

百隆东方 (601339.SH)

纺织行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 8.96元

公司受累于色纺纱行业的两头受困

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	150.00
总市值(百万元)	67.20
年内股价最高最低(元)	12.51/8.73
沪深 300 指数	2313.48
上证指数	2114.89



相关报告

1.《竞争优势在于公司建立起来的品牌供应商形象》，2012.6.12

张斌

分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

焦娟

联系人
(8621)61038269
jiaoj@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.550	1.586	0.546	0.636	0.669
每股净资产(元)	4.33	5.95	7.60	7.75	8.11
每股经营性现金流(元)	0.88	0.73	3.09	1.01	1.08
市盈率(倍)	N/A	N/A	16.42	14.08	13.40
行业优化市盈率(倍)	47.17	20.63	28.38	28.38	28.38
净利润增长率(%)	85.06%	2.30%	-57.00%	16.64%	5.12%
净资产收益率(%)	35.76%	26.66%	7.17%	8.21%	8.24%
总股本(百万股)	600.00	600.00	750.00	750.00	750.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ **2012 年中报情况:** 上半年实现营业总收入、营业利润、利润总额、净利润、经营活动产生的现金流量净额、EPS 分别为 24.93 亿元、2.08 亿元、2.39 亿元、2.05 亿元、7.38 亿元、0.27 元, 分别同比增长-3.72%、-72.05%、-70.27%、-72.05%、6.7%、-77.87%。

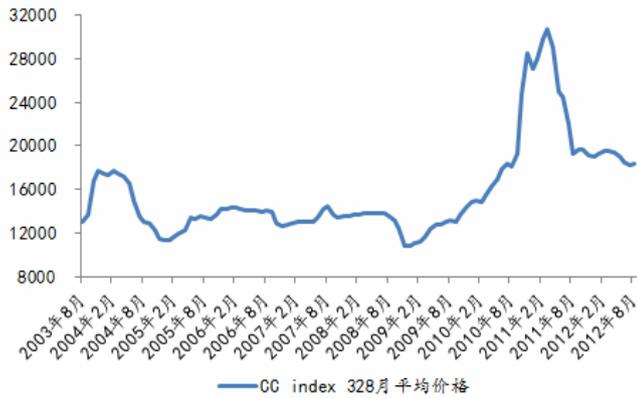
经营分析

- **报告期内, 公司业绩受累于需求不足和棉价下跌, 导致净利润大幅下滑 72%:** 纺织行业内的生产型企业, 一方面受下游需求波动的放大作用较为明显; 另一方面受棉价波动的影响带来订单价格的持续波动。上半年色纺纱行业继续两头受困, 一方面, 下游需求不旺(欧美需求不足带来终端需求大幅下滑), 另一方面, 棉价去年暴跌, 上半年在底部上升无力, 但由于国外棉价持续下跌导致国内外棉价差不断加大, 公司受此影响, 收入实现个位数的同比下滑, 毛利率较去年同期的 70%, 大幅下滑至 17%; 2) 面对市场窘境, 但由于公司上市融资资金实力雄厚, 公司大力加大营销力度, 以加快行业整合, 打压竞争对手, 上半年销量增长 22.8%。伴随着营销力度的加大、国内劳动力成本的不断提高, 三项费用率提升 1.22 个百分点至 7.87% (销售、管理、财务费用率分别提升 0.51、0.32、0.39 个百分点至 2.27%、4.98%、0.61%)。
- 公司短中期继续受制于欧美和国内需求疲软, 以及国内外棉价差过大的不利影响, 下半年业绩难有起色。
- 中长期来看, 公司今年主动加大营销力度, 有利于行业整合更快进行, 公司和华孚两家的相对寡头垄断的市场地位将更加稳固, 未来随着行业复苏和行业整合进行, 公司业绩有望恢复增长。
- 色纺纱技术出现已经有几十年历史, 主要用于高端服装产品, 需求本来增长不快, 而且生产周期长, 因此其在服装原料中占比不会明显增加, 过去和未来都呈现持续平稳增长格局。

盈利预测及投资建议

■ 考虑到公司短中期和中长期发展趋势, 预计公司 2012-2014 年分别实现归属于母公司净利润分别为 4.09 亿元、4.77 亿元、5.02 亿元, 同比增长-57%、16.64%、5.12%, 对应 EPS 分别为 0.546 元、0.636 元、0.669 元。

