

百隆东方 (601339)

证券研究报告

2019年01月03日

短期业绩下调，预计实际亏损可控

公司公告 2018 年底棉花期货持仓合约浮亏 7,108.74 万，形成公允价值变动损失。

2019 年 1 月 2 日，公司公告经财务部门初步测算，截至 2018 年 12 月 31 日，公司持有的棉花期货持仓合约根据 2018 年最后一个交易日结算价计算，形成浮亏 7,108.74 万元。浮亏形成公允价值变动损失，将减少公司 2018 年度税前利润 7,108.74 万元。

我们认为从报表端来看，短期对公司 2018 年业绩存在影响，但下调应仅为 Q4 边际损失，幅度约为 3000-4000 万。

根据三季报可知，公司 18Q3 公允价值变动损益约为-3,741 万，18Q1-3 约为-2,734 万，所以预计 Q4 边际亏损约为 4000 万，考虑到税收影响后，我们预计对 18 年全年业绩下调约为 3000-4000 万元。

从经营端来看，我们认为实际损失有望更低。

- 1) 首先从中长期来看，浮亏不代表真正亏损，贴水情况下公司可以持有至交割。截止到 2019 年 1 月 2 日收盘，郑棉主力合约 1905 报收 14890 元/吨，328 国棉现货价格指数为 15465 元/吨，期货贴水。由于棉花为公司主要生产原料，公司可以长期持有期货，直至现货交割，实际亏损将小于浮亏。
- 2) 期货的“浮亏”有望在生产部门中以棉花现货成本降低的方式进行部分补偿。公司在会计处理上或把期货部门和生产部门分开，导致期棉合约价格下跌的过程中期货部门出现浮亏。若公司套保得当，期货的“浮亏”有望在生产部门中以棉花现货成本降低的方式进行部分补偿。
- 3) 2019 年期棉单边下跌的可能性不大。从棉花供求的中长期逻辑来看，国际棉花仍有约 100 万吨的需求缺口，而国内国储棉约为 300 万吨以下，处于低位，供需格局向好；同时根据棉花生长周期，大量新棉上市的时点已过，2019 年春季开工后需求有望再度提升；综上所述我们预计 2019 年期棉单边下跌的可能性不大。

下调 2018 年盈利预测，下调目标价至 7.05 元。

本次期货账面浮亏，主要影响 2018 年净利润，公司长期增长逻辑不变。考虑到公司本次期货持仓合约浮亏带来的利润端影响，我们下调 2018-2020 年净利润预测至 5.97/7.03/8.32 亿元（原为 6.35/7.61/8.91 亿元），同比增长 22.31%/17.82%/18.37%；EPS 预测下调为 0.4/0.47/0.55 元（原为 0.42/0.51/0.59 元）；根据行业平均 PE，给予 19 年 15 倍 PE，调整目标价至 7.05 元（原目标价为 7.65 元）。

风险提示：越南产能释放进程缓慢、东南亚地区反华等政治风险、国内订单量大幅下滑、棉价及汇率剧烈波动、期货持续大幅亏损，同时报告按理性角度推测，以公司实际决策为准。

| 财务数据和估值 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 5,471.67 | 5,952.21 | 6,148.16 | 7,013.27 | 8,094.94 |
| 增长率(%) | 9.08 | 8.78 | 3.29 | 14.07 | 15.42 |
| EBITDA(百万元) | 950.95 | 1,131.96 | 970.27 | 1,086.07 | 1,242.52 |
| 净利润(百万元) | 604.98 | 487.74 | 596.56 | 702.89 | 831.98 |
| 增长率(%) | 86.69 | (19.38) | 22.31 | 17.82 | 18.37 |
| EPS(元/股) | 0.40 | 0.33 | 0.40 | 0.47 | 0.55 |
| 市盈率(P/E) | 13.81 | 17.13 | 14.01 | 11.89 | 10.04 |
| 市净率(P/B) | 1.15 | 1.15 | 1.11 | 1.06 | 1.02 |
| 市销率(P/S) | 1.53 | 1.40 | 1.36 | 1.19 | 1.03 |
| EV/EBITDA | 10.48 | 8.56 | 10.75 | 8.97 | 8.87 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 纺织服装/纺织制造 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 5.57 元 |
| 目标价格 | 7.05 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-----------|
| A 股总股本(百万股) | 1,500.00 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 1,500.00 |
| A 股总市值(百万元) | 8,355.00 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 8,355.00 |
| 每股净资产(元) | 5.13 |
| 资产负债率(%) | 40.49 |
| 一年内最高/最低(元) | 5.88/4.50 |

作者

| | |
|---------------------------|-----|
| 吕明 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110518040001 | |
| lvming@tfzq.com | |
| 于健 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110518090002 | |
| yujian@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《百隆东方-首次覆盖报告:预计越南产能持续释放，净利率稳步提升》 2018-11-29



财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 1,976.86 | 1,192.37 | 1,106.67 | 1,192.26 | 1,295.19 |
| 应收账款 | 810.28 | 477.74 | 741.49 | 359.70 | 911.33 |
| 预付账款 | 82.39 | 51.42 | 80.96 | 72.87 | 105.00 |
| 存货 | 2,571.00 | 2,998.91 | 3,604.70 | 3,636.49 | 5,007.76 |
| 其他 | 711.52 | 511.70 | 622.16 | 616.65 | 631.25 |
| 流动资产合计 | 6,152.07 | 5,232.13 | 6,155.98 | 5,877.96 | 7,950.54 |
| 长期股权投资 | 796.98 | 1,858.77 | 1,858.77 | 1,858.77 | 1,858.77 |
| 固定资产 | 3,160.36 | 3,178.63 | 3,213.30 | 3,191.16 | 3,121.92 |
| 在建工程 | 353.41 | 447.07 | 304.24 | 230.55 | 168.33 |
| 无形资产 | 406.06 | 385.76 | 376.46 | 367.17 | 357.87 |
| 其他 | 670.70 | 568.35 | 573.59 | 571.59 | 570.24 |
| 非流动资产合计 | 5,387.50 | 6,438.59 | 6,326.37 | 6,219.23 | 6,077.13 |
| 资产总计 | 11,539.57 | 11,670.72 | 12,482.35 | 12,097.19 | 14,027.67 |
| 短期借款 | 1,553.13 | 1,868.34 | 2,667.52 | 1,686.26 | 2,966.91 |
| 应付账款 | 328.49 | 345.06 | 446.18 | 438.54 | 554.23 |
| 其他 | 422.05 | 368.43 | 505.27 | 434.40 | 536.48 |
| 流动负债合计 | 2,303.67 | 2,581.82 | 3,618.96 | 2,559.20 | 4,057.62 |
| 长期借款 | 100.52 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 149.88 |
| 应付债券 | 1,593.13 | 1,595.66 | 1,062.93 | 1,417.24 | 1,358.61 |
| 其他 | 245.72 | 227.34 | 246.14 | 239.73 | 237.74 |
| 非流动负债合计 | 1,939.37 | 1,823.00 | 1,309.06 | 1,656.97 | 1,746.23 |
| 负债合计 | 4,243.04 | 4,404.83 | 4,928.02 | 4,216.17 | 5,803.85 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 1,500.00 | 1,500.00 | 1,500.00 | 1,500.00 | 1,500.00 |
| 资本公积 | 2,358.49 | 2,358.49 | 2,358.49 | 2,358.49 | 2,358.49 |
| 留存收益 | 5,704.73 | 5,772.47 | 6,054.32 | 6,381.02 | 6,723.82 |
| 其他 | (2,266.69) | (2,365.07) | (2,358.49) | (2,358.49) | (2,358.49) |
| 股东权益合计 | 7,296.53 | 7,265.89 | 7,554.32 | 7,881.02 | 8,223.82 |
| 负债和股东权益总 | 11,539.57 | 11,670.72 | 12,482.35 | 12,097.19 | 14,027.67 |

| 现金流量表(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|
| 净利润 | 604.98 | 487.74 | 596.56 | 702.89 | 831.98 |
| 折旧摊销 | 344.92 | 348.98 | 177.46 | 185.14 | 190.75 |
| 财务费用 | (40.50) | 269.89 | 131.97 | 126.26 | 139.50 |
| 投资损失 | (128.95) | (267.77) | (230.00) | (180.00) | (175.00) |
| 营运资金变动 | 206.11 | (351.53) | (689.44) | 265.73 | (1,765.41) |
| 其它 | 401.30 | (116.47) | (61.93) | (28.39) | (23.77) |
| 经营活动现金流 | 1,387.85 | 370.85 | (75.39) | 1,071.63 | (801.93) |
| 资本支出 | 1,350.08 | 1,520.29 | 41.21 | 86.40 | 52.00 |
| 长期投资 | 796.98 | 1,061.79 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (3,076.65) | (3,513.48) | 170.88 | 41.89 | 103.45 |
| 投资活动现金流 | (929.60) | (931.40) | 212.09 | 128.29 | 155.44 |
| 债权融资 | 3,288.38 | 3,557.93 | 3,775.62 | 3,163.73 | 4,541.85 |
| 股权融资 | 86.65 | (365.29) | (125.39) | (126.26) | (139.50) |
| 其他 | (4,063.97) | (3,037.85) | (3,872.64) | (4,151.81) | (3,652.92) |
| 筹资活动现金流 | (688.94) | 154.79 | (222.41) | (1,114.33) | 749.42 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 18.00 | 6.00 | 8.00 |
| 现金净增加额 | (230.69) | (405.76) | (67.71) | 91.59 | 110.93 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 5,471.67 | 5,952.21 | 6,148.16 | 7,013.27 | 8,094.94 |
| 营业成本 | 4,523.01 | 4,909.81 | 5,041.49 | 5,764.91 | 6,654.04 |
| 营业税金及附加 | 39.92 | 44.14 | 46.11 | 51.20 | 56.66 |
| 营业费用 | 169.95 | 164.23 | 153.70 | 140.27 | 145.71 |
| 管理费用 | 288.13 | 289.67 | 295.11 | 308.58 | 339.99 |
| 财务费用 | (27.61) | 266.91 | 131.97 | 126.26 | 139.50 |
| 资产减值损失 | (10.84) | 4.04 | 5.00 | 5.00 | 6.00 |
| 公允价值变动收益 | 17.56 | (24.61) | (61.93) | (28.39) | (23.77) |
| 投资净收益 | 128.95 | 267.77 | 248.00 | 186.00 | 183.00 |
| 其他 | (293.01) | (514.11) | (372.14) | (315.23) | (318.47) |
| 营业利润 | 635.61 | 544.36 | 660.84 | 774.67 | 912.27 |
| 营业外收入 | 41.87 | 4.78 | 4.00 | 4.00 | 4.00 |
| 营业外支出 | 8.91 | 2.48 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| 利润总额 | 668.57 | 546.66 | 662.84 | 776.67 | 914.27 |
| 所得税 | 63.59 | 58.91 | 66.28 | 73.78 | 82.28 |
| 净利润 | 604.98 | 487.74 | 596.56 | 702.89 | 831.98 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属于母公司净利润 | 604.98 | 487.74 | 596.56 | 702.89 | 831.98 |
| 每股收益(元) | 0.40 | 0.33 | 0.40 | 0.47 | 0.55 |

| 主要财务比率 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 9.08% | 8.78% | 3.29% | 14.07% | 15.42% |
| 营业利润 | 101.59% | -14.36% | 21.40% | 17.22% | 17.76% |
| 归属于母公司净利润 | 86.69% | -19.38% | 22.31% | 17.82% | 18.37% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 17.34% | 17.51% | 18.00% | 17.80% | 17.80% |
| 净利率 | 11.06% | 8.19% | 9.70% | 10.02% | 10.28% |
| ROE | 8.29% | 6.71% | 7.90% | 8.92% | 10.12% |
| ROIC | 7.97% | 9.16% | 7.87% | 8.46% | 10.33% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 36.77% | 37.74% | 39.48% | 34.85% | 41.37% |
| 净负债率 | -5.55% | -14.07% | -4.57% | 0.58% | -1.70% |
| 流动比率 | 2.67 | 2.03 | 1.70 | 2.30 | 1.96 |
| 速动比率 | 1.55 | 0.86 | 0.70 | 0.88 | 0.73 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 8.97 | 9.24 | 10.09 | 12.74 | 12.74 |
| 存货周转率 | 1.83 | 2.14 | 1.86 | 1.94 | 1.87 |
| 总资产周转率 | 0.48 | 0.51 | 0.51 | 0.57 | 0.62 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.40 | 0.33 | 0.40 | 0.47 | 0.55 |
| 每股经营现金流 | 0.93 | 0.25 | -0.05 | 0.71 | -0.53 |
| 每股净资产 | 4.86 | 4.84 | 5.04 | 5.25 | 5.48 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 13.81 | 17.13 | 14.01 | 11.89 | 10.04 |
| 市净率 | 1.15 | 1.15 | 1.11 | 1.06 | 1.02 |
| EV/EBITDA | 10.48 | 8.56 | 10.75 | 8.97 | 8.87 |
| EV/EBIT | 16.39 | 12.36 | 13.16 | 10.81 | 10.48 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |