

审慎推荐-A (维持)

百隆东方 601339.SH

目标估值: NA

当前股价: 6.11 元

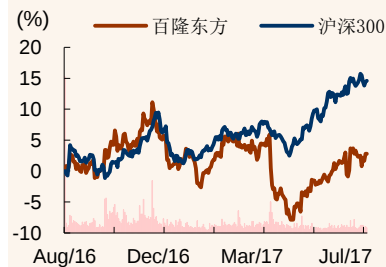
2017 年 08 月 08 日

基础数据

上证综指	3282
总股本(万股)	150000
已上市流通股(万股)	150000
总市值(亿元)	92
流通市值(亿元)	92
每股净资产(MRQ)	4.9
ROE(TTM)	8.3
资产负债率	37.5%
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	2	2	5
相对表现	-0	-8	-11



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《百隆东方(601339)一产能释放营收稳健增长,产品提价缓解成本压力》2017-04-30
- 2、《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
- 3、《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

孙好

010-57601717

sunyu2@cmschina.com.cn

S1090511110003

研究助理

高峰

gaofeng4@cmschina.com.cn

量价双升拉动营收快速增长 汇兑损失增加拖累净利表现

公司专注于色纺纱主业,持续通过产品结构优化,强化自身实力。上半年公司整体平稳运营,订单保持双位数增长,且于3月份提价5%,拉动收入实现17%的增长,但考虑到订单周期性提价订单部分落实在Q2导致毛利率同比仍有下滑,加上汇兑损失影响,利润增长不及预期。下半年随着公司越南产能的释放,订单量仍能保持双位数增长,同时外棉使用比例相应增加,在棉价趋稳的情况下,预计提价订单将覆盖下半年,下半年收入有望实现10-15%的增长,且毛利率有所回升,汇兑风险相对可控,利润表现或略好于上半年。公司目前市值92亿元,对应17PE 14X,短期股价受中报业绩低于预期影响或面临调整,但中长期而言公司基本面扎实,后期随着非经常性因素消除,业绩表现有望企稳。

□ 上半年收入和归母净利润同比分别增长16.90%和2.72%。公司发布中报,2017H1实现营收/营业利润/归母净利润分别为30.63/3.26/3.09亿元,同比增长16.90%/-0.63%/2.72%,基本每股收益为0.21元。分红预案为每10股派发现金1.28元(含税)。分季度看,17Q2实现营收/营业利润/归母净利润同比分别增长13.07%/-4.41%/-3.02%。

□ 量价双升拉动收入保持较快增长。今年纺织业订单向龙头集中化趋势明显,公司去年底越南A区50万锭产能投产,有效保证今年上半年订单保持双位数的增长;同时,在去年棉价提升的背景下,高端色纺纱行业于今年3月份纷纷提价5%(订单周期性问题导致仅有1.5个月提价订单落实在Q2确认),在量价双升的背景下,公司上半年收入同比增长16.90%。未来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,不断优化产品结构,提高综合实力。预计下半年订单量仍有10%左右的增长,且在棉价趋稳背景下,提价订单将覆盖下半年,预计下半年收入仍有望实现10-15%的增长

□ 棉花成本提升及汇兑损失增加导致净利润增速低于预期。在棉价库存成本提升的情况下,公司提价订单仅部分落实在Q2导致Q2毛利率仍有下滑。同时,上半年人民币升值导致公司16年下半年以人民币购买持有的2+亿美元负债出现汇兑损失,加大财务费用压力,拖累上半年利润在投资收益提升8450.98万元的情况下,仍不及预期。下半年考虑到提价订单有望覆盖整个下半年,预计毛利率或略有好转,且美元负债公司计划考虑人民币及美元持有比重各50%的左右的做法,降低汇兑风险,预计下半年利润表现或略好于上半年。

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	6321	7184	8248
同比增长	9%	9%	16%	14%	15%
营业利润(百万元)	315	636	695	787	906
同比增长	-37%	102%	9%	13%	15%
净利润(百万元)	324	605	661	743	848
同比增长	-32%	87%	9%	12%	14%
每股收益(元)	0.22	0.40	0.44	0.50	0.57
PE	28.3	15.1	13.9	12.3	10.8
PB	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1

资料来源: 公司数据、招商证券

- **原材料成本提升及提价订单部分落实 Q2 导致毛利率同比仍下滑，汇兑损失增加财务费用率大幅提升导致三项费用率增加。**今年上半年原材料成本高于去年同期，且仅有 1.5 个月的提价订单落实在 Q2，导致公司 17H1 和 Q2 综合毛利率同比分别下滑 1.79 和 0.17PCT，至 18.37%和 18.57%。公司上半年三项费用率同比提升 1.61PCT，其中，销售费用率/管理费用率分别为下降 0.52/1.46PCT，而财务费用率由于汇兑损失增加，提升 3.59PCT。
- **盈利预测与投资建议：**公司专注于色纺纱主业，不断开发新品优化产品结构，增加新产品和高毛利的彩纱的占比。去年越南 A 区 50 万锭投产后，公司产能扩充至 120 万锭，有效保证今年订单量维持双位数增长，同时外棉使用比例相应增加，在棉价趋稳的情况下，预计提价订单将覆盖下半年，下半年收入有望实现 10-15%的增长，且毛利率有所回升，汇兑风险相对可控，利润表现或略好于上半年。中长期而言，未来随着越南 B 区 50 万锭新增产能释放，将有效提升接单能力。同时，外棉使用比例也将达到 50%，成本优势有望进一步加强。

结合中报情况，我们微调 17-19 年 EPS 为 0.44、0.50、0.57 元。公司目前市值 92 亿元，对应 17PE 14X，短期股价受中报业绩低于预期影响或有调整，维持“审慎推荐-A”的投资评级。但中长期而言公司基本面扎实，后期随着非经常性因素消除，业绩表现有望企稳。

- **风险提示：**市场环境持续不振；抛储期若延长棉价下行的风险。

表1：公司季度利润指标

(百万元)	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2
营业收入	1378	1317	1203	1129	1491	1470	1382	1377	1685
营业毛利	302	230	165	248	281	231	189	250	313
销售费用	39	42	48	40	39	44	46	36	42
管理费用	74	73	111	84	81	80	42	78	70
财务费用	48	105	5	11	-26	9	-22	27	65
营业利润	158	4	20	101	227	99	208	109	217
归属母公司净利润	147	8	49	99	201	98	207	114	195
EPS (元)	0.28	0.02	0.09	0.19	0.39	0.12	0.14	0.08	0.21
主要比率									
毛利率	22%	17%	14%	22%	19%	16%	14%	18%	18%
销售费用率	3%	3%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
管理费用率	5%	6%	9%	7%	5%	5%	3%	6%	4%
财务费用率	5%	6%	9%	7%	5%	5%	-2%	2%	4%
营业利润率	11%	0%	2%	9%	15%	7%	15%	8%	13%
有效税率	10%	38%	-11%	6%	13%	8%	8%	2%	13%
净利率	11%	1%	4%	9%	13%	7%	15%	8%	12%
YoY									
收入	8%	8%	11%	1%	8%	12%	15%	22%	13%
归属母公司净利润	8%	-95%	-35%	-17%	37%	1140%	130%	14%	-3%

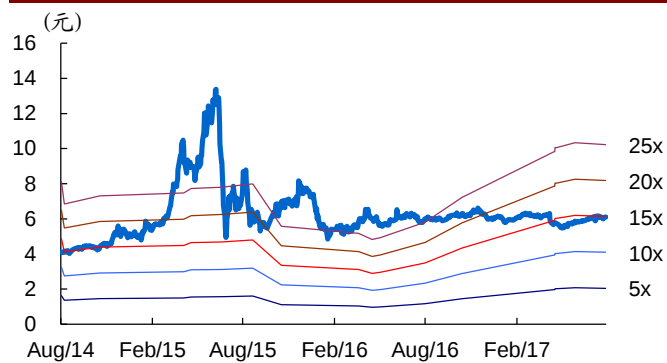
数据来源：公司公告、招商证券

表2: 公司17Q2业绩同比和环比情况

(百万元)	16Q2	17Q1	17Q2	同比	环比
营业收入	1490	1377	1685	18%	22%
营业毛利	281	250	313	11%	25%
销售费用	40	36	42	5%	17%
管理费用	81	78	70	-14%	-10%
财务费用	-26	27	65	350%	241%
营业利润	227	109	217	8%	99%
归属母公司净利润	201	114	195	-4%	-45%
EPS (元)	0.13	0.08	0.13		

