

# 百隆东方 (601339)

## 2022 年业绩点评: 投资收益贡献显著, 期待 23 年订单回暖

买入 (维持)

2023 年 04 月 13 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

研究助理 郝越

执业证书: S0600122080022

xiy@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值           | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元)       | 6,989 | 6,493 | 7,559 | 8,358 |
| 同比                | -10%  | -7%   | 16%   | 11%   |
| 归属母公司净利润 (百万元)    | 1,563 | 1,309 | 1,404 | 1,595 |
| 同比                | 14%   | -16%  | 7%    | 14%   |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 1.04  | 0.87  | 0.94  | 1.06  |
| P/E (现价&最新股本摊薄)   | 5.94  | 7.09  | 6.61  | 5.82  |

关键词: #业绩超预期

### 投资要点

■ 公司公布 2022 年业绩: 2022 年收入 69.89 亿元/yoy-10.10%、归母净利润 15.63 亿元/yoy+14.00%、扣非归母净利 7.93 亿元/yoy-39.83% (若不考虑计提存货跌价损失 3.8 亿元、yoy-10%)、归母净利超此前预期, 主因 22 年棉花期货产生投资收益 7.77 亿元。分季度看, 22Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别同比 +5.39%/-2.81%/+7.75%/-43.09%、归母净利润分别同比 +54.58%/+31.91%/+8.48%/-9.44%。Q4 收入端受到外需疲软+下游去库影响大幅回落、利润端受益于投资收益贡献降幅较小。

■ 价涨量跌, 外销占比提升、下半年需求转弱。1) 分量价看: 需求疲软销量回落, 棉价上行带动产品价格提升。销量方面, 由于国内市场受疫情扰动需求承压, 海外上半年需求较好、下半年渐现疲软, 叠加上游处于去库周期, 产量/销量同比分别-22.49%/-26.80%。价格方面, 22 年国内/国际棉花价格同比分别+6.1%/+27.8%, 公司纱线产品随棉价上涨而上行、价格同比+18.18%, 由于国内外棉价呈上半年大幅上涨、下半年回调趋势, 预计 22H2 产品售价环比有所回落。2) 分产品看, 色纺纱收入回落。22 年色纺纱/坯纱收入同比分别-24.90%/+7.96%、占比 52%/40%, 色纺纱收入回落主要系下半年海外需求疲软及品牌去库存影响。3) 分地区看: 外销占比提升, 外需上半年较好、下半年转弱。22 年境内/境外收入分别同比-32.80%/-2.47%、占比 28%/72%、外销占比同比提升 12pct。国内受到订单外流及疫情影响, 需求承压、产能利用率较低。由于外销上半年增长较好、下半年需求转弱, 越南工厂上半年保持较快增长、下半年承压, 22 全年收入/净利分别同比+10.39%/-26.84%。

■ 毛利率、费用率提升, 得益于期货投资收益、净利率大幅提升。1) 毛利率: 22 年同比+0.67pct 至 26.87%, 主要受益于高毛利境外业务占比提升。分季度看, Q1/Q2/Q3/Q4 为 26.08%/29.17%/28.84%/21.75%, 下半年棉价回落致毛利率承压。分地区看, 境内/境外分别同比-0.15/-1.07pct 至 19.10%/28.71%。分产品看, 色纺纱/坯纱分别同比+1.57/-2.15pct 至 27.15%/24.50%, 色纺纱附加值较高、毛利率表现较好。2) 费用率: 费用率同比+1.61pct 至 10.18%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.22/+0.94/-0.38/+0.83pct 至 0.70%/5.61%/1.62%/2.25%, 管理费用率提升主因职工薪酬增加, 财务费用率提升主要系利息支出增加、汇兑亏损所致。3) 归母净利率: 同比+0.10pct 至 22.36%, 主要系棉花期货投资收益 7.77 亿元带动, 扣非后净利率同比-5.61pct 至 11.35%、主要系棉价回落下公司计提存货减值损失 3.8 亿元。

■ 盈利预测与投资评级: 公司为国内色纺纱龙头, 22 年由于下半年海外需求走弱+棉价回落影响, 业绩呈前高后低。因 22 年棉价波动较大, 公司实现棉花期货投资收益 7.8 亿, 22 年底平仓后出于谨慎考虑、充分计提存货跌价损失 3.8 亿元, 进一步夯实资产质量。展望 23 年, 目前需求逐渐复苏、越南产能利用率恢复至 80-90%, 但回暖过程相对缓慢、有望于下半年迎来自上拐点。产能方面, 越南 39 万锭扩产项目以自筹资金持续推进, 截至 22 年末越南产能达 118 万锭、占总产能约 70%, 第一个 8 万锭车间厂房已于 22 年 8 月份投产, 目前其余厂房设备已安装完毕, 需求回暖后能够迅速投入生产。长期看, 公司相较同业提前布局越南产能、有望受益于行业格局变化。考虑 22 年归母净利润增长主要系投资收益贡献、22H2 外需走弱后纱线主业承压, 我们将 23-24 年归母净利润预测由 14.4/14.9 亿元下调至 13.1/14.0 亿元、预计 25 年归母净利润 16.0 亿元, EPS 分别为 0.87/0.94/1.06 元/股, 对应 PE 为 7/7/6X, 估值较低, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 棉价下跌、外需放缓、投资收益波动等。

