

## 海外及保税区产能优势驱动 Q3 毛利超预期

百隆东方 (601339.SH)

谨慎推荐 维持评级

### 核心观点:

#### 1、我们的分析与判断

公司发布 2014 三季报。Q3 当季收入符合预期，但净利超预期。

(1) 2014 年 1-9 月收入 35.33 亿，同比增加 7.57%；营业利润 4.83 亿，同比下降 2.06%；净利润 3.99 亿，同比下降 10.11%。

(2) 当季拆分来看，Q3 当季收入 12.15 亿，同比增 10.93%；营业利润 1.82 亿，同比增 18.60%；净利润 1.58 亿，同比增 21.45%。

公司 Q3 当季收入增速和 Q2 当季 (11.51%) 相近，原因主要仍在于色纺纱销量的持稳增加驱动，考虑色纺纱单价同比有所降低，再结合前期中报，我们预计 1-9 月色纺纱销量同比增速接近 20%。在材料销售方面，我们预计三季度材料销售依然是下滑。

毛利方面，1-9 月公司毛利绝对额同比增 17.67%，毛利率同比提高 1.82PCT 至 21.24%，且主要是 Q3 当季的贡献，其中，Q3 当季毛利额同比增 39.67%，毛利率明显提高 4.59PCT 至 22.29%，我们认为主要还是公司越南一期 10 万锭、淮安保税区 16 万锭的投产贡献，因两个产区均可使用海外低价棉花，且无配额限制，从而拉低了总体的用棉成本。此外，公司管理层面，亦加强成本控制，对毛利率亦有贡献。

1-9 月，公司销售费用 1.03 亿，同比增 30.23%，主要是销售量增加相应运费增加所致；管理费用 2.01 亿元，同比下降 5.01%；财务费用 0.41 亿元，同比增 519.07%，主要是本期借款金额增加相应的利息支出增加、及汇兑损益减少所致；公允价值变动收益 -1232 万元，下降 159.02%，主要是期末远期外汇合约变动所致；投资净收益 1.09 亿，同比下降 23.64%，主要系上年同期有棉花加工厂的股权转让贡献；其他综合收益 -488 万，同比减少 2335.08%，主要系人民币汇率变动所产生的外币报表折算差额影响。除了管理费用略有降低之外，其他均科目均下滑，从而拖累净利增长。

2014 年 9 月底，公司应收账款 4.16 亿元，较年初增加 23.38% (同比则是减少 3.51%)，主要是销售量增加相应增加应收账款所致；公司存货 24.80 亿，较年初增加 23.00% (同比则是增加 45.37%)，主要系新产能逐渐投放，原料需求增大。1-9 月，经营活动产生的现金流量净额为 -2.40 亿元，同比减少 -209.22%，主要是收到政府补助、银行活期利息收入、保证金收回等同比减少，本期棉花采购增加及新工厂投产后机物料等采购增加所致。

#### 2、投资建议

目前看，公司越南除了一期 (10 万锭) 已顺利投产之外，二期 (约 18 万锭) 2014 年底也将正逐步投产；淮安保税区 16 万锭在 2014 年初已陆续投产。目前，我们估计公司自有总计约 100 万锭 (外协的比例在降低，且公司自己也在进行技改，前期淘汰部分纱锭)，则公司约有 44% 的比例可使用海外低价棉 (因内外价差已经收窄至 1000 元以内，收益相对减少，但考虑 2015 年进口配额大幅缩减，未来公司海外产区在使用海外高等级棉方面，则不受限制)，从而在用棉结构上继续贡献。

毛利率能否持续提升，除了公司产能的区域结构优化之外，还取决于国内外棉价走势，2014 年中国政府启动新疆棉花目标价格补贴试点 (并取消收储)，且 2015 年滑准税配额发放取消，导致内外棉花价格下跌明显。我们初步判断 2014 年底 2015 年初，新棉价格有望触底，但后期反弹空间有限，一是中国储备库里 1000 万吨的棉花需要消化，中国棉花仍是一个去库存的过程，二是下游需求尚未见明显恢复。然而，在棉价底部向上趋势通道中，棉纺织行业至少是好于今年。

