

产能利用率回升+棉价上涨，共促业绩高增 买入（首次）

2022 年 01 月 24 日

证券分析师 李婕

执业证号：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,135	8,036	9,519	10,976
同比（%）	-1.40	30.99	18.46	15.30
归母净利润（百万元）	366	1,354	1,496	1,478
同比（%）	22.92	269.79	10.49	-1.19
每股收益（元/股）	0.25	0.90	1.00	0.99
P/E（倍）	16.00	7.59	6.87	6.95

投资要点

■ **2021 年业绩大幅增长。**公司为国内色纺纱龙头，疫情以来业绩经历了先下滑后复苏的过程。2020 年全球疫情从供需两端对公司业务形成冲击、营收同比下滑 1.4%至 61.35 亿元，2021 年以来随着疫情影响减弱、需求逐步复苏，前三季度营收同比增长 32.95%至 55.57 亿元，较 2019 年同期+21.61%。据公司 2022/1/17 公告，预计 2021 年归母净利润 13.3-13.9 亿元、同比增加 263%-280%，我们判断业绩高增主要受益于订单旺盛、产能利用率回升、棉价上涨。

■ **产能稳步扩张、产能利用率回升。**1) 产能方面，截至 2021 年末公司产能共 170 万锭（越南 110 万锭+中国 60 万锭），越南产能占比超过 60%。公司自 2013 年起开始布局越南产能并持续加大投入，2015-2021 年越南产能分别为 40/50/50/70/90/100/110 万锭。2021 年 7 月公司发布定增计划，拟非公开募集不超过 10 亿元扩建越南 39 万锭纱线项目，公司预计 2022/2023 年分别投产约 20 万锭。2) 产能利用率方面，2020 年停产+需求不旺导致越南平均产能利用率仅有 60%-70%。2021 年起逐步回升，三季度越南疫情加重导致停产、拖累越南产能利用率下滑至 50%左右（最低时仅 32%），四季度恢复至 90%，我们预计 2021 全年越南平均产能利用率大约 80%。3) 综合产能扩张+越南产能利用率回升，我们预计公司 2021 年产量同比增长 10%左右。

■ **棉价上行带动产品价格及毛利率大幅提升。**由于疫情对供需格局的影响，全球大宗商品价格自 2020 年 4 月起开启上涨行情，国棉 328 级价格从 11100 元/吨低点开始上涨，2020 年 10 月上行加速，截至 2021 年 12 月升至 22100 元/吨，2021 全年上涨幅度达 48%。棉价大幅上行带来产品售价的提升，一方面贡献收入增长，另一方面由于公司具有 6-8 个月低价棉花库存储备，带动 2021 年前三季度毛利率同比提升 11.95pct 至 22.14%。我们预计 2021 年公司产品平均售价同比提升 20%左右。

■ **盈利预测与投资评级：**公司作为国内色纺纱双寡头之一，具备突出的产能规模和客户资源优势（申洲国际主要供应商）。根据业绩预告，公司 2021Q4 净利润 5.4-6.0 亿元，我们认为 2021Q4 产能利用率水平可以作为疫情形势相对稳定时期的参考，同时 2022 年上半年棉花价格有望维持高位，公司靓丽业绩表现有望至少延续至 2022 年上半年。同时考虑到越南定增项目将为 2022/2023 年产能带来增量，我们预计 2021-2023 年公司营收分别同比增长 31.0%/18.5%/15.3%，归母净利润分别同比 +269.8%/+10.5%/-1.2%，对应 PE 分别为 7.6X/6.9X/7.0X，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**越南疫情反复、棉价大幅波动风险、棉花期货合约影响业绩。

