



订单回暖、新增产能投放推动业绩增长

2013年5月28日

推荐/维持

百隆东方

调研快报

百隆东方（601339）调研快报

谭可	纺织服装行业分析师	010-66554011	执业证书编号：S1480510120013
符艺蕾	联系人	010-66554130	

事件：

近日与公司管理层就公司战略、经营等情况进行沟通。发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

观点：

1. 今年棉花价格较稳定，保持每吨2万元左右水平

去年80-90%的棉花产量被国家收购，由国家来控制棉花的放量，目前棉花价格比年初略涨一点，保持在19400-19500元/吨，低于国家收购棉花的成本价，公司棉花的采购成本与国家储备棉的推出价格接近，与前两年相比公司采购棉花的成本有明显回落迹象，波动幅度也较平稳，主要跟国家的调控政策有关。另外，从内外棉的价差来看，目前是呈现缩小趋势的，对公司有利，未来内外棉价差有进一步缩小的走势。

2. 截止5月接单量同比个位数增长，新增募投项目产能能够全部被消化

在去年低基数的背景下，截止5月，接单量同比个位数增长，从订单量上涨可以判断终端市场的复苏迹象，其中欧美的复苏情况比国内好。今年全年的业绩目标是利润达到4-6个亿，同比上涨70%左右，收入上涨10-20%，在产品价格保持基本不变的背景下，主要靠新增募投项目产能的释放来推动业绩的上升。邹城和淮安两个项目的产能有1.6万吨左右，目前两个车间的产能释放量达到50%，下半年另外2个车间也要投入生产，届时产能能够达到100%的释放量。

3. 越南募投项目进展顺利，明年有望投产

越南募投项目预计总投资约20亿元，产能在1-1.5万吨左右，公司选择在越南地区建厂主要是因为东南亚地区较低的人工费用，但从原材料来看相比国内要贵一些，主要因为增加了运输费用。另外一个主要的原因是因为东南亚那边对出口配额的限制比较少，有利于公司的对外业务发展。

4. 公司在产品质量和客户结构上均优于竞争对手

由于百隆东方先进入行业因此具备一定的先发优势，相对于竞争对手华孚色纺而言，公司在产品质量和客户机构上更加高端一些，因此产品的价格也略高于华孚，毛利率也比华孚色纺高，为了保住品牌的声誉和产品出产的质量、速度等环节公司很少做低价单子，今年毛利率稳定在20%左右，但要回到之前高毛利率的水平可能性不大。

结论:

公司作为色纺纱垄断型企业之一，通过产业链延伸以及投资兼并不断扩大产能。公司经营稳健，生产规模、产品质量、技术水平和经济效益等指标均在全国同行业中排名前列。公司定位于中高档色纺纱的生产和销售。

色纺行业与传统纺织行业不同，由于色纺纱工艺复杂，具有较高的进入门槛，对企业的经营、技术、管理水平等综合能力要求较高。长远来看，公司作为具有成熟工艺和规模生产优势的制造类龙头，将在全球化产业转移后的再分配格局中享有集中度上升所带来的先发红利，短期来看，公司的亮点在于新建募投项目产能释放带来业绩上涨的驱动力，在不考虑外需复苏及棉价上涨超预期的因素下，公司 2013-2015 年的 EPS 分别为 0.44、0.54、0.61 元，对应的动态 PE 为 16.26、13.14 和 11.93 倍，维持“推荐”评级。

风险提示:

外需回暖趋势中断；

棉价下跌。

表 2: 公司 2013-2015 年盈利预测结果

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	4,761.19	4,770.16	5,262.21	5,931.54	6,701.27
营业收入增长率	-2.33%	0.19%	10.32%	12.72%	12.98%
EBITDA (百万元)	1,107.40	425.24	495.64	615.68	685.28
EBITDA 增长率	-7.63%	-61.60%	16.56%	24.22%	11.31%
净利润 (百万元)	951.48	251.30	330.50	407.32	458.74
净利润增长率	2.30%	-73.59%	31.52%	23.24%	12.62%
ROE	26.66%	4.33%	4.10%	4.88%	5.30%
EPS (元)	1.59	0.37	0.44	0.54	0.61
P/E	8.55	36.76	30.86	25.04	22.23
P/B	2.29	1.76	1.27	1.22	1.18
EV/EBITDA	7.92	23.91	16.26	13.14	11.93

资料来源: 东兴证券整理

表 3: 盈利预测表 (2011A-2015E)

利润表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	增长率 %	2014E	增长率 %	2015E	增长率 %
营业收入	4,761.19	4,770.16	5,262.21	10.32%	5,931.54	12.72%	6,701.27	12.98%
营业成本	3,440.48	4,054.84	4,420.26	9.01%	4,923.18	11.38%	5,562.06	12.98%
营业费用	111.22	128.95	142.08	10.18%	160.15	12.72%	180.93	12.98%
管理费用	264.52	266.99	294.68	10.37%	332.17	12.72%	375.27	12.98%
财务费用	6.26	26.46	-19.00	N/A	-5.05	N/A	-4.87	N/A
投资收益	60.74	5.81	5.00	-13.94%	5.00	0.00%	5.00	0.00%

营业利润	957.38	257.72	397.62	54.28%	490.50	23.36%	552.68	12.68%
利润总额	1,053.85	303.85	399.62	31.52%	492.50	23.24%	554.68	12.62%
所得税	102.37	52.55	69.12	31.52%	85.18	23.24%	95.93	12.62%
净利润	951.48	251.30	330.50	31.52%	407.32	23.24%	458.74	12.62%
归属母公司所有者的净利润	951.48	251.30	330.50	31.52%	407.32	23.24%	458.74	12.62%
NOPLAT	870.04	235.03	313.13	33.23%	401.49	28.22%	453.06	12.84%
资产负债表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
货币资金	1,114.42	1,928.51	2,159.76	11.99%	2,130.89	-1.34%	2,042.19	-4.16%
交易性金融资产	1.82	9.54	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	264.45	324.22	357.66	10.32%	403.15	12.72%	455.47	12.98%
预付款项	90.03	55.92	18.74	-66.49%	-22.68	N/A	-69.47	N/A
存货	2,854.90	1,929.24	3,027.57	56.93%	3,372.04	11.38%	3,809.63	12.98%
流动资产合计	5,051.83	6,331.67	7,623.63	20.40%	7,952.52	4.31%	8,317.55	4.59%
非流动资产	1,551.94	2,344.62	1,631.44	-30.42%	1,611.22	-1.24%	1,594.74	-1.02%
资产总计	6,603.77	8,676.29	9,255.07	6.67%	9,563.74	3.34%	9,912.29	3.64%
短期借款	1,644.08	1,438.92	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	211.87	92.56	99.52	7.52%	110.84	11.38%	125.22	12.98%
预收款项	219.21	277.56	277.56	0.00%	277.56	0.00%	277.56	0.00%
流动负债合计	2,162.36	2,443.77	569.83	-76.68%	593.38	4.13%	620.81	4.62%
非流动负债	872.95	434.78	630.64	45.05%	630.64	0.00%	630.64	0.00%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	3,568.45	5,797.74	8,054.59	38.93%	8,339.71	3.54%	8,660.83	3.85%
净营运资本	2,889.47	3,887.90	7,053.79	81.43%	7,359.14	4.33%	7,696.74	4.59%
投入资本 IC	4,182.59	5,754.56	5,914.65	2.78%	6,228.65	5.31%	6,638.46	6.58%
现金流表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
净利润	951.48	251.30	330.50	31.52%	407.32	23.24%	458.74	12.62%
折旧摊销	143.75	141.06	0.00	N/A	130.22	N/A	137.48	5.58%
净营运资金增加	1,264.65	998.44	3,165.89	217.08%	305.35	-90.36%	337.60	10.56%
经营活动产生现金流	437.24	1,258.52	-659.43	N/A	193.27	N/A	160.06	-17.19%
投资活动产生现金流	-797.89	#####	640.87	N/A	-105.00	N/A	-116.00	N/A
融资活动产生现金流	306.50	1,193.42	249.81	-79.07%	-117.15	N/A	-132.75	N/A
现金净增 (减)	-54.15	-169.33	231.25	N/A	-28.87	N/A	-88.69	N/A

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

谭可

纺织服装行业研究员，消费品研究小组组长，2007年加盟东兴证券研究所。

符艺蕾

英国纽卡斯尔大学金融学硕士，2012年加盟东兴证券研究所，从事纺织服装行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。