

纱线主业总体平稳，棉花期货浮亏及投资收益减少影响盈利

增持（维持）

2019 年 03 月 22 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	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	5,997.86	7,002.70	7,971.43	8,829.59
同比（%）	0.77%	16.75%	13.83%	10.77%
归母净利润（百万元）	437.53	594.93	716.45	800.12
同比（%）	-10.30%	35.97%	20.43%	11.68%
每股收益（元/股）	0.29	0.40	0.48	0.53
P/E（倍）	20.6	15.1	12.6	11.2

投资要点

■ **事件：**公司公布年报，2018 年收入同增 0.77%至 59.98 亿元，归母净利润同降 10.30%至 4.38 亿元。分红方面计划每 10 股派发 0.88 元现金股利。

■ **色纺纱主业来看：**新产能 18H2 逐渐释放，中美贸易摩擦以及国内需求偏淡限制销量增幅。本年度在原有 120 万锭产能基础上（国内 70 万锭、越南 A 区 50 万锭）18H2 增加了越南 B 区 20 万锭产能，但本部分产能完整释放需要留待 2019 年，加之中美摩擦的出口影响以及 2018H2 整体消费环境偏淡，需求端受到影响，公司 2018 全年纱线销量增长 0.08%，同时单吨售价微升 1.3%至 3.2 万元/吨，由此纱线业务整体收入增长 1.4%至 57.3 亿元。成本方面，由于 2018 年整体棉价走势走平，单吨原材料成本有所上升（占营业成本 70%），导致毛利率下降 1.5pp 至 18.7%。

■ **盈利方面：**棉花期货浮亏以及投资收益同比下滑是净利润同比下降的主要原因。公司整体收入增长 0.77%至 59.98 亿元，同时毛利率较去年下滑 0.7pp 至 19.5%带来毛利润同比下滑 2.5%；期间费用整体下降 16.5%，主要与 2017 年汇兑亏损达到 1.6 亿元而 17 年为盈利 380 万元有关；投资收益同比下降 51%至 1.31 亿元，主要与宁波通商银行以及上海信丰盈利能力不及 2017 年有关；加之本年度棉花期货合约浮亏 7109 万元，带来公允价值变动净损失增加至 5779 万元，如果剔除财务费用、投资收益、公允价值变动影响，公司营业利润达到 5.66 亿元，与 2017 年基本持平。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑公司 2018 年底已经完成的 B 区 20 万锭产能将在 19H1 得到完全释放，加之 2019 年/2020 年 B 区计划分别增投 20 万锭/10 万锭，截至 2020 年越南产能将实现 100 万锭生产规模，占公司整体产能的 60%，参考越南 A 区 50 万锭盈利水平大约带来 2.5 亿元净利润（2017 年越南所有利润来自 A 区产能），我们估计截至 2020 年越南将为公司贡献 5 亿元净利润。假设未来外币敞口逐步缩窄可以降低汇兑损益波动、投资收益在 2018 年基础上基本稳定可持续，我们预计公司 19/20/21 年归母净利同增 36%/20%/12%至 5.95/7.16/8.00 亿，对应估值 15/13/11X，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：**汇率剧烈波动；贸易摩擦带来需求不振；原材料价格剧烈波动

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.00
一年最低/最高价	4.50/6.25
市净率(倍)	1.16
流通 A 股市值(百万元)	9000.00

基础数据

每股净资产(元)	5.16
资产负债率(%)	42.76
总股本(百万股)	1500.00
流通 A 股(百万股)	1500.00

相关研究

1、《百隆东方 (601339)：18H2 起越南加速投产，生产型龙头代表进入稳健增长期》2018-08-03

事件:

公司公布年报, 2018 年收入同增 0.77% 至 59.98 亿元, 归母净利同降 10.30% 至 4.38 亿元。分红方面, 计划每 10 股派发 0.88 元现金股利。

投资观点:

色纺纱主业来看: 新产能 18H2 逐渐释放, 中美贸易摩擦以及国内需求偏淡限制销量增幅。本年度在原有 120 万锭产能基础上 (国内 70 万锭、越南 A 区 50 万锭) 18H2 增加了越南 B 区 20 万锭产能, 但本部分产能完整释放需要留待 2019 年, 加之中美摩擦的出口影响以及 2018H2 整体消费环境偏淡, 需求端受到影响, 公司 2018 全年纱线销量增长 0.08%, 同时单吨售价微升 1.3% 至 3.2 万元/吨, 由此纱线业务整体收入增长 1.4% 至 57.3 亿元。成本方面, 本年度公司将部分原来划分在营业成本中的研发费用进行了单独列支, 由此需要对 2017 年报表进行追溯调整, 调整后可观察到由于 2018 年整体棉价走势走平, 单吨原材料成本有所上升 (占营业成本 70%), 导致毛利率下降 1.5pp 至 18.7%。

表 1: 百隆东方主营业务拆解 (单位: 百万元)

	2014	2015	2016	2017	2017 年 追溯调整	2018
主业拆分						
色纺纱收入	4444.2	4796.05	5233.53	5651.03	5651.03	5,729.91
%总收入	96.18%	95.61%	95.65%	94.94%	94.94%	95.53%
YOY	13.55%	7.92%	9.12%	7.98%	7.98%	1.40%
销售量(百吨)	1240.19	1471.59	1714.60	1787.32	1787.32	1788.79
YOY	21.40%	18.66%	16.51%	4.24%	4.24%	0.08%
生产量(百吨)	1343.27	1563.39	1660.13	1697.80	1697.80	1872.56
YOY	20.98%	16.39%	6.19%	2.27%	2.27%	10.29%
库存量(百吨)	363.38	455.18	400.71	311.20	311.20	394.96
吨单价 (元/吨)	35834.98	32591.02	30523.33	31617.36	31617.36	32032.30
YOY	-6.47%	-9.05%	-6.34%	3.58%	3.58%	1.31%
吨成本 (元/吨)	28578.39	26431.32	25169.54	26109.62	25236.98	26045.46
YOY	-7.16%	-7.51%	-4.77%	3.74%		3.20%
吨直接材料成本 (元/吨)	20902.24	18708.09	17709.29	18198.41	17591.70	18471.44
YOY	-9.18%	-10.50%	-5.34%	2.76%		5.00%
吨直接人工 (元/吨)	3116.31	2867.45	3040.59	3050.20	2947.93	2948.55
YOY	9.09%	-7.99%	6.04%	0.32%		0.02%
吨制造费用 (元/吨)	2494.22	2624.38	2288.17	2536.63	2450.72	2385.93
YOY	-0.58%	5.22%	-12.81%	10.86%		-2.64%
吨燃料动力 (元/吨)	1027.69	1250.89	1596.43	1638.64	2248.81	1679.43
YOY	5.11%	21.72%	27.62%	2.64%		-25.32%
吨毛利 (元/吨)	7256.58	6159.70	5353.79	5507.74	6380.38	5986.84
YOY	-3.65%	-15.12%	-13.08%	2.88%		-6.17%
毛利率	20.25%	18.90%	17.54%	17.42%	20.18%	18.69%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

盈利方面：棉花期货浮亏以及投资收益同比下滑是净利润同比下降的主要原因。利润表来看，公司整体收入增长 0.77%至 59.98 亿元，同时毛利率较去年下滑 0.7pp 至 19.5%带来毛利润同比下滑 2.5%；期间费用整体下降 16.5%，主要与 2017 年汇兑亏损达到 1.6 亿元而 17 年为盈利 380 万元有关；投资收益同比下降 51%至 1.31 亿元，主要与宁波通商银行以及上海信丰盈利能力不及 2017 年有关；加之本年度棉花期货合约浮亏 7109 万元，带来公允价值变动净损失增加至 5779 万元，如果剔除财务费用、投资收益、公允价值变动影响，公司营业利润达到 5.66 亿元，与 2017 年基本持平。

资产负债表方面，值得注意的是存货大幅增长 50%至 45 亿元，主要是公司看好未来棉价上升而进行的提前屯棉，也受到此举影响，公司经营性现金流较去年同期下滑较多，为 -5.6 亿元。

表 2：百隆东方财务拆解（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017	2017 年 追溯调整	2018
利润表						
营业收入	4,620.64	5,016.04	5,471.67	5,952.21	5,952.21	5,997.86
YOY		8.56%	9.08%	8.78%		0.77%
营业成本	3,701.26	4,100.43	4,523.01	4,909.81	4,754.05	4,830.02
毛利润	919.38	915.60	948.66	1,042.40	1,198.17	1,167.83
YOY		-0.41%	3.61%	9.88%		-2.53%
毛利率	19.90%	18.25%	17.34%	17.51%	20.13%	19.47%
期间费用	507.67	660.43	430.48	720.81	876.58	731.82
YOY		30.09%	-34.82%	67.45%		-16.51%
期间费用率	10.99%	13.17%	7.87%	12.11%		12.20%
销售费用	159.62	158.91	169.95	164.23	162.75	135.21
销售费用率	3.45%	3.17%	3.11%	2.76%	2.73%	2.25%
管理费用	290.57	338.43	288.13	289.67	271.76	287.64
管理费用率	6.29%	6.75%	5.27%	4.87%	4.57%	4.80%
研发费用					175.16	141.74
研发费用率						2.36%
财务费用	57.48	163.10	-27.61	266.91	266.91	167.23
财务费用率	1.24%	3.25%	-0.50%	4.48%	4.48%	2.79%
资产减值损失	8.86	5.78	-10.84	4.04	4.04	18.21
其他收益				26.11	26.11	24.75
投资净收益	126.87	110.30	128.95	267.77	267.77	130.65
YOY		-13.06%	16.91%	107.66%	107.66%	-51.21%
公允价值变动净收益	-7.19	-7.70	17.56	-24.61	-24.61	-57.79
营业利润	497.51	315.29	635.61	544.36	544.36	471.88
YOY		-36.63%	101.59%	-14.36%	-14.36%	-13.31%
加：营业外收入	55.61	50.62	41.87	4.78	4.78	5.43
减：营业外支出	8.22	7.88	8.91	2.48	2.48	0.68
利润总额	544.89	358.03	668.57	546.66	546.66	476.63
YOY		-34.29%	86.74%	-18.23%	-18.23%	-12.81%
减：所得税	71.38	33.98	63.59	58.91	58.91	39.10
净利润	473.51	324.05	604.98	487.74	487.74	437.53
YOY		-31.57%	86.69%	-19.38%	-19.38%	-10.30%
净利率	10.25%	6.46%	11.06%	8.19%	8.19%	7.29%

资产负债表							
	货币资金	1,070.1	1,625.7	1,976.9	1,192.4	1,192.4	1,154.1
	应收票据及应收账款	436.3	473.3	573.1	544.3	544.3	472.2
YOY			8.49%	21.08%	-5.02%	-5.02%	-13.24%
	存货	2,615.2	3,417.2	2,571.0	2,998.9	2,998.9	4,500.0
YOY			30.66%	-24.76%	16.64%	16.64%	50.06%
	其他流动资产	1,937.3	451.4	599.2	430.7	430.7	293.6
	可供出售金融资产	677.4	1,290.6	610.5	516.3	516.3	90.0
	长期股权投资			797.0	1,858.8	1,858.8	1,912.9
	固定资产(合计)	2,704.6	3,181.1	3,160.4	3,178.6	3,178.6	3,743.7
	在建工程(合计)	132.8	148.6	353.4	447.1	447.1	562.6
资产总计		10,201.0	11,104.8	11,539.6	11,670.7	11,670.7	13,510.4
	短期借款	2,609.2	2,868.1	1,553.1	1,868.3	1,868.3	3,058.0
	长期借款		292.0	100.5		0.0	135.8
	应付债券			1,593.1	1,595.7	1,595.7	1,598.3
负债合计		3,664.4	4,381.1	4,243.0	4,404.8	4,404.8	5,776.9
所有者权益合计		6,536.5	6,723.7	7,296.5	7,265.9	7,265.9	7,733.6
现金流量表							
	经营活动产生的现金流量净额	-160.15	114.07	1,387.85	370.85	370.85	-559.62
YOY				1116.65%	-73.28%	-73.28%	-250.90%
						0.00%	
	投资活动产生的现金流量净额	-268.51	353.74	-929.60	-931.40	-931.40	-374.06
	筹资活动产生的现金流量净额	887.02	307.70	-688.94	154.79	154.79	791.92
	现金及现金等价物净增加额	456.93	705.26	-51.06	-637.74	-637.74	11.77

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 考虑公司 2018 年底已经完成的 B 区 20 万锭产能将在 19H1 得到完全释放, 加之 2019 年/2020 年 B 区计划分别增投 20 万锭/10 万锭, 截至 2020 年越南产能将实现 100 万锭生产规模, 占公司整体产能的 60%, 参考越南 A 区 50 万锭盈利水平大约带来 2.5 亿元净利润 (2017 年越南所有利润来自 A 区产能), 我们估计截至 2020 年越南将为公司贡献 5 亿元净利润。假设未来外币敞口逐步缩窄可以降低汇兑损益波动、投资收益在 2018 年基础上基本稳定可持续, 我们预计公司 19/20/21 年归母净利同增 36%/20%/12% 至 5.95/7.16/8.00 亿, 对应估值 15/13/11X, 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。

表 3: 百隆东方越南子公司盈利情况

	2015	2016	2017	2018
收入(亿元)	11.75	17.89	20.74	24.63
YOY		52.3%	15.9%	18.8%
净利润(亿元)	0.40	1.88	2.51	2.71
YOY		374.6%	33.5%	8.1%
净利率		10.51%	12.10%	11.02%
已建成产能	40 万锭	50 万锭	50 万锭	70 万锭

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

风险提示: 汇率剧烈波动; 贸易摩擦带来需求不振; 原材料价格剧烈波动

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)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	6562.9	6156.0	6821.4	7458.4	营业收入	5997.9	7002.7	7971.4	8829.6
现金	1154.1	976.6	966.1	1196.2	减:营业成本	4830.0	5598.0	6366.6	7046.1
应收账款	473.3	568.1	606.7	694.5	营业税金及附加	45.7	52.1	59.7	66.4
存货	4500.0	4112.3	4669.2	5049.6	销售费用	135.2	173.6	189.5	209.9
其他流动资产	293.6	400.0	400.0	400.0	管理费用	287.6	317.8	339.7	374.8
非流动资产	6947.5	7092.5	7193.6	7240.4	研发费用	141.7	168.1	191.3	211.9
长期股权投资	1912.9	1912.9	1912.9	1912.9	财务费用	167.5	170.5	156.7	155.8
固定资产	3743.7	3801.3	3802.0	3745.7	加:投资净收益	130.6	164.5	164.5	164.5
无形资产	564.9	564.5	564.1	563.6	其他	190.6	209.5	247.7	274.2
其他非流动资产	22.0	21.4	21.3	21.5	营业利润	471.9	645.7	776.1	866.9
资产总计	13510.4	13248.5	14015.0	14698.8	加:营业外净收支	4.7	1.0	2.7	2.8
流动负债	3822.0	3153.3	3329.0	3270.6	利润总额	476.6	646.7	778.7	869.7
短期借款	3058.0	2500.0	2500.0	2500.0	减:所得税费用	39.1	51.7	62.3	69.6
应付账款	380.8	319.0	476.8	403.9	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	归属母公司净利润	437.5	594.9	716.4	800.1
非流动负债	1954.8	1863.0	1863.0	1863.0	EBIT	745.0	913.3	1075.7	1198.8
长期借款	135.8	0.0	0.0	0.0	EBITDA	1130.2	1356.1	1575.4	1755.5
其他非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0					
负债合计	5776.9	5016.3	5192.1	5133.7	重要财务与估值指标				
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股收益(元)	0.29	0.40	0.48	0.53
归属母公司股东权益	7733.6	8232.2	8822.9	9565.2	每股净资产(元)	5.16	5.49	5.88	6.38
负债和股东权益	13510.4	13248.5	14015.0	14698.8	发行在外股份(百万股)	1500.0	1500.0	1500.0	1500.0
					ROIC(%)	5.5%	6.8%	7.7%	8.1%
					ROE(%)	8.2%	8.0%	8.9%	9.7%
					毛利率(%)	19.5%	20.1%	20.1%	20.2%
					销售净利率(%)	7.3%	8.5%	9.0%	9.1%
					资产负债率(%)	42.8%	37.9%	37.0%	34.9%
					收入增长率(%)	0.8%	16.8%	13.8%	10.8%
					净利润增长率(%)	-10.3%	36.0%	20.4%	11.7%
					P/E	20.6	15.1	12.6	11.2
					P/B	1.16	1.09	1.02	0.94
					EV/EBITDA	12.2	9.7	8.3	7.5
现金流量表 (百万元)									
	2018	2019E	2020E	2021E					
经营活动现金流	(559.6)	1377.5	766.0	942.5					
投资活动现金流	(374.1)	(613.8)	(505.8)	(415.9)					
筹资活动现金流	791.9	(941.2)	(270.6)	(296.6)					
现金净增加额	11.8	(177.6)	(10.4)	230.0					
折旧和摊销	385.2	442.8	499.7	556.7					
资本开支	1270.9	600.0	600.0	600.0					
营运资本变动	(1493.1)	296.0	(498.8)	(465.9)					

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>