



东兴证券
DONGXING SECURITIES

内外棉价持续收窄导致毛利率 同比上涨3.28个百分点

——百隆东方（601339）2013 年中报点评

2013 年 8 月 15 日

推荐/维持

百隆东方

财报点评

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：

公司于 8 月 15 号公布了 2013 年半年报业绩：实现营业收入 21.9 亿元，同比下滑 12.17%；实现利润总额 3.52 亿元，同比上涨 47.28%；实现归属上市公司股东的净利润 3.14 亿元，较上年同期下滑 53.17%。

公司分季度财务指标

指标	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2
营业收入（百万元）	1078.51	0	1469.88	1093.56	1183.52	1045.49	1144.12
增长率（%）	--	0.00	--	0.02	9.74	2.18	-22.16
毛利率（%）	16.27	0.00	17.95	12.50	13.10	18.45	21.94
期间费用率（%）	12.42	0.00	7.12	10.76	10.36	9.79	7.74
营业利润率（%）	6.32	0.00	9.87	0.76	3.50	9.92	20.67
净利润（百万元）	78.61	0	135.89	5.96	40.25	98.64	214.95
增长率（%）	--	0.00	--	-95.74	-48.80	42.55	58.18
每股盈利（季度，元）	0.13	0.00	0.18	0.01	0.05	0.13	0.29
资产负债率（%）	45.96	0	34.03	32.91	33.18	29.52	26.61
净资产收益率（%）	2.20	0.00	2.37	0.10	0.70	1.69	3.61
总资产收益率（%）	1.19	0.00	1.56	0.07	0.47	1.16	2.59

评论：

积极因素：

- **毛利率同比提升3.28个百分点：**主要有三个原因：（1）国内外棉价差收窄，（2）色纺纱销售均价有所回升（3）公司去库存化工作显现，因此毛利率同比提升3.28个百分点至20.27%。

消极因素：

- **内外需消费疲软导致主营业务收入同比下滑8.07%：**公司上半年营业收入同比下滑12.17%，分产品来看，色纺纱营业收入19.05亿元，同比下滑8.07%，材料收入2.85亿元，同比下滑32.37%。分地区来看，国内销售11.30亿元，同比下滑7.87%，国外销售7.75亿元，同比下降8.36%。

- **期间费用率较去年同期提升0.85个百分点：**具体来看，销售费率为2.19%，同比下滑0.08个百分点；管理费率为6.56%，同比提升1.58个百分点。其中，销售费用为4789万元，较去年同期下滑15.42%，广告费用下滑28.09%、工资下滑12.23%、折旧费下滑6.18%；管理费用1.44亿元，同比提升15.64%，工资费用上涨13.79%、折旧摊销费用上涨28.67%，水电费和研发费用分别下滑33.2%和27.34%。

盈利预测与投资建议：

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。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，我们上调公司2013-2015年的EPS分别为0.64、0.71、0.8元，对应的动态PE为13、12、11倍，维持“推荐”评级。

风险提示：

1. 外需回暖趋势中断

表 1：盈利预测关键指标（2011A-2015E）

百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	4,761	4,770	5,262	5,932	6,701
(+/-)%	-2.33%	0.19%	10.32%	12.72%	12.98%
经营利润（EBIT）	964	284	563	634	715
(+/-)%	-9.77%	-70.51%	98.04%	12.61%	12.87%
净利润	951	251	483	531	598
(+/-)%	2.30%	-73.59%	92.13%	9.91%	12.73%
每股净收益（元）	1.59	0.37	0.64	0.71	0.80

资料来源：东兴证券

表 2：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	4,209.77	3.82%	4,745.23	12.72%	5,361.02	12.98%
营业费用	111.22	128.95	131.56	2.02%	148.29	12.72%	167.53	12.98%
管理费用	264.52	266.99	331.52	24.17%	373.69	12.72%	422.18	12.98%
财务费用	6.26	26.46	-19.00	N/A	-5.88	N/A	-5.96	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	581.79	125.74%	639.62	9.94%	721.30	12.77%
利润总额	1,053.85	303.85	583.79	92.13%	641.62	9.91%	723.30	12.73%
所得税	102.37	52.55	100.97	92.13%	110.97	9.91%	125.10	12.73%
净利润	951.48	251.30	482.82	92.13%	530.65	9.91%	598.20	12.73%

归属母公司所有者的净利润	951.48	251.30	482.82	92.13%	530.65	9.91%	598.20	12.73%
NOPLAT	870.04	235.03	465.46	98.04%	524.13	12.61%	591.61	12.87%
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	2,404.05	24.66%	2,438.45	1.43%	2,460.98	0.92%
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	20.51	-63.33%	-19.41	N/A	-64.51	N/A
存货	2,854.90	1,929.24	2,883.40	49.46%	3,250.16	12.72%	3,671.93	12.98%
流动资产合计	5,051.83	6,331.67	7,725.51	22.01%	8,141.47	5.38%	8,603.60	5.68%
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	9,356.95	7.85%	9,752.69	4.23%	#####	4.57%
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	94.78	2.40%	106.83	12.72%	120.70	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	565.09	-76.88%	589.38	4.30%	616.28	4.57%
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	8,161.21	40.77%	8,532.67	4.55%	8,951.41	4.91%
净营运资本	2,889.47	3,887.90	7,160.42	84.17%	7,552.09	5.47%	7,987.31	5.76%
投入资本 IC	4,182.59	5,754.56	5,776.99	0.39%	6,114.04	5.83%	6,510.25	6.48%
现金表（百万元）	2011A	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
净利润	951.48	251.30	482.82	92.13%	530.65	9.91%	598.20	12.73%
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	3,272.51	227.76%	391.67	-88.03%	435.22	11.12%
经营活动产生现金流	437.24	1,258.52	-369.44	N/A	292.72	N/A	312.03	6.60%
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	204.12	-82.90%	-153.32	N/A	-173.50	N/A
现金净增（减）	-54.15	-169.33	475.54	N/A	34.40	-92.77%	22.53	-34.50%

表 3：财务比率

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
盈利能力						
毛利率	27.20%	27.74%	15.00%	20.00%	20.00%	20.00%
营业利润率	21.05%	20.11%	5.40%	11.06%	10.78%	10.76%

净利率	19.08%	19.98%	5.27%	9.18%	8.95%	8.93%
净资产收益率	35.76%	26.66%	4.33%	5.92%	6.22%	6.68%
偿债能力						
流动比率	1.61	2.34	2.59	13.67	13.81	13.96
速动比率	0.69	1.02	1.80	8.57	8.30	8.00
资产负债率	54.81%	45.96%	33.18%	12.78%	12.51%	12.23%
成长能力						
营业收入增长率		-2.33%	0.19%	10.32%	12.72%	12.98%
营业利润增长率		-6.72%	-73.08%	125.74%	9.94%	12.77%
净利润增长率		2.30%	-73.59%	92.13%	9.91%	12.73%
净资产增长率		37.20%	62.47%	40.77%	4.55%	4.91%
营运能力						
应收帐款周转率		17.02	16.21	15.43	15.59	15.61
存货周转率		1.30	1.70	1.75	1.55	1.55
总资产周转率		0.77	0.62	0.58	0.62	0.67

分析师简介

谭可

纺织服装行业研究员，消费品研究小组负责人，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。