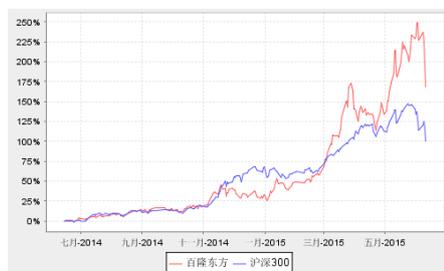


**百隆东方 (601339.SH)**

**评级: 买入**      **前次:**  
**目标价 (元): 15 (除权后目标价)**  
 分析师  
 吴晓宇  
 S0740515030001  
 021-20315169  
 wuxy@r.qlzq.com.cn  
 2015年6月29日

**15年业绩触底反弹, 销量增长为主要驱动力**
**基本状况**

总股本(百万股)	1500.00
流通股本(百万股)	1500.00
市价(元)	10.86
市值(百万元)	16290.00
流通市值(百万元)	16290.00

**股价与行业-市场走势对比**

**业绩预测**

指标	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	4,273	4,621	5,431	6,461
营业收入增速	-10%	8%	18%	19%
核心净利润 (百万元)	338	336	493	665
核心净利润增速	60%	-1%	47%	35%
核心每股收益 (元)	0.23	0.22	0.33	0.44
市场预测每股收益 (元)			0.37	0.42
市盈率 (倍)			33	25
PEG			0.71	0.71
总股本 (百万股)	1,500	1,500	1,500	1,500

备注: 市场预测取 Wind 一致预期

核心净利润为扣除非经常性和非经营性损益后的可持续性净利润

**投资要点**

**事件:** 我们近期前往百隆东方进行了调研, 和公司高管就目前经营状况以及未来发展规划进行了深入交流。

- 15年业绩触底反弹主要靠销量带动。**根据年报数据进行详细拆分, 公司14年色纺纱销量约为12.4万吨, 同比提升21%, 同期产品价格同比下滑7%; 15年一季度销量同比增长15.5%, 产品价格同比下滑7%。预计中报销量继续保持15-20%的增长, 价格基本维持一季报走势。**我们认为公司15年业绩触底反弹的主要驱动力在于销量提升, 而非价格或毛利率。**14年约2.2万吨的色纺纱销售增量中, 越南一期约为1.7万吨, 今年二期项目在一季度建成后贡献4.5万吨增量产能, 越南一、二期产能约占公司总产能的30%。在越南大规模投资主要基于公司期望有效利用中国-东盟自贸区以及越南即将加入TPP(跨太平洋战略经济合作伙伴关系协定)的有利契机(如越南成功加入, 公司通过越南销售至国外的色纺纱产品可享受出口关税减免的优惠)。未来公司将继续建设百隆越南三期项目, 持续扩大产能。**预计15年公司产品销量增速将超过20%。**从产品价格来看, 14年产品销售均价为3.58万元/吨, 较13年同比下滑6.5%, 同期棉花价格下滑超过10%。从棉花整体形势来看, 经过了14年内棉价格大跌, 内外棉价差缩小, 棉花进口缩减以及需求继续疲软后, 15年全国棉花种植面积减少25%, 但在天量库存(2015/16年度国内棉花期末库存预计为1,290万吨)的大背景下, 虽内外棉价差问题得以解决, 但棉价底部徘徊的大趋势以及需求不济短时间内仍难以改观。**我们预计公司15年产品价格下滑态势将有所缓解, 毛利率小幅提升。**
- 增资淮安新国纺织, 提升保税优势。**淮安新国纺织是公司全资子公司, 此次公司增资主要为了建造保税仓库, 缩短贸易周期, 提升进口原材料使用效率, 最大程度减弱棉价对公司业绩的影响, 同时公司与重点客户签署长期采购合约, 提前锁定利润。

- 给予公司“买入”评级，3-6个月目标价15元（按除权后计算）。预计公司15-16年核心EPS 0.33、0.44元，对应PE 33、25倍。公司专注主营业务，题材亮点不多，未来主要看点在于产能的持续扩张，业绩向好趋势确定且增速较高，在市场大幅波动下可作为防御性投资标的。
- 风险提示。销量增速低于预期。

**图表1：百隆东方色纺纱毛利率、价格、成本等项目分拆明细**

单位：万元

百隆东方	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
色纺纱产量(吨)	95,021	100,323	115,727	100,032		111,032	134,327
色纺纱销量(吨)	100,200	100,530	109,600	88,014	101,098	102,154	124,018
色纺纱收入	305,496	310,029	401,491	402,088	388,018	391,397	444,420
YoY		1%	30%	0%	-3%	1%	14%
色纺纱营业成本	231,609	234,147	285,538	288,126	321,105	314,457	354,417
<b>色纺纱毛利率</b>	<b>24.2%</b>	<b>24.5%</b>	<b>28.9%</b>	<b>28.3%</b>	<b>17.2%</b>	<b>19.7%</b>	<b>20.3%</b>
<b>单位售价(万元/吨)</b>	<b>3.05</b>	<b>3.08</b>	<b>3.66</b>	<b>4.57</b>	<b>3.84</b>	<b>3.83</b>	<b>3.58</b>
YoY		1.2%	18.8%	24.7%	-16.0%	-0.2%	-6.5%
单位成本(万元/吨)	2.31	2.33	2.61	3.27	3.18	3.08	2.86
YoY		0.8%	11.9%	25.7%	-3.0%	-3.1%	-7.2%
总收入	350,313	330,255	487,479	476,119	477,016	427,336	462,064
总营业成本	271,899	253,379	354,883	344,048	405,484	343,656	370,125
其他业务收入	44,817	20,226	85,988	74,031	88,998	35,939	17,644
其他业务营业成本	40,290	19,232	69,345	55,922	84,379	29,199	15,708
其他业务毛利率	10.1%	4.9%	19.4%	24.5%	5.2%	18.8%	11.0%
主营业务成本棉花比重	74%	71%	74%	81%	78%	75%	74%
主营业务中棉花成本	171,391	166,244	211,298	233,152	249,659	235,119	262,269

