

百隆东方 (601339)

证券研究报告

2019年03月23日

18年业绩低于预期，未来越南产能持续释放，期待业绩恢复增长

事件：18年业绩低于预期，营收 59.98 亿元 (+0.77%)；归母净利润 4.38 亿元 (-10.3%)。

公司公布 2018 年年报，18 年实现营收 59.98 亿元，同比增长 0.77%；实现归母净利润 4.38 亿元，同比下滑 10.3%；实现扣非净利润 4.2 亿元，同比下滑 2.04%，EPS 为 0.29 元。业绩整体低于我们预期，我们认为主要是由于受到中美贸易摩擦使终端需求放缓，影响公司订单情况。归母净利润下滑幅度较大，主要系公司 18 年棉花期货持仓浮亏 7108.74 万元造成公允价值变动损失，影响净利润水平。

分季度来看：

18Q1-Q4 分别实现营收 13.43 亿元(-2.51%)、16 亿元(-5.07%)、16.15 亿元(+7.54%)、14.4 亿元(+3.78%)；

18Q1-Q4 分别实现归母净利润 8781 万元(-22.72%)、2.38 亿元(+22.23%)、1.39 亿元(+76.9%)、-2767 万元。

其中 Q4 单季度营收增速放缓，净利润为负主要是由于受到中美贸易摩擦使需求端短期放缓，影响四季度订单情况；这也使得公司在四季度产成品库存数量较上年同期增长 26.92%。

1、国内产区：需求下行压力较大使得营收放缓。

公司纱线业务 18 年实现营收 57.3 亿元(+1.4%)，其中国内实现营收 28.85 亿元(-8.36%)，国内营收放缓我们认为主要系：由于越南产区的关税、税收、成本等方面的优势，近年部分下游客户将原本在国内生产的订单转移至越南产区，使得国内产区的订单需要填补；以往这些出口订单转移至越南的速度较慢，且国内需求强劲，公司国内的订单空白可以及时填补。但是自 18 年下半年开始，国内终端需求疲软，需求下行压力较大；叠加中美贸易摩擦使得下游客户的出口订单加速转移至越南产区，使得公司国内的订单受到较大的影响。19 年一季度虽然中美贸易战趋于缓和，但是部分客户仍处于观望态度，预计 19 年一季度订单情况持平或略降。

2、越南产区：需求未受影响，营收实现稳健增长。

18 年公司越南实现营收 24.63 亿元(+18.76%)，实现净利润 2.71 亿元(+7.97%)，净利率为 11%。越南业绩实现稳健增长。主要系越南产能持续提升，总产量较去年增加 1.7 万吨；同时由于国内的订单转移也促公司越南产区的订单情况较好，实现稳健增长。

3、产能情况：越南产能持续释放，预计每年释放 15%左右的纱线产能。

目前公司总产能 140 万锭，其中：国内产能 70 万锭，越南产能 70 万锭，未来产能释放和增长将主要来自于越南产区，预计 2019 年公司总产能将达到 160 万锭，同比增长 14%；2020 年上半年公司总产能将达到 170 万纱锭。

1) 国内产区：目前产能 70 万纱锭，占比 50%。我们预计公司国内产区将主要通过技改和设备升级来提升生产效率，未来产能释放仍将以越南产区为主。

2) 越南产区：70 万锭纱锭主要来自于已经释放的 A 区的 50 万纱锭（满产），以及 B 区的 20 万纱锭。在 B 区剩余的 30 万纱锭的产能中，我们预计公司 19 年将逐步释放 B 区的 20 万纱锭产能，2020 年上半年将释放最后的 10 万锭纱线产能，预计 2020 年上半年公司的总产能将达到 170 万锭，其中，越南产区纱线产能将达到 100 万纱锭，占比达到 60%左右。我们认为公司产能释放确定性较强，预计每年产能释放增速在 10%-15%左右，将促公司业绩的稳步提升。

