

Q4 扣非净利率大幅改善，看好长期份额提升

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:	7.43	总市值(亿)	71.85
最新收盘价:	4.79	自由流通市值(亿)	71.85
		自由流通股数(百万)	1,500.00

事件概述

2020 年公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 61.35/3.66/2.87 亿元、同比增长-1.4%/22.92%/9.16%，扣非归母净利增速低于归母净利增速主要由于非流动资产处置损益同比增长 496%至 0.81 亿元以及投资亏损同比减少 74%至 0.21 亿元，业绩略低于业绩快报。

2020Q4 收入/归母净利/扣非归母净利分别为 19.55/1.87/1.52 亿元、同比增长 18%/14407%/346%，单季同比转正，我们分析主要由于 Q4 产能利用率领先于行业实现恢复接近满产。2020 年经营现金流/净利润为 332PCT、同比提高 11PCT，主要由于原材料采购额同比大幅减少。每股派发 0.2 元，分红率为 78%。

分析判断:

产品结构存在改善空间。收入拆分，1) 分品类看，色纺纱/坯纱收入分别为 35.93/22.59 亿元，同比增长-15%/46%，我们判断，色纺纱收入同比下降主要由于色纺纱主要销往海外、而海外客户受疫情影响较大，从而公司存在部分色纺纱产能转产为坯纱；2) 分量价来看，2020 年纱线产量 20.49 万吨、同比增长 5%，销量 21.63 万吨、同比增长 12%，产销率从 99%提升至 106%，单价为 27,053 元/吨、同比下降 10%，我们判断主要由于高单价色纺纱占比下降以及 2020 年上半年平均棉价下降影响产品售价；3) 分地区来看，国内/国外分别实现收入 22.99/35.54 亿元、同比增长-15%/15%，这主要由于国内以色纺纱为主；4) 分生产基地看，2020 年越南百隆一期、二期总产能 100 万锭已全部建成投产、占公司总产能的 60%。全年越南百隆实现收入 36.79 亿元、同比增长 14.11%，净利 2.29 亿元、同比增长 8.04%，净利率为 6.2%、同比下降 0.4PCT；剔除非经影响，我们推算，国内净利率为 2.7%、同比提高 0.7PCT。

产能利用率存在改善空间。2020 年公司整体毛利率为 10.97%、同比下降 4.71PCT，我们判断，主要由于执行新收入准则，运输费用从销售费用移至主营业务成本列报。20Q4 毛利率为 12.64%、同比提升 1.39PCT，主要由于棉价上涨带来产品提价、以及产能利用率提升。拆分来看，色纺纱毛利率降幅大于坯纱，境内毛利率降幅更大。1) 色纺纱/坯纱毛利率分别为 14.88%/ 3.74%、同比下降 5.29/1.34PCT，2) 境内/境外毛利率分别为 1.06%/16.73%，同比下降 11.69/2.34PCT。

长期股权投资收益贡献主要利润，但 20Q4 扣非净利率大幅提升。2020 年净利率为 5.97%、同比提升 1.18PCT，扣非净利率为 4.68%、同比提升 0.45PCT。20Q4 净利率为 9.57%、同比提升 9.49PCT，扣非净利率为 7.77%、同比提升 11.53PCT。2020 年长期股权投资收益 3.57 亿元，投资收益/收入同比提升 5.37PCT 至 5.83%。

投资建议

公司已预告 Q1 业绩，我们分析，超预期的背后在于份额提升，而份额提升的更深远意义在于：(1) 产品价格未随棉价下降而下降：棉价 3 月以来较高点回调 7%左右，但公司单价并未下调，我们分析这从侧面表明了行业竞争格局变化下，公司议价能力提升、周期性下降；(2) 产品结构改善：随着海外客户份额加速提升，高毛利的色纺纱占比提升；(3) 从 Q1 净利情况来看，公司同比 19Q1 增长 69-130%，同行较 19Q1 仍下滑，业绩开始分化。

考虑公司产品结构、产能利用率改善超预期等因素，将 21/22 年 EPS 上调 50%/65%至 0.63/0.78 元、对应 21/22 年 PE 为 8/6X，新增 23 年 EPS 为 0.96 元、对应 23PE 为 5X，将目标价上调 18%至 7.43 元（对应 21 年扣非净利 15XPE），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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,222	6,135	8,122	8,977	9,911
YoY (%)	3.7%	-1.4%	32.4%	10.5%	10.4%
归母净利润(百万元)	298	366	943	1,175	1,444
YoY (%)	-31.9%	22.9%	157.6%	24.6%	22.9%
毛利率 (%)	15.7%	11.0%	21.0%	20.4%	21.9%
每股收益 (元)	0.20	0.24	0.63	0.78	0.96
ROE	3.7%	4.6%	10.7%	11.7%	12.6%
市盈率	24.13	19.63	7.62	6.11	4.97

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	6,135	8,122	8,977	9,911	净利润	366	943	1,175	1,444
YoY (%)	-1.4%	32.4%	10.5%	10.4%	折旧和摊销	534	503	542	596
营业成本	5,462	6,416	7,143	7,740	营运资金变动	548	-517	-102	-124
营业税金及附加	33	41	45	50	经营活动现金流	1,215	895	1,494	1,770
销售费用	38	73	54	59	资本开支	-132	-538	-468	-550
管理费用	320	444	449	496	投资	-468	0	0	0
财务费用	159	158	129	81	投资活动现金流	-571	-351	-227	-329
资产减值损失	-8	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	358	187	241	221	债务募资	7,928	-353	-1,058	-1,272
营业利润	409	1,023	1,273	1,569	筹资活动现金流	-1,653	-524	-1,200	-1,368
营业外收支	0	2	4	1	现金净流量	-1,077	19	67	73
利润总额	409	1,025	1,277	1,570	主要财务指标				
所得税	42	82	102	126	成长能力				
净利润	366	943	1,175	1,444	营业收入增长率	-1.4%	32.4%	10.5%	10.4%
归属于母公司净利润	366	943	1,175	1,444	净利润增长率	22.9%	157.6%	24.6%	22.9%
YoY (%)	22.9%	157.6%	24.6%	22.9%	盈利能力				
每股收益	0.24	0.63	0.78	0.96	毛利率	11.0%	21.0%	20.4%	21.9%
资产负债表 (百万元)					净利率率	6.0%	11.6%	13.1%	14.6%
货币资金	647	666	733	806	总资产收益率 ROA	2.8%	6.8%	8.4%	10.1%
预付款项	83	64	71	77	净资产收益率 ROE	4.6%	10.7%	11.7%	12.6%
存货	3,486	4,043	4,305	4,453	偿债能力				
其他流动资产	1,421	1,501	1,405	1,445	流动比率	1.25	1.47	1.99	3.27
流动资产合计	5,637	6,275	6,514	6,782	速动比率	0.46	0.51	0.65	1.08
长期股权投资	2,318	2,318	2,318	2,318	现金比率	0.14	0.16	0.22	0.39
固定资产	4,023	4,052	4,005	3,953	资产负债率	40.0%	36.2%	28.7%	19.8%
无形资产	674	703	747	795	经营效率				
非流动资产合计	7,522	7,576	7,524	7,499	总资产周转率	0.47	0.59	0.64	0.69
资产合计	13,159	13,851	14,039	14,281	每股指标 (元)				
短期借款	3,490	3,136	2,079	806	每股收益	0.24	0.63	0.78	0.96
应付账款及票据	260	299	330	360	每股净资产	5.26	5.89	6.67	7.64
其他流动负债	768	830	870	909	每股经营现金流	0.81	0.60	1.00	1.18
流动负债合计	4,518	4,266	3,279	2,076	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	546	546	546	546	估值分析				
其他长期负债	203	203	203	203	PE	19.63	7.62	6.11	4.97
非流动负债合计	749	749	749	749	PB	0.76	0.81	0.72	0.63
负债合计	5,267	5,015	4,028	2,825					
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	7,893	8,836	10,011	11,455					
负债和股东权益合计	13,159	13,851	14,039	14,281					

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。