

Q1 量增显著，棉价下跌带动色纺纱价格走低

百隆东方 (601339.SH)

谨慎推荐 维持评级

核心观点:

- 公司披露一季度报告，在此基础上我们召开了电话会议。一季度百隆东方收入 10.43 亿、同比-0.3%；营业利润 1.33 亿，同比增 28.5%；归属于母公司所有者净利润 1.05 亿，同比增 6.1%。其中，色纺纱收入 10.07 亿，同比增 26.3%；而材料收入为 0.35 亿、上年同期为 2.48 亿；总体业绩符合预期。
- 色纺纱量增显著，材料收入大幅下滑主要是棉花等销售减少影响：(1) 色纺纱收入增 26.3% 驱动因素在于销量的大幅增长，由于 2013Q1 基数较低（我们估计约 2 万吨上下、占 13 年全年 1/5）、预计 2014Q1 销量较上年同期增 35%+；据此测算，色纺纱单价约下降 5%+。(2) 色纺纱价格下降的主要因素之一在于棉花成本下降，当前棉花抛储价格 17250 元/吨，而 2013 年平均棉花抛储均价 1.9 万左右；此外，我们估计和消费环境依然一般、但百隆东方和华孚色纺产能均增加较多有关。(3) 材料收入从 2013Q1 的 2.48 亿下降至 0.35 亿主要在于棉花销售量的差异。
- 色纺纱毛利率基本维持、投资收益大幅增加、所得税率按 25% 预提。(1) 由于色纺纱价格下跌和棉花成本下降相抵消，色纺纱毛利率 19.8%、较上年同期降 0.4%；(2) 投资收益 Q1 为 6073 万、上年同期 983 万，源于 20 多亿部分理财收益的到期；(3) 由于高新技术企业资质 2013 年到期、2014 年复核要到三季度，Q1 按 25% 所得税率预提，是净利润和营业利润增速差异原因。
- 全年色纺纱销量增 20% 概率较大，棉价决定色纺纱价格走势。2014 年越南 30 万吨（和中洲国际扩张配套）、邹城 8 万吨、淮安 16 万吨等新的生产基地陆续投产，2014-2015 年产能增加显著，结合 Q1 我们估计全年有望达到 12.5 万吨的色纺纱销量，价格是否会进一步下降主要依赖于未来棉花价格走势。对于棉价，考虑到目前中储棉 1000 多万吨库存量，2014 年 1.98 万吨保底价格（直补），棉花价格触底时点大约在 2015 年春季新棉上市后。由于本轮价格下降由于普遍有预期，企业手中库存量有限，受到棉价下跌影响要好于 2012 年。
- 越南仍处磨合期，Q1 对利润形成拖累，贡献业绩时点要到 14 年底。公司在越南总计划投资 2.5 亿美元，一期 12 万吨中一个车间已投产，由于前期国内人员过去多、投产量少对 Q1 业绩形成负担；二期 18 万吨和中洲国际大规模向越南转移相关。
- 维持谨慎推荐评级，投资时点仍需等待。预计 2014-2015 收入 46.9、56 亿，利润 4.22（13 年卖出轧花厂收益 0.7 亿+是 14 年净利润下降主要原因）、4.77 亿，EPS0.56、0.64 元，当前股价对应 PE15.5、13.7 倍；公司当前总市值 65 亿，剔除有息负债后的账上现金约 13 亿；此外，2015 年如果需求环境好转、棉花价格触底向上，不排除 2015 年业绩超预期可能；维持对公司谨慎推荐评级，投资时点是国内棉花价格彻底触底。

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)

从业证书编号: S0130112030156

花小伟: (8610) 8357 4523

(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

从业证书编号: S0130112090085

对本报告的编制提供信息

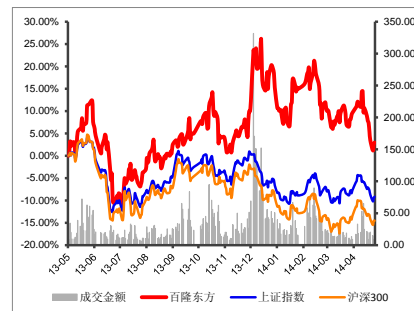
市场数据

2014.4.30

A 股收盘价(元)	8.69
A 股一年内最高价(元)	10.31
A 股一年内最低价(元)	8.53
上证指数	2026
市净率	1.03
总股本(万股)	75000
实际流通 A 股(万股)	19200
限售 A 股(万股)	55800
流通 A 股市值(亿元)	16.68

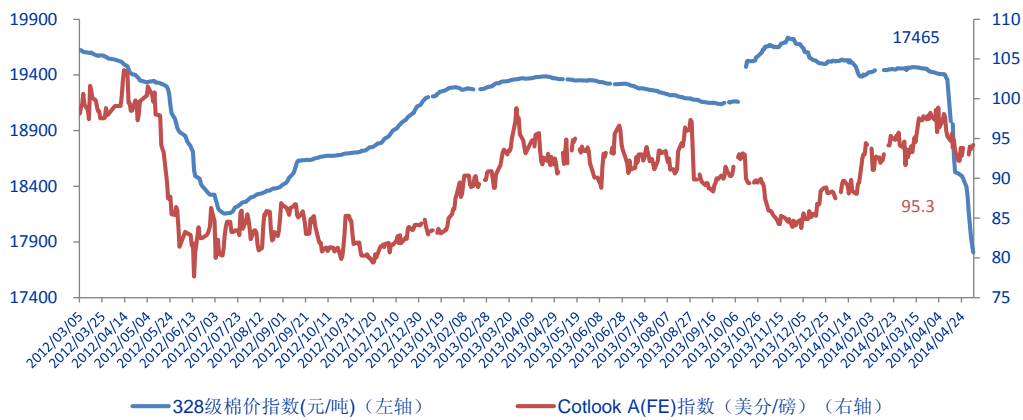
注: *价格未复权

相对指数表现图



资料来源: WIND 中国银河证券研究部

图 1: 2012 年 1 月 4 日-2014 年 5 月 4 日 328 级棉花现货价格走势



资料来源: 中国棉花协会 中国银河证券研究部

图 2: 2012 年 1 月 4 日-2014 年 4 月 30 日内外棉花价差走势



资料来源: 中国棉花协会 中国银河证券研究部

表 1: 全球的棉花最新供需格局 (2014 年 4 月报告)

年度	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14
产量					
中国	696.7	664.1	740.3	762	696.7
印度	533.4	592.2	631.4	620.5	631.4
美国	265.4	394.2	339.1	377	280.1
巴基斯坦	201.2	188.1	230.8	202.5	206.8
巴西	118.7	196	189.4	130.6	163.3
总计	2239.5	2550.3	2757.4	2678.5	2539.1
消费					
中国	1088.6	1001.5	827.4	783.8	772.9
印度	430	447.4	423.5	475.7	500.8
巴基斯坦	226.4	215.5	217.7	239.5	250.4
土耳其	128.5	121.9	121.9	131.7	137.2
巴西	95.8	93.6	87.1	89.3	91.4
总计	2587.5	2486.5	2239.5	2317.7	2383.1
进口					
中国	237.4	260.8	534.1	442.6	261.3
土耳其	95.7	72.9	51.9	80.4	92.5
孟加拉	84.9	80.6	69.7	78.4	84.9
越南	36.9	34.2	35.4	52.5	65.3

印尼	54.4	52.3	50.1	56.6	57.7
总计	797.8	780.8	980.2	1000.5	861.4
出口					
美国	262.1	313	255	283.6	233
印度	142.6	108.9	241.2	168.7	174.2
澳大利亚	46	54.4	101	134.4	98
乌兹别克	82.7	57.7	54.4	69.7	58.8
巴西	43.3	43.5	104.3	93.8	50.1
总计	775.8	773.9	1001.9	1016	862.1
期末库存					
中国	310.2	230.9	676.7	1096.5	1280.5
印度	211.2	256.9	236.6	249.7	222.5
巴西	94.8	172.1	174	126.3	153
巴基斯坦	66.2	54.9	61.7	62.3	63.9
美国	64.2	56.6	72.9	84.9	54.4
总计	1026.5	1096.4	1599	1952	2110.2
库存/消费比					
中国	28.47%	23.03%	81.69%	139.72%	165.46%
美国	19.51%	13.80%	18.88%	17.32%	20.52%
全球	39.67%	44.09%	71.40%	84.22%	88.55%

资料来源: USDA 中国银河证券研究部 (USDA 中的棉花年度是当年 8 月 1 日至次年 7 月 31 日)

表 2: 2011-2014 年中国棉花政策

指标	收储			目标价格补贴
	2011 年度	2012 年度	2013 年度	2014 年度
收储时间	9 月 1 日—次年 3 月 31 日			补贴时间段暂未披露
收储对象	当年度生产加工并经仪器化公证检验的锯齿细绒棉, 由具有 400 型棉花加工资格的棉花企业直接交储			补贴区域: 新疆
收储数量	不限量			据目标价格与市场价格的差价和种植面积、产量或销售量等因素, 对试点地区生产者给予补贴
收储发布时间	3 月 30 日	2 月 29 日	4 月 10 日	补贴发布时间: 4 月 5 日
收储价格	标准级皮棉到库 19800 元/吨 (公重)	标准级皮棉到库 20400 元/吨 (公重)	标准级皮棉到库 20400 元/吨 (公重)	棉花目标价格为 19800 元/吨

资料来源: 中国棉花协会 中国银河证券研究部

表 3: 中国政府历史收储执行情况

历史收储	资源构成	实际收储量(万吨)	实际成交均价(元/吨)
2008 年 10 月 21 日-10 月 31 日	2008 年度	21.9	12600
2008 年 11 月 3 日-12 月 23 日	2008 年度	99.98(新疆棉 66.86、内地棉 33.12)	12600
2008 年 12 月 23 日-2009 年 4 月 10 日	2008 年度	155.7(新疆棉 65.36、内地棉 90.34)	12600
2011 年 9 月 1 日-2012 年 3 月 31 日	2011 年度	325(截至 3 月 31 日)	19800(统一价)
2012 年 9 月 1 日-2013 年 3 月 31 日	2012 年度	662	20400 (统一价)
2013 年 9 月 1 日-2014 年 3 月 31 日	2013 年度	631 万吨	20400 (统一价)

资料来源: 中国棉花信息网 中国银河证券研究部

表 4: 中国政府 2013 年抛储执行情况

历史抛储	抛储量(万吨)	具体时间及数量	实际成交均价(元/吨)
2013 年	334.49	2013 年 1 月 14 日-7 月 25 日	19225

2013年11月-2014年3月	71.75	2013年11月28日-2014年3月28日	18000元/吨(竞买底价)
2014年4月1日起	待定	2014年4月1日始	竞买底价由18000元/吨调整为17250元/吨

资料来源: 中国棉花信息网 中国银河证券研究部

表 5: 当前中储棉仓库有 1244 万吨棉花在库量 (截至 2014 年 3 月 31 日测算)

中储棉措施	时间	数量(万吨)
2011年9月之前余量(+)	中储棉棉花仓库余量(市场估计量)	30
收储(+)	2011年9月1日-2012年3月31日	325
进口(+)	2011年4季度-2012年上半年(市场估计量)	100
抛储(-)	2012年9月3日-2012年9月29日	49.37
收储(+)	2012年9月1日-2013年3月29日	650.63
抛储(-)	2013年1月14日-7月31日	371.60
收储(+)	2013年9月10日-2014年3月31日	630.74
抛储(-)	2013年11月28日-2014年3月31日	71.77
期末累计余量	截止2014年3月31日的中储棉棉花库存量	1244

资料来源: 中国棉花信息网 中国银河证券研究部

附表 1: 公司财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表(单位: 百万元)	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31
营业收入	4,761	4,770	4,273	4,688	5,601
营业成本	3,440	4,055	3,437	3,789	4,523
营业税金及附加	32	36	32	33	39
销售费用	111	129	125	141	168
管理费用	265	267	298	319	381
财务费用	6.26	26.46	-10.15	51.21	65.12
资产减值损失	-0.20	8.62	8.81	7.86	10.21
投资净收益	60.74	5.81	158.52	116.97	110.00
营业利润	957.38	257.72	553.66	464.29	524.08
加: 营业外收入	110.59	54.93	46.97	45.74	53.34
减: 营业外支出	14.12	8.80	12.29	14.05	16.39
利润总额	1,053.85	303.85	588.34	495.98	561.03
净利润	951.48	251.30	507.64	421.58	476.87
归属于母公司所有者的净利润	951.48	251.30	507.64	421.58	476.87
综合收益总额	967.49	251.39	497.01	421.58	476.87
基本每股收益(元)	1.59	0.37	0.68	0.56	0.64

资产负债表 (单位: 百万元)	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31
货币资金	1,114.42	1,928.51	898.97	703.13	840.09
交易性金融资产	1.82	9.54	19.44	19.44	19.44
应收票据	49.38	41.72	71.80	77.72	100.93
应收账款	264.45	324.22	337.47	365.29	474.36
预付款项	90.03	55.92	66.04	69.28	92.26
其他应收款	25.07	24.01	25.01	27.44	32.78
其他流动资产	646.20	1,987.38	2,478.62	2,200.00	2,200.00
存货	2,854.90	1,929.24	2,016.31	2,193.59	2,832.14
流动资产合计	5,051.83	6,331.67	5,915.91	5,655.88	6,592.01
长期股权投资	0.00	677.42	677.42	677.42	677.42
固定资产净值	1,016.02	1,188.59	1,452.99	1,608.63	2,031.77
在建工程	247.81	178.82	461.68	761.68	661.68
长期待摊费用	0.25	4.38	3.33	3.65	4.36
递延所得税资产	10.34	6.59	6.27	6.88	8.21
其他非流动资产	0.00	17.77	17.68	17.68	17.68
非流动资产合计	1,552	2,345	2,975	3,487	3,801
总资产合计	6,604	8,676	8,891	9,142	10,393
短期借款	1,644.08	1,438.92	1,714.22	1,547.66	2,372.77
应付账款	211.87	92.56	273.03	268.24	297.15
预收款项	219.21	277.56	73.24	261.58	298.48
应付职工薪酬	47.80	53.27	65.01	71.31	85.20
应交税费	-94.12	26.61	53.56	58.75	70.20
其他应付款	80.48	101.41	21.05	21.00	21.00
流动负债合计	2,162.36	2,443.77	2,272.28	2,233.24	3,149.50
非流动负债合计	872.95	434.78	402.26	402.00	402.00
负债合计	3,035.32	2,878.55	2,674.55	2,635.24	3,551.50
实收资本(或股本)	600.00	750.00	750.00	750.00	750.00
归属于母公司所有者权益合计	3,568.45	5,797.74	6,215.99	6,507.24	6,841.05
负债和所有者权益总计	6,603.77	8,676.29	8,890.54	9,142.48	10,392.55

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
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座	北京地区：高兴 010-83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座	北京地区：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@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