

百隆东方(601339)

越南产能持续提升，汇兑损失拖累三季度业绩

增持(维持)

2017年10月27日

证券分析师 马莉

执业证书编号: S0600517050002
021-60199793

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号: S0600517070001
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证书编号: S0600517050003
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

事件: 公司公布半年报

公司 2017Q1-Q3 实现收入 45.65 亿元, 同比增长 11.63%; 归母净利润 3.87 亿元, 同比下降 2.68%; 经营性现金流降 86.31% 至 1.43 亿元。

从 Q3 单季度来看, 公司营收同比上升 2.22% 至 15.02 亿元, 归母净利润同比下降 19.30% 至 7869 万元。

投资要点

■ **越南基地重要性逐步提升, 成为销量增长贡献主要来源:** 17Q1-Q3 收入增 11.63% 至 45.65 亿元, 增长主要由越南百隆拉动 (17H1 越南百隆收入端同比增长 26.6% 至 9.94 亿元)。公司目前近 120 万锭色纺纱产能中 50 万锭分布于越南, 由于越南百隆 A 区 50 万锭纱锭产能消化良好, 17/5/26 公司公告自筹 3 亿美元分 3 年建设 B 区 50 万锭纱锭项目, 未来随下游客户越南工厂开工率逐步增加以及越南百隆产能进一步释放, 将继续为主业增长带来显著贡献。

■ **产品结构调整带来 17 前三季度毛利率下降 0.42pp 至 18.14%。** 由于去年二季度纱价上行, 整体来看公司产品价格较去年同期有所提升, 但一方面由于占公司生产成本 70% 的棉花价格较去年同期同样提价明显, 另一方面由于越南部分产能用于生产白纱为申洲国际等做配套 (白纱毛利率相对较低), 导致公司前三季度毛利率较去年同期有所下降。单三季度来看 Q3 毛利率提升 1.97pp 至 17.68%, 主要由于去年同期毛利率较低 (16Q4 色纺纱陆续提价, 但棉价在 16Q3 已有显著上行)

■ **汇兑损失带来费用率显著上升:** Q1-Q3 期间费用率同比升 2.55pp 至 11.44%, 其中销售及管理费用管理得当、稳中有降, 整体费用率上行主要来自 17H1 人民币大幅升值背景下, 公司汇兑损失同比显著增加导致财务费用同比升 4.23pp 至 4.09%。单三季度来看, 期间费用率同比升 4.49pp 至 13.56%, 其中财务费用同比升 5.66pp 至 6.28%。

■ **投资净收益同比大幅增加, 增厚业绩:** 17Q1-Q3 投资净收益达到 1.60 亿元 (去年同期 3197 万元), 主要来自长期股权投资中对宁波通商银行及海信信丰持股带来的投资收益。若不考虑投资收益及公允价值变动净收益影响, 公司营业利润同比降 31.95%。

■ **经营性现金流降 86.31% 至 1.43 亿元,** 主要由于上年同期受棉价波动影响采购量较小, 本期恢复对棉花正常采购带来相应原料采购支出增加。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	5.77
一年最低/最高价	5.23/6.60
市净率 (倍)	1.20
流通 A 股市值 (百万元)	8.655

基础数据

每股净资产 (元)	4.80
资产负债率 (%)	38.73
总股本 (百万股)	1,500
流通 A 股 (百万股)	1,500

相关研究

1. 百隆东方: 越南产能提升带动主业增长, 汇兑损失影响下半年业绩微增-20170809
2. 百隆东方: 汇兑净损失减少带来业绩高增长, 2017 年弹性主要来自产品价格提升-20170426

■ 盈利预测及投资建议:

我们预计在越南 B 区产能不断释放下公司每年产能增长不低于 10%，考虑长期股权投资带来的投资收益持续增加，并假设公司 17Q4 汇兑损失通过合理对冲得到有效控制，我们预计公司 17/18/19 年归母净利润规模在 6.2/6.9/7.5 亿元，对应业绩增速 3.2%/10.3%/9.1%，对应 PE 为 13.9/12.6/11.5 倍，考虑公司成长性，当前估值较为合理，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格意外波动，下游订单增长不及预期。

