

# 投资收益及棉花期货合约拖累业绩，建议更多关注主业增长

## ——百隆东方（601339）业绩快报点评

2019年03月22日

推荐/首次

百隆东方

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032

### 事件：

百隆东方发布2018年年报，公司2018年实现营业收入59.98亿元，同比增长0.77%；归属于上市公司股东的净利润4.38亿元，同比下降10.30%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润4.20亿元，同比下降2.04%；基本每股收益0.29元，拟每10股分配现金股利0.88元(含税)。其中单四季度，收入14.4亿元，同比增加3.78%；实现净利润-2767万元，同比下滑127.52%。

### 公司分季度财务指标

指标	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
营业收入(百万元)	1685.33	1502.23	1387.18	1342.83	1599.95	1615.49	1439.58
增长率(%)	13.07%	2.22%	0.37%	-2.51%	-5.07%	7.54%	3.78%
毛利率(%)	18.57%	17.68%	15.43%	18.26%	17.36%	18.98%	23.54%
期间费用率(%)	10.51%	12.40%	14.18%	12.87%	6.15%	8.34%	12.79%
营业利润率(%)	13.61%	5.56%	8.82%	7.02%	17.54%	9.70%	-4.15%
净利润(百万元)	194.87	78.69	100.55	87.81	238.18	139.20	-27.67
增长率(%)	-03.02%	-19.30%	-51.45%	-22.72%	22.23%	76.90%	-127.52%
每股盈利(季度,元)	0.13	0.05	0.07	0.06	0.16	0.09	-0.02
资产负债率(%)	37.45%	38.73%	37.74%	39.53%	42.33%	40.49%	42.76%
净资产收益率(%)	2.65%	1.09%	1.38%	1.21%	3.18%	1.81%	-0.36%
总资产收益率(%)	1.66%	0.67%	0.86%	0.73%	1.84%	1.08%	-0.20%

### 观点：

- 公司产能看点仍在越南B区，未来两年释放产能30万锭(+25%)。**
  - 1) 产能：**越南百隆A区50万锭产能2012年开工、2015年实现盈利；B区50万锭项目于2017年启动建设，截至2018年底已完成20万纱锭产能投产，预计2019年投产20万锭，2020年上半年全面建成投产。届时越南百隆将形成100万锭的生产规模，国内70万吨产能，海外产能占到总产能的60%。
  - 2) 2018年海外、国内业务拆分：**越南百隆实现营业收入24.63亿元人民币，+18.76%；实现净利润2.71亿元人民币，同比+7.97%。国内业务营业收入35.35亿元人民币，同比-8.86%。分析国内外订单情况差异：2018年下半年起国内服装需求不足，影响国内订单的接单，同时贸易摩擦带来的不确定性使得大客户纷纷向越南寻求订单，国内向国外订单转移有所加速。综合作用下，下半年国内订单下滑明显，越南订单增长明显，整体微涨。展望2019年，国内需求会有边际的改善，海外产能随大客户继续释放，订单情况较2018年会有所改善。

- **主营业务相关的收入和利润较上期小幅增长, 投资收益&棉花期货浮亏拖累业绩下滑。**1) 投资收益方面: 2018年度投资收益1.31亿元, 占利润总额的 27.41%, 较上年减少 51.21%; 其中权益法核算的长期股权投资收益 8876.68 万元, 占利润总额比例 18.62%, 较上年减少 55.4%。我们认为公司以权益法确认的投资收益具有一定不确定性, 应关注公司主业的经营情况。2) 棉花期货方面: 截止目前价格有所回升, 浮亏部分转回, 将体现在一季度。公司期末持有少量棉花期货持仓合约, 期末持仓浮亏7108.7万元。年初至今棉花期货价格有所回升, 公司可在一季度转回部分损失, 且棉花价格不具备继续下跌的空间, 浮亏大概率会继续有所转回。
- **毛利率有所提升, 费用率下降。**1) 2018年全年毛利率**19.47%**, 较去年提升**1.97**个百分点。主要系产品单价的提升所致, 通过计算全年纱线的销售单价约3.35万元/吨, 比去年每吨提价200元; 从国内外业务看, 越南销售占比提升, 提升了公司的产品结构, 进而提升了单价水平。随着后期越南产能进一步释放, 单价仍有提升空间。2) **销售费用、管理费用总体稳定, 财务费用下降。**2018年全年销售费用率下降0.51个百分点, 主要系公司通过优化运输路径等方式有效降低陆运费用, 同时海运费用有所下降所致; 财务费用率下降1.7个百分点, 主要系受近两年人民币对美元汇率大幅波动的影响, 2017年度汇兑净损失1.6亿, 而2018有380万元的微小汇兑收益。
- **经营性现金流呈净流出, 存货余额较有压力。**2018年公司经营性活动产生的现金流净额为-5.6亿元, 主要系本期原材料棉花采购量较上期大幅增加所致。从存货余额看, 期末为45亿元, 较上年同期大幅增加50.06%。我们认为一部分原因为四季度排产不及预期, 使得存货有所上升; 另一部分因为, 基于棉花价格上涨的预期以及为新产能储备存货的需求, 公司增加了棉花的现货采购。

## 结论:

**盈利预测与投资建议:** 公司是国内色纺双龙头之一, 是国内先进制造业的代表, 率先在越南布局产能, 并不断通过研发优化产品结构, 我们认为公司凭借产能的前瞻性和研发技术建立了自己的竞争力。未来公司的产能还会有持续的释放, 预计产能年化增加仍有接近 10%。百隆越南优秀的盈利能力也会进一步提升公司的盈利水平。我们预计 2019 年、2020 年的收入为 64.8 亿元、71.28 亿元, 增速为 8%、10%; 业绩为 5.48 亿元、5.98 亿元, 增速为 25.33%、9.1%。2019 年对应 PE 16.4 倍 PE, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

**风险提示:** 棉价继续下行的风险; 人民币汇率波动加大; 国内消费持续低迷。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	6152	5232	5892	6107	6307	<b>营业收入</b>	5472	5952	5998	6480	7128
货币资金	1977	1192	1154	1192	1154	<b>营业成本</b>	4523	4910	5626	6078	6686
应收账款	494	466	470	507	558	营业税金及附加	40	44	44	48	53
其他应收款	316	12	12	13	14	营业费用	170	164	2069	2203	2388
预付款项	82	51	16	16	16	管理费用	288	290	292	315	347
存货	2571	2999	3745	4046	4450	财务费用	-28	267	-120	-120	-120
其他流动资产	599	431	415	246	18	资产减值损失	-10.84	4.04	5.04	5.45	5.99
<b>非流动资产合计</b>	5388	6439	4848	4481	4119	公允价值变动收益	17.56	-24.61	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	797	1859	885	885	885	投资净收益	128.95	267.77	0.00	0.00	0.00
固定资产	3160.36	3178.63	3347.56	3016.48	2685.40	<b>营业利润</b>	636	544	-1919	-2050	-2232
无形资产	406	386	347	312	281	营业外收入	41.87	4.78	4.78	4.78	4.78
其他非流动资产	22	21	21	21	21	营业外支出	8.91	2.48	2.48	2.48	2.48
<b>资产总计</b>	11540	11671	10739	10589	10425	<b>利润总额</b>	669	547	-1917	-2048	-2229
<b>流动负债合计</b>	2304	2582	1552	1747	1831	所得税	64	59	-498	-532	-580
短期借款	1553	1868	0	0	0	<b>净利润</b>	605	488	438	548	598
应付账款	292	316	357	385	424	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	122	116	111	117	125	归属母公司净利润	605	488	438	548	598
一年内到期的非流	42	94	94	94	94	EBITDA	1347	1536	-1669	-1805	-1989
<b>非流动负债合计</b>	1939	1823	2429	2460	2648	<b>EPS (元)</b>	0.40	0.33	0.29	0.37	0.40
长期借款	101	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	1593	1596	2200	2231	2419		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	4243	4405	3980	4207	4478	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	9.08%	8.78%	0.77%	8.04%	10.00%
实收资本(或股本)	1500	1500	1500	1500	1500	营业利润增长	101.59%	-14.36	-452.49	6.85%	8.85%
资本公积	2358	2358	2358	2358	2358	归属于母公司净利润	-10.20%	25.11%	-10.20%	25.11%	9.12%
未分配利润	3040	3087	2750	2329	1870	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	7297	7266	7230	7177	7119	毛利率(%)	17.34%	17.51%	6.20%	6.20%	6.20%
<b>负债和所有者权</b>	11540	11671	11211	11384	11598	净利率(%)	11.06%	8.19%	7.30%	8.46%	8.39%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位: 百万元						ROE(%)					
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	8.29%	6.71%	6.06%	7.64%	8.40%	
<b>经营活动现金流</b>	1388	371	-560	818	692	<b>偿债能力</b>					
净利润	605	488	438	548	598	资产负债率(%)	37%	38%	36%	37%	39%
折旧摊销	739.11	724.71	0.00	331.08	331.08	流动比率	2.67	2.03	3.80	3.50	3.44
财务费用	-28	267	-120	-120	-120	速动比率	1.55	0.86	1.38	1.18	1.01
应付账款的变化	0	0	-4	-38	-51	<b>营运能力</b>					
预收账款的变化	0	0	-5	6	7	总资产周转率	0.48	0.51	0.52	0.57	0.62
<b>投资活动现金流</b>	-930	-931	1216	-5	-6	应收账款周转率	12	12	13	13	13
公允价值变动收益	18	-25	0	0	0	应付账款周转率	16.17	19.59	17.84	17.47	17.62
长期股权投资减少	0	0	1494	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	129	268	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.40	0.33	0.29	0.37	0.40
<b>筹资活动现金流</b>	-689	155	-1640	-450	-348	每股净现金流(最新)	-0.15	-0.27	0.29	0.24	0.23
应付债券增加	0	0	604	31	188	每股净资产(最新摊)	4.86	4.84	4.82	4.78	4.75
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	12.22	15.16	16.88	13.49	12.37
资本公积增加	-1	0	0	0	0	P/B	1.01	1.02	1.02	1.03	1.04
<b>现金净增加额</b>	-231	-406	-984	363	339	EV/EBITDA	6.46	6.35	-5.11	-4.73	-4.40

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 杨若木

首席行业研究员, 2007 年加入东兴证券研究所。曾获得 2015 年卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

## 研究助理简介

---

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

---

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,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,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。