我们预计公司 2014-15 收入额分别为 47.33、53.02 亿元，同比增加 10.77%、12.00%，净利润分别为 5.10、5.91 亿，增速分别为 0.4%、16.0%，EPS 分别为 0.68、0.79 元；当前股价对应 PE 分别为 13.3、11.5 倍，目前 PB 1.05 倍。维持“谨慎推荐”评级。

#### 分析师

马莉

☎: (8610) 6656 8489

✉: mali\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

杨岚: (8610) 8357 4539

( yanglan@chinastock.com.cn )

执业证书编号: S0130514050004

花小伟: (8610) 8357 4523

( huaxiaowei@chinastock.com.cn )

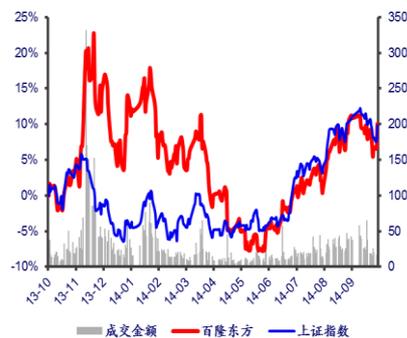
执业证书编号: S0130514050002

#### 市场数据

2014.10.28

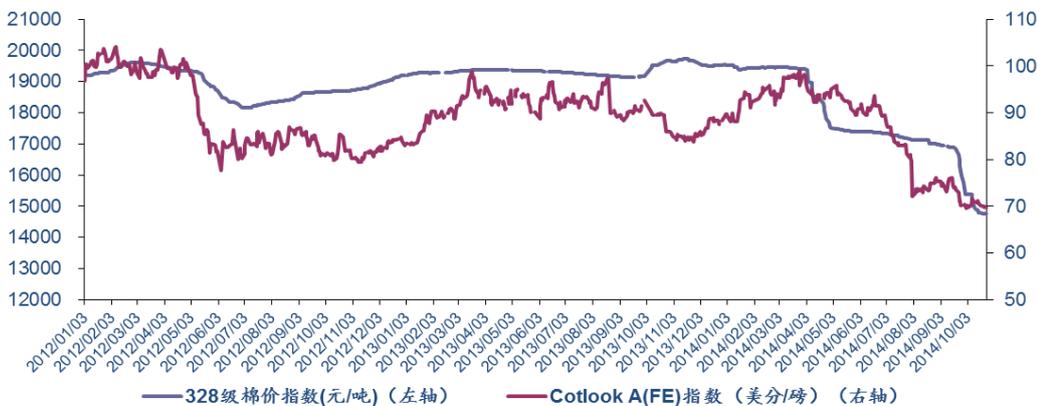
A 股收盘价(元)	9.32
A 股一年内最高价(元)	10.31
A 股一年内最低价(元)	7.77
上证指数	2337.87
市净率	1.05
总股本(万股)	75000
实际流通 A 股(万股)	19200
限售 A 股(万股)	17.89

#### 相对指数表现图



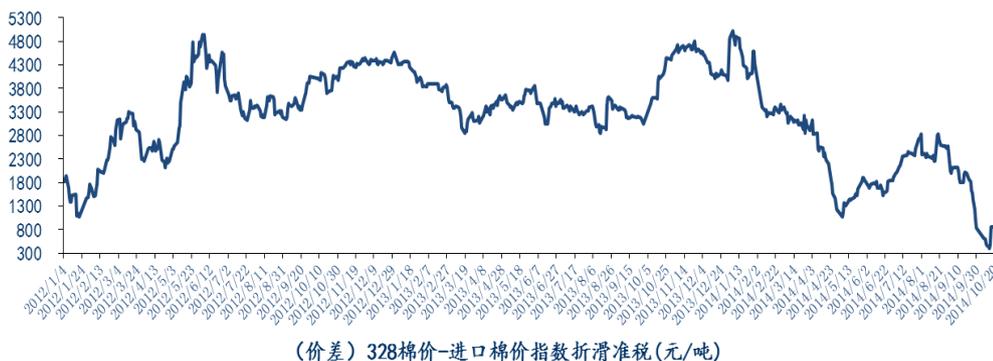
资料来源: WIND 中国银河证券研究部

图 1: 2012 年 1 月-2014 年 10 月 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-2014 年 10 月内外棉花价差走势