图表1: 2003年以来的棉价走势



图表2: 2012年以来的棉价走势



来源: 国金证券研究所、中纤网

图表3: 销售预测

项 目	2009	2010	1H 11	2011	1H12	2012E	2013E	2014E
色纺纱销售								
销售收入(百万元)	3,100.29	4,014.92	2,219.74	4,020.89	2,072.13	3,819.84	4,010.83	4,211.38
增长率(YOY)		29.50%		0.15%	-6.65%	-5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	24.48%	28.88%	66.83%	28.34%	18.97%	19.00%	20.00%	20.00%
销售成本(百万元)	2,341.34	2,855.41	736.29	2,881.37	1,679.04	3,094.07	3,208.67	3,369.10
增长率(YOY)		21.96%		0.91%	-41.73%	7.38%	3.70%	5.00%
毛利(百万元)	758.95	1,159.51	1,483.45	1,139.52	393.08	725.77	802.17	842.28
增长率(YOY)		52.78%		-1.72%	-65.50%	-36.31%	10.53%	5.00%
占总销售额比重	93.88%	82.36%	87.55%	84.45%	83.12%	82.43%	83.12%	83.80%
占主营业务利润比重	98.71%	87.45%	84.61%	86.29%	92.78%	92.24%	92.92%	93.24%
材料销售								
销售收入(百万元)	202.25	859.87	315.65	740.30	420.95	814.33	814.33	814.33
增长率(YOY)		325.15%		-13.91%	33.36%	10.00%	0.00%	0.00%
毛利率	4.91%	19.35%	85.50%	24.46%	7.26%	7.50%	7.50%	7.50%
销售成本(百万元)	192.32	693.47	45.76	559.25	390.38	753.25	753.25	753.25
增长率(YOY)		260.58%		-19.35%	-30.20%	34.69%	0.00%	0.00%
毛利(百万元)	9.93	166.40	269.89	181.05	30.58	61.07	61.07	61.07
增长率(YOY)		1575.22%		8.80%	-83.11%	-66.27%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	6.12%	17.64%	12.45%	15.55%	16.88%	17.57%	16.88%	16.20%
占主营业务利润比重	1.29%	12.55%	15.39%	13.71%	7.22%	7.76%	7.08%	6.76%
销售总收入(百万元)	3302.55	4874.79	2535.39	4761.19	2493.08	4634.17	4825.16	5025.71
销售总成本(百万元)	2533.66	3548.88	782.05	3440.62	2069.42	3847.33	3961.92	4122.36
毛利(百万元)	768.88	1325.91	1753.34	1320.57	423.66	786.84	863.24	903.35
平均毛利率	23.28%	27.20%	69.15%	27.74%	16.99%	16.98%	17.89%	17.97%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	3,303	4,875	4,761	4,634	4,825	5,026	货币资金	386	1,377	1,114	2,777	2,919	3,264
增长率	47.6%	-2.3%	-2.7%	4.1%	4.2%		应收款项	805	368	339	378	390	404
主营业务成本	-2,534	-3,549	-3,440	-3,847	-3,962	-4,122	存货	2,601	2,447	2,855	1,781	1,610	1,446
%销售收入	76.7%	72.8%	72.3%	83.0%	82.1%	82.0%	其他流动资产	301	92	744	100	103	107
毛利	769	1,326	1,321	787	863	903	流动资产	4,093	4,284	5,052	5,036	5,023	5,221
%销售收入	23.3%	27.2%	27.7%	17.0%	17.9%	18.0%	%总资产	77.3%	74.4%	76.5%	76.9%	75.2%	74.8%
营业税金及附加	-5	-30	-32	-23	-24	-25	长期投资	17	0	0	1	0	0
%销售收入	0.1%	0.6%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,078	1,179	1,264	1,231	1,367	1,467
营业费用	-97	-111	-111	-107	-111	-116	%总资产	20.4%	20.5%	19.1%	18.8%	20.5%	21.0%
%销售收入	2.9%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	无形资产	100	281	278	282	286	290
管理费用	-145	-277	-265	-232	-241	-251	非流动资产	1,202	1,472	1,552	1,516	1,655	1,759
%销售收入	4.4%	5.7%	5.6%	5.0%	5.0%	5.0%	%总资产	22.7%	25.6%	23.5%	23.1%	24.8%	25.2%
