

2021年07月29日

提价顺畅，议价能力提升逻辑强化

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:	6.66/3.6
目标价格:	9.54	总市值(亿)	83.10
最新收盘价:	5.54	自由流通市值(亿)	83.10
		自由流通股数(百万)	1,500.00

事件概述

2021H1 公司实现收入/归母净利/扣非归母净利分别为 39.2/5.5/5.28 亿元、同比增长 48.98%/303.97%/403.71% (扣非归母增速高于归母增速主要由于 20H1 产生无形资产处置收益 6051 万元)、较 19H1 增长 37%/146%/128%，业绩符合此前预告、旺季超预期。

2021Q2 收入/归母净利/扣非归母净利分别为 20.46/3.27/3.12 亿元、同比增长 61.30%/404.22%/617.09%、较 19Q2 增长 52%/222%/115%。2021H1 经营现金流/归母净利为 131%。

分析判断:

提价、产品结构改善、低价库存逻辑得以印证。1) 分生产基地看，越南产能占比 60%、收入占比 57.6%、净利贡献 82.36%，2021H1 越南百隆实现收入 22.58 亿元、同比增长 45.87%，净利 4.53 亿元、同比增长 1361.29%，净利率为 20.06%、同比上升 18.06PCT、我们判断主要来自低价棉花库存贡献，倒推国内收入 16.62 亿元、同比增长 53.46%，净利 0.97 亿元、同比下降 7.62%，净利率为 5.84%、同比下降 3.86PCT。2) 分产品看，我们估算，2021H1 色纺纱/坯纱收入分别为 25.45/11.93 亿元、同比增长 66%/24%，色纺纱收入占比达 65%、同比提升 7PCT；3) 分量价看，我们估算，2021H 销量/单价分别提升 37%/11%，价格提升主要来自 3 月提价贡献、以及色纺纱占比提升；而销量贡献主要来自产能利用率提升 (16-17PCT)、20Q2 为全年产能利用率最低点。

21Q2 毛利率同环比继续提升。毛利率提升我们分析主要得益于：(1) 3 月提价贡献延续至 Q2；(2) 越南低价棉花库存贡献；(3) 订单结构改善、色纺纱占比进一步提升。2021H 公司毛利率为 20.85%、同比提高 11.73PCT、较 19H1 提高 2.79PCT。21Q2 毛利率为 23.56%、同比提高 19.5PCT、环比 21Q1 提高 5.7PCT。

所得税率下降叠加毛利率提升贡献净利率大幅提升。2021H 归母净利率为 14.04%、同比提高 8.86PCT、较 19H1 提高 6.2PCT；21Q2 归母净利率为 16%、同比提高 10.9PCT、环比 21Q1 提高 4.1PCT。2021H1 销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.41%/4.29%/1.71%/1.96%、同比变动-0.35/-1.26/-1.83/-0.01PCT。有效税率为 2.48%、同比下降 7.46PCT，主要受递延所得税影响。其他收益/收入为 0.23%、同比下降 0.3PCT，主要由于政府补助减少。

投资建议

近期，棉价受下游复苏、纺企补库存、印度疫情减产以及河南暴雨影响部分纱厂发货等因素影响上涨至 17752 元/吨 (截至 2021/7/28)，我们测算棉价每上涨 1000 元/吨有望贡献利润弹性 1.4 亿元。此外，我们强调，公司更重要的逻辑是在新疆棉事件背景下、份额提升弱化周期性，即议价能力提升、订单结构改善。过往公司在棉价上涨 3 个月后才能提价、且涨价还可能面临客户用化纤替代而幅度有限或提价失败的风险，而此次在棉价上涨后 10-15 天即实现提价，今年以来已实现 3 次提价。维持 21/22/23 年归母净利为 11.5/12.7/16 亿元，21/22/23 年 EPS 分别为 0.77/0.85/1.07 元、对应 21/22/23PE 为 7/7/5X，维持目标价 9.54 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；越南疫情风险；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	8,459	9,302	10,537
YoY (%)	3.7%	-1.4%	37.9%	10.0%	13.3%
归母净利润(百万元)	298	366	1,150	1,270	1,598
YoY (%)	-31.9%	22.9%	214.2%	10.4%	25.9%
毛利率 (%)	15.7%	11.0%	19.5%	19.5%	21.0%
每股收益 (元)	0.20	0.24	0.77	0.85	1.07
ROE	3.7%	4.6%	12.7%	12.3%	13.4%
市盈率	27.90	22.70	7.22	6.55	5.20

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：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	6,135	8,459	9,302	10,537	净利润	366	1,150	1,270	1,598
YoY (%)	-1.4%	37.9%	10.0%	13.3%	折旧和摊销	534	558	605	665
营业成本	5,462	6,807	7,490	8,320	营运资金变动	548	-757	-62	-246
营业税金及附加	33	35	47	53	经营活动现金流	1,215	908	1,719	1,856
销售费用	38	34	37	42	资本开支	-132	-537	-467	-549
管理费用	320	313	353	400	投资	-468	0	0	0
财务费用	159	158	128	78	投资活动现金流	-571	-343	-253	-314
资产减值损失	-8	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	358	195	214	235	债务募资	7,928	-353	-1,058	-1,272
营业利润	409	1,248	1,376	1,736	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	41	265	174
利润总额	409	1,250	1,380	1,737	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	42	100	110	139	成长能力 (%)				
净利润	366	1,150	1,270	1,598	营业收入增长率	-1.4%	37.9%	10.0%	13.3%
归属于母公司净利润	366	1,150	1,270	1,598	净利润增长率	22.9%	214.2%	10.4%	25.9%
YoY (%)	22.9%	214.2%	10.4%	25.9%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.24	0.77	0.85	1.07	毛利率	11.0%	19.5%	19.5%	21.0%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	6.0%	13.6%	13.6%	15.2%
货币资金	647	687	953	1,127	总资产收益率 ROA	2.8%	8.2%	8.8%	10.8%
预付款项	83	68	75	83	净资产收益率 ROE	4.6%	12.7%	12.3%	13.4%
存货	3,486	4,290	4,515	4,787	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1,421	1,532	1,429	1,489	流动比率	1.25	1.53	2.10	3.50
流动资产合计	5,637	6,577	6,971	7,485	速动比率	0.46	0.52	0.72	1.22
长期股权投资	2,318	2,318	2,318	2,318	现金比率	0.14	0.16	0.29	0.53
固定资产	4,023	4,052	4,005	3,953	资产负债率	40.0%	35.9%	28.3%	19.5%
无形资产	674	649	628	608	经营效率 (%)				
非流动资产合计	7,522	7,521	7,406	7,312	总资产周转率	0.47	0.60	0.65	0.71
资产合计	13,159	14,099	14,377	14,797	每股指标 (元)				
短期借款	3,490	3,136	2,079	806	每股收益	0.24	0.77	0.85	1.07
应付账款及票据	260	317	346	387	每股净资产	5.26	6.03	6.88	7.94
其他流动负债	768	853	890	943	每股经营现金流	0.81	0.61	1.15	1.24
流动负债合计	4,518	4,306	3,315	2,137	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	22.70	7.22	6.55	5.20
非流动负债合计	749	749	749	749	PB	0.76	0.92	0.81	0.70
负债合计	5,267	5,055	4,064	2,886					
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	9,043	10,313	11,911					
负债和股东权益合计	13,159	14,099	14,377	14,797					

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，11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。

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。