

基本面向好及投资收益贡献，

驱动中期业绩明显增长

核心观点：

1. 事件

百隆东方发布 2013 年中期业绩预增公告，预计 2013H1 净利增速同比增幅为 50%-70%。

2. 我们的分析与判断

- 公司发布中期预增公告，符合市场预期。我们保守按照上半年增速区间下限 50% 估算，2013H1 净利润额为 3.08 亿元，对应 2013Q2 净利润额为 2.09 亿，当季同比 53.79%。（如按照上限 70% 估算，H1 3.49 亿，Q2 当季 2.50 亿，增速 83.98%，具体测算见附表）。上半年累计增 50% 以上的驱动主要在于：（1）毛利率回升；（2）销量增长；（3）转让子公司股权，实现部分投资收益贡献。
- **（1）毛利率回升：**① 内外棉花价差有所收窄，公司色纺纱售价同比有个位数增长，据公司 2012 年报测算，2012 年色纺纱均价 3.8 万元/吨，目前色纺纱售价 4 万元/吨左右，增速有 4% 左右；② 公司前期“去库存化”基本完成，同时，公司又增加进口棉的使用比例，使得用棉综合成本下降。
- **（2）销量增长：**在海外需求弱回升背景下，公司凭借其优势龙头地位，销量依然有个位数的增长。此外，在公司单价增 4%，销量同样个位数增长的前提下，我们推算上半年收入增速有 10% 左右。
- **（3）股权转让：**上半年，公司有 3 家子公司股权转让，分别为尉犁县九九棉业、沙雅九九棉业、阿克苏久久棉纺；股权合计转让价格为 1.29 亿元，初步按照实收资本口径估算，计入投资收益的接近 6000 万元，计入 2013Q2 当季；剔除 6000 万投资收益，在下限 50% 增速下：2013H1 净利 2.48 亿，累计同比增 20.75%，Q2 当季为 1.49 亿（=2.09-0.6），同比增 9.65%。（具体仍以最终公告为准）。

3. 投资建议

2013 年下半年看，公司业绩存在继续增长动力：（1）下半年募投产能将释放体现，募投淮安产区 2013 年底将开出 12 万锭以上，募投邹城 2013 年底将开出 8 万锭以上。此外，自有的越南 5 万锭将于 2013 年底投产。2013 年底，公司色纺纱名义总产能达到 125 万锭（=100+12+8+5），较 2012 年底 100 万锭增速 25%，但考虑试产环节，实际产量增速将低于产能增速。价格层面，预计在行业弱回升，及竞争压力下，难以继续提价，应持平为主。（2）公司第二批阿克苏百隆、麦盖提九九、喀什久久三家子公司依然股权转让处理，股权转让款 1.35 亿，初步估计，亦有 6000 万元左右投资收益（具体以最终公告为准）。此外，因下半年基数因素，增速回升的数字表现上将尤为突出，2012 年 Q3、Q4 的净利润额仅有 0.06、0.40 亿元。

2014 年看，公司业绩增长的动力则在于（1）已投产产能的投产比例的提升；（2）位于保税区的淮安产能、位于海外的越南产区，进一步驱动用棉成本下降。

我们预计 2013、2014 年公司收入规模分别为 53.16、66.48 亿，分别增 11.45%、25.05%；净利润规模为 6.02、7.43 亿，分别增 139.64%、23.42%；EPS 分别为 0.80、0.99 元，当前股价对应 PE 为 10.16、8.23 倍。当前公司 PB 仅 1.06。暂给予“谨慎推荐”评级。

风险因素：棉价大幅下跌、内外价差再次扩大；产能释放低于预期；行业竞争加大。

百隆东方（601339.SH）

谨慎推荐 维持评级

分析师

马莉

☎：（8610）6656 8489

✉：mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

特此鸣谢

杨岚：（8610）8357 4539

（yanglan@chinastock.com.cn）

执业证书编号：S0130112030156

花小伟：（8610）8357 4523

（huaxiaowei@chinastock.com.cn）

执业证书编号：S0130112090085

对本报告的编制提供信息

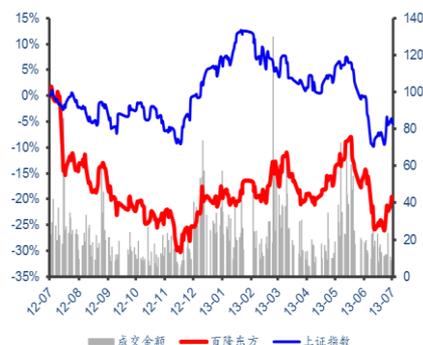
市场数据

2013.7.17

A 股收盘价(元)	8.16
A 股一年内最高价(元)	9.75
A 股一年内最低价(元)	7.41
上证指数	2044.92
市净率(LYR)	1.06
总股本(万股)	75000
实际流通 A 股(万股)	15000
限售 A 股(万股)	60000
流通 A 股市值(亿元)	12.24

注：*价格未复权

相对指数表现图



资料来源：WIND 中国银河证券研究部

表 1: 百隆东方色纺纱主业部分产销价拆分

色纺纱产销价	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年E
产能	100万吨	100万吨	100万吨	100万吨	125万吨
产量(万吨)	10.03	11.57	10.00	9.05	11.0
销售数量(万吨)	10.53	10.96	8.80	10.11	11.0
同比	5.13%	4.07%	-19.69%	14.87%	8%
销售收入(亿元)	31.0	40.1	40.2	38.8	43.8
同比		29.50%	0.15%	-3.50%	12.9%
销售单价(元/吨)	29442	36632	45685	38380	40000
同比		24.42%	24.71%	-15.99%	4.2%
色纺纱毛利率	24.48%	28.88%	28.34%	17.24%	22.0%

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

表 2: 按照百隆东方 2013H1 50%-70%的增速上下限对 2013Q2 拆分(亿元、%)

2012Q1 净利	2012Q2 净利	2012年 1-6 月净利	2013Q1 净利	2013Q2 净利	2013年 1-6 月净利	2013Q1 净利 当季同比	2013Q2 净利 当季同比	2013年 1-6 月 净利同比
0.69	1.36	2.05	0.99	2.09	3.08	42.55%	53.79%	50% (下限)
0.69	1.36	2.05	0.99	1.49	2.48	42.55%	9.65%	20.75% (剔除投资收益)
0.69	1.36	2.05	0.99	2.50	3.49	42.55%	83.98%	70% (上限)
0.69	1.36	2.05	0.99	1.90	2.89	42.55%	39.82%	40.74% (剔除投资收益)

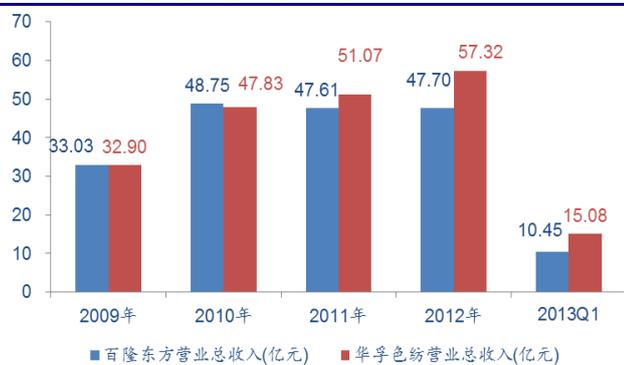
资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部 (股权转让的投资收益额根据公司已公布的公告推算, 但具体仍以最终公告为主)

表 3: 百隆东方与华孚色纺当季度比较

	百隆东方					华孚色纺					
	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	
营业总收入(亿元)	10.23	14.7	10.94	11.84	10.45	12.25	15.66	13.02	16.39	15.08	
同比	—	—	0.02%	9.74%	2.18%	同比	-13.34%	11.77%	25.18%	30.91%	23.05%
净利润额(亿元)	0.69	1.36	0.06	0.4	0.99	净利润额(亿元)	0.35	0.16	0.30	0.10	0.44
同比	—	—	-95.74%	-48.80%	42.55%	同比	-64.20%	-88.91%	-62.18%	-88.66%	25.21%
毛利率	15.62%	17.95%	12.50%	13.10%	18.45%	毛利率	16.58%	9.49%	10.83%	7.60%	11.66%

资料来源: WIND 中国银河证券研究部

图 1: 百隆东方与华孚色纺累计营收额



资料来源: WIND 中国银河证券研究部

图 2: 百隆东方与华孚色纺累计净利润额



资料来源: WIND 中国银河证券研究部

图 3:百隆东方与华孚色纺累计毛利率



图 4:百隆东方与华孚色纺累计财务费用率



资料来源: WIND 中国银河证券研究部

资料来源: WIND 中国银河证券研究部

表 3: 百隆东方关键指标分析

关键指标	2011	2012	2013E	2014E
成长能力 (%YoY)				
收入增长率	-2.33%	0.19%	11.45%	25.05%
净利润增长率	2.30%	-73.59%	139.64%	23.42%
EBITDA 增长率	-0.82%	-60.63%	42.65%	42.55%
EBIT 增长率	-2.31%	-69.95%	104.87%	41.00%
估值指标				
PE	6	24	10	8
PB	2	1	1	1
EV/EBITDA	6	15	11	8
EV/EBIT	7	23	11	8
EV/NOPLAT	8	28	13	10
EV/Sales	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1
盈利能力 (%)				
毛利率	27.74%	15.00%	19.22%	20.47%
EBITDA 率	22.19%	8.72%	11.16%	12.72%
EBIT 率	19.17%	5.75%	10.57%	11.92%
税前净利润率	22.13%	6.37%	13.33%	13.15%
税后净利润率 (归属母公司)	19.98%	5.27%	11.33%	11.18%
ROA	14.41%	2.90%	7.32%	8.21%
ROE (归属母公司) (摊薄)	26.66%	4.33%	9.53%	10.80%
经营性 ROIC	16.04%	3.76%	7.29%	9.31%
WACC	8.99%	9.11%	9.62%	9.55%
ROIC-WACC	7.05%	-5.35%	-2.34%	-0.24%
资本结构				
资产负债率	45.96%	33.18%	23.16%	23.92%
权益乘数	1.85	1.50	1.30	1.31
流动资产/总资产	76.50%	72.98%	64.39%	67.07%
非流动资产/总资产	23.50%	27.02%	35.61%	32.93%
有形资产/总资产	95.64%	96.75%	96.70%	97.15%
流动负债/总负债	71.24%	84.90%	75.89%	78.30%
非流动负债/总负债	28.76%	15.10%	24.11%	21.70%
有息负债/总投入资本	33.68%	31.39%	14.10%	14.42%
权益/总投入资本	69.46%	96.03%	96.43%	95.19%
偿债能力				
流动比率	2.34	2.59	3.66	3.58
速动比率	1.02	1.80	2.48	2.33
归属母公司权益/有息债务	2.06	3.06	6.84	6.60
有形资产/有息债务	3.65	4.43	8.60	8.43
已获利息倍数 (EBIT/利息费用)	22.85	12.46	16.75	34.73
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)				
EPS	1.27	0.34	0.80	0.99
每股红利	0.00	0.11	0.24	0.30
每股经营现金流	0.58	1.68	0.95	0.56

每股自由现金流(FCFF)	0.04	0.19	(0.30)	(0.08)
每股净资产	4.76	7.73	8.43	9.18
每股销售收入	6.35	6.36	7.09	8.86
每股 EBITDA	1.41	0.55	0.79	1.13
营运能力				
应收账款周转率	17.02	16.21	16.53	18.52
应收账款周转天数	21.15	22.21	21.78	19.44
存货周转率	1.30	1.70	2.36	2.76
存货周转天数	277.37	212.37	152.86	130.48
应付账款周转率	18.08	26.64	38.80	36.79
应付账款周转天数	19.91	13.51	9.28	9.79
营业周期	298.52	234.59	174.64	149.92
现金周期	278.61	221.07	165.36	140.13
总资产周转率	0.77	0.62	0.63	0.77
杜邦分析				
ROE (归属母公司)	26.66%	4.33%	9.53%	10.80%
归属母公司净利润占比	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
销售净利率	19.98%	5.27%	11.33%	11.18%
总资产周转率	0.77	0.62	0.63	0.77
权益乘数(杜邦分析)	1.73	1.32	1.34	1.25
ROIC 分解				
获利能力-经营利润率(EBIT/收入)	19.17%	5.75%	10.57%	11.92%
资本效率-投入资本周转率	1.01	0.85	0.84	0.96
1-税率	90.29%	82.70%	85.00%	85.00%
收益质量				
经营活动净收益/利润总额	86.02%	81.56%	72.60%	86.40%
价值变动净收益/利润总额	4.83%	3.26%	18.35%	5.72%
营业外收支净额/利润总额	9.15%	15.18%	9.05%	7.88%
所得税/利润总额	9.71%	17.30%	15.00%	15.00%
现金流量				
经营活动现金流量净额/经营活动净收益	48.23%	507.83%	138.26%	55.63%
自由现金流	29.64	140.93	(227.70)	(57.25)

资料来源: WIND 中国银河证券研究部

表 4: 百隆东方三大报表

利润表(百万元)	2011	2012	2013E	2014E
营业收入	4,761	4,770	5,316	6,648
营业成本	3,440	4,055	4,295	5,287
折旧和摊销	144	142	32	54
营业税费	32	36	35	43
销售费用	111	129	138	166
管理费用	265	267	287	359
财务费用	6	26	48	37
资产减值损失	(0)	9	0	0
公允价值变动损益	(10)	4	0	0
投资收益	61	6	130	50
营业利润	957	258	644	805
利润总额	1,054	304	708	874
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	951	251	602	743
EPS(按最新预测年度股本计算历史 EPS)	1.27	0.34	0.80	0.99
NOPLAT	824.09	226.84	477.62	673.45
EBIT	912.75	274.28	561.91	792.30
EBITDA	1,056.60	416.00	593.44	845.93
资产负债表(百万元)	2011	2012	2013E	2014E
总资产	6,604	8,676	8,226	9,048
流动资产	5,052	6,332	5,297	6,068
货币资金	1,114	1,929	1,063	1,330
交易型金融资产	2	10	0	0
应收帐款	264	324	319	399
应收票据	49	42	53	66

其他应收款	25	24	27	33
存货	2,855	1,929	1,718	2,115
非流动资产	1,552	2,345	2,929	2,980
可供出售投资	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0
长期投资	0	677	690	695
固定资产	1,016	1,189	1,770	1,889
无形资产	278	271	257	245
总负债	3,035	2,879	1,905	2,164
无息负债	1,305	984	981	1,121
有息负债	1,730	1,895	925	1,043
股东权益	3,568	5,798	6,321	6,884
股本	600	750	750	750
公积金	1,377	3,230	3,290	3,364
未分配利润	1,577	1,804	2,267	2,755
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司权益	3,568	5,798	6,321	6,884
Vd	1,730	1,895	925	1,043
Ve	4,896	6,120	6,120	6,120
EV	6,462	6,353	6,354	6,468
IC	5,137	6,037	6,555	7,231
现金流量表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E
经营活动现金流	437	1,259	711	420
净利润	951	251	602	743
折旧摊销	144	142	32	54
净营运资金增加	1,100	369	(54)	631
其他	(1,758)	496	131	(1,007)
投资活动产生现金流	(798)	(2,621)	(480)	(55)
净资本支出	(278)	(271)	600	100
长期投资变化	0	677	(13)	(5)
其他资产变化	(520)	(3,028)	(1,067)	(150)
融资活动现金流	306	1,193	(1,097)	(99)
股本变化	0	150	0	0
债务净变化	(382)	164	(970)	119
无息负债变化	262	(321)	(3)	140
净现金流	(51)	(171)	(865)	266

资料来源: WIND 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