资料来源:中国棉花协会 中国银河证券研究部

表 1: 全球棉花供需平衡表 (单位: 万吨, USDA 2014 年 10 月报告)

全球产销等	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
产量	2547.1	2756.7	2675.7	2603.9	2599
消费	2505.3	2249.6	2327.3	2360.3	2475.1
进口	800.3	986.7	1005.7	886.6	748.7
出口	772	999	1017.2	890.8	749
期末库存	1097.9	1600.8	1955.7	2205.8	2332.1
库存/消费比	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
中国	23.00%	81.70%	139.70%	181.50%	163.40%
美国	14.20%	22.30%	23.00%	17.40%	35.50%
全球	43.80%	71.20%	84.00%	93.50%	94.20%

资料来源:中国棉花协会 中国银河证券研究部

表 2: 百隆东方当季财务指标 (单位: 万元)

分项	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3
收入	109356	118352	104549	114412	109535	98840	104269	127578	121503
同比	0.0%	9.7%	2.2%	-22.2%	0.2%	-16.5%	-0.3%	11.5%	10.9%
营业成本	95687	102851	85260	89311	90149	78937	83609	100266	94425
同比	8.9%	13.9%	-1.2%	-25.9%	-5.8%	-23.3%	-1.9%	12.3%	4.7%
销售费用	3112	4121	2017	2772	3152	4545	2548	3517	4276
同比	-1.3%	21.1%	-12.6%	-17.4%	1.3%	10.3%	26.3%	26.9%	35.7%
管理费用	6322	7957	7751	6613	6770	8703	7512	6042	6521
同比	9.9%	-7.8%	27.6%	4.2%	7.1%	9.4%	-3.1%	-8.6%	-3.7%
财务费用	2331	181	465	-533	-918	-28	1345	1450	1339
资产减值损失	-981	604	193	659	-351	380	544	-164	-372
公允价值变动收益	1399	127	1314	607	167	-906	-949	-640	-1190
投资净收益	-2366	2678	986	7873	5403	1590	6073	1948	4417
营业利润	827	4138	10371	23650	15338	6008	13331	16818	18191
同比	-94.3%	-39.3%	64.7%	63.0%	1755.3%	45.2%	28.5%	-28.9%	18.6%
利润总额	1608	4852	11141	24046	15639	8009	13916	17095	18710
同比	-89.5%	-49.5%	38.6%	51.4%	872.6%	65.1%	24.9%	-28.9%	19.6%
所得税	1011	827	1277	2551	2637	1605	3455	3473	2920
净利润	596	4025	9864	21495	13001	6404	10461	13623	15790
同比	-95.7%	-48.8%	42.6%	58.2%	2079.8%	59.1%	6.1%	-36.6%	21.4%
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	596	4025	9864	21495	13001	6404	10461	13623	15790
同比	-95.7%	-48.8%	42.6%	58.2%	2079.8%	59.1%	6.1%	-36.6%	21.4%
摊薄 EPS	0.01	0.05	0.13	0.29	0.17	0.09	0.14	0.18	0.21
<b>盈利能力</b>									
毛利率	12.5%	13.1%	18.5%	21.9%	17.7%	20.1%	19.8%	21.4%	22.3%
营业利润率	0.8%	3.5%	9.9%	20.7%	14.0%	6.1%	12.8%	13.2%	15.0%
销售净利润率	0.5%	3.4%	9.4%	18.8%	11.9%	6.5%	10.0%	10.7%	13.0%
所得税率	62.9%	17.0%	11.5%	10.6%	16.9%	20.0%	24.8%	20.3%	15.6%
<b>费用控制能力</b>									
销售费用率	2.8%	3.5%	1.9%	2.4%	2.9%	4.6%	2.4%	2.8%	3.5%
管理费用率	5.8%	6.7%	7.4%	5.8%	6.2%	8.8%	7.2%	4.7%	5.4%

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、杨岚、花小伟，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](http://www.chinastock.com.cn)