股价走势



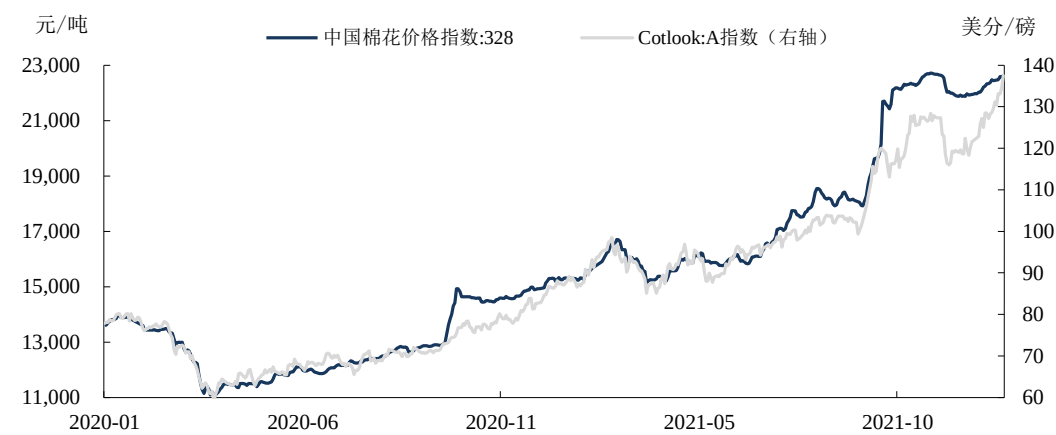
市场数据

收盘价(元)	6.85
一年最低/最高价	3.67/7.58
市净率(倍)	1.19
流通 A 股市值(百万元)	10275.00

基础数据

每股净资产(元)	5.74
资产负债率(%)	35.75
总股本(百万股)	1500.00
流通 A 股(百万股)	1500.00

图 1：2020 年以来国内/国际棉价走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

百隆东方三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,637	7,019	8,484	9,813	营业收入	6,135	8,036	9,519	10,976
现金	647	1,269	856	-26	减:营业成本	5,462	6,042	7,347	8,905
应收账款	658	650	772	892	营业税金及附加	33	44	57	66
存货	3,486	3,797	5,022	6,578	营业费用	38	56	48	55
其他流动资产	846	1,302	1,833	2,369	管理费用	320	442	476	527
非流动资产	7,522	7,588	7,817	8,186	研发费用	139	201	238	274
长期股权投资	2,318	2,518	2,718	2,918	财务费用	159	171	170	171
固定资产	4,023	4,057	4,190	4,432	资产减值损失	8	60	40	30
在建工程	257	129	64	32	加:投资净收益	358	241	476	659
无形资产	674	644	614	584	其他收益	24	32	29	22
其他非流动资产	250	240	230	220	资产处置收益	61	2	2	2
资产总计	13,159	14,607	16,301	17,999	营业利润	409	1,484	1,640	1,620
流动负债	4,518	4,700	4,858	5,039	加:营业外净收支	0	4	4	4
短期借款	3,490	3,490	3,490	3,490	利润总额	409	1,488	1,644	1,624
应付账款	260	281	342	415	减:所得税费用	42	134	148	146
其他流动负债	768	929	1,026	1,134	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	749	749	749	749	归属母公司净利润	366	1,354	1,496	1,478
长期借款	546	546	546	546	EBIT	16	1,250	1,354	1,148
其他非流动负债	203	203	203	203	EBITDA	550	1,834	1,995	1,859
负债合计	5,267	5,449	5,607	5,788	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.25	0.90	1.00	0.99
归属母公司股东权益	7,893	9,158	10,693	12,211	每股净资产(元)	5.26	6.11	7.13	8.14
负债和股东权益	13,159	14,607	16,301	17,999	发行在外股份(百万股)	1,500	1,500	1,500	1,500
					ROIC(%)	0.1%	8.4%	8.1%	6.3%
					ROE(%)	4.6%	14.8%	14.0%	12.1%
					毛利率(%)	11.0%	24.8%	22.8%	18.9%
现金流量表 (百万 元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	6.0%	16.8%	15.7%	13.5%
经营活动现金流	1,215	1,837	638	186	资产负债率(%)	40.0%	37.3%	34.4%	32.2%
投资活动现金流	-571	-953	-918	-935	收入增长率(%)	-1.4%	31.0%	18.5%	15.3%
筹资活动现金流	-1,653	-261	-132	-132	净利润增长率(%)	22.9%	269.8%	10.5%	-1.2%
现金净增加额	-1,077	622	-413	-882	P/E	16.00	7.59	6.87	6.95
折旧和摊销	534	584	641	711	P/B	0.76	1.12	0.96	0.84
资本开支	-132	-494	-694	-894	EV/EBITDA	17.85	7.34	6.96	7.94
营运资本变动	548	-97	-1,240	-1,550					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>