表：百隆东方重点财务数据

	2016-03-31	2016-06-30	2016-09-30	2016-12-31	2017-03-31	2017-06-30	2017-09-30
营业收入（百万元）	1,129.46	1,490.53	1,469.57	1,382.12	1,377.47	1,685.33	1,502.23
YOY	1.03%	8.17%	11.61%	14.85%	21.96%	13.07%	2.22%
毛利率	21.93%	18.83%	15.71%	13.71%	18.13%	18.57%	17.68%
销售费用（百万元）	40.46	39.41	43.81	46.28	35.81	41.75	40.64
销售费用率	3.58%	2.64%	2.98%	3.35%	2.60%	2.48%	2.71%
管理费用（百万元）	84.05	81.27	80.40	42.41	78.46	70.09	68.66
管理费用率	7.44%	5.45%	5.47%	3.07%	5.70%	4.16%	4.57%
财务费用（百万元）	11.38	-26.33	9.04	-21.69	27.05	65.29	94.35
财务费用率	1.01%	-1.77%	0.62%	-1.57%	1.96%	3.87%	6.28%
期间费用率	12.03%	6.33%	9.07%	4.85%	10.26%	10.51%	13.56%
公允价值变动净收益（百万元）	-2.47	-1.87	1.09	20.81	-19.86	14.31	-21.09
投资净收益（百万元）	1.52	25.95	4.51	96.97	29.91	82.07	48.40
归母净利润（百万元）	99.39	200.95	97.51	207.13	113.63	194.87	78.69
YOY	-17.43%	36.74%	1140.59%	324.01%	14.33%	-3.03%	-19.30%
净利润率	8.80%	13.48%	6.64%	14.99%	8.25%	11.56%	5.24%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

百隆东方三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	6152.1	5600.5	5801.7	5619.7	营业收入	5471.7	6416.9	6953.0	7730.6
现金	1976.9	1219.8	1498.6	939.6	营业成本	4523.0	5283.2	5791.9	6432.4
应收款项	473.3	449.3	459.2	623.1	营业税金及附加	39.9	42.8	49.3	54.3
存货	2571.0	2847.6	2668.4	2924.9	销售费用	170.0	201.3	217.0	241.2
其他	599.2	899.2	899.2	899.2	管理费用	288.1	306.3	340.6	374.6
非流动资产	5387.5	6749.9	7474.9	8216.5	财务费用	(27.6)	104.4	16.6	32.9
长期股权投资	797.0	1817.0	1998.7	2198.5	投资净收益	128.9	180.0	192.1	205.5
固定资产	3160.4	3436.7	4096.0	4538.3	其他	(28.4)	14.0	11.1	11.2
无形资产	406.1	396.5	386.9	377.4	营业利润	635.6	644.9	718.5	789.5
其他	21.6	43.1	28.1	30.9	营业外净收支	33.0	41.0	38.9	37.6
资产总计	11539.6	12350.4	13276.6	13836.2	利润总额	668.6	685.9	757.4	827.1
流动负债	2303.7	2659.6	3093.6	3130.7	所得税费用	63.6	61.7	68.2	74.4
短期借款	1553.1	1900.0	1900.0	1900.0	少数股东损益	0.0	0.0	1.0	2.0
应付账款	292.2	420.6	866.5	848.8	归属母公司净利润	605.0	624.2	688.3	750.7
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT	490.6	626.1	603.5	682.4
非流动负债	1939.4	1965.5	1960.7	1961.5	EBITDA	835.5	959.4	953.7	1049.7
长期借款	100.5	100.5	100.5	100.5					
其他	0.0	0.0	0.0	0.0					
负债总计	4243.0	4625.1	5054.3	5092.3	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股收益(元)	0.40	0.42	0.46	0.50
归属母公司股东权益	7296.5	7725.3	8222.3	8743.9	每股净资产(元)	4.86	5.15	5.48	5.83
负债和股东权益总计	11539.6	12350.4	13276.6	13836.2	发行在外股份(百万股)	1500.0	1500.0	1500.0	1500.0
					ROIC(%)	4.2%	5.0%	4.6%	5.0%
					ROE(%)	9.4%	8.7%	9.1%	9.3%
					毛利率(%)	17.3%	17.7%	16.7%	16.8%
					EBIT Margin(%)	9.0%	9.8%	8.7%	8.8%
					销售净利率(%)	11.1%	9.7%	9.9%	9.7%
					资产负债率(%)	36.8%	37.4%	38.1%	36.8%
					收入增长率(%)	9.1%	17.3%	8.4%	11.2%
					净利润增长率(%)	86.7%	3.2%	10.3%	9.1%
					P/E	14.3	13.9	12.6	11.5
					P/B	1.19	1.12	1.05	0.99
					EV/EBITDA	14.2	12.8	12.8	11.7

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>