

百隆东方(601339)/纺织服装
收入环比提速, 投资收益大幅增长
评级: 增持(维持)

市场价格: 5.39

分析师: 王雨丝

执业证书编号: S0740517060001

电话: 021-20315196

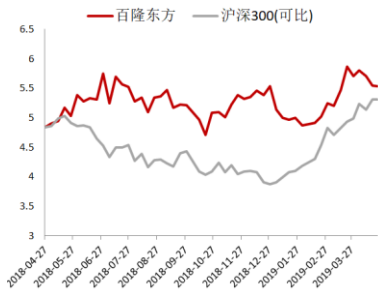
Email: wangys@r.qlzq.com.cn

研究助理: 曾令仪

Email: zengly@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1500
流通股本(百万股)	1500
市价(元)	5.39
市值(百万元)	8085
流通市值(百万元)	8085

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 越南产能加速释放, 业绩拐点显现
- 2 需求偏弱&投资收益减少, 业绩增长低预期

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5952.21	5997.86	6920.52	7880.15	8630.01
增长率 yoy%	8.78%	0.77%	15.38%	13.87%	9.52%
净利润	487.75	437.53	580.02	662.41	749.87
增长率 yoy%	-19.38%	-10.30%	32.57%	14.21%	13.2%
每股收益(元)	0.33	0.29	0.39	0.44	0.50
每股现金流量	-0.27	-0.10	0.04	-0.32	0.05
净资产收益率	7.30%	6.44%	7.95%	8.59%	9.16%
P/E	16.33	18.59	13.82	12.25	10.78
PEG	-0.95	-2.00	0.48	0.96	0.91
P/B	1.03	0.97	0.92	0.87	0.82

备注: 收盘价为 2019 年 4 月 25 日

投资要点

- **公司发布 2019 年一季报, 期内实现营收 15.18 亿元 (+13.07%), 实现归母净利润 1.23 亿元, (+39.85%), 扣非净利润 8651.57 万元 (+9.03%)。**
- **市场需求回暖, 收入增速环比提升。**19Q1 营收增速同比/环比分别提升 15.58/9.29PCTs 至 13.07%。今年 1-2 月受市场销售疲软的影响, 下游品牌服装公司延期或分摊备货, 公司收入增速恐略有放缓。3 月随着终端市场回暖、中美贸易谈判取得阶段性成果, 预计公司收入增速显著改善, 实现双位数增长, 且增长趋势有望延续。产能方面, 越南 B 区产能如期释放, 预计年底越南产能或将超过国内, 分别达到 90 万锭和 70 万锭, 总产能同增 14.29%至 160 万锭。
- **投资收益大幅增加, 叠加棉花期货价值上涨, 推动净利率提升。**19Q1 公司毛利率同降 2.54PCTs 至 15.72%, 一方面是由于占成本比重约 70%的棉花价格上涨; 另一方面, 越南 B 区产能释放导致毛利率较低的白纱销售占比提升, 拉低了公司整体毛利率。期间费用率较为稳定, 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比-0.06/+1.33/-1.21PCTs 至 1.99%/6.61%/4.32%。而净利率提升 1.55PCTs 至 8.09%, 主要受益于期末持仓棉花期货合约公允价值的增长, 带来 3579.00 万元收益 (18Q1: -316.12 万元)。同时, 通商银行、上海信丰等联营企业的投资收益同增 90.96%至 6218.48 万元, 增厚了公司业绩。
- **棉花储备充足, 存货周转效率明显放缓。**公司存货余额同增 47.87%达 49.33 亿元, 达 2011 年以来最高点, 存货周转天数环比减少 72 天至 332 天, 主要是公司为获取优质原材料, 期内棉花采购大幅增长所致。由于公司采取成本加成的定价原则, 预计当前棉花库存可维持越南/国内分别 12/7 个月的生产, 后续或将受益于棉花价格上涨。应收票据及账款余额为 6.97 亿元 (+25.12%), 是销售数量同比相对增长影响所致, 周转天数保持 32 天不变。此外, 经营活动净现金流同样受棉花采购的影响, 同减 178.98%至-3.53 亿元, 但环比现金流有所改善 (18Q4: -5.60 亿元)。
- **盈利预测及投资建议:** 根据公司公告, 越南 B 区 2018H2 达产的 10 万锭产能将于 2019 年覆盖全年, 剩余的 30 万锭将于 2019/20 年陆续投产 (分别投产 20/10 万锭)。需求方面, 公司作为中高端色纺纱龙头, 在越南地区产能及先发优势明显, 且依靠成衣制造龙头申州国际, 订单稳定, 预计未来越南地区订单将保持较好增长。成本方面, 在国内棉花供需存在缺口, 国际棉花供需紧平衡的背景下, 考虑到目前公司棉花备货充足, 预计棉价上行有望带动公司整体盈利能力提升。预计 2019/20/21 年净利润 5.8/6.6/7.5 亿元、对应 EPS0.39/0.44/0.50 元, 现价分别对应 PE 14/12/11 倍; 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 终端需求疲软; 产能投放进度低于预期; 原材料及汇率大幅波动风险。

图表 1: 百隆东方盈利预测

损益表(人民币百万元)							资产负债表(人民币百万元)						
	2016	2017	2018(E)	2019(E)	2020(E)	2021(E)		2016	2017	2018(E)	2019(E)	2020(E)	2021(E)
营业总收入	5472	5952	5998	6921	7880	8630	货币资金	1977	1192	1154	1106	788	1030
增长率	9.1%	8.8%	0.8%	15.4%	13.9%	9.5%	应收帐款	972	608	609	702	800	876
营业成本	-4523	-4910	-4830	-5631	-6378	-6984	存货	2571	2999	4500	4371	4951	5421
%销售收入	82.7%	82.5%	80.5%	81.4%	80.9%	80.9%	其他流动资产	632	433	299	414	254	94
毛利	949	1042	1168	1290	1502	1646	流动资产	6152	5232	6563	6593	6793	7421
%销售收入	17.3%	17.5%	19.5%	18.6%	19.1%	19.1%	%总资产	53.3%	44.8%	48.6%	47.0%	47.0%	49.8%
营业税金及附加	-39.9	-44.1	-45.7	-52.7	-60.0	-65.7	固定资产	3160	3179	3744	4246	4448	4270
%销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	%总资产	27.4%	27.2%	27.7%	30.2%	30.8%	28.7%
销售费用	-170	-164	-135	-151	-163	-160	长期投资	797	1859	1913	1913	1913	1913
%销售收入	3.1%	2.8%	2.3%	2.2%	2.1%	1.8%	递延所得税资产	20	14	26	26	26	26
管理费用	-288	-290	-429	-499	-565	-570	其他非流动资产	1410	1387	1265	1265	1265	1265
%销售收入	5.3%	4.9%	7.2%	7.2%	7.2%	6.6%	非流动资产	5388	6439	6948	7449	7651	7473
税息前利润(EBIT)	451	544	558	587	714	851	%总资产	46.7%	55.2%	51.4%	53.0%	53.0%	50.2%
%销售收入	8.2%	9.1%	9.3%	8.5%	9.1%	9.9%	资产总计	11540	11671	13511	14042	14445	14895
财务费用	28	-267	-167	-189	-226	-248	短期借款	1553	1868	3058	3058	2905	2760
%销售收入	-0.5%	-4.5%	2.8%	2.7%	2.9%	2.9%	应付账款	629	597	633	717	812	889
其他经营损益	157	267	82	232	232	212	其他流动负债	122	116	131	131	131	131
营业利润	636	544	472	630	720	815	流动负债	2304	2582	3822	3906	3848	3780
营业利润率	11.6%	9.1%	7.9%	9.1%	9.1%	9.4%	长期贷款	101	0	136	136	136	136
营业外收支	33	2	5	2	2	2	其他长期负债	1839	1823	1819	1819	1819	1819
税前利润	669	547	477	632	722	817	负债	4243	4405	5777	5861	5803	5735
税前利润率	12.2%	9.2%	7.9%	9.1%	9.2%	9.3%	普通股股东权益	7297	7266	7734	8182	8641	9159
所得税	-64	-59	-39	-52	-59	-67	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
所得税率	9.5%	10.8%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	负债股东权益合计	11540	11671	13510	14042	14445	14895
净利润	605	488	438	580	662	750		0					
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	比率分析(人民币百万元)						
归属母公司的净利润	605	488	438	580	662	750							
净利率	11.1%	8.2%	7.3%	8.4%	8.4%	8.7%	每股指标						
							每股收益(元)	0.40	0.33	0.29	0.39	0.44	0.50
现金流量表(人民币百万元)							每股净资产(元)	4.86	4.84	5.16	5.45	5.76	6.11
							每股经营现金流(元)	0.93	0.25	-0.37	0.80	0.45	0.64
净利润	605	488	438	580	662	750	回报率						
折旧摊销	333	339	371	498	598	678	ROE	9.20%	7.30%	6.44%	7.95%	8.59%	9.16%
其他非现金支出	255	-365	93	0	0	0	ROA	5.10%	6.50%	4.80%	5.58%	6.24%	6.80%
少数股东权益	0	0	1	0	0	0	增长率						
运营资金变动	192	-95	-1466	120	-582	-469	营业总收入增长率	9.08%	8.78%	0.77%	15.38%	13.87%	9.52%
经营活动现金流净额	1385	367	-564	1198	678	959	EBIT增长率	22.99%	26.93%	-20.86%	27.47%	15.51%	12.32%
资本开支	-595	-422	-1271	-1000	-800	-500	净利润增长率	86.69%	-19.38%	-10.30%	32.57%	14.21%	13.20%
投资及其他	-334	-509	897	0	0	0	总资产增长率	3.92%	1.14%	15.76%	3.94%	2.86%	3.11%
投资活动现金流净额	-930	-931	-374	-1000	-800	-500	资产管理能力						
吸收投资	0	0	1	0	0	0	应收帐款周转天数	50.12	48.45	37.03	37.03	37.03	37.03
负债净变化	5599	4246	5770	0	-153	-145	应付账款周转天数	59.32	45.57	46.49	46.49	46.49	46.49
支付股利利息	-212	-535	-317	-132	-203	-232	存货周转天数	241.62	207.04	283.34	283.34	283.34	283.34
其他	-6075	-3556	-4663	0	0	0	偿债能力						
筹资活动现金流净额	-689	155	791	-132	-356	-377	净负债 / 股东权益	-4.43%	9.30%	26.37%	25.52%	26.07%	20.37%
现金净流量	-234	-410	-147	66	-478	82	资产负债率	36.77%	37.74%	42.76%	41.74%	40.17%	38.50%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。