

百隆东方 (601339)

证券研究报告

2019年08月09日

国内需求疲软+棉花期货影响，中报业绩低于预期

事件：公司公布 2019 年半年报，2019H1 实现营收 28.65 亿元 (-2.66%)；实现归母净利润 2.24 亿元(-31.14%)，实现扣非净利润 2.32 亿元(-5.23%)。

公司归母净利润大幅下滑主要系：1) 公司持有的棉花期货期末浮亏 3707 万元；2) 由于公司前期储备的棉花库存价格较高，使成本端有所提高；同时由于 19 年上半年棉花走弱，预计产品售价略有下调，从而影响净利润水平，19H1 整体业绩低于预期。其中 19Q2 公司实现营收 13.46 亿元 (-15.87%)，实现归母净利润 1.02 亿元 (-57.31%)。

1、国内产区：需求下行压力较大，订单不足，使得产能利用率不足。

我们预计公司国内产区纱线业务的营收规模有所下降。从产能来看，目前公司国内产区的产能仍然是 70 万锭，但我们预计公司产能利用率在 70% 左右，主要系：终端需求放缓和贸易摩擦因素的影响使订单压力较大，为了减少库存风险，公司产能没有完全利用。由于越南产区的关税、税收、成本等方面的优势，近年部分下游客户将原本在国内生产的订单转移至越南产区，使得国内产区的订单需要填补；以往这些出口订单转移至越南的速度较慢，且国内需求强劲，公司国内的订单空白可以及时填补。但是自 18 年下半年开始，国内终端需求疲软，需求下行压力较大；叠加中美贸易摩擦使得下游客户的出口订单加速转移至越南产区，使得公司国内的订单受到较大的影响。

2、越南产区：产能稳步释放，营收实现稳健增长，净利率有所下降。

19H1 公司越南产区拥有 70 万锭的产能，占目前百隆全部产能的 50%。19H1 越南百隆实现营收 13.40 亿元 (+26.18%)，订单和需求比较稳定，基本能实现产销平衡；实现净利润 1.10 亿元 (-27.15%)，净利率为 8.21%，净利率有所下滑主要系公司原材价格相比去年同期高 9% 左右，使得成本端有所提升，影响净利率水平；另外新释放的产能主要以生产白纱为主，产品结构调整对毛利率也有所影响，从而对于越南产区的净利率有所影响。

3、产能情况：越南产能持续释放，预计每年释放 15% 左右的纱线产能。

目前公司总产能 140 万锭，其中：国内产能 70 万锭，越南产能 70 万锭，未来产能释放和增长将主要来自于越南产区，预计 2019 年公司总产能将达到 160 万锭，同比增长 14%；2020 年上半年公司总产能将达到 170 万锭。

4、棉花期货影响：

19H1 公司持有棉花期货合约 6000 手，期末持仓浮亏 3707 万元造成的公允价值变动损失，影响公司净利润水平，由于目前公司期货仍有持仓，影响预计还将延续。

毛利率：2019H1 公司实现销售毛利率 18.02% (+0.24pct)，毛利率保持平稳。但我们预计公司产品毛利率略有下滑，幅度我们预计在 1pct 左右，主要系 19 年上半年棉花价格走弱，使公司产品价格略有下降；但公司库存中的棉花价格较高，成本端并没有下降，导致产品毛利率有所下滑。19Q2 公司毛利率为 20.6% (+3.24pct)。

费用率：19H1 公司销售费用率为 2.12% (+0.12pct)，变动不大；若与 18H1 同口径计算公司管理费用率（即 19H1 加入研发费用率）则 19H1 公司管理费用率为 7.88% (+0.83pct)，19Q2 为 9.32% (+4.8pct)，公司管理费用率提升主要系越南工厂规模增长导致物料消耗和折旧上升所致；19H1 公司机物料消耗金额为 1337 万元，相比去年同期提升 498%。19H1 财务费用率为 2.87% (+0.51pct)，其中 19Q2 为 1.24% (+1.55pct) 财务费用率有所增加主要系公司银行借款利息支出增加及汇兑收益相比去年同期增加 666 万元所致。