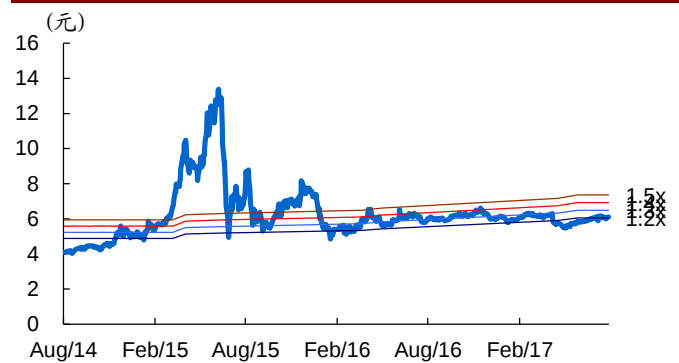
数据来源: 公司公告、招商证券

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、《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
 - 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、《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
 - 11、《百隆东方(601339)—订单增量拉动收入 汇兑损失减少加大利润弹性》 2016/10/25
 - 12、《服饰纺织行业 2017 年投资策略报告-“新趋势+新模式”下打造品牌消费的别样市场》 2016/11/28
- 本文通过类比日本 80 年代消费演变史,发现目前我国消费需求正处于暨按照服装大品类细分化之后的第二阶段,需求正在按照生活场景化细分,消费出现个性化趋势,共享经济兴起。我们认为在大众品牌集中化发展及个性化品牌兴起的阶段,在供应链整合和产品独创设计等领域深耕,并通过全渠道生活场景式布局的传统品牌有望成为新的赢家。
- 13、《百隆东方(601339)—产能释放营收稳健增长,产品提价缓解成本压力》 2017/04/30
 - 14、《纺织服装行业 2017 年中期投资策略-坚守价值 砥砺前行》 2017/6/7
- 针对终端“品牌与产品”双导向升级需求并存的特点,本卷将着重分析新环境下,品牌运营模式的改革出路,并进一步完善品牌行业研究体系,搭建全新消费升级图谱及品牌研究图谱。同时,对产品导向的升级需求催生而来的“极致单品”模式进行深入探究。
- 15、《优质供应链系列解读一: 色纺纱行业深度研究-行业集中化趋势明显 龙头量价齐升》 2017/7/4

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	6038	6152	7214	6897	7375
现金	1626	1977	2467	1511	1199
交易性投资	14	33	33	33	33
应收票据	83	79	91	103	118
应收款项	391	494	549	624	717
其它应收款	19	316	365	415	476
存货	3417	2571	2923	3317	3805
其他	489	683	787	895	1027
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	12540	12168	12597
流动负债	3824	2304	3585	2669	2472
短期借款	2868	1553	2800	1800	1500
应付账款	385	292	333	378	434
预收账款	114	122	139	158	181
其他	457	337	313	333	358
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	5525	4608	4412
股本	1500	1500	1500	1500	1500
资本公积金	2391	2450	2450	2450	2450
留存收益	2832	3346	3066	3610	4235
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	6724	7297	7016	7560	8185
负债及权益合计	11105	11540	12540	12168	12597

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	114	1388	508	531	466
净利润	324	605	661	743	848
折旧摊销	278	345	374	367	362
财务费用	150	(41)	136	144	110
投资收益	(110)	(129)	(168)	(168)	(168)
营运资金变动	(518)	599	(499)	(560)	(691)
其它	(10)	8	3	4	5
投资活动现金流	354	(930)	(145)	(145)	(145)
资本支出	(728)	(595)	(312)	(312)	(312)
其他投资	1082	(334)	168	168	168
筹资活动现金流	308	(689)	127	(1342)	(633)
借款变动	839	(1596)	1205	(1000)	(300)
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)	(942)	(198)	(223)
其他	(185)	1598	(136)	(144)	(110)
现金净增加额	776	(231)	490	(956)	(312)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	5016	5472	6321	7184	8248
营业成本	4100	4523	5158	5854	6715
营业税金及附加	37	40	46	52	60
营业费用	159	170	164	187	231
管理费用	338	288	284	323	388
财务费用	163	(28)	136	144	110
资产减值损失	6	(11)	5	5	5
公允价值变动收益	(8)	18	18	18	18
投资收益	110	129	150	150	150
营业利润	315	636	695	787	906
营业外收入	51	42	40	40	40
营业外支出	8	9	5	5	5
利润总额	358	669	730	822	941
所得税	34	64	68	79	93
净利润	324	605	661	743	848
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	324	605	661	743	848
EPS（元）	0.22	0.40	0.44	0.50	0.57

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	9%	9%	16%	14%	15%
营业利润	-37%	102%	9%	13%	15%
净利润	-32%	87%	9%	12%	14%
获利能力					
毛利率	18.3%	17.3%	18.4%	18.5%	18.6%
净利率	6.5%	11.1%	10.5%	10.3%	10.3%
ROE	4.8%	8.3%	9.4%	9.8%	10.4%
ROIC	4.2%	6.0%	7.4%	8.7%	9.2%
偿债能力					
资产负债率	39.5%	36.8%	44.1%	37.9%	35.0%
净负债比率	28.5%	14.7%	23.1%	15.6%	12.7%
流动比率	1.6	2.7	2.0	2.6	3.0
速动比率	0.7	1.6	1.2	1.3	1.4
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	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	12.1	12.2	12.3
应付帐款周转率	13.4	13.4	16.5	16.5	16.5
每股资料（元）					
每股收益	0.22	0.40	0.44	0.50	0.57
每股经营现金	0.08	0.93	0.34	0.35	0.31
每股净资产	4.48	4.86	4.68	5.04	5.46
每股股利	0.50	0.50	0.13	0.15	0.17
估值比率					
PE	28.3	15.1	13.9	12.3	10.8
PB	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	47.6	37.8	29.6	27.4	25.8

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，2011 年初加入招商证券，现为服饰纺织行业首席分析师，8 年服饰纺织行业研究经验，曾任职于天相投顾 1 年。

刘丽，对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015 年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7 太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017 年 8 月加入招商证券。

高峰，上海交通大学管理学硕士，中山大学数学学士，2017 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。