

2021年04月13日

年报及一季报均超预期，长期看好份额提升

百隆东方(601339)

评级:	买入	股票代码:	601339
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	5.6/3.22
目标价格:	6.3-7.11	总市值(亿)	68.55
最新收盘价:	4.57	自由流通市值(亿)	68.55
		自由流通股数(百万)	1,500.00

事件概述

2020年公司预告收入/归母净利/扣非归母净利分别为61.35/3.79/3.17亿元、同比增长-1.40%/27.15%/20.51%，业绩超预期。20Q4公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为19.55亿/2.00亿/1.82亿，同比增长18.31%/15386%/394%、增速较20Q3提升28/15426/462PCT。

21Q1公司归母净利预计为2.07-2.35亿元，同比增长190%-230%，扣非归母净利预计为2.08-2.33亿元、同比增长240%-280%，业绩超预期。

分析判断:

我们分析，公司从20Q4开始产能利用率在业内率先回升，其中我们测算国内接近满产、越南满产，国内主要由于招工难未能恢复满产，因此20Q4收入增长18%分量价来看的话，我们估计量增10%、价增8%左右（同期棉价上涨11%）。

20Q4净利率/扣非归母净利率为10.23%/9.31%、环比大幅提升（20Q1/Q2/Q3净利率分别为2.78%/5.12%/5.21%，扣非净利率分别为1.94%/3.47%/4.48%）；我们判断，净利率提升主要由于棉价上涨带来产品价格提升，我们估计，棉价每提升1000元/吨、纱线价格提高700元/吨。

我们判断，21Q1年净利超预期主要由于：1）疫情后复苏带来订单增加，我们估计上半年订单能见度较高，2）疫情后产能利用率大幅提升、带来毛利率改善，3）棉价上涨带来的业绩弹性。

投资建议

受益于棉价上涨，我们认为公司业绩弹性较大、存在超预期可能：（1）我们进行了敏感性分析，假设棉价全年平均在1.6万元/吨，公司2021净利预计实现翻倍增长在6.3亿；假设平均棉价涨至1.8万元/吨，净利则有望达到9亿元以上；（2）新疆棉事件进一步发酵，拥有海外工厂的纺企有望相对受益；（3）疫情后产能利用率复苏叠加越南产能扩张贡献量增；（4）长期来看，2025年越南有望扩产至150万锭，且公司凭借自身优势、份额有望持续提升。维持2021/2022年净利分别为6.30/7.14亿元，维持公司目标价6.3-7.11元，维持“买入”评级，安全边际参考公司回购均价（3.7元）及股权激励行权价（3.93/4.33元）。

风险提示

棉价下行风险；提价后客户选用替代产品的风险；汇率波动风险；投产进度低于预期风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,998	6,222	6,016	7,023	7,796
YoY (%)	0.8%	3.7%	-3.3%	16.7%	11.0%
归母净利润(百万元)	438	298	308	630	714
YoY (%)	-10.3%	-31.9%	3.4%	104.5%	13.4%
毛利率 (%)	19.5%	15.7%	14.1%	17.5%	16.8%

每股收益(元)	0.29	0.20	0.21	0.42	0.48
ROE	5.7%	3.7%	3.7%	7.1%	7.4%
市盈率	15.67	23.02	22.26	10.88	9.60

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO：S1120519090002

联系电话：

研究助理：朱宇昊

邮箱：zhuyh@hx168.com.cn

SAC NO：

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	6,222	6,016	7,023	7,796	净利润	298	308	630	714
YoY (%)	3.7%	-3.3%	16.7%	11.0%	折旧和摊销	473	386	383	383
营业成本	5,246	5,165	5,790	6,489	营运资金变动	116	134	-197	-138
营业税金及附加	38	30	35	39	经营活动现金流	957	792	827	924
销售费用	143	120	113	117	资本开支	-1,175	-548	-442	-468
管理费用	341	325	344	370	投资	66	0	0	0
财务费用	164	223	213	200	投资活动现金流	-924	-308	-281	-278
资产减值损失	-13	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	28	241	162	190	债务募资	9,910	-179	-299	-328
营业利润	285	333	680	775	筹资活动现金流	497	-435	-546	-563
营业外收支	38	2	4	1	现金净流量	634	49	0	84
利润总额	322	335	685	776					
所得税	25	27	55	62	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	298	308	630	714	成长能力				
归属于母公司净利润	298	308	630	714	营业收入增长率	3.7%	-3.3%	16.7%	11.0%
YoY (%)	-31.9%	3.4%	104.5%	13.4%	净利润增长率	-31.9%	3.4%	104.5%	13.4%
每股收益	0.20	0.21	0.42	0.48	盈利能力				
					毛利率	15.7%	14.1%	17.5%	16.8%
					净利率	4.8%	5.1%	9.0%	9.2%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产收益率 ROA	2.1%	2.1%	4.2%	4.6%
货币资金	1,627	1,676	1,676	1,760	净资产收益率 ROE	3.7%	3.7%	7.1%	7.4%
预付款项	49	52	58	65	偿债能力				
存货	4,126	4,179	4,362	4,622	流动比率	1.32	1.35	1.47	1.61
其他流动资产	815	763	821	860	速动比率	0.49	0.49	0.53	0.57
流动资产合计	6,617	6,670	6,918	7,307	现金比率	0.33	0.34	0.36	0.39
长期股权投资	2,015	2,015	2,015	2,015	资产负债率	44.3%	43.2%	40.4%	38.0%
固定资产	4,499	4,598	4,678	4,803	经营效率				
无形资产	738	905	1,076	1,246	总资产周转率	0.43	0.41	0.47	0.50
非流动资产合计	7,697	7,911	8,045	8,209	每股指标 (元)				
资产合计	14,315	14,581	14,962	15,516	每股收益	0.20	0.21	0.42	0.48
短期借款	4,519	4,341	4,041	3,713	每股净资产	5.32	5.52	5.94	6.42
应付账款及票据	223	303	328	427	每股经营现金流	0.64	0.53	0.55	0.62
其他流动负债	258	315	341	409	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	5,000	4,959	4,710	4,549	估值分析				
长期借款	1,133	1,133	1,133	1,133	PE	23.02	22.26	10.88	9.60
其他长期负债	208	208	208	208	PB	0.75	0.72	0.67	0.62
非流动负债合计	1,341	1,341	1,341	1,341					
负债合计	6,341	6,300	6,051	5,890					
股本	1,500	1,500	1,500	1,500					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	7,974	8,282	8,911	9,626					
负债和股东权益合计	14,315	14,581	14,962	15,516					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

朱宇昊：中南财经政法大学经济学硕士、学士，2020年7月加入华西证券纺服&教育团队。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。