

公司点评

百隆东方 (601339)

纺织服装 | 纺织制造

2018 业绩低基数年份，未来预计恢复双位数增长

2019 年 03 月 25 日

评级 **谨慎推荐**
评级变动 首次
合理区间 **6.11-6.85 元**

交易数据

当前价格 (元)	5.87
52 周价格区间 (元)	4.50-6.25
总市值 (百万)	8805.00
流通市值 (百万)	8805.00
总股本 (万股)	150000.00
流通股 (万股)	150000.00

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
百隆东方	17.64	9.11	7.55
纺织制造	12.38	27.44	-7.27

陈博 分析师
执业证书编号: S0530517080001
chenbo@cfzq.com
0731-84403422

刘蓁 研究助理
liuyun2@cfzq.com
0731-84403397

相关报告

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入 (百万元)	5952.21	5997.86	6717.64	7389.41	7980.56
净利润 (百万元)	487.74	437.53	553.43	619.85	675.63
每股收益 (元)	0.33	0.29	0.37	0.41	0.45
每股净资产 (元)	4.84	5.16	5.50	5.74	6.01
P/E	18.05	20.12	15.91	14.21	13.03
P/B	1.21	1.14	1.07	1.02	0.98

资料来源: 贝格数据, 财富证券

事件: 近日公司公布了 2018 年年度报告。

投资要点:

➢ 公司是海外产能布局先行一步的色纺纱双寡头之一。

公司前身“百隆有限”于 2004 年成立于浙江宁波, 2010 年“百隆有限”整体变更设立股份有限公司, 2012 年公司登陆上交所, 股票代码 601339.SH。公司主营业务是色纺纱的研发、生产及销售, 产品包括纯棉色纺纱、混纺色纺纱等, 自有纱线品牌 BROS 在行业内知名度较高。色纺纱在整个纱线领域的占比约 6%、规模相对较小, 但我国色纺纱产能全球占比约 40-50%, 中高端市场占比约 70%, 公司与华孚时尚并称色纺纱行业双寡头。2013 年起公司开始在越南设厂, 是纺织服装企业较早进行产能海外转移的企业之一。公司目前总产能为 140 万锭左右, 国内外各占 50%, 至 2020 年公司海外产能预计将增至 100 万锭。

➢ 公司公布 2018 年年度报告, 业绩表现不够理想。

2018 年, 公司实现营业收入 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 10.30%; 实现归母扣非净利润 4.20 亿元, 同比下滑 2.04%; 毛利率为 19.47%, 同比提升 1.96 个百分点; EPS 为 0.29 元/股, 同比下滑 12.12%; 加权平均净资产收益率为 5.82%, 同比下降 0.87 个百分点。

1) 消费端疲软, 订单量下滑是公司营收规模增速放缓的主要原因。公司的生产模式是以销定产, 2018 年公司的纱线销售量为 17.89 万吨, 基本与上年持平, 但产销率同比下滑 9.7 个百分点至 95.6% 左右。拆分来看, 2018 年, 境内营业收入同比下滑 8.4%, 境外营业收入同比增长 13.7%, 国内订单销售情况不够理想。

2) 套保业务亏损以及长期股权投资收益减少是公司利润增速下滑的重要原因。2018 年公司的棉花套保业务亏损, 对利润的影响约是 3300 万元左右; 同时由于联营企业分红同比减少超过 1 亿元, 公司 2018 年归母净利润同比下滑 10.30%。

3) 成本费用控制得当, 毛利率略有提升。2018 年, 公司营业成本同

比下降 1.63%，期间费用同比下降 18.14%，期间费用率为 12.20%、与上年基本持平。纱线产品的毛利率同比提升 1.18 个百分点至 18.69%，但由于净利率影响，公司加权 ROE 同比下滑 0.8 个百分点至 5.82%，整体来说，公司盈利能力还有进一步修复的空间。

4) 库存压力有所增大，对上下游的议价能力强且稳定。截至 2018 年末，公司存货账面价值同比增长 50% 至 45 亿元，存货与总资产的占比同比提升 7.6 个百分点至 33.3%，同时存货周转天数同比增加 75.3 天至 279.5 天，库存压力有所增大。拆分存货结构来看，存货中原材料的占比同比提升 2 个百分点左右至 62.1%，库存商品的占比同比下降 5.5 个百分点至 24.4%。由于色纺纱行业的营业成本中 70% 是直接材料，加之棉花储存时间相对较长，相对低位增加原材料库存有利于平滑经营成本，我们认为整体来说公司的库存结构还是较为合理。公司的应收账款周转天数同比减少 2.6 天至 26.5 天，应付账款周转天数同比增加 3.6 天至 26 天，公司对上下游的议价能力较强且较为稳定。

5) 负债结构有所变化，现金流偏紧。2018 年，由于资本性支出的增加以及营运资金需求，公司短期借款同比增长 64% 至 30.6 亿元，公司资产负债率同比提升 5 个百分点左右至 42.8%，流动负债在总负债中的占比同比提升 7.6 个百分点左右至 66.2%，公司的利息支出费用同比增加了 7000 万元左右。从现金流的表现来看，2018 年以来公司的经营性现金流净额均为负，现金流偏紧。

➤ **未来产能的持续爬坡，公司的成本优势预计将进一步突出。**

近年来，纺织服装企业向生产要素更具优势的区域转移，已经是大势所趋。越南在东南亚的国家中，1) 人口红利优势较为明显，31 岁左右的劳动力占比在 60% 以上，同时人力成本比国内低 40% 左右；2) 贸易环境稳定，越南签署了多个双边多边贸易协定；3) 招商引资力度较大，在税收方面有“四免九减半”、“两免四减半”等优惠，同时在工业用水、用电、用地方面成本均有较大优势。

2012 年起公司就开始布局越南产能，2013 年正式设厂，2016 年越南 A 期产能（50 万锭）已全面投产；2017 年公司开始投建越南 B 期产能（50 万锭），2018 年其中 20 万锭产能正式投产并开始贡献业绩。目前公司海外的越南产能目前处于 A 期满产、B 期爬坡的阶段，未来海外产能的占比会进一步提升至 60% 左右。作为较早进行海外产能布局的纺织服装企业，公司的海外产能基础扎实，护城河效应明显。近 3 年来，公司境外营业收入规模的复合增速为 9.36%，毛利率比境内业务高出 2 个百分点以上。我们认为未来 2-3 年，随着公司海外项目进度的推进以及生产负荷的提升，公司的业绩规模将再上新阶，成本端优势将进一步突出，公司整体毛利率还有一定的提升空间。

➤ **首次覆盖，给予公司“谨慎推荐”评级。**

公司作为色纺纱行业双寡头之一，规模优势明显。海外产能布局先行一步，护城河效应稳固。越南 B 期项目的投建对公司未来 2-3 年的业绩形成了较强的支撑作用。我们认为公司的 2018 年业绩是近几年来的一个低基数，2019 年，越南产能爬坡+套保亏损等事件影响渐小+贸易摩擦边际

效应递减，公司的业绩预计会有双位数的增长。但我们对公司国内订单情况，库存周转以及现金流改善等问题仍较为关注。首次覆盖，给予公司“谨慎推荐”评级。

预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 67.18/73.89/79.81 亿元，归母净利润分别为 5.53/6.20/6.76 亿元，EPS 分别为 0.37/0.41/0.45 元，对应 PE 分别为 15.91/14.21/13.03 倍。结合公司基本面情况以及同业可比公司估值情况，决定给予公司 2019 年 16.5-18.5 倍 PE，未来 6-12 个月股价合理区间预计为 6.11-6.85 元。

➤ **风险提示：内外消费持续疲软；项目投产不及预期；原材料价格剧烈波动；政策风险；汇率风险等。**

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438