

## 公司研究

## 21年上半年业绩靓丽，长期产能持续扩张、短期关注越南疫情

## ——百隆东方（601339.SH）2021年中报点评

## 要点

## 21年上半年业绩超预期，净利润增长快于收入

公司发布2021年中报，上半年实现营业收入39.20亿元、同比增加48.98%，较19H1增加36.86%；归母净利润5.50亿元、同比增加303.97%，较19H1增加145.19%；扣非净利润5.28亿元、同比增加403.71%，EPS为0.37元。分季度来看，21Q1、21Q2收入分别同比增加37.50%、61.30%，较疫情前的19Q1/Q2分别增23%、52%；归母净利润分别同比增加212.64%、404.22%，较19Q1/Q2分别增82%、222%。

21年上半年公司收入增长靓丽，主要由于国内外需求复苏，公司整体产能恢复至疫情前水平、产能利用率提升，订单增加；拆分来看量价均贡献收入增长，一方面公司近两年产能持续扩张，但20年疫情影响致产能利用率不足，另一方面棉价20Q2位于底部、今年同比提升明显（21年6月30日棉价同比20年同期上涨36%），公司相应提价、原材料成本上涨可顺利传导至订单端。公司利润增速明显高于收入，主要为毛利率提升幅度明显。

## 越南子公司收入占主导、产能目前占约60%

截止21年上半年公司越南产能占比为约60%。2021年上半年子公司越南百隆实现收入22.58亿元、同比增加45.90%，较19年同期增加68.51%；净利润4.53亿元、同比增加1377%，较19H1增长311%，净利率超过20%。推算国内产能营业收入16.62亿元、同比增53.37%，较19H1增9.03%。

## 毛利率上升、费用率下降

21年上半年毛利率为20.85%，追溯调整后同比上升11.71PCT、较19年同期提升约4PCT。毛利率提升明显来自于公司基于原材料棉花价格上涨幅度较大顺利提价、越南低价棉花库存、产品和订单结构优化；另外产能利用率回升亦促规模效应体现。

21年上半年期间费用率同比下降3.46PCT至8.37%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为0.41%（同比-0.35PCT）、4.29%（-1.27PCT）、1.96%（-0.02PCT）、1.71%（-1.82PCT）。

**盈利预测、估值与评级：**21年上半年业绩表现靓丽，需求好转促订单持续向好，但棉价自底部回升的正面刺激效应在明年预计减弱。2021年7月6日公司公告定增预案、拟募集不超10亿元投向越南扩产39万锭纱线项目，产能保持积极扩张、支持长期增长，短期仍需关注越南疫情防控进展、存不确定性。上调21~23年EPS为0.61/0.62/0.71元（较前次上调54%/36%/42%），21年PE9倍，估值较低、维持“买入”评级。

**风险提示：**国外疫情影响超预期、贸易环境变化影响接单、汇率或棉价大幅波动。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,222	6,135	8,124	8,999	10,058
营业收入增长率	3.73%	-1.40%	32.43%	10.77%	11.77%
净利润（百万元）	298	366	909	936	1,059
净利润增长率	-31.93%	22.92%	148.29%	2.96%	13.11%
EPS（元）	0.20	0.24	0.61	0.62	0.71
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.73%	4.64%	10.69%	10.21%	10.65%
P/E	27	22	9	9	8
P/B	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-07-29

## 买入（维持）

当前价：5.43元

## 作者

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebsecn.com

联系人：朱洁宇

zhujieyu@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	15.00
总市值(亿元)	81.45
一年最低/最高(元)	3.67/6.90
近3月换手率	69.95%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.90	-2.63	41.02
绝对	0.74	-4.59	50.52

资料来源：Wind

## 相关研报

20Q4收入回升，21年期待订单和毛利率修复、扩产效果体现——百隆东方（601339.SH）2020年年报点评（2021-04-25）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,222	6,135	8,124	8,999	10,058
营业成本	5,246	5,462	6,490	7,273	8,116
折旧和摊销	466	531	590	636	675
税金及附加	38	33	49	54	60
销售费用	143	38	49	54	60
管理费用	341	320	414	450	503
研发费用	138	139	184	203	227
财务费用	164	159	158	176	166
投资收益	28	358	200	200	200
营业利润	285	409	996	1,027	1,168
利润总额	322	409	996	1,027	1,168
所得税	25	42	87	92	109
净利润	298	366	909	936	1,059
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	298	366	909	936	1,059
EPS(按最新股本计)	0.20	0.24	0.61	0.62	0.71

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	957	1,215	1,027	1,136	1,258
净利润	298	366	909	936	1,059
折旧摊销	466	531	590	636	675
净营运资金增加	-265	-644	827	586	653
其他	458	963	-1,299	-1,022	-1,128
投资活动产生现金流	-924	-571	-710	-435	-210
净资本支出	-1,175	-132	-910	-610	-410
长期投资变化	2,015	2,318	0	0	0
其他资产变化	-1,764	-2,757	200	175	200
融资活动现金流	497	-1,653	661	-526	-836
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	868	-1,199	1,119	-77	-389
无息负债变化	-304	124	101	60	66
净现金流	634	-1,077	978	175	212

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	15.7%	11.0%	20.1%	19.2%	19.3%
EBITDA 率	13.4%	11.6%	19.5%	18.4%	18.2%
EBIT 率	5.8%	2.9%	12.2%	11.4%	11.5%
税前净利润率	5.2%	6.7%	12.3%	11.4%	11.6%
归母净利润率	4.8%	6.0%	11.2%	10.4%	10.5%
ROA	2.1%	2.8%	6.1%	6.0%	6.6%
ROE (摊薄)	3.7%	4.6%	10.7%	10.2%	10.6%
经营性 ROIC	3.1%	1.6%	8.3%	8.1%	8.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	44%	40%	43%	41%	38%
流动比率	1.32	1.25	1.25	1.36	1.58
速动比率	0.50	0.48	0.57	0.61	0.68
归母权益/有息债务	1.41	1.77	1.52	1.67	1.94
有形资产/有息债务	2.39	2.79	2.56	2.71	3.01

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	14,315	13,159	14,988	15,634	16,088
货币资金	1,627	647	1,625	1,800	2,012
交易性金融资产	100	614	614	614	614
应收帐款	476	658	747	745	740
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	129	5	45	49	55
存货	4,126	3,486	3,873	4,330	4,823
其他流动资产	159	227	241	254	267
流动资产合计	6,617	5,637	7,146	7,793	8,512
其他权益工具	147	160	160	160	160
长期股权投资	2,015	2,318	2,318	2,318	2,318
固定资产	4,499	4,023	4,074	4,006	3,784
在建工程	232	257	444	432	356
无形资产	738	674	667	660	654
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	67	90	180	265	305
非流动资产合计	7,697	7,522	7,843	7,842	7,577
总负债	6,341	5,267	6,486	6,469	6,146
短期借款	4,519	3,490	4,608	4,531	4,142
应付账款	223	260	324	364	406
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	65	0	0	0	0
其他流动负债	192	767	804	826	849
流动负债合计	5,000	4,518	5,737	5,720	5,397
长期借款	1,133	546	546	546	546
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	208	203	203	203	203
非流动负债合计	1,341	749	749	749	749
股东权益	7,974	7,893	8,502	9,165	9,943
股本	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
公积金	2,727	2,751	2,842	2,935	3,041
未分配利润	3,499	3,751	4,269	4,839	5,511
归属母公司权益	7,974	7,893	8,502	9,165	9,943
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.29%	0.62%	0.60%	0.60%	0.60%
管理费用率	5.48%	5.21%	5.10%	5.00%	5.00%
财务费用率	2.63%	2.60%	1.94%	1.96%	1.65%
研发费用率	2.22%	2.26%	2.26%	2.26%	2.26%
所得税率	8%	10%	9%	9%	9%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.06	0.20	0.18	0.19	0.21
每股经营现金流	0.64	0.81	0.68	0.76	0.84
每股净资产	5.32	5.26	5.67	6.11	6.63
每股销售收入	4.15	4.09	5.42	6.00	6.71

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	27	22	9	9	8
PB	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	13.6	14.4	6.8	6.4	5.6
股息率	1.1%	3.7%	3.3%	3.4%	3.9%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b> A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE