

# 18H2 起越南加速投产，生产型龙头代表进入稳健增长期

## 增持（维持）

2018年08月03日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001

021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003

021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	5,952.21	6,245.65	7,303.52	8,248.26
同比（%）	8.78%	4.93%	16.94%	12.94%
归母净利润（百万元）	487.74	608.37	699.69	791.79
同比（%）	-19.38%	24.73%	15.01%	13.16%
每股收益（元/股）	0.33	0.41	0.47	0.53
P/E（倍）	16.0	12.8	11.1	9.8

### 投资要点

- 事件：**公司公布半年报，18H1 收入同降 3.9% 至 29.43 亿元，归母净利同增 5.7% 至 3.26 亿元；具体到二季度，收入同降 5.1% 至 16.00 亿元，归母净利同增 22.2% 至 2.38 亿元。
- 色纺纱主业国内产能基本稳定，未来两年看点在于越南 B 区扩产。**公司色纺纱业务现有 120 万锭产能，国内/越南 A 区分别拥有 70/50 万锭产能，其中：1) 越南 A 区 50 万锭产能 18H1 产生收入/利润 10.6/1.5 亿元，同比增长 7%/13%。此外越南 B 区 50 万锭产能于 2017 年开建，预计 2020 年将全部释放，考虑 17 年越南 A 区收入/利润规模为 20.7/2.5 亿元，我们认为越南 B 区产能完全释放后，A 区+B 区应贡献 100 万锭产能，带来超过 40 亿收入/5 亿利润。2) 国内产能 18H1 运行基本维持稳定。由于 17H1 订单超售，因此 18H1 虽订单仍较为饱和，但销量较去年同期有所减少，国内收入同降 9% 至 18.8 亿元，若剔除财务费用及投资净收益对报表带来的影响，国内业务盈利较去年同期降 20%。我们预计未来国内 70 万锭产能将基本维持稳定，参考 17 全年数据，国内色纺业务的收入/利润体量大约在 39 亿/2.3 亿左右。
- 费用端：销售、管理费用总体稳定，财务费用波动性降低。**18H1 销售费用率同降 0.53pp 至 2.00%，与物流流程优化后运费较上年同期下降有关；管理费用率稳定在 4.87%。财务费用 6933 万元，同比下降 25%，主要变动来自利息支出及汇兑损益，其中：1) 18H1 公司有息负债 44.3 亿元（28.3 亿短期借款+16.0 亿应付债券），带来利息支出 7638 万元（去年同期为 3720 万元）。2) 受益人民币 5 月以来的迅速贬值，公司本期汇兑收益为 864 万元（去年同期为 5140 万元汇兑损失），目前，公司在持续努力将外币资产敞口缩窄，以降低公司汇兑损益受汇率波动的影响。
- 投资收益方面：**18H1 除账上现金 13.3 亿外，公司拥有其他流动资产 5.8 亿元（主要为银行理财）、可供出售金融资产 4.1 亿元、长期股权投资 18.8 亿元（对宁波通商银行持股 9.4%、对上海信聿持股 99.9%），带来投资收益 1.33 亿元（同增 19%）。
- 盈利预测与投资评级：**考虑越南百隆 B 区产能 2018H2 及 19 年逐渐释放，加之外币敞口逐步缩窄有助于降低汇兑损益带来的业绩波动、投资收益基本稳定可持续，我们预计公司 18/19/20 年归母净利同增 25%/15%/13% 至 6.08/7.00/7.92 亿，对应估值 12.8/11.1/9.8X，考虑作为色纺全球龙头业绩增长的持续性及稳定性，当前估值具有吸引力，维持“增持”评级。
- 风险提示：**产能扩张不及预期、棉价意外波动、汇率意外波动

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	5.19
一年最低/最高价	4.74/5.93
市净率(倍)	1.04
流通 A 股市值(百万元)	7785.00

### 基础数据

每股净资产(元)	4.99
资产负债率(%)	42.33
总股本(百万股)	1500.00
流通 A 股(百万股)	1500.00

### 相关研究

- 《百隆东方三季报：越南产能持续提升，汇兑损失拖累三季度业绩》2017-10-27
- 《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报业绩微增》2017-08-09

### ■ 事件：

公司公布半年报，18H1 收入同降 3.9%至 29.43 亿元，归母净利同增 5.7%至 3.26 亿元；具体到二季度，收入同降 5.1%至 16.00 亿元，归母净利同增 22.2%至 2.38 亿元。

### ■ 投资要点：

**1、色纺纱主业国内产能基本稳定，未来两年看点在于越南 B 区扩产。**公司色纺纱业务现有 120 万锭产能，国内/越南 A 区分别拥有 70/50 万锭产能，其中：

**1) 越南 A 区 50 万锭产能 18H1 产生收入/利润 10.6/1.5 亿元，同比增长 7%/13%。**此外越南 B 区 50 万锭产能于 2017 年开建，预计 2020 年将全部释放，考虑 17 年越南 A 区收入/利润规模为 20.7/2.5 亿元，我们认为越南 B 区产能完全释放后，A 区+B 区应贡献 100 万锭产能，带来超过 40 亿收入/5 亿利润。

表 1：百隆东方越南经营情况（单位：亿元）

	2017H1	2018H1	YOY
<b>越南收入</b>	<b>9.94</b>	<b>10.62</b>	<b>6.84%</b>
收入占比	32.45%	36.09%	
<b>越南净利润</b>	<b>1.34</b>	<b>1.51</b>	<b>12.69%</b>
<b>净利润率</b>	13.48%	14.22%	0.74%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**2) 国内产能 18H1 运行基本维持稳定。**由于 17H1 订单超售，因此 18H1 虽订单仍较为饱和，但销量较去年同期有所减少，国内收入同降 9%至 18.8 亿元，若剔除财务费用及投资净收益对报表带来的影响，国内业务盈利较去年同期降 20%。我们预计未来国内 70 万锭产能将基本维持稳定，参考 17 全年数据，国内色纺业务的收入/利润体量大约在 39 亿/2.3 亿左右（不考虑财务费用及投资净收益）。

表 2：百隆东方国内色纺业务经营情况（单位：亿元）

	2017H1	2018H1	YOY
<b>国内收入</b>	<b>20.69</b>	<b>18.81</b>	<b>-9.09%</b>
收入占比	67.55%	63.91%	
<b>估算国内净利润</b>	<b>1.60</b>	<b>1.27</b>	<b>-20.31%</b>
<b>净利润率</b>	7.72%	6.77%	-0.95%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：此处国内净利润计算中剔除了财务费用及投资净收益带来的影响

**2、费用端：销售、管理费用总体稳定，财务费用波动性降低。**18H1 销售费用率同降 0.53pp 至 2.00%，与物流流程优化后运费较上年同期下降有关；管理费用率稳定在 4.87%。财务费用 6933 万元，同比下降 25%，主要变动来自利息支出及汇兑损益，其中：

1) 18H1 公司有息负债 44.3 亿元（28.3 亿短期借款+16.0 亿应付债券），带来利息支出 7638 万元（去年同期为 3720 万元）。

2) 受益人民币 5 月以来的迅速贬值，公司本期汇兑收益为 864 万元（去年同期为 5140 万元汇兑损失），目前，公司在持续努力将外币资产敞口缩窄，以降低公司汇兑损益受汇率波动的影响。

3、投资收益方面，18H1 除账上现金 13.3 亿外，公司拥有其他流动资产 5.8 亿元（主要为银行理财）、可供出售金融资产 4.1 亿元、长期股权投资 18.8 亿元（对宁波通商银行持股 9.4%、对上海信聿持股 99.9%），带来投资收益 1.33 亿元（同增 19%）。

表 3：百隆东方关键财务数据

	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
<b>营业收入（百万元）</b>	<b>4,620.64</b>	<b>5,016.04</b>	<b>5,471.67</b>	<b>5,952.21</b>	<b>3,062.80</b>	<b>2,942.78</b>
YOY	8.13%	8.56%	9.08%	8.78%	16.90%	-3.92%
<b>毛利率</b>	<b>19.90%</b>	<b>18.25%</b>	<b>17.34%</b>	<b>17.51%</b>	<b>18.37%</b>	<b>17.77%</b>
<b>期间费用率</b>	<b>10.99%</b>	<b>13.17%</b>	<b>7.87%</b>	<b>12.11%</b>	<b>10.40%</b>	<b>9.22%</b>
销售费用	159.62	158.91	169.95	164.23	77.56	58.71
销售费用率	3.45%	3.17%	3.11%	2.76%	2.53%	2.00%
管理费用	290.57	338.43	288.13	289.67	148.55	143.23
管理费用率	6.29%	6.75%	5.27%	4.87%	4.85%	4.87%
财务费用	57.48	163.10	-27.61	266.91	92.34	69.33
财务费用率	1.24%	3.25%	-0.50%	4.48%	3.01%	2.36%
<b>投资净收益（百万元）</b>	<b>126.87</b>	<b>110.30</b>	<b>128.95</b>	<b>267.77</b>	<b>111.98</b>	<b>132.90</b>
/总收入	2.75%	2.20%	2.36%	4.50%	3.66%	4.52%
<b>利润总额（百万元）</b>	<b>544.89</b>	<b>358.03</b>	<b>668.57</b>	<b>546.66</b>	<b>339.22</b>	<b>377.66</b>
YOY	-7.39%	-34.29%	86.74%	-18.23%	0.56%	11.33%
所得税率	13.10%	9.49%	9.51%	10.78%	9.05%	13.68%
<b>归母净利（百万元）</b>	<b>473.51</b>	<b>324.05</b>	<b>604.98</b>	<b>487.74</b>	<b>308.50</b>	<b>326.00</b>
YOY	-6.72%	-31.56%	86.69%	-19.38%	2.72%	5.67%
<b>净利润率</b>	<b>10.25%</b>	<b>6.46%</b>	<b>11.06%</b>	<b>8.19%</b>	<b>10.07%</b>	<b>11.08%</b>

数据来源：Wind，东吴证券研究所

### ■ 盈利预测及投资建议：

从 7 月底以来我们开始强调全面看好制造型龙头，从需求端来看，下游体育、快时尚龙头向拥有创新研发能力的大供应商集中采购趋势日益明显，龙头供应商凭借出色的研发能力/垂直一体化实力/全球布局能力不断打磨自身竞争优势，公司作为生产型龙头代表标的，与华孚时尚在色纺纱领域形成稳固的双寡头格局，技术、效率行业领先，同时具有前瞻性全球布局眼光，2013 年起已跟随大客户申洲国际在越南展开积极的产能扩张。

考虑越南百隆 B 区产能 2018H2 及 19 年逐渐释放，加之外币敞口逐步缩窄有助于降低汇兑损益带来的业绩波动、投资收益基本稳定可持续，我们预计公司 18/19/20 年归母净利同增 25%/15%/13% 至 6.08/7.00/7.92 亿，对应估值 12.8/11.1/9.8X，考虑作为色纱全球龙头业绩增长的持续性及稳定性，当前估值具有吸引力，维持“增持”评级。

### ■ 风险提示

原材料价格意外波动、汇率意外波动、产能扩张不及预期

百隆东方三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	5232.1	5563.1	5899.6	6183.3	营业收入	5952.2	6245.6	7303.5	8248.3
现金	1192.4	1448.6	1031.6	1250.9	减:营业成本	4909.8	5160.2	6032.9	6812.3
应收账款	473.3	492.3	584.0	631.5	营业税金及附加	44.1	45.9	53.7	60.8
存货	2998.9	3071.9	3745.0	3741.1	营业费用	164.2	162.4	181.8	197.1
其他	430.7	400.0	400.0	400.0	管理费用	289.7	312.2	349.7	377.6
非流动资产	6438.6	6883.8	7101.6	7297.2	财务费用	266.9	133.0	144.0	144.4
长期股权投资	1858.8	1858.8	1858.8	1858.8	加:投资净收益	267.8	239.1	239.1	239.1
固定资产	3178.6	3828.3	3956.2	4062.2	其他	0.9	21.1	23.4	31.6
无形资产	385.8	376.4	367.1	357.8	营业利润	544.4	650.0	757.0	863.5
其他	20.5	20.6	20.9	20.7	加:营业外收支	2.3	26.0	20.4	16.2
资产总计	11670.7	12446.9	13001.1	13480.6	利润总额	546.7	676.0	777.4	879.8
流动负债	2581.8	2840.5	2964.4	2976.9	减:所得税费用	58.9	67.6	77.7	88.0
短期借款	1868.3	2200.0	2200.0	2200.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	315.6	329.4	424.7	426.9	归属母公司净利润	487.7	608.4	699.7	791.8
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT	588.5	610.8	739.0	861.2
非流动负债	1823.0	1860.4	1860.4	1860.4	EBITDA	937.5	970.5	1120.5	1264.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0					
负债合计	4404.8	4700.9	4824.8	4837.3	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股收益(元)	0.33	0.41	0.47	0.53
归属母公司股东权益	7265.9	7746.0	8176.4	8643.2	每股净资产(元)	4.84	5.16	5.45	5.76
负债和股东权益	11670.7	12446.9	13001.1	13480.6	发行在外股份(百万股)	1500.0	1500.0	1500.0	1500.0
					ROIC(%)	4.9%	4.8%	5.6%	6.2%
					ROE(%)	5.3%	8.0%	8.6%	8.9%
					毛利率(%)	17.5%	17.4%	17.4%	17.4%
					销售净利率(%)	8.2%	9.7%	9.6%	9.6%
					资产负债率(%)	37.7%	37.8%	37.1%	35.9%
					收入增长率(%)	8.8%	4.9%	16.9%	12.9%
					净利润增长率(%)	-19.4%	24.7%	15.0%	13.2%
					P/E	16.0	12.8	11.1	9.8
					P/B	1.07	1.01	0.95	0.90
					EV/EBITDA	12.0	11.9	10.3	9.2

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

### 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、意见及推測不一致的报告。

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>