

棉花价格持续回落 导致净利明显下滑

核心观点:

1. 事件

百隆东方发布 2012 年中报。公司 H1 收入 24.93 亿，同比下降 3.72%；净利润 2.05 亿，同比下降 72.05%；经营性现金流净额 7.38 亿，同比增长 6.70%；每股 EPS 0.27 元，同比下降 77.87%。

2. 我们的分析与判断

- 公司收入降幅较小，主要系产品销量的贡献，2012H1 色纺纱销量同比增幅达 22.76%，主要原因在于（1）棉价回归相对合理价位，棉纤维需求呈现恢复性增长；（2）公司采取积极营销措施扩大销售。
- 公司净利润额同比大幅下滑，主要系毛利率大幅下滑所致，综合毛利率大幅下降至 16.99%，较 2011H1（35.93%）下降 18.9 个百分点，主要原因在于棉价同比大幅下滑及内外棉花价差增大、欧债危机持续、订单向东南亚国家转移等因素。2012H1 国内 328 级棉价累计均价 19195 元/吨，同比下降 31.03%；因公司色纺纱销售的定价方式是参照棉花现货价格和加工成本进行定价，色纺纱价格和棉价保持较强同趋势性，故棉价持续下跌，纱价亦跟跌，且公司更面临着前期较高的原料采购成本压力。此外，2011H1 正处棉价上涨周期，公司毛利额高达 7.34 亿元，亦有高基数影响。
- 公司 2012H1 财务费用 1529.96 万元，同比增 161.34%，主要原因在于汇兑损失增加所致，汇兑损失从 2011H1 的 -2247.77 万元增至 2012H1 的 28.53 万元。公司营业外收入 0.35 亿元，同比下降 47.03%；应收账款 4.69 亿元，同比下降 1.77%。
- 公司产能扩张顺利，将成为公司业绩后续主要驱动。公司的山东邹城 2.5 万吨、江苏淮安 2.4 万吨色纺纱项目目前正在建设阶段，但预计 2012Q4 即可实现部分产能，可满足公司销量增长需求；再考虑到前期高价棉花库存的不断消化，且国内棉价自 7 月初以来已是止跌小涨，下半年公司盈利水平有望回升。

3. 投资建议

给予公司“中性”评级。预计 2012、2013 年公司收入规模分别为 48.7、57.2 亿，分别增 2.4%、17.3%；净利润规模分别为 4.9、6.0 亿，分别增 -48.0%、21.6%；EPS 分别为 0.66、0.80 元，当前股价对应 PE 分别为 13.6、11.2 倍，给予对公司“中性”评级。

百隆东方（601339.SH）

中性 首次评级

分析师

马莉

☎：(8610) 6656 8489

✉：mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

特此鸣谢

李佳嘉：(8610) 6656 8098

(lijiajia@chinastock.com.cn)

花小伟：(8610) 8357 4523

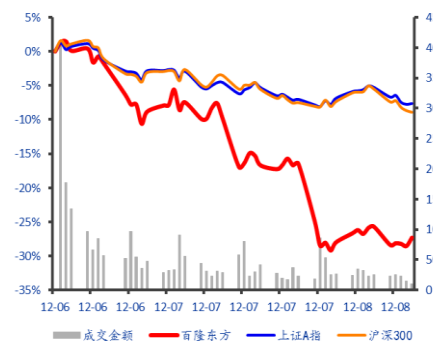
(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2012.08.17

A 股收盘价(元)	8.96
A 股一年内最高价(元)	12.8
A 股一年内最低价(元)	8.65
上证指数	2114.89
市净率	1.51
总股本(万股)	75000
实际流通 A 股(万股)	15000
限售的流通 A 股(万股)	60000
流通 A 股市值(亿元)	13.44