4、棉花期货影响：

公司 18 年棉花期货持仓浮亏 7108.74 万元造成公允价值变动损失，影响净利润水平。但自 19 年开始棉花期货价格略有上涨，预计浮亏将有所冲回。由于 18 年公司期货产生的浮亏已经计提入账，所以冲回的部分在一季度将以公允价值计入利润。

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	5.87 元
目标价格	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)	8,805.00
流通 A 股市值(百万元)	8,805.00
每股净资产(元)	5.16
资产负债率(%)	42.76
一年内最高/最低(元)	6.25/4.50

作者

吕明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518040001
lvming@tfzq.com

郭彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120001
guobin@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-公司点评:短期业绩下调，预计实际亏损可控》 2019-01-03
- 2 《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

5、毛利率略有上升，费用率下降，但由于受到棉花期货浮亏影响，净利率下滑。

1) 毛利率: 2018 年公司销售毛利率有所上涨为 19.47% (+1.96pct)，其中 Q4 单季度毛利率为 23.49% (+8.06%)。但公司纱线毛利率由于受到原材料价格上涨的原因略有下滑，为 18.69% (-1.5pct)。

2) 费用率: 18 年公司期间费用率有所下降，销售/管理/财务费用率分别为 2.25% (-0.5pct)、4.8% (-0.07pct)、2.79% (-1.7pct)。Q4 单季度公司销售/管理/财务费用率分别为 2.93% (-0.39pct)、5.54% (+0.32pct)、4.32% (-1.46pct)。

① 公司 18 年销售费用率略有下降：主要系公司通过优化运输路径等方式降低了陆运的运输费用；同时由于国内海运外销数量下降，使得海运运费减少所致。18 年公司运费及报关费为 9051 万元，相比去年同期下降 22.4%。

② 18 年财务费用率下降幅度较大：主要系近年人民币对美元汇率波动较大，而相对于 17 年公司 18 年的汇兑损益金额较小，使财务费用率下降。17 年人民币持续升值导致公司汇兑损失较大，为 1.59 亿元；18 年全年的汇兑收益为 380 万元。

3) 净利率: 虽然 18 年毛利率略有上升，费用率有所下降，但由于棉花期货浮亏影响，18 年净利率为 7.29% (-0.9pct)，其中 Q4 单季度为 -1.92%，主要系期货浮亏计入四季度所致。我们认为由于越南产区的净利率较高，若不考虑棉花期货影响，随着公司越南产能和销量占比的持续提升，将会拉动公司净利率的持续提升。

6、存货周转率有所下滑，应收账款周转率提升，经营性现金流为负。

1) 存货周转率: 2018 年公司存货周转率略有下降，为 1.29 (-0.47)，存货金额为 45 亿元 (+50.06%)，存货金额增加主要系 18 年四季度订单放缓，使公司四季度产成品库存数量较上年同期增长 26.92%；同时越南工厂产能提升，使得公司原材料备货增加所致。

2) 应收账款周转率: 2018 年公司应收账款周转率有所提升，为 13.61 (+1.21)。

3) 经营性现金流: 2018 年公司经营性活动产生的现金流净额为 -5.6 亿元 (-250.16%)，其中 Q4 单季度现金流净额为 -2.18 亿元。公司现金流净额为负主要系：公司产能持续扩张，使得原材料备货需求增加，由此所采购的棉花量较 17 年大幅增加；同时由于四季度终端需求下行压力较大，使得订单放缓，影响销售回款。

略下调盈利预测，维持买入评级。

公司作为色纺纱行业龙头，产能释放确定性较强，预计总产能的增长速度在 10%-15%。主要来自于公司越南产区的产能。由于越南产区的净利率高于国内产区，随着越南产区占比的提升，预计公司净利率水平将持续提升。考虑到公司 18 年受到中美贸易摩擦订单放缓，以及国内终端需求放缓的影响，营收增速放缓；虽然目前中美贸易摩擦有所缓和，但是短期内客户下单仍旧谨慎，影响尚未消除，出于谨慎考虑，我们略下调公司 19、20 年盈利预测。

预计公司 2019-2021 年实现营收 67.54 亿元、75.47 亿元、83.52 亿元（19/20 年原值为 70.13 亿元、80.95 亿元），同比增长 12.61%、11.73%、10.67%；预计 2019-2021 年实现净利润 6.08 亿元、7.18 亿元、8.39 亿元（19/20 年原值为 7.03 亿元、8.32 亿元），同比增长 38.88%、18.20%、16.85%。预计公司 19-21 年 EPS 为 0.41/0.48/0.56 元，对应 PE 为 14.49/12.26/10.49。我们参考可比上市公司华孚时尚、鲁泰 A 等公司的平均估值 14.69，我们维持公司 19 年 15 倍 PE。

风险提示: 国内终端需求疲软、中美贸易摩擦加剧、越南产区产能扩张不及预期等。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,952.21	5,997.86	6,753.97	7,546.50	8,351.69
增长率(%)	8.78	0.77	12.61	11.73	10.67
EBITDA(百万元)	1,131.96	1,136.03	1,059.30	1,210.06	1,363.22
净利润(百万元)	487.74	437.53	607.63	718.24	839.23
增长率(%)	(19.38)	(10.30)	38.88	18.20	16.85
EPS(元/股)	0.33	0.29	0.41	0.48	0.56
市盈率(P/E)	18.05	20.12	14.49	12.26	10.49
市净率(P/B)	1.21	1.14	1.11	1.05	0.97
市销率(P/S)	1.48	1.47	1.30	1.17	1.05
EV/EBITDA	8.56	10.36	10.73	10.52	8.22

资料来源：wind，天风证券研究所

表 1: 百隆东方未来产能预测 (万锭)

(万锭)	2017年	2018年	2019年E	2020年E
越南产能	50	70	90	110
YOY		40%	29%	22%
其中：				
A区	50	50	50	50
B区		20	40	50
C区				10
国内产能	70	70	70	70
总产能	120	140	160	180
YOY		17%	14%	13%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,192.37	1,154.11	1,013.10	1,131.97	1,252.75
应收账款	477.74	434.31	897.27	106.27	1,004.35
预付账款	51.42	109.45	48.99	133.34	74.58
存货	2,998.91	4,500.05	2,796.16	5,392.84	3,657.58
其他	511.70	365.00	577.78	468.96	524.71
流动资产合计	5,232.13	6,562.92	5,333.30	7,233.38	6,513.97
长期股权投资	1,858.77	1,912.94	1,912.94	1,912.94	1,912.94
固定资产	3,178.63	3,743.65	4,452.83	4,551.74	4,627.26
在建工程	447.07	562.56	348.77	329.26	317.56
无形资产	385.76	564.94	551.68	538.43	525.17
其他	568.35	163.41	152.17	147.59	145.62
非流动资产合计	6,438.59	6,947.50	7,418.39	7,479.96	7,528.55
资产总计	11,670.72	13,510.42	12,751.69	14,713.34	14,042.52
短期借款	1,868.34	3,058.01	2,096.67	3,460.47	2,179.76
应付账款	345.06	411.93	425.17	485.11	550.41
其他	368.43	352.08	451.00	427.14	434.77
流动负债合计	2,581.82	3,822.01	2,972.83	4,372.72	3,164.93
长期借款	0.00	135.81	0.00	103.14	0.00
应付债券	1,595.66	1,598.33	1,598.33	1,597.44	1,598.03
其他	227.34	220.70	231.26	226.43	226.13
非流动负债合计	1,823.00	1,954.84	1,829.59	1,927.01	1,824.16
负债合计	4,404.83	5,776.85	4,802.42	6,299.73	4,989.10
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	5,772.47	6,060.00	6,449.27	6,913.61	7,553.42
其他	(2,365.07)	(2,184.93)	(2,358.49)	(2,358.49)	(2,358.49)
股东权益合计	7,265.89	7,733.56	7,949.27	8,413.61	9,053.42
负债和股东权益总	11,670.72	13,510.42	12,751.69	14,713.34	14,042.52

