

表 3: 关键假设

报告期	2021 年报	2022 年报	2023E	2024E	2025E
产能 (万吨)	27.00	25.20	27.60	29.85	29.85
开工率	91.30%	70.23%	71.85%	76.21%	79.95%
销量 (万吨)	24.65	17.70	19.83	22.75	23.87
单价 (元/吨)	31,538	39,489	28,865	29,011	29,057
收入 (万元)	777,408	698,906	572,400	659,925	693,450
毛利率	26.21%	26.87%	24.64%	24.95%	25.05%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别达到 57.24 亿元、65.99 亿元、69.35 亿元，同比增速分别为-18.1%、15.3%、5.1%，归属母公司股东的净利润分别为 12.47 亿元、15.38 亿元、16.53 亿元，同比增速分别为-20.2%、23.4%、7.5%，2023-2025 年摊薄 EPS 分别达到 0.83 元、1.03 元和 1.10 元，当前股价对应 2023PE 为 7.22。

表 4: 盈利预测

主要财务指标 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,774	6,989	5,724	6,599	6,935
同比(%)	26.7%	-10.1%	-18.1%	15.3%	5.1%
归属母公司净利润	1,371	1,563	1,247	1,538	1,653
同比(%)	274.5%	14.0%	-20.2%	23.4%	7.5%
毛利率(%)	26.2%	26.9%	24.6%	25.0%	25.1%
ROE(%)	15.2%	15.5%	11.0%	12.0%	11.4%
EPS (摊薄)(元)	0.91	1.04	0.83	1.03	1.10
P/E	6.57	5.76	7.22	5.85	5.45
P/B	1.00	0.90	0.80	0.70	0.62

资料来源：wind，信达证券研发中心；股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价

## （二）相对估值

我们选取了同行业公司进行相对估值，2023-2024 年可比公司平均市盈率(wind 一致预期)分别为 9.66、7.72 倍，公司 PE 低于可比公司平均市盈率。伴随着公司越南工厂产能不断释放，未来公司业绩增长有较大空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 5: 相对估值**

代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE	
			23E	24E
000726.SZ	鲁泰 A	52.20	6.66	5.82
002042.SZ	华孚时尚	54.08	10.86	7.98
603558.SH	健盛集团	31.61	11.46	9.34
	平均值		9.66	7.72
601339.SH	百隆东方	90.00	7.22	5.85

资料来源: wind, 信达证券研发中心; 收盘日期为 2023 年 5 月 5 日

注: 百隆东方市盈率为我们预测, 其他数据来自 wind 一致预期

## 风险因素

---

- 1、产能建设不如预期的风险
- 2、下游需求大幅下降的风险
- 3、原材料价格大幅上涨的风险



资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6,869	8,667	10,073	12,110	14,114	<b>营业总收入</b>	7,774	6,989	5,724	6,599	6,935
货币资金	1,507	2,072	4,016	5,161	6,870	营业成本	5,737	5,111	4,314	4,952	5,197
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金及附加	41	37	30	35	37
应收账款	653	456	477	550	578	销售费用	37	49	40	44	48
预付账款	23	16	14	16	17	管理费用	364	392	321	360	384
存货	4,147	5,346	4,793	5,503	5,775	研发费用	155	113	106	119	124
其他	539	777	774	880	874	财务费用	110	157	28	-1	-13
<b>非流动资产</b>	7,405	7,540	7,851	8,105	8,382	减值损失合计	-44	-390	0	0	0
长期股权投资	2,195	2,285	2,285	2,285	2,285	投资净收益	172	924	476	590	655
固定资产(合计)	4,028	3,811	4,017	4,199	4,392	其他	14	75	33	34	38
无形资产	657	652	756	803	861	<b>营业利润</b>	1,472	1,740	1,395	1,714	1,852
其他	526	791	793	818	844	营业外收支	-2	18	8	2	0
<b>资产总计</b>	14,274	16,206	17,924	20,215	22,495	<b>利润总额</b>	1,470	1,758	1,402	1,716	1,852
<b>流动负债</b>	4,015	4,405	4,376	4,629	4,756	所得税	99	195	156	178	199
短期借款	2,818	3,275	3,280	3,322	3,421	<b>净利润</b>	1,371	1,563	1,247	1,538	1,653
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款	389	305	359	524	537	<b>归属母公司净利润</b>	1,371	1,563	1,247	1,538	1,653
其他	809	826	737	783	798	EBITDA	1,956	1,514	1,231	1,429	1,480
<b>非流动负债</b>	1,265	1,748	2,248	2,748	3,248	EPS(当年)(元)	0.93	1.06	0.83	1.03	1.10
长期借款	1,053	1,551	2,051	2,551	3,051						
其他	213	197	197	197	197						
<b>负债合计</b>	5,281	6,153	6,624	7,377	8,004						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
归属母公司股东权益	8,993	10,053	11,300	12,838	14,491						
<b>负债和股东权益</b>	14,274	16,206	17,924	20,215	22,495						

重要财务指标						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,774	6,989	5,724	6,599	6,935	<b>经营活动现金流</b>	1,453	246	1,620	651	1,118
同比(%)	26.7%	-10.1%	-18.1%	15.3%	5.1%	净利润	1,371	1,563	1,247	1,538	1,653
归属母公司净利润	1,371	1,563	1,247	1,538	1,653	折旧摊销	542	577	301	320	313
同比(%)	274.5%	14.0%	-20.2%	23.4%	7.5%	财务费用	104	167	69	79	90
毛利率(%)	26.2%	26.9%	24.6%	25.0%	25.1%	投资损失	-172	-924	-476	-590	-655
ROE%	15.2%	15.5%	11.0%	12.0%	11.4%	营运资金变动	-445	-1,438	503	-681	-267
EPS(摊薄)(元)	0.91	1.04	0.83	1.03	1.10	其它	54	301	-23	-16	-16
P/E	6.57	5.76	7.22	5.85	5.45	<b>投资活动现金流</b>	-197	225	-112	31	82
P/B	1.00	0.90	0.80	0.70	0.62	资本支出	-562	-404	-542	-513	-526
EV/EBITDA	5.99	7.72	8.69	7.07	6.07	长期投资	409	-278	-47	-45	-47
						其他	-43	906	476	590	655
						<b>筹资活动现金流</b>	-566	18	436	463	509
						吸收投资	0	0	0	0	0
						借款	7,409	11,082	505	543	599
						支付利息或股	-412	-895	-69	-79	-90
						<b>现金流净增加额</b>	676	529	1,944	1,146	1,709

## 研究团队简介

### 信达化工团队：

信达证券化工研究团队（张燕生）曾获 2019 第二届中国证券分析师金翼奖基础化工行业第二名。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经验。2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

洪英东，清华大学自动化系学士，清华大学过程控制工程研究所工学博士，2018 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工、基础化工行业研究。

尹柳，中山大学高分子材料学士，中央财经大学审计硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事基础化工行业研究。

### 信达纺服团队：

汲肖飞，北京大学金融学硕士，六年证券研究经验，2016 年 9 月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得 2016/17/19 年新财富纺织服装行业最佳分析师第 3 名/第 2 名/第 5 名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020 年 8 月加入信达证券，2020 年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。