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

表 1: 百隆东方与华孚色纺业绩比较

指标	百隆东方 (601339.SH)					华孚色纺 (002042.SZ)				
	2011H1	2011H2	2012H1	2012H2E	2012E	2011H1	2011H2	2012H1	2012H2E	2012E
营业收入 (亿元)	25.89	21.72	24.93	23.81	48.74	28.15	22.92	27.92	23.74	51.65
同比	—	—	-3.72%	9.63%	2.37%	22.98%	—	-0.84%	3.58%	1.14%
净利润 (亿元)	7.34	2.18	2.05	2.89	4.95	2.41	1.66	0.51	2.02	2.53
同比	—	—	-72.05%	32.88%	-48.02%	—	—	-78.78%	21.58%	-37.91%
销售费用率	1.76%	—	2.27%	—	—	3.32%	—	3.55%	—	—
管理费用率	4.66%	—	4.98%	—	—	3.75%	—	5.15%	—	—
财务费用率	0.23%	—	0.61%	—	—	2.22%	—	3.32%	—	—
毛利率	35.93%	—	16.99%	—	—	19.90%	—	12.60%	—	—
净利率	28.33%	—	8.23%	—	—	8.57%	—	1.83%	—	—

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

表 2: 百隆东方 (601339) 财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1,377	1,114	4,329	4,756	5,235	营业收入	4,875	4,761	4,874	5,718	6,522
应收票据	34	49	34	39	45	营业成本	3,549	3,440	4,041	4,691	5,358
应收账款	295	264	295	346	395	营业税金及附加	30	32	33	39	44
预付款项	81	90	404	469	536	销售费用	111	111	107	126	143
其他应收款	40	25	40	46	53	管理费用	277	265	268	309	352
存货	2,447	2,855	2,028	2,354	2,689	财务费用	42	6	-10	-8	-1
其他流动资产	0	646	646	646	646	资产减值损失	-26	0	-5	-10	-15
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	1	-10	0	0	0
固定资产	1,023	1,016	931	898	839	投资收益	133	61	45	45	50
在建工程	156	248	46	25	20	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	1,026	957	484	617	690
无形资产	281	278	269	263	256	营业外收支净额	50	96	70	57	61
长期待摊费用	0	0	1	1	1	税前利润	1,076	1,054	554	674	751
资产总计	5,756	6,604	9,022	9,843	10,714	减: 所得税	128	102	60	73	81
短期借款	2,021	1,644	0	0	0	净利润	948	951	495	601	670
应付票据	0	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	930	951	495	601	670
应付账款	169	212	498	578	661	少数股东损益	17.7	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	147	219	1,267	1,487	1,696	基本每股收益	1.55	1.59	0.66	0.80	0.89
应付职工薪酬	57	48	64	75	86	稀释每股收益	1.24	1.27	0.66	0.80	0.89
应交税费	-27	-94	-94	-94	-94	财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
其他应付款	198	80	80	80	80	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	47.6%	-2.3%	2.4%	17.3%	14.1%
长期借款	10	43	43	43	43	EBIT 增长率	73.9%	0.5%	-53.5%	30.6%	12.6%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	85.1%	2.3%	-48.0%	21.6%	11.4%
负债合计	3,155	3,035	2,740	3,050	3,351	盈利性					
股东权益合计	2,601	3,568	5,924	6,436	7,005	销售毛利率	27.2%	27.7%	17.1%	18.0%	17.8%
现金流量表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	销售净利率	19.1%	20.0%	10.1%	10.5%	10.3%
净利润	948	951	495	601	670	ROE	39.7%	30.8%	10.4%	9.7%	10.0%
折旧与摊销	0	217	244	272	299	ROIC	21.6%	20.1%	11.0%	22.2%	24.0%
经营活动现金流	526	437	0	676	757	估值倍数					
投资活动现金流	-52	-798	0	-112	-107	PE	5.8	5.7	13.6	11.2	10.0
融资活动现金流	-5	306	0	-82	-99	P/S	1.1	1.1	1.4	1.2	1.0
现金净变动	469	-54	0	482	551	P/B	2.1	1.5	1.1	1.0	1.0
期初现金余额	386	1377	1114	4329	4756	股息收益率	0.0%	0.0%	1.1%	1.3%	1.5%
期末现金余额	854	1323	1114	4811	5306	EV/EBITDA	6.7	5.3	3.7	2.5	1.7

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

马莉，纺织服装行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

雅戈尔(600177.sh)、美邦服饰(002269.sz)、鲁泰 A(000726.sz)、七匹狼(002029.sz)、伟星股份(002003.sz)、报喜鸟(002154.sz)、罗莱家纺(002293.sz)、富安娜(002327.sz)、潮宏基(002345.sz)、探路者(300005.sz)、星期六(002291.sz)、梦洁家纺(002397.sz)、森马服饰(002563.sz)、搜于特(002503.sz)、华斯股份(002494.sz)、希努尔(002485.sz)

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn