

研究所

证券分析师：刘金沪 S0350510120005

0755-83704943 liujh01@ghzq.com.cn

联系人：苏林洁

0755-23618502 sulj@ghzq.com.cn

公司经营逐渐改善

——百隆东方（601399）调研快报

近日我们调研了百隆东方，对公司订单、产能投放进度等方面与公司高管进行了交流。

投资要点：

库存成本降低，毛利环比改善。公司棉花原材料占比70%左右，由于棉价在2011年大幅波动，公司处于“高棉价、低纱价”的阶段，综合毛利率从2011年的27.74%，大幅下跌至2012年Q3的15.62%。我们预计，目前公司的高价库存棉大部分已消化，原材料综合成本接近市价，但由于还有在产品 and 产成品仍需消化，公司的毛利率较12年四季度环比将有改善，但恢复至正常水平（20%左右）仍需时间。

募投项目进展顺利，“走出去”战略降低成本。公司目前产能约8万吨，外协2万吨，12年总产能约为10万吨。我们预计公司位于邹城和淮安的募投项目均进展顺利，13年自有产能增速为15%-20%。同时公司于2013年1月公告的越南子公司，将有8万吨产能于2014年初释放。我们认为目前纺织行业向东南亚等低成本地区转移符合全球产业转移的趋势，越南纺织业的优势在于：1. 采购国际市场棉花，较国内棉价便宜4000-5000元；2. 劳动力成本优势，当地劳动力工资仅为国内一半；3. 税收优惠，越南为了吸引外国投资，规定外国投资公司从首个获利年度起，3-4年免缴所得税，其后给予7-9年的所得税减半征收（约为12.5%）的待遇，远比中国“二免三减半”的规定优惠。尽管境外投资面临一定的政治风险，但综合来看，产能向东南亚转移仍然对降低公司成本具备优势。

盈利预测 在棉价稳定的情况下，公司业绩驱动因素在于新增产能的投放，盈利能力上，我们预计由于基数原因，公司毛利率的改善将比较缓慢，盈利能力的改善将会在13年中报得以体现。结合产能投放及色纺纱价格，在假设全年棉价保持稳定，国内外棉价差逐渐减小的情况下，我们预计公司全年收入增长约为15%-20%，预测公司2012年-2014年EPS分别为0.35元、0.57元和0.74元，目前股价对应12-14年PE分别为24倍、15倍和11.5倍，首次给予“增持”评级。

风险提示：1. 海外需求恢复低于预期；2. 棉价继续下行；3. 国内外棉价价差扩大。

表 1、收入预测表

		2010	2011	2012E	2013E	2014E
产能: 万吨		7.70	7.70	8.21	9.91	12.21
	自制产量	7.25	7.69	8.09	9.49	12.09
	YoY			5%	17.30%	27%
	邹城新增			0.20	0.70	0.70
	淮安新增			0.20	0.70	0.70
	产能利用率	94.14%	99.90%	98.57%	95.79%	99.00%
	外协产量	4.32	2.31	1.90	2.20	2.20
	占比	37%	23%	19%	19%	15%
总产量		11.57	10.00	9.99	11.69	14.29
	YoY	15.35%	-13.56%	-0.11%	17.01%	22.20%
销量	10.53	10.96	8.80	9.99	12	14
	YoY	4.06%	-19.7%	13.5%	17.0%	22.2%
	产销率	94.70%	87.99%	100.00%	100.00%	100.00%
产品单价: 万元		3.66	4.57	3.88	3.88	4.00
	YoY	24.45%	24.71%	-15.00%	0.00%	3.00%
销售收入: 百万元		4,014.25	4,020.48	3,879.88	4,539.96	5,714.14
	YoY	29.50%	0.16%	-3.50%	17.01%	25.86%

资料来源: 国海证券研究所预测

表 2、毛利率预测表 (吨纱)

		2010	2011	2012E	2013E	2014E
吨纱售价		3.66	4.60	3.85	3.85	3.85
	YoY	29.50%	25.68%	-16.30%	0.00%	0.00%
	棉花成本	1.97	2.56	2.53	2.38	2.34
	棉花用量	1.25	1.25	1.25	1.25	1.23
	棉花采购成本	1.89	2.04	2.05	2.00	2.00
	棉花实际使用成本	1.58	2.05	2.02	1.90	1.90
	棉花占比	73.9%	77.6%	77.3%	75.0%	74.7%
	其他材料	0.08	0.09	0.08	0.09	0.09
	占比	2.89%	2.73%	2.45%	2.84%	2.88%
	吨纱人工	0.19	0.23	0.23	0.25	0.25
	占比	6.94%	6.96%	7.04%	7.90%	7.99%
	制造费用	0.19	0.23	0.23	0.25	0.25
	占比	7.13%	6.96%	7.04%	7.90%	7.99%
	其他	0.24	0.19	0.20	0.20	0.20
	占比	9.12%	5.75%	6.13%	6.32%	6.40%
吨纱成本		2.67	3.30	3.27	3.17	3.13
毛利率		27.19%	28.21%	15.19%	17.79%	18.78%

资料来源: 国海证券研究所预测

表 3、百隆东方盈利预测

证券代码:	601339.SH				股票价格:	8.500	投资评级:	买入		日期:	2013/2/27
财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E		
盈利能力					每股指标						
ROE	27%	5%	7%	9%	EPS	1.59	0.35	0.57	0.74		
毛利率	28%	15%	18%	19%	BVPS	5.95	7.64	8.04	8.56		
期间费率	9%	9%	9%	9%	估值						
销售净利率	20%	6%	8%	9%	P/E	5.36	24.07	14.97	11.53		
成长能力					P/B	1.43	1.11	1.06	0.99		
收入增长率	-2%	-8%	15%	23%	P/S	1.07	1.45	1.26	1.03		
利润增长率	2%	-72%	61%	30%							
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E		
总资产周转率	0.72	0.51	0.57	0.66	营业收入	4761	4382	5042	6216		
应收账款周转率	17.25	17.25	17.25	17.25	营业成本	3440	3716	4145	5049		
存货周转率	1.33	1.33	1.33	1.33	营业税金及附加	32	31	40	50		
偿债能力					销售费用	111	110	126	155		
资产负债率	46%	33%	32%	32%	管理费用	265	241	277	342		
流动比	2.34	3.43	3.44	3.47	财务费用	6	10	(10)	(15)		
速动比	1.02	1.95	1.60	1.36	其他费用/(-收入)	51	(4)	(4)	(4)		
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业利润	957	271	459	631		
现金及现金等价物	782	2474	1529	864	营业外净收支	96	50	60	60		
应收款项	264	251	342	389	利润总额	1054	321	519	691		
存货净额	2855	2865	3524	4259	所得税费用	102	56	93	138		
其他流动资产	1151	1059	1219	1502	净利润	951	265	426	553		
流动资产合计	5052	6647	6612	7012	少数股东损益	0	0	0	0		
固定资产	1016	1314	1783	2005	归属于母公司净利润	951	265	426	553		
在建工程	248	348	248	148	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E		
无形资产及其他	278	271	253	236	经营活动现金流	526	516	(414)	(405)		
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	951	265	426	553		
资产总计	6604	8591	8907	9411	少数股东权益	0	0	0	0		
短期借款	1644	1444	1344	1344	折旧摊销	144	129	159	204		
应付款项	212	203	260	304	公允价值变动	(10)	0	0	0		
预收帐款	219	202	232	286	营运资金变动	(560)	122	(998)	(1162)		
其他流动负债	87	87	87	87	投资活动现金流	(798)	(398)	(369)	(122)		
流动负债合计	2162	1936	1924	2021	资本支出	(85)	(398)	(369)	(122)		
长期借款及应付债券	43	93	123	143	长期投资	0	0	0	0		
其他长期负债	830	830	830	830	其他	(713)	0	0	0		
长期负债合计	873	923	953	973	筹资活动现金流	306	1749	(198)	(146)		
负债合计	3035	2859	2877	2994	债务融资	(344)	(150)	(70)	20		
股本	600	750	750	750	权益融资	0	1978	0	0		
股东权益	3568	5732	6030	6417	其它	651	(79)	(128)	(166)		
负债和股东权益总计	6604	8590	8907	9411	现金净增加额	34	1866	(980)	(673)		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【研究团队】

刘金沪： 分析师，美国 Southern Illinois University , Finance, M. Sc, 5年证券行业研究经验，7年多元化的实业界工作经验，曾服务于艾默生网络能源（中国）有限公司、深圳建材集团等公司。2007年起服务于国海证券研究所，现为国海证券消费小组负责人。

苏林洁： 分析师，法国巴黎一大、复旦大学世界经济系双硕士，南开大学经济学学士。2年行业研究经验，目前在国海证券从事纺织服装行业研究。

【机构销售团队】

北京区： 北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

姓名	固话	手机	邮箱
林 莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
白 丹	010-88576898-832	18801090832	baid@ghzq.com.cn

上海区： 上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭 强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈 蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹 莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡 超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
颜 彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区： 深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王 帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn

【分析师承诺】

刘金沪，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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。