

## 百隆东方 (601339.SH)

## 纺织行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

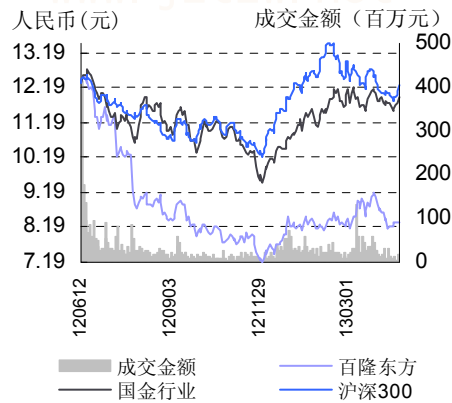
市价(人民币): 8.36元

## 2013年业绩有望回升

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)	62.70
年内股价最高最低(元)	12.51/7.19
沪深300指数	2533.83
上证指数	2244.64



## 相关报告

1. 《2013年业绩改善主要源于毛利率的提升》，2013.4.7
2. 《预计盈利能力将有所提升》，2013.1.22
3. 《公司受累于色纺纱行业的两头受困》，2012.8.20

焦娟

联系人  
(8621)61038269  
jiaoj@gjqz.com.cn

张斌

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

## 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	1.586	0.335	0.421	0.492	0.568
每股净资产(元)	5.95	7.73	8.00	8.14	8.58
每股经营性现金流(元)	0.73	1.68	2.71	0.42	0.51
市盈率(倍)	N/A	24.80	19.87	16.98	14.71
行业优化市盈率(倍)	20.63	27.46	30.16	30.16	30.16
净利润增长率(%)	2.30%	-73.59%	25.58%	17.01%	15.43%
净资产收益率(%)	26.66%	4.33%	5.26%	6.05%	6.63%
总股本(百万股)	600.00	750.00	750.00	750.00	750.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- **2012年年报业绩:** 实现收入、净利润、经营性现金流量净额、EPS分别为47.70亿元、2.51亿元、12.58亿元、0.37元, 分别同比增长0.19%、-74%、188%、-77%; 公司拟决定以2012年12月31日总股本, 向全体股东以每10股分派现金股利1.05元(含税)。

## 经营分析

- 报告期内, 公司受下游需求不足、国内外棉价倒挂、自身储备棉成本较高这三重因素的负面影响, 公司整体的毛利率水平自2011年下半年开始明显下滑, 2012年业绩继续受此拖累而大幅下滑。
  - 受国内外棉花价格剧烈波动的影响, 报告期内公司订单平均价格3.84万元/吨, 同比下降16%, 但由于公司自身棉花成本较高, 导致色纺纱业务的毛利率下滑11.1个百分点至17.24%, 由此带动公司综合毛利率下滑12.75个百分点至14.99%; 此外, 报告期内公司库存消化量较大(1.06万吨, 占总销量的10.5%), 在一定程度上也拉低了公司订单的毛利率水平;
  - 三项费用率提升0.83个百分点, 其中销售、管理、财务费用率分别提升0.37、0.04、0.42个百分点至2.7%、5.6%、0.55%; 受期货投资损失较大的影响, 交易性金融资产的投资收益同比减少90%。
- 纺织行业的基本面业绩已见底, 海外需求自2012年末开始有复苏迹象, 加之产业整合初步见效, 预计2013年行业将持续缓慢复苏。拖累公司2012年业绩的三重因素中, 虽然国内外棉价倒挂的负面影响短期内仍将持续, 但下游需求略有好转、公司自身储备棉成本将于2013年1季度后明显下降, 预计将提升公司的毛利率水平, 从而带动公司2013年业绩的改善;
- 我们根据行业发展趋势(产能严重过剩, 全球纺织服装生产已经向国外转移), 草根调研结果(企业倒闭增加, 订单回升)得出纺织制造行业整合开始见效的结论; 公司作为色纺纱龙头, 无疑也就享受整合带来的市场机会, 取得高于行业均值的发展速度。

## 盈利调整

- 预计13-15年收入分别为47.97亿元、53.27亿元、61.40亿元, 分别同比增长0.57%、11.05%、15.27%, 净利润分别为3.20亿元、4.06亿元、5.14亿元, 分别同比增长27.26%、27%、26.6%, 对应EPS分别为0.426元、0.542元、0.686元。维持“增持”评级。

图表1: 销售预测

项 目	2009	2010	1H11	2011	1H12	2012	2013E	2014E	2015E
<b>色纺纱销售</b>									
销售收入(百万元)	3,100.29	4,014.92	2,219.74	4,020.89	2,072.13	3,880.18	3,818.28	4,250.40	4,686.07
增长率(YOY)		29.50%		0.15%	-6.65%	-3.50%	-1.60%	11.32%	10.25%
毛利率	24.48%	28.88%	61.33%	28.34%	18.97%	17.24%	19.00%	19.50%	20.00%
销售成本(百万元)	2,341.34	2,855.41	858.37	2,881.37	1,679.04	3,211.24	3,092.80	3,421.57	3,748.85
增长率(YOY)		21.96%		0.91%	-41.73%	11.45%	-3.69%	10.63%	9.57%
毛利(百万元)	758.95	1,159.51	1,361.37	1,139.52	393.08	668.94	725.47	828.83	937.21
增长率(YOY)		52.78%		-1.72%	-65.50%	-41.30%	8.45%	14.25%	13.08%
占总销售额比重	93.88%	82.36%	87.55%	84.45%	83.12%	81.34%	79.59%	80.53%	81.28%
占主营业务利润比重	98.71%	87.45%	83.45%	86.29%	92.78%	93.54%	93.68%	94.16%	94.56%
<b>材料销售</b>									
销售收入(百万元)	202.25	859.87	315.65	740.30	420.95	889.98	978.98	1,027.93	1,079.33
增长率(YOY)		325.15%		-13.91%	33.36%	20.22%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	4.91%	19.35%	85.50%	24.46%	7.26%	5.19%	5.00%	5.00%	5.00%
销售成本(百万元)	192.32	693.47	45.76	559.25	390.38	843.79	930.03	976.53	1,025.36
增长率(YOY)		260.58%		-19.35%	-30.20%	50.88%	10.22%	5.00%	5.00%
毛利(百万元)	9.93	166.40	269.89	181.05	30.58	46.19	48.95	51.40	53.97
增长率(YOY)		1575.22%		8.80%	-83.11%	-74.49%	5.97%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	6.12%	17.64%	12.45%	15.55%	16.88%	18.66%	20.41%	19.47%	18.72%
占主营业务利润比重	1.29%	12.55%	16.55%	13.71%	7.22%	6.46%	6.32%	5.84%	5.44%
销售总收入(百万元)	3302.55	4874.79	2535.39	4761.19	2493.08	4770.16	4797.26	5278.33	5765.39
销售总成本(百万元)	2533.66	3548.88	904.13	3440.62	2069.42	4055.03	4022.83	4398.10	4774.21
毛利(百万元)	768.88	1325.91	1631.26	1320.57	423.66	715.13	774.42	880.22	991.18
平均毛利率	23.28%	27.20%	64.34%	27.74%	16.99%	14.99%	16.14%	16.68%	17.19%

来源: 国金证券研究所、公司年报

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	4,875	4,761	4,770	4,797	5,278	5,765
增长率		-2.3%	0.2%	0.6%	10.0%	9.2%
主营业务成本	-3,549	-3,440	-4,055	-4,023	-4,398	-4,774
%销售收入	72.8%	72.3%	85.0%	83.9%	83.3%	82.8%
毛利	1,326	1,321	715	774	880	991
%销售收入	27.2%	27.7%	15.0%	16.1%	16.7%	17.2%
营业税金及附加	-30	-32	-36	-36	-40	-43
%销售收入	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-111	-111	-129	-120	-132	-144
%销售收入	2.3%	2.3%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用	-277	-265	-267	-264	-290	-317
%销售收入	5.7%	5.6%	5.6%	5.5%	5.5%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	908	913	283	355	418	487
%销售收入	18.6%	19.2%	5.9%	7.4%	7.9%	8.4%
财务费用	-42	-6	-26	15	17	18
%销售收入	0.9%	0.1%	0.6%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	26	0	-9	0	0	0
公允价值变动收益	1	-10	4	0	0	0
投资收益	133	61	6	-10	-10	-10
%税前利润	12.3%	5.8%	1.9%	n.a	n.a	n.a
营业利润	1,026	957	258	360	425	495
营业利润率	21.1%	20.1%	5.4%	7.5%	8.1%	8.6%
营业外收支	50	96	46	25	25	25
税前利润	1,076	1,054	304	385	450	520
利润率	22.1%	22.1%	6.4%	8.0%	8.5%	9.0%
所得税	-128	-102	-53	-69	-81	-94
所得税率	11.9%	9.7%	17.3%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	948	951	251	316	369	426
少数股东损益	18	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	930	951	251	316	369	426
净利率	19.1%	20.0%	5.3%	6.6%	7.0%	7.4%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	1,377	1,114	1,929	1,501	1,452	1,688
应收款项	368	339	390	337	371	405
存货	2,447	2,855	1,929	2,425	2,651	2,878
其他流动资产	92	744	2,084	92	100	107
流动资产	4,284	5,052	6,332	4,354	4,573	5,078
%总资产	74.4%	76.5%	73.0%	65.2%	66.9%	70.3%
长期投资	0	0	677	678	677	677
固定资产	1,179	1,264	1,367	1,367	1,300	1,175
%总资产	20.5%	19.1%	15.8%	20.5%	19.0%	16.3%
无形资产	281	278	275	278	284	291
非流动资产	1,472	1,552	2,345	2,325	2,264	2,145
%总资产	25.6%	23.5%	27.0%	34.8%	33.1%	29.7%
<b>资产总计</b>	<b>5,756</b>	<b>6,604</b>	<b>8,676</b>	<b>6,679</b>	<b>6,837</b>	<b>7,223</b>
短期借款	2,103	1,688	1,875	0	0	0
应付款项	514	512	472	526	577	628
其他流动负债	43	-37	97	132	137	142
流动负债	2,659	2,162	2,444	658	714	770
长期贷款	10	43	20	20	20	21
其他长期负债	486	830	415	0	0	0
<b>负债</b>	<b>3,155</b>	<b>3,035</b>	<b>2,879</b>	<b>678</b>	<b>734</b>	<b>791</b>
普通股股东权益	2,601	3,568	5,798	6,001	6,103	6,432
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,756</b>	<b>6,604</b>	<b>8,676</b>	<b>6,679</b>	<b>6,837</b>	<b>7,223</b>

比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.550	1.586	0.335	0.421	0.492	0.568
每股净资产	4.335	5.947	7.730	8.002	8.137	8.576
每股经营现金净流	0.876	0.729	1.678	2.705	0.419	0.506
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
<b>回报率</b>						
净资产收益率	35.76%	26.66%	4.33%	5.26%	6.05%	6.63%
总资产收益率	16.16%	14.41%	2.90%	4.72%	5.40%	5.90%
投入资本收益率	16.97%	15.55%	3.04%	4.83%	5.60%	6.19%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	47.61%	-2.33%	0.19%	0.57%	10.03%	9.23%
EBIT增长率	73.90%	0.46%	-69.00%	25.37%	17.96%	16.33%
净利润增长率	85.06%	2.30%	-73.59%	25.58%	17.01%	15.43%
总资产增长率	8.69%	14.73%	31.38%	-23.02%	2.36%	5.65%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	20.4	21.4	22.5	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	259.6	281.2	215.3	220.0	220.0	220.0
应付账款周转天数	19.9	20.2	13.7	15.0	15.0	15.0
固定资产周转天数	76.6	77.9	90.9	90.3	77.5	63.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	27.85%	17.21%	-0.74%	-24.83%	-23.62%	-26.07%
EBIT利息保障倍数	21.8	145.8	10.7	-23.3	-24.7	-26.9
资产负债率	54.81%	45.96%	33.18%	10.15%	10.73%	10.95%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	948	951	251	316	369	426
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	105	144	150	155	170	179
非经营收益	-103	-24	25	10	-14	-14
营运资金变动	-423	-633	831	1,549	-212	-212
<b>经营活动现金净流</b>	<b>527</b>	<b>438</b>	<b>1,258</b>	<b>2,029</b>	<b>314</b>	<b>380</b>
资本开支	-379	-149	-266	-116	-84	-35
投资	-181	-646	-1,967	-1	0	0
其他	508	-2	-388	-10	-10	-10
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-52</b>	<b>-798</b>	<b>-2,621</b>	<b>-127</b>	<b>-94</b>	<b>-45</b>
股权募资	420	0	1,990	0	-170	0
债权募资	1,078	-322	-232	-2,295	0	1
其他	-1,489	632	-566	-35	-99	-99
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>9</b>	<b>310</b>	<b>1,191</b>	<b>-2,330</b>	<b>-269</b>	<b>-98</b>
<b>现金净流量</b>	<b>484</b>	<b>-50</b>	<b>-172</b>	<b>-428</b>	<b>-49</b>	<b>237</b>

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

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	1	1	3	3	3
增持	3	5	7	12	14
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.75	1.80	1.75	1.77	1.79

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-08-20	增持	8.95	N/A
2 2013-01-22	增持	8.34	10.00 ~ 10.00
3 2013-04-07	增持		11.00 ~ 11.00

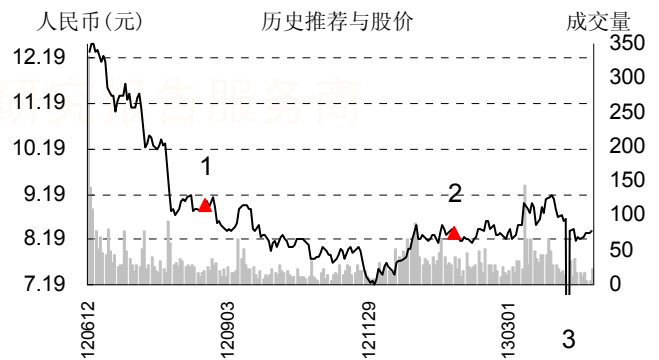
来源：国金证券研究所

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

**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为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**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net