### 股价走势



### 市场数据

|               |           |
|---------------|-----------|
| 收盘价(元)        | 6.19      |
| 一年最低/最高价      | 4.96/7.59 |
| 市净率(倍)        | 0.92      |
| 流通 A 股市值(百万元) | 9,285.00  |
| 总市值(百万元)      | 9,285.00  |

### 基础数据

|              |          |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF)  | 6.70     |
| 资产负债率(% ,LF) | 37.97    |
| 总股本(百万股)     | 1,500.00 |
| 流通 A 股(百万股)  | 1,500.00 |

### 相关研究

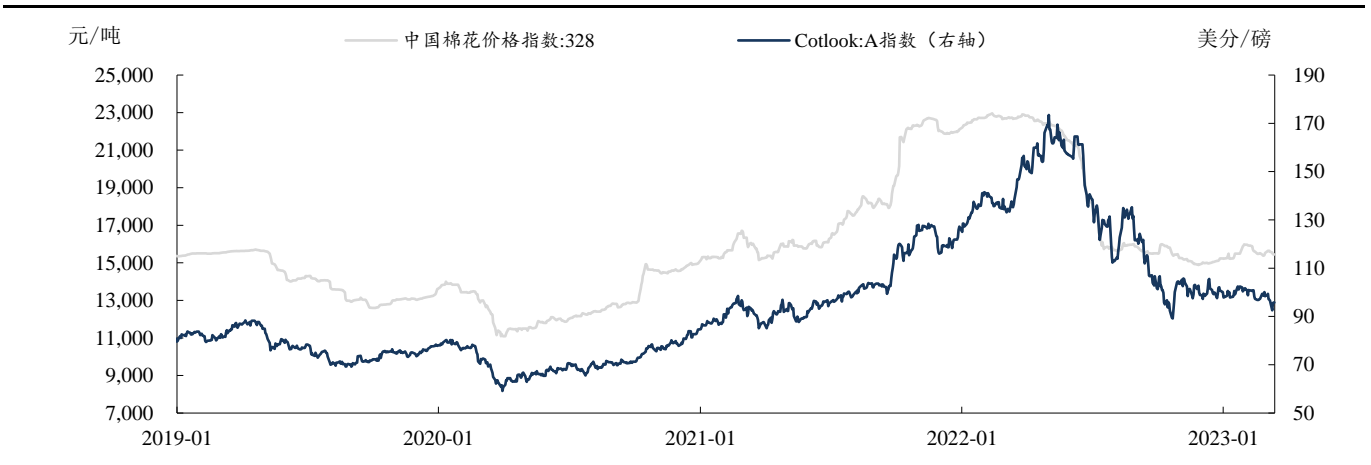
《百隆东方(601339): 2022 年中报点评: 毛利率提升促净利保持高增》