息税前利润 (EBIT)	522	908	913	425	487	511	资产总计	5,296	5,756	6,604	6,552	6,678	6,980
%销售收入	15.8%	18.6%	19.2%	9.2%	10.1%	10.2%	短期借款	1,069	2,103	1,688	0	0	0
财务费用	-37	-42	-6	0	15	16	应付款项	851	514	512	501	518	539
%销售收入	1.1%	0.9%	0.1%	0.0%	-0.3%	-0.3%	其他流动负债	-38	43	-37	306	309	312
资产减值损失	43	26	0	-14	-10	-7	流动负债	1,882	2,659	2,162	807	827	851
公允价值变动收益	7	1	-10	0	0	0	长期贷款	13	10	43	43	43	44
投资收益	29	133	61	30	30	30	其他长期负债	848	486	830	0	0	0
%税前利润	5.0%	12.3%	5.8%	6.2%	5.3%	5.1%	负债	2,743	3,155	3,035	849	869	895
营业利润	564	1,026	957	441	521	550	普通股股东权益	2,081	2,601	3,568	5,703	5,809	6,086
营业利润率	17.1%	21.1%	20.1%	9.5%	10.8%	10.9%	少数股东权益	472	0	0	0	0	0
营业外收支	23	50	96	40	40	40	负债股东权益合计	5,296	5,756	6,604	6,552	6,678	6,980
税前利润	587	1,076	1,054	481	561	590	比率分析						
利润率	17.8%	22.1%	22.1%	10.4%	11.6%	11.7%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-67	-128	-102	-72	-84	-89	每股指标						
所得税率	11.4%	11.9%	9.7%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.950	1.550	1.586	0.546	0.636	0.669
净利润	520	948	951	409	477	502	每股净资产	3.934	4.335	5.947	7.603	7.746	8.114
少数股东损益	18	18	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.279	0.876	0.729	3.091	1.007	1.082
归属于母公司的净利润	503	930	951	409	477	502	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.300	0.300	0.300
净利率	15.2%	19.1%	20.0%	8.8%	9.9%	10.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	24.15%	35.76%	26.66%	7.17%	8.21%	8.24%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	9.49%	16.16%	14.41%	6.24%	7.15%	7.19%
净利润	520	948	951	409	477	502	投入资本收益率	12.72%	16.97%	15.55%	6.29%	7.07%	7.09%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	81	105	144	153	180	213	主营业务收入增长率	-5.73%	47.61%	-2.33%	-2.67%	4.12%	4.16%
非经营收益	-4	-103	-24	-20	-67	-67	EBIT增长率	8.18%	73.90%	0.46%	-53.39%	14.46%	5.03%
营运资金变动	-452	-423	-633	1,776	165	164	净利润增长率	4.43%	85.06%	2.30%	-57.00%	16.64%	5.12%
经营活动现金净流	145	527	438	2,318	755	812	总资产增长率	2.58%	8.69%	14.73%	-0.79%	1.93%	4.53%
资本开支	-147	-379	-149	-73	-269	-270	资产管理能力						
投资	-31	-181	-646	-1	0	0	应收账款周转天数	28.0	20.4	21.4	22.0	22.0	22.0
其他	353	508	-2	30	30	30	存货周转天数	312.8	259.6	281.2	170.0	150.0	130.0
投资活动现金净流	175	-52	-798	-44	-239	-240	应付账款周转天数	35.1	19.9	20.2	20.0	20.0	20.0
股权募资	147	420	0	1,964	-146	0	固定资产周转天数	112.3	76.6	77.9	85.2	92.1	95.7
债权募资	-213	1,078	-322	-2,521	0	1	偿债能力						
其他	-228	-1,489	632	-55	-228	-228	净负债/股东权益	26.93%	27.85%	17.21%	-47.99%	-49.56%	-52.95%
筹资活动现金净流	-293	9	310	-612	-374	-227	EBIT利息保障倍数	14.1	21.8	145.8	896.0	-33.0	-31.5
现金净流量	27	484	-50	1,663	142	345	资产负债率	51.79%	54.81%	45.96%	12.96%	13.01%	12.82%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	0

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B