

越南产能如期扩张，棉价下跌致 19H1 盈利承压

增持 (维持)

2019 年 08 月 11 日

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号: S0600517070001
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号: S0600517050003
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

证券分析师 詹陆雨

执业证号: S06005179070002
021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	5,997.86	6,028.87	6,793.68	7,603.18
同比 (%)	0.77%	0.52%	12.69%	11.92%
归母净利润 (百万元)	437.53	441.50	504.27	569.37
同比 (%)	-10.30%	0.91%	14.22%	12.91%
每股收益 (元/股)	0.29	0.29	0.34	0.38
P/E (倍)	13.2	13.1	11.5	10.2

投资要点

■ **事件:** 公司公布中报, 2019 上半年收入同降 2.7% 至 28.65 亿元, 归母净利同降 31.1% 至 2.24 亿元, 扣非归母净利同降 5.2% 至 2.31 亿元。

■ **色纺纱主业来看:** 越南新产能如期释放, 但中美贸易摩擦导致国内产能利用率下降。截至 19H1 越南 B 区 20 万锭产能已经完全投产 (18H1 产能为国内 70 万锭+越南 A 区 50 万锭), 但中美贸易摩擦影响国内产能接单, 导致 19H1 总体产量较 18H1 仅实现微增, 叠加棉价下滑, 由此产品单价较去年同期有所下降, 致 19H1 公司收入较去年同期下降 2.7%, 同时在高价棉花库存结转背景下成本端有所提升, 毛利率下滑 1.9pp 至 18.02%。

■ **盈利方面:** 管理及财务费用上升以及棉花期货亏损是净利润同比下降的主要原因。如前文所述, 19H1 收入及毛利率有所下降, 致毛利润同比下降 12% 至 5.16 亿元, 同时由于越南新产能建设管理费用及财务费用同比提升较为明显, 期间费用率同比提升 1.5pp 至 12.9%; 同时, 由于公司棉花期货平仓及公允价值浮亏金额较大, 致 19H1 投资净收益同比下降 69% 至 4153 万元, 为盈利带来压力, 公司营业利润同降 37% 至 2.35 亿元, 净利润同降 31% 至 2.24 亿元。周转方面, 本期应收账款及票据同降 9%, 但存货同增 48.7% 至 53 亿元 (主要为原材料增加), 致 19H1 经营性现金流为负。

■ **盈利预测与投资评级:** 公司 2018 年底已经完成的越南 B 区 20 万锭产能在 19H1 已得到完全释放, 2019 年/2020 年 B 区计划分别增投 20 万锭/10 万锭的计划也在如期进行中, 由此 2020 年越南产能将实现 100 万锭生产规模, 占公司整体产能的 60%, 对在中美贸易摩擦下承压的国内接单形成补充。我们预计公司 19/20/21 归母净利同增 1%/14%/13% 至 4.4/5.0/5.7 亿, 对应估值 13.1/11.5/10.2X, 考虑作为色纺全球龙头业绩增长的持续性及稳定性, 当前估值具有吸引力, 维持“增持”评级。

■ **风险提示:** 汇率剧烈波动; 贸易摩擦带来需求不振; 原材料价格剧烈波动

股价走势



市场数据

收盘价(元)	3.86
一年最低/最高价	3.85/6.13
市净率(倍)	0.74
流通 A 股市值(百万元)	5790.00

基础数据

每股净资产(元)	5.20
资产负债率(%)	49.90
总股本(百万股)	1500.00
流通 A 股(百万股)	1500.00

相关研究

- 1、《百隆东方 (601339): 纱线主业总体平稳, 棉花期货浮亏及投资收益减少影响盈利》
2019-03-22

表：百隆东方财务拆解（单位：百万元）

	2016	2017	2017年 追溯调整	2018	2018H1 追溯调整	2019H1
利润表						
营业收入	5,471.67	5,952.21	5,952.21	5,997.86	2,942.78	2,864.51
YOY	9.08%	8.78%		0.77%		-2.66%
营业成本	4,523.01	4,909.81	4,754.05	4,830.02	2,355.99	2,348.44
毛利润	948.66	1,042.40	1,198.17	1,167.83	586.79	516.07
YOY	3.61%	9.88%		-2.53%		-12.05%
毛利率	17.34%	17.51%	20.13%	19.47%	19.94%	18.02%
期间费用	430.48	720.81	876.58	731.82	334.89	368.74
YOY	-34.82%	67.45%		-16.51%		10.11%
期间费用率	7.87%	12.11%		12.20%	11.38%	12.87%
销售费用	169.95	164.23	162.75	135.21	58.11	60.68
销售费用率	3.11%	2.76%	2.73%	2.25%	1.97%	2.12%
管理费用	288.13	289.67	271.76	287.64	128.27	150.41
管理费用率	5.27%	4.87%	4.57%	4.80%	4.36%	5.25%
研发费用			175.16	141.74	79.29	75.44
研发费用率			0.03	0.02	2.69%	2.63%
财务费用	-27.61	266.91	266.91	167.23	69.22	82.21
财务费用率	-0.50%	4.48%	4.48%	2.79%	2.35%	2.87%
资产减值损失	-10.84	4.04	4.04	18.21	0.03	0.66
其他收益		26.11	26.11	24.75	11.77	14.92
投资净收益	128.95	267.77	267.77	130.65	132.90	41.53
YOY	16.91%	107.66%	107.66%	-51.21%		-68.75%
公允价值变动净收益	17.56	-24.61	-24.61	-57.79	10.06	29.04
营业利润	635.61	544.36	544.36	471.88	374.94	234.65
YOY	101.59%	-14.36%	-14.36%	-13.31%		-37.42%
营业利润率	11.62%	9.15%	9.15%	7.87%	12.74%	8.19%
加：营业外收入	41.87	4.78	4.78	5.43	2.93	21.69
减：营业外支出	8.91	2.48	2.48	0.68	0.21	6.67
利润总额	668.57	546.66	546.66	476.63	377.66	249.67
YOY	86.74%	-18.23%	-18.23%	-12.81%		-33.89%
减：所得税	63.59	58.91	58.91	39.10	51.66	25.18
所得税率	9.51%	10.78%	10.78%	8.20%	13.68%	10.08%
净利润	604.98	487.74	487.74	437.53	326.00	224.49
YOY	86.69%	-19.38%	-19.38%	-10.30%		-31.14%
净利率	11.06%	8.19%	8.19%	7.29%	11.08%	7.84%
资产负债表						
货币资金	1,976.9	1,192.4	1,192.4	1,154.1	1,330.80	1,975.92
应收票据及应收账款	573.1	544.3	544.3	472.2	631.24	577.34
YOY	21.08%	-5.02%	-5.02%	-13.24%		-8.54%
存货	2,571.0	2,998.9	2,998.9	4,500.0	3,563.94	5,298.37
YOY	-24.76%	16.64%	16.64%	50.06%		48.67%

其他流动资产	599.2	430.7	430.7	293.6	581.67	239.43
可供出售金融资产	610.5	516.3	516.3	90.0	410.00	0.00
长期股权投资	797.0	1,858.8	1,858.8	1,912.9	1,880.46	1,784.39
固定资产(合计)	3,160.4	3,178.6	3,178.6	3,743.7	3,141.91	3,808.06
在建工程(合计)	353.4	447.1	447.1	562.6	906.18	1,058.00
资产总计	11,539.6	11,670.7	11,670.7	13,510.4	12,971.04	15,562.48
短期借款	1,553.1	1,868.3	1,868.3	3,058.0	2,834.98	4,874.45
长期借款	100.5			135.8		409.04
应付债券	1,593.1	1,595.7	1,595.7	1,598.3	1,596.97	1,599.69
负债合计	4,243.0	4,404.8	4,404.8	5,776.9	5,490.19	7,765.32
所有者权益合计	7,296.5	7,265.9	7,265.9	7,733.6	7,480.85	7,797.15
现金流量表						
经营活动产生的现金流量净额	1,387.85	370.85	370.85	-559.62	-257.97	-509.88
YOY	1116.65%	-73.28%	-73.28%	-250.90%		-
投资活动产生的现金流量净额	-929.60	-931.40	-931.40	-374.06	-543.17	-527.56
筹资活动产生的现金流量净额	-688.94	154.79	154.79	791.92	815.07	1,837.13
现金及现金等价物净增加额	-51.06	-637.74	-637.74	11.77	51.20	784.05

数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

百隆东方三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	6562.9	6577.7	7076.4	7449.4	营业收入	5997.9	6028.9	6793.7	7603.2
现金	1154.1	1151.3	1081.3	1245.1	减:营业成本	4830.0	4910.9	5506.2	6166.0
应收账款	473.3	481.4	567.1	625.1	营业税金及附加	45.7	44.9	50.9	57.2
存货	4500.0	4594.2	4981.8	5209.9	销售费用	135.2	137.4	154.7	173.1
其他流动资产	293.6	300.0	300.0	300.0	管理费用	287.6	276.1	302.7	339.4
非流动资产	6947.5	7292.5	7493.6	7540.4	研发费用	141.7	138.7	156.3	174.9
长期股权投资	1912.9	1912.9	1912.9	1912.9	财务费用	167.5	186.6	190.2	189.9
固定资产	3743.7	4101.3	4302.0	4345.7	加:投资净收益	130.6	119.5	139.5	139.5
无形资产	564.9	564.5	564.1	563.6	其他	190.6	127.7	195.3	213.2
其他非流动资产	22.0	21.4	21.3	21.5	营业利润	471.9	464.9	533.1	603.9
资产总计	13510.4	13870.2	14570.0	14989.8	加:营业外净收支	4.7	15.0	15.0	15.0
流动负债	3822.0	3528.4	3799.2	3641.4	利润总额	476.6	479.9	548.1	618.9
短期借款	3058.0	3000.0	3000.0	3000.0	减:所得税费用	39.1	38.4	43.8	49.5
应付账款	380.8	233.1	455.2	315.6	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	归属母公司净利润	437.5	441.5	504.3	569.4
非流动负债	1954.8	2263.0	2263.0	2263.0	EBIT	745.0	704.5	830.0	924.6
长期借款	135.8	400.0	400.0	400.0	EBITDA	1130.2	1147.3	1329.8	1481.3
其他非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0					
负债合计	5776.9	5791.5	6062.3	5904.4	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股收益(元)	0.29	0.29	0.34	0.38
归属母公司股东权益	7733.6	8078.8	8507.7	9085.4	每股净资产(元)	5.16	5.39	5.67	6.06
负债和股东权益	13510.4	13870.2	14570.0	14989.8	发行在外股份(百万股)	1500.0	1500.0	1500.0	1500.0
					ROIC(%)	5.5%	5.0%	5.7%	6.0%
					ROE(%)	8.2%	6.2%	6.6%	7.5%
					毛利率(%)	19.5%	18.5%	19.0%	18.9%
					销售净利率(%)	7.3%	7.3%	7.4%	7.5%
					资产负债率(%)	42.8%	41.8%	41.6%	39.4%
					收入增长率(%)	0.8%	0.5%	12.7%	11.9%
					净利润增长率(%)	-10.3%	0.9%	14.2%	12.9%
					P/E	13.2	13.1	11.5	10.2
					P/B	0.75	0.72	0.68	0.64
					EV/EBITDA	9.4	9.4	8.1	7.3

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