来源：齐鲁证券研究所、Wind

**图表2：内棉328价格以及内外棉价差走势图**

单位：元/吨



来源：齐鲁证券研究所、Wind

**图表 3：中国棉花销存量资源表（2015/05）**

单位：万吨

单位：万吨	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16
期初库存	228	137	633	960	1,231	1,299
产量	670	733	757	692	646	589
进口量	258	544	440	300	153	138
消费量	1,016	780	785	720	730	735
出口量	3	1	1	1	1	1
期末库存	137	633	1,044	1,231	1,299	1,290

来源：齐鲁证券研究所、第一纺织网

**图表 4：公司详细盈利预测表**

单位：万元

项目/年度	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	CAGR_14-16
色纺纱销售收入	402,088	388,018	391,397	444,420	528,082	631,058	
价格推动	25%	-16%	0%	-7%	-3%	0%	
销量推动	-20%	15%	1%	21%	23%	20%	
其他业务销售收入	74,030	88,998	35,939	17,644	15,000	15,000	
<b>总收入</b>	<b>476,118</b>	<b>477,016</b>	<b>427,336</b>	<b>462,064</b>	<b>543,082</b>	<b>646,058</b>	
YoY	-2.33%	0.19%	-10.41%	8.13%	17.53%	18.96%	18.25%
毛利率	27.74%	15.00%	19.58%	19.90%	20.50%	21.50%	
销售费用率	2.34%	2.70%	2.92%	3.45%	3.53%	3.56%	
管理费用率	5.56%	5.60%	6.98%	6.29%	5.89%	5.44%	
财务费用率	0.13%	0.55%	-0.24%	1.24%	0.00%	0.00%	
所得税率	9.71%	17.30%	13.72%	13.10%	13.50%	13.50%	
核心净利润	81,826	21,209	33,835	33,603	49,267	66,503	
YoY	9.73%	-74.08%	59.53%	-0.69%	46.61%	34.98%	40.68%
核心 EPS（元）	<b>0.55</b>	<b>0.14</b>	<b>0.23</b>	<b>0.22</b>	<b>0.33</b>	<b>0.44</b>	
PE					<b>33</b>	<b>24</b>	

来源：齐鲁证券研究所

**图表 5：公司季度利润表分析**

单位：万元

项目/季度	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1
销售收入	104,549	114,412	109,535	98,840	104,269	127,578	121,503	108,714	111,800
YoY	2%	-22%	0%	-16%	0%	12%	11%	10%	7%
EBIT	8,728	15,296	8,499	5,676	10,097	16,796	15,931	1,593	10,402
YoY	17%	-2%	170%	168%	16%	10%	87%	-72%	3%
报告净利润	9,864	21,495	13,001	6,404	10,461	13,623	15,790	7,478	12,037
YoY	43%	58%	2080%	59%	6%	-37%	21%	17%	15%
核心净利润	7,317	14,150	7,829	4,561	6,579	12,229	12,315	-33	8,627
YoY	27%	12%	2498%	184%	-10%	-14%	57%	-101%	31%

EPS(元)	0.07	0.14	0.09	0.04	0.07	0.09	0.11	0.05	0.08
核心 EPS(元)	0.05	0.09	0.05	0.03	0.04	0.08	0.08	(0.00)	0.06
<b>主要财务比率</b>	<b>13Q1</b>	<b>13Q2</b>	<b>13Q3</b>	<b>13Q4</b>	<b>14Q1</b>	<b>14Q2</b>	<b>14Q3</b>	<b>14Q4</b>	<b>15Q1</b>
毛利率	18.5%	21.9%	17.7%	20.1%	19.8%	21.4%	22.3%	15.5%	19.6%
销售费用率	1.9%	2.4%	2.9%	4.6%	2.4%	2.8%	3.5%	5.2%	2.7%
管理费用率	7.4%	5.8%	6.2%	8.8%	7.2%	4.7%	5.4%	8.3%	7.2%
财务费用率	0.4%	-0.5%	-0.8%	0.0%	1.3%	1.1%	1.1%	1.5%	0.5%
EBIT 比率	8.3%	13.4%	7.8%	5.7%	9.7%	13.2%	13.1%	1.5%	9.3%
报告净利润率	9.4%	18.8%	11.9%	6.5%	10.0%	10.7%	13.0%	6.9%	10.8%
核心净利润率	7.0%	12.4%	7.1%	4.6%	6.3%	9.6%	10.1%	0.0%	7.7%

来源：齐鲁证券研究所

### 投资评级说明

**买入：**预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6-12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

### 重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。