投资评级

行业	纺织服装/纺织制造
6 个月评级	增持（调低评级）
当前价格	3.92 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,500.00
流通 A 股股本(百万股)	1,500.00
A 股总市值(百万元)	5,880.00
流通 A 股市值(百万元)	5,880.00
每股净资产(元)	5.20
资产负债率(%)	49.90
一年内最高/最低(元)	6.25/3.90

作者

吕明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518040001
lvming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《百隆东方-年报点评报告:18 年业绩低于预期，未来越南产能持续释放，期待业绩恢复增长》2019-03-23
- 《百隆东方-公司点评:短期业绩下调，预计实际亏损可控》2019-01-03
- 《百隆东方-首次覆盖报告:预计越南产能持续释放，净利率稳步提升》2018-11-29

净利率：虽然公司销售毛利率有所上升，费用率相对平稳，但由于棉花期货浮亏影响，使得 19H1 公司销售净利率为 7.84%(-3.24pct)，19Q2 为 7.55%(-7.33pct)。

资产减值损失：19H1 公司资产减值损失为-1461.6 万元，18 年同期为 888.7 万元，变动较大主要系存货跌价损失影响。19H1 公司存货跌价损失为-1461.6 万元，18 年同期为 893.79 万元，预计为存货计提转回或转销影响。

经营性现金流：19H1 公司经营性现金流为-5.1 亿元，主要系公司采购支出和人工成本支出增加所致。

公司作为色纺纱行业龙头，虽然越南产区的产能正在逐步释放，预计总产能的增长速度在 10%-15%。但是考虑到中美贸易摩擦以及国内终端需求放缓的影响尚未消除，国内订单压力较大；同时棉花期货的影响短期内尚未消除，公司今年业绩承压，出于谨慎考虑，我们下调公司盈利预测，下调至增持评级。预计公司 19-21 年营收实现 63.47 亿元、68.04 亿元、75.55 亿元，同比增长 5.82%、7.19%、11.05%；实现归母净利润 4.56 亿元、4.96 亿元、5.61 亿元，同比增长 4.11%、8.87%、13.12%（原值为 6.08 亿元、7.18 亿元、8.39 亿元）。预计 19-21 年 EPS 为 0.30/0.33/0.37 元（原值为 0.41/0.48/0.56 元），对应 PE 为 12.91/11.86/10.48。

风险提示：棉花期货浮亏影响、中美贸易摩擦加剧、终端需求疲软、国内订单走弱。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,952.21	5,997.86	6,347.02	6,803.64	7,555.36
增长率(%)	8.78	0.77	5.82	7.19	11.05
EBITDA(百万元)	1,131.96	1,136.03	827.48	874.83	930.32
净利润(百万元)	487.74	437.53	455.50	495.91	560.97
增长率(%)	(19.38)	(10.30)	4.11	8.87	13.12
EPS(元/股)	0.33	0.29	0.30	0.33	0.37
市盈率(P/E)	12.06	13.44	12.91	11.86	10.48
市净率(P/B)	0.81	0.76	0.75	0.73	0.70
市销率(P/S)	0.99	0.98	0.93	0.86	0.78
EV/EBITDA	8.56	10.36	9.18	10.38	8.00

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,192.37	1,154.11	1,332.87	1,224.66	755.54	营业收入	5,952.21	5,997.86	6,347.02	6,803.64	7,555.36
应收票据及应收账款	544.30	472.24	688.11	158.63	781.66	营业成本	4,909.81	4,830.02	5,201.38	5,592.59	6,225.62
预付账款	51.42	109.45	41.56	125.46	65.88	营业税金及附加	44.14	45.69	50.78	54.43	60.44
存货	2,998.91	4,500.05	2,454.13	5,047.40	3,281.57	营业费用	164.23	135.21	139.63	150.36	168.48
其他	445.14	327.07	688.09	396.03	589.72	管理费用	271.76	287.64	317.35	333.38	362.66
流动资产合计	5,232.13	6,562.92	5,204.75	6,952.18	5,474.37	研发费用	175.16	141.74	126.94	149.68	166.22
长期股权投资	1,858.77	1,912.94	1,912.94	1,912.94	1,912.94	财务费用	266.91	167.23	148.90	139.57	118.08
固定资产	3,178.63	3,743.65	3,821.30	3,822.26	3,764.21	资产减值损失	4.04	18.21	7.62	20.41	22.67
在建工程	447.07	562.56	373.54	272.12	193.27	公允价值变动收益	(24.61)	(57.79)	(36.27)	2.55	10.39
无形资产	385.76	564.94	551.68	538.43	525.17	投资净收益	267.77	130.65	175.79	175.79	170.50
其他	568.35	163.41	152.17	147.59	145.62	其他	(514.11)	(172.62)	(279.04)	(356.67)	(361.78)
非流动资产合计	6,438.59	6,947.50	6,811.63	6,693.34	6,541.22	营业利润	544.36	471.88	493.94	541.56	612.09
资产总计	11,670.72	13,510.42	12,016.38	13,645.53	12,015.59	营业外收入	4.78	5.43	16.20	8.80	10.14
短期借款	1,868.34	3,058.01	1,571.57	2,739.07	844.24	营业外支出	2.48	0.68	4.02	2.40	2.37
应付票据及应付账款	315.59	380.77	416.94	406.47	516.52	利润总额	546.66	476.63	506.11	547.96	619.86
其他	397.90	383.23	394.91	419.84	444.33	所得税	58.91	39.10	50.61	52.06	58.89
流动负债合计	2,581.82	3,822.01	2,383.42	3,565.38	1,805.10	净利润	487.74	437.53	455.50	495.91	560.97
长期借款	0.00	135.81	0.00	197.05	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	1,595.66	1,598.33	1,595.71	1,596.56	1,596.87	归属于母公司净利润	487.74	437.53	455.50	495.91	560.97
其他	227.34	220.70	231.26	226.43	226.13	每股收益(元)	0.33	0.29	0.30	0.33	0.37
非流动负债合计	1,823.00	1,954.84	1,826.96	2,020.05	1,823.00						
负债合计	4,404.83	5,776.85	4,210.38	5,585.42	3,628.10						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	1,500.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00	成长能力					
资本公积	2,358.49	2,358.49	2,358.49	2,358.49	2,358.49	营业收入	8.78%	0.77%	5.82%	7.19%	11.05%
留存收益	5,772.47	6,060.00	6,306.01	6,560.11	6,887.49	营业利润	-14.36%	-13.31%	4.67%	9.64%	13.02%
其他	(2,365.07)	(2,184.93)	(2,358.49)	(2,358.49)	(2,358.49)	归属于母公司净利润	-19.38%	-10.30%	4.11%	8.87%	13.12%
股东权益合计	7,265.89	7,733.56	7,806.01	8,060.11	8,387.49	获利能力					
负债和股东权益总	11,670.72	13,510.42	12,016.38	13,645.53	12,015.59	毛利率	17.51%	19.47%	18.05%	17.80%	17.60%
						净利率	8.19%	7.29%	7.18%	7.29%	7.42%
						ROE	6.71%	5.66%	5.84%	6.15%	6.69%
						ROIC	9.16%	6.47%	5.16%	6.48%	5.87%
						偿债能力					
						资产负债率	37.74%	42.76%	35.04%	40.93%	30.19%
						净负债率	32.56%	47.04%	24.08%	41.62%	20.46%
						流动比率	2.03	1.72	2.18	1.95	3.03
						速动比率	0.86	0.54	1.15	0.53	1.21
						营运能力					
						应收账款周转率	10.65	11.80	10.94	16.07	16.07
						存货周转率	2.14	1.60	1.83	1.81	1.81
						总资产周转率	0.51	0.48	0.50	0.53	0.59
						每股指标(元)					
						每股收益	0.33	0.29	0.30	0.33	0.37
						每股经营现金流	0.25	-0.37	1.46	-0.80	1.25
						每股净资产	4.84	5.16	5.20	5.37	5.59
						估值比率					
						市盈率	12.06	13.44	12.91	11.86	10.48
						市净率	0.81	0.76	0.75	0.73	0.70
						EV/EBITDA	8.56	10.36	9.18	10.38	8.00
						EV/EBIT	12.36	15.60	11.81	13.33	10.19

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com