

审慎推荐-A (维持)

百隆东方 601339.SH

目标估值: NA 元

当前股价: 5.93 元

2017年04月29日

基础数据

上证综指	3135
总股本(万股)	150000
已上市流通股(万股)	150000
总市值(亿元)	87
流通市值(亿元)	87
每股净资产(MRQ)	4.9
ROE(TTM)	8.3
资产负债率	36.8%
主要股东	新国投资发展有限公司
主要股东持股比例	29.72%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	-8	-7
相对表现	-5	-10	-15



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《百隆东方(601339)一订单增量拉动收入 汇兑损失减少加大利润弹性》2016-10-25
- 2、《百隆东方(601339)一棉价上涨尚未传导影响短期毛利表现 但整体运营稳健》2016-08-10

孙妤

010-57601717

sunyu2@cmschina.com.cn

S1090511110003

王孜

wangzi@cmschina.com.cn

S1090516090006

产能释放营收稳健增长, 产品提价缓解成本压力

2017年来色纺纱行业原材料的价格继续上升,公司于17年3月份提价5%,使17Q1的毛利率较去年下半年有所提高,但仍低于去年Q1的水平。公司作为行业的龙头,不断提高生产效率,提升产品质量,减员以增效,并持续加大技改研发投入,致力于打造全球色纺纱行业主导者。产品端,公司加大研发投入,积极丰富百隆高附加值产品线,新产品EcoFRESH增幅超80%。产能端,公司越南百隆于16年底已经全部投产,产能达50万锭。整体而言,公司专注于色纺纱领域,产业基础牢固,抗压力较强,可保持稳健增长。目前市值88亿元,对应17年PE为13X,估值相对合理,维持“审慎推荐-A”的评级。

- **营收稳步增长, 净利润水平双位数增长。**公司发布一季报,公司17Q1实现营收/营业利润/归属上市公司净利润分别为13.77/1.09/1.14亿元,同比增长21.96%/7.87%/14.32%,基本每股收益为0.08元。公司产能释放后订单量明显增加,通过提价抬升毛利率水平,公司17Q1净利润出现双位数增长。
- **产能释放保证公司稳步发展, 产品提价毛利率水平恢复。**公司越南百隆50万锭产能于16年底全部投产,产能将在今年全部释放,目前公司共有纱锭产能120万锭。由于全球纺织业有向东南亚迁移的趋势,公司越南产能将有超过50%在越南当地进行消化,订单稳步增长具有稳固基础。17年以来棉价仍在稳步提升,预计今年全年棉价波幅不大,公司在去年库存棉有所消耗后,今年又购买了一些原材料,同时在今年3月份时将产品提价5%,毛利率水平回归正常,较去年下半年有所提升。公司仍将专注于纺纱主业,逐步扩大产能,提高产销量,同时加强研发,提升产品质量,控费增效,提高运营效率。预计公司在毛利率恢复,产能逐步释放,订单量稳步增长的背景下,市场份额有望继续提高。
- **毛利率水平恢复正常, 费用率上升拖累净利率水平下滑。**公司17Q1的毛利率为18.13%,同比下滑3.80PCT,主要是由于去年年初棉价处于低点,公司毛利率水平较高,而公司今年于3月份提价5%后,毛利率水平已恢复正常,数据上受到前两个月的数据拖累,但相比去年全年已提高了0.79PCT。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	5016	5472	6491	7460	8503
同比增长	9%	9%	19%	15%	14%
营业利润(百万元)	315	636	718	819	921
同比增长	-37%	102%	13%	14%	13%
净利润(百万元)	324	605	677	766	857
同比增长	-32%	87%	12%	13%	12%
每股收益(元)	0.22	0.40	0.45	0.51	0.57
PE	27.2	14.6	13.0	11.5	10.3
PB	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0

资料来源: 公司数据、招商证券

公司 17Q1 的期间费用率为 10.26%，同比下降 1.77PCT，其中，销售费用率/管理费用率分别下降 0.98/1.74PCT 至 2.60%/5.70%，财务费用率则上升 0.95PCT 至 1.96%，主要是由于公司去年年初发行公司债的应计未付利息影响所致。最终，公司 17Q1 的净利率为 8.25%，同比下滑 0.55PCT。