2022-07-30

《百隆东方(601339): 2021 年报 & 2022 一季报点评: 受益棉价上行、需求旺盛, 21 年业绩靓丽、22Q1 延续高增》

2022-05-02

图1: 2019年以来国棉/美棉价格走势



数据来源: Wind, 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)       |              |              |              |              |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |                 | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
| <b>流动资产</b>      | <b>8,667</b>  | <b>9,762</b>  | <b>11,450</b> | <b>13,346</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>6,989</b> | <b>6,493</b> | <b>7,559</b> | <b>8,358</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 2,614         | 3,778         | 5,438         | 7,233         | 营业成本(含金融类)      | 5,111        | 4,734        | 5,419        | 5,959        |
| 经营性应收款项          | 539           | 950           | 900           | 995           | 税金及附加           | 37           | 36           | 42           | 46           |
| 存货               | 5,346         | 4,819         | 4,889         | 4,888         | 销售费用            | 49           | 45           | 53           | 59           |
| 合同资产             | 0             | 0             | 0             | 0             | 管理费用            | 392          | 366          | 378          | 418          |
| 其他流动资产           | 167           | 214           | 223           | 230           | 研发费用            | 113          | 117          | 136          | 150          |
| <b>非流动资产</b>     | <b>7,540</b>  | <b>7,426</b>  | <b>7,273</b>  | <b>7,083</b>  | 财务费用            | 157          | 154          | 172          | 170          |
| 长期股权投资           | 2,285         | 2,285         | 2,285         | 2,285         | 加:其他收益          | 22           | 19           | 23           | 25           |
| 固定资产及使用权资产       | 3,831         | 3,941         | 3,920         | 3,816         | 投资净收益           | 924          | 130          | 151          | 167          |
| 在建工程             | 368           | 184           | 92            | 46            | 公允价值变动          | 25           | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产             | 652           | 622           | 592           | 562           | 减值损失            | -378         | 270          | -20          | -20          |
| 商誉               | 0             | 0             | 0             | 0             | 资产处置收益          | 17           | 1            | 4            | 2            |
| 长期待摊费用           | 0             | 0             | 0             | 0             | <b>营业利润</b>     | <b>1,740</b> | <b>1,462</b> | <b>1,516</b> | <b>1,730</b> |
| 其他非流动资产          | 404           | 394           | 384           | 374           | 营业外净收支          | 18           | 9            | 10           | 4            |
| <b>资产总计</b>      | <b>16,206</b> | <b>17,188</b> | <b>18,723</b> | <b>20,430</b> | <b>利润总额</b>     | <b>1,758</b> | <b>1,471</b> | <b>1,526</b> | <b>1,734</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>4,405</b>  | <b>4,383</b>  | <b>4,475</b>  | <b>4,545</b>  | 减:所得税           | 195          | 162          | 122          | 139          |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 3,641         | 3,641         | 3,641         | 3,641         | <b>净利润</b>      | <b>1,563</b> | <b>1,309</b> | <b>1,404</b> | <b>1,595</b> |
| 经营性应付款项          | 305           | 350           | 404           | 445           | 减:少数股东损益        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 合同负债             | 41            | 95            | 108           | 119           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>1,563</b> | <b>1,309</b> | <b>1,404</b> | <b>1,595</b> |
| 其他流动负债           | 419           | 297           | 321           | 340           | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 1.04         | 0.87         | 0.94         | 1.06         |
| 非流动负债            | 1,748         | 1,748         | 1,748         | 1,748         | EBIT            | 937          | 1,195        | 1,531        | 1,726        |
| 长期借款             | 1,551         | 1,551         | 1,551         | 1,551         | EBITDA          | 1,514        | 1,809        | 2,184        | 2,416        |
| 应付债券             | 0             | 0             | 0             | 0             | 毛利率(%)          | 26.87        | 27.09        | 28.31        | 28.70        |
| 租赁负债             | 20            | 20            | 20            | 20            | 归母净利率(%)        | 22.36        | 20.16        | 18.58        | 19.09        |
| 其他非流动负债          | 177           | 177           | 177           | 177           | 收入增长率(%)        | -10.10       | -7.10        | 16.41        | 10.58        |
| <b>负债合计</b>      | <b>6,153</b>  | <b>6,131</b>  | <b>6,222</b>  | <b>6,293</b>  | 归母净利润增长率(%)     | 14.00        | -16.24       | 7.29         | 13.61        |
| 归属母公司股东权益        | 10,053        | 11,057        | 12,501        | 14,136        |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 0             | 0             | 0             | 0             |                 |              |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>10,053</b> | <b>11,057</b> | <b>12,501</b> | <b>14,136</b> |                 |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>16,206</b> | <b>17,188</b> | <b>18,723</b> | <b>20,430</b> |                 |              |              |              |              |

| 现金流量表 (百万元) |        |       |       |       | 重要财务与估值指标       |       |       |       |       |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E |                 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流     | 246    | 2,007 | 2,132 | 2,259 | 每股净资产(元)        | 6.70  | 7.37  | 8.33  | 9.42  |
| 投资活动现金流     | 225    | -560  | -535  | -527  | 最新发行在外股份(百万股)   | 1,500 | 1,500 | 1,500 | 1,500 |
| 筹资活动现金流     | 18     | -482  | -137  | -137  | ROIC(%)         | 5.82  | 6.75  | 8.29  | 8.57  |
| 现金净增加额      | 529    | 964   | 1,460 | 1,595 | ROE-摊薄(%)       | 15.54 | 11.84 | 11.23 | 11.29 |
| 折旧和摊销       | 577    | 614   | 653   | 690   | 资产负债率(%)        | 37.97 | 35.67 | 33.23 | 30.80 |
| 资本开支        | -404   | -490  | -486  | -494  | P/E (现价&最新股本摊薄) | 5.94  | 7.09  | 6.61  | 5.82  |
| 营运资本变动      | -1,444 | 486   | 28    | -62   | P/B (现价)        | 0.92  | 0.84  | 0.74  | 0.66  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 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>