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	487.74	437.53	607.63	718.24	839.23
折旧摊销	348.98	385.17	217.88	233.85	249.44
财务费用	269.89	169.73	169.03	181.93	183.30
投资损失	(267.77)	(130.65)	(110.00)	(130.00)	(160.00)
营运资金变动	(351.53)	(1,382.37)	1,229.18	(1,761.84)	923.57
其它	(116.47)	(39.03)	(1,621.91)	2.55	(742.14)
经营活动现金流	370.85	(559.62)	491.80	(755.27)	1,293.40
资本支出	1,520.29	1,302.58	689.45	304.82	300.30
长期投资	1,061.79	54.17	0.00	0.00	0.00
其他	(3,513.48)	(1,730.82)	(1,294.98)	(462.07)	(443.62)
投资活动现金流	(931.40)	(374.06)	(605.54)	(157.25)	(143.32)
债权融资	3,557.93	4,792.15	3,740.17	5,207.42	3,808.30
股权融资	(365.29)	12.92	(342.59)	(181.93)	(183.30)
其他	(3,037.85)	(4,013.14)	(5,010.50)	(4,853.09)	(3,435.71)
筹资活动现金流	154.79	791.92	(1,612.92)	172.40	189.30
汇率变动影响	0.00	0.00	18.00	6.00	8.00
现金净增加额	(405.76)	(141.76)	(1,708.66)	(734.12)	1,347.38

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,952.21	5,997.86	6,753.97	7,546.50	8,351.69
营业成本	4,909.81	4,830.02	5,457.21	6,105.11	6,764.87
营业税金及附加	44.14	45.69	54.03	52.83	58.46
营业费用	164.23	135.21	155.34	181.12	192.09
管理费用	289.67	287.64	310.68	339.59	367.47
财务费用	266.91	167.23	169.03	181.93	183.30
资产减值损失	4.04	18.21	27.02	30.19	33.41
公允价值变动收益	(24.61)	(57.79)	(36.27)	2.55	10.39
投资净收益	267.77	130.65	128.00	136.00	168.00
其他	(514.11)	(30.88)	(183.47)	(277.10)	(356.78)
营业利润	544.36	471.88	672.40	794.28	930.48
营业外收入	4.78	5.43	4.00	4.00	4.00
营业外支出	2.48	0.68	2.00	2.00	2.00
利润总额	546.66	476.63	674.40	796.28	932.48
所得税	58.91	39.10	66.77	78.04	93.25
净利润	487.74	437.53	607.63	718.24	839.23
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	487.74	437.53	607.63	718.24	839.23
每股收益(元)	0.33	0.29	0.41	0.48	0.56

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	8.78%	0.77%	12.61%	11.73%	10.67%
营业利润	-14.36%	-13.31%	42.49%	18.13%	17.15%
归属于母公司净利润	-19.38%	-10.30%	38.88%	18.20%	16.85%
获利能力					
毛利率	17.51%	19.47%	19.20%	19.10%	19.00%
净利率	8.19%	7.29%	9.00%	9.52%	10.05%
ROE	6.71%	5.66%	7.64%	8.54%	9.27%
ROIC	9.16%	6.47%	6.77%	8.38%	8.13%
偿债能力					
资产负债率	37.74%	42.76%	37.66%	42.82%	35.53%
净负债率	-14.07%	-4.47%	-2.13%	0.58%	-0.44%
流动比率	2.03	1.72	1.79	1.65	2.06
速动比率	0.86	0.54	0.85	0.42	0.90
营运能力					
应收账款周转率	9.24	13.15	10.14	15.04	15.04
存货周转率	2.14	1.60	1.85	1.84	1.85
总资产周转率	0.51	0.48	0.51	0.55	0.58
每股指标(元)					
每股收益	0.33	0.29	0.41	0.48	0.56
每股经营现金流	0.25	-0.37	1.38	-0.50	1.36
每股净资产	4.84	5.16	5.30	5.61	6.04
估值比率					
市盈率	18.05	20.12	14.49	12.26	10.49
市净率	1.21	1.14	1.11	1.05	0.97
EV/EBITDA	8.56	10.36	10.73	10.52	8.22
EV/EBIT	12.36	15.60	13.51	13.04	10.06

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