- **存货与应收账款较年初均有所增加，经营性现金流由于支出较多转为负值。**公司预计今年棉价波幅相对稳定，在一季度增加了对棉花的采购，导致存货增加。公司 17Q1 末的存货为 29.94 亿元，较年初增加了 16.46%；公司 17Q1 末的应收账款余额为 6.42 亿元，较年初增加 29.84%，主要是公司一季度销量大幅上升所致。公司一季度末的经营性现金流为-4.02 亿元，去年同期为-0.70 亿元，主要系公司 17Q1 原料采购支出增加所致。
- **盈利预测与投资建议：**2017 年以来色纺纱行业原材料的价格继续上升，公司于 17 年 3 月份提价 5%，使 17Q1 的毛利率较去年下半年有所提高，但仍低于去年一季度的水平。公司作为行业的龙头，不断提高生产效率，提升产品质量，减员以增效，并持续加大技改研发投入，致力于打造全球色纺纱行业主导者。产品端，公司加大研发投入，积极丰富百隆高附加值产品线，新产品 EcoFRESH 增幅超 80%。产能端，公司越南百隆于 16 年底已经全部投产，产能达 50 万纱锭。整体而言，公司专注于色纺纱领域，产业基础牢固，抗压力较强，可保持稳健增长。

结合一季报情况，我们微调 2017-19 年 EPS 分别为 0.45、0.51、0.57 元。公司目前市值 88 亿元，对应 17 年 PE 13X，估值相对合理，维持“审慎推荐-A”的评级。

- **风险提示：**TPP 实施进展不及预期、棉花价格持续上涨、下游需求持续不振

表1: 公司季度业绩指标

(百万元)	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
营业收入	1118	1378	1317	1203	1129	1491	1470	1382	1377
营业毛利	219	302	230	165	248	281	231	189	250
销售费用	30	39	42	48	40	39	44	46	36
管理费用	81	74	73	111	84	81	80	42	78
财务费用	6	48	105	5	11	-26	9	-22	27
营业利润	132	158	4	20	101	227	99	208	109
归属母公司净利润	120	147	8	49	99	201	98	207	114
EPS (元)	0.23	0.28	0.02	0.09	0.19	0.39	0.12	0.14	0.08
主要比率									
毛利率	20%	22%	17%	14%	22%	19%	16%	14%	18%
销售费用率	3%	3%	3%	4%	4%	3%	3%	3%	3%
管理费用率	7%	5%	6%	9%	7%	5%	5%	3%	6%
财务费用率	7%	5%	6%	9%	7%	5%	5%	-2%	2%
营业利润率	12%	11%	0%	2%	9%	15%	7%	15%	8%
有效税率	12%	10%	38%	-11%	6%	13%	8%	8%	2%
净利率	11%	11%	1%	4%	9%	13%	7%	15%	8%
YoY									
收入	7%	8%	8%	11%	1%	8%	12%	15%	22%
归属母公司净利润	15%	8%	-95%	-35%	-17%	37%	1140%	130%	14%

数据来源：公司公告、招商证券

表2: 公司17Q1业绩同比和环比情况

(百万元)	16Q1	16Q4	17Q1	同比	环比
营业收入	1129	1382	1377	22%	0%
营业毛利	248	189	250	1%	32%
销售费用	40	46	36	-12%	-23%
管理费用	84	42	78	-7%	85%
财务费用	11	-22	27	138%	225%
营业利润	101	208	109	8%	-48%
归属母公司净利润	99	207	114	14%	-45%
EPS (元)	0.19	0.14	0.08		

数据来源: 公司公告、招商证券

图 1: 百隆东方历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 百隆东方历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《百隆东方-13 年业绩逐步回暖 增强趋势或将在中期加强》 2013/3/11
- 2、《 纺织服装行业近期投资机会与 2013 年一季报前瞻分析—制造类机会相对突出 品牌类仍处调整期》 2013/4/16
- 3、《百隆东方-弱复苏背景下 让利去库存活动减少推动盈利表现超预期》 2013/4/26
- 4、《百隆东方-主业盈利性持续改善 股权转让收益增加业绩恢复弹性》 2013/7/18
- 5、《 百隆东方-保利销售及子公司转让影响收入表现 但盈利弹性增加》 2013/8/15
- 6、《百隆东方-Q3 接单量略有提升 盈利改善如期加强》 2013/10/27
- 7、《纺织服装行业 2014 年度投资策略(服饰品牌研究十二卷)-线上线下游帆并进 把握移动互联的船票》 2013/12/19: 未来几年国内服饰行业的发展仍处于关键的变革期, 由互联网和移动互联网推动的商业革命, 令其运营体系需要发生与时俱进的变革, 从而在电商和终端之间找到合适的平衡。我们结合对国外经典案例 NEXT 的分析, 重点提出了在 PC 端的 O2O 还难以实现的背景下, 线上线下同步发展是当期较为有效的战略, 提出了一些产品策略和渠道策略, 以寻求到协调线上线下利益的方式, 并通过对移动互联网趋势的把握, 勾画出国内品牌商进行线上线下并进发展及 O2O 的演变图谱。
- 8、《百隆东方-Q1 主业收入增长较快 但优惠税率到期影响盈利表现》 2014/4/28 (在文章末尾可以附上对该公司的其它重要报告标题, 并指出其主要的创新之处)
- 9、《百隆东方-收入稳定增长 其他业务及非经常性因素拖累综合表现》 2014/8/18
- 10、《纺织服装行业 2015 年度投资策略(服饰品牌研究第十五卷)-紧握零售时代的转型寻求新突破的外延发展》 2014/12/12:前几卷我们从内生发展的变革以及线上线下融合发展方面对国内服饰行业的变革做过详细阐述, 此卷的重心则放在寻求新意义上的外延发展—并购为主线。我们无法改变需求低迷的宏观环境, 但从海外服饰企业的发展历程看, 到单品牌面临瓶颈的阶段, 寻找合适的并购机会, 把握新外延的发展机遇是一条应该主动积极把握的突围之路, 我们精炼出海外并购几点重要的规律, 并以美国著名上市公司 PVH 的发展与并购为案例, 详细阐述了并购持续推动股价的海外典型公司的历程。以此作为国内企业打造时尚消费品集团的借鉴。
- 11、《服饰纺织行业 2015 年中期投资策略报告-多品牌到生态圈平台化发展之路》 2015/6/19:本文梳理了品牌商近年来面临的困境及价值链优化的瓶颈, 在业内首次提出“多品牌到生态圈平台化发展”为品牌商探索新外延突破的必经之路, 并系统性的梳理了 LVMH 的发展路径及产业生态圈的评价体系。伴随行业投资/转型风起云涌, 相关标的估值显著提升, 预计未来主题行情将有所分化, 得生态圈者有望在长期内脱颖而出。下半年投资策略关注“基本面领先+精选主题”两条主线。
- 12、《服饰纺织行业 2016 年度投资策略报告-变革大势下自身价值突破及创新谋变促发展》 2015/12/3: 面对当前的经济环境, 炫耀式消费向大众化消费的转变, 使性价比问题成为制约国内品牌销售的主要因素, 就此我们结合海外品牌发展经验, 总结出未来国内企业发展的潜在两大趋势, 即高端更多需要通过构建或并购个性化符号较强的品牌实现突破, 而大众化则通过不断整合供应链强化性价比优势做大规模。其中, 针对大有可为的大众品市场, 此卷重点分析了英国著名大众品牌 Primark 的成功要素, 以此作为国内企业强化性价比优势、扭转销售颓势的启示。
- 13、《百隆东方-棉价上涨尚未传导影响短期毛利表现 但整体运营平稳》 2016/8/8

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	6038	6152	5398	6193	7178
现金	1626	1977	493	566	773
交易性投资	14	33	33	33	33
应收票据	83	79	93	107	122
应收款项	391	494	564	648	739
其它应收款	19	316	375	431	491
存货	3417	2571	3031	3479	3960
其他	489	683	809	930	1060
非流动资产	5067	5388	5326	5271	5222
长期股权投资	0	797	797	797	797
固定资产	3181	3160	3141	3123	3108
无形资产	400	406	365	329	296
其他	1486	1024	1023	1022	1021
资产总计	11105	11540	10724	11464	12400
流动负债	3824	2304	1561	1738	2046
短期借款	2868	1553	753	835	1041
应付账款	385	292	346	397	452
预收账款	114	122	144	165	188
其他	457	337	319	341	366
长期负债	557	1939	1939	1939	1939
长期借款	292	101	101	101	101
其他	265	1839	1839	1839	1839
负债合计	4381	4243	3500	3677	3985
股本	1500	1500	1500	1500	1500
资本公积金	2391	2450	2450	2450	2450
留存收益	2832	3346	3274	3837	4464
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	6724	7297	7224	7787	8414
负债及权益合计	11105	11540	10724	11464	12400

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	114	1388	357	425	470
净利润	324	605	677	766	857
折旧摊销	278	345	374	367	362
财务费用	150	(41)	83	65	73
投资收益	(110)	(129)	(147)	(147)	(147)
营运资金变动	(518)	599	(635)	(632)	(680)
其它	(10)	8	4	5	5
投资活动现金流	354	(930)	(166)	(166)	(166)
资本支出	(728)	(595)	(312)	(312)	(312)
其他投资	1082	(334)	147	147	147
筹资活动现金流	308	(689)	(1674)	(187)	(97)
借款变动	839	(1596)	(842)	82	206
普通股增加	750	0	0	0	0
资本公积增加	(722)	59	0	0	0
股利分配	(375)	(750)	(750)	(203)	(230)
其他	(185)	1598	(83)	(65)	(73)
现金净增加额	776	(231)	(1484)	72	207

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5016	5472	6491	7460	8503
营业成本	4100	4523	5349	6139	6989
营业税金及附加	37	40	47	54	62
营业费用	159	170	162	194	221
管理费用	338	288	279	336	383
财务费用	163	(28)	83	65	73
资产减值损失	6	(11)	0	0	0
公允价值变动收益	(8)	18	18	18	18
投资收益	110	129	129	129	129
营业利润	315	636	718	819	921
营业外收入	51	42	42	42	42
营业外支出	8	9	9	9	9
利润总额	358	669	751	852	954
所得税	34	64	73	85	97
净利润	324	605	677	766	857
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	324	605	677	766	857
EPS (元)	0.22	0.40	0.45	0.51	0.57

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	9%	9%	19%	15%	14%
营业利润	-37%	102%	13%	14%	13%
净利润	-32%	87%	12%	13%	12%
获利能力					
毛利率	18.3%	17.3%	17.6%	17.7%	17.8%
净利率	6.5%	11.1%	10.4%	10.3%	10.1%
ROE	4.8%	8.3%	9.4%	9.8%	10.2%
ROIC	4.2%	6.0%	8.7%	8.9%	9.2%
偿债能力					
资产负债率	39.5%	36.8%	32.6%	32.1%	32.1%
净负债比率	28.5%	14.7%	8.0%	8.2%	9.2%
流动比率	1.6	2.7	3.5	3.6	3.5
速动比率	0.7	1.6	1.5	1.6	1.6
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
存货周转率	1.4	1.5	1.9	1.9	1.9
应收帐款周转率	13.8	12.4	12.3	12.3	12.3
应付帐款周转率	13.4	13.4	16.8	16.5	16.5
每股资料 (元)					
每股收益	0.22	0.40	0.45	0.51	0.57
每股经营现金	0.08	0.93	0.24	0.28	0.31
每股净资产	4.48	4.86	4.82	5.19	5.61
每股股利	0.50	0.50	0.14	0.15	0.17
估值比率					
PE	27.2	14.6	13.0	11.5	10.3
PB	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	23.4	23.2	19.6	16.5	13.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

孙妤，英国伯明翰大学酒店管理学硕士，现为招商证券服饰纺织行业首席分析师，6 年服饰纺织行业研究经验，曾任职于天相投顾 1 年。

王孜，北京大学经济学硕士，中央财经大学金融学本科，2015 年加入招商证券。

团队成绩：2011-2014 年连续 4 年上榜《新财富》服装纺织行业最佳分析团队前三，2015 年第五。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。