

# 业绩超预期主要来自越南议价能力提升

## 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:	7.58/4.96
目标价格:		总市值(亿)	81.75
最新收盘价:	5.45	自由流通市值(亿)	81.75
		自由流通股数(百万)	1,500.00

### 事件概述

2022H 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 39.64/7.77/7.58 亿元，同比增长 1.11%/41.09%/43.54%，收入低于预期，但业绩超预期；Q2 单季收入/归母净利/扣非归母净利分别为 19.89/4.32/4.22 亿元，同比增长 -2.8%/31.91%/35.05%。

### 分析判断:

**越南稳健，国内大幅下滑。**收入拆分来看，越南/国内分别为 26.66/12.98 亿元，同比增长 18%/-22%，我们估计 22Q2 越南仍维持满产、增长主要来自价格贡献，但国内在海外订单外流叠加国内订货会延迟情况下产能利用率降至 50%左右。

**净利主要由越南厂贡献，国内亏损。**2022H 公司毛利率为 27.63%、同比提高 6.78PCT、环比提升 1.55PCT。22Q2 毛利率为 29.17%、同比提高 5.61PCT、环比 22Q1 提高 3.09PCT。其中我们估算色纺纱/坯纱毛利率分别为 26%/30%，环比进一步提升，我们判断主要由于公司越南厂受益于订单外流、且议价能力提升，22H 越南业务净利为 8.09 亿元，国内亏损 3000 万左右。22Q2 净利率为 21.72%、同比提高 5.71PCT、环比提升 4.28PCT。

**存货环比下降。**22Q2 末存货为 39.9 亿元、环比下降，我们判断由于棉价自 5 月下旬后下跌，公司减少原材料备货。

### 投资建议

我们分析，(1) Q2 存在订单外流、国内需求放缓等影响，但长期利好越南占比高的公司；公司定增项目将在越南新增 39 万锭产能，我们估计 22/23 年有望分别投产 20 万锭；(2) 由于下游需求影响，国内外棉价自 5 月下旬后回落，我们判断公司 Q3 可能存在一定压力；(3) 长期来看我们更强调的是公司的非周期成长逻辑，即公司份额提升带来的议价能力提升。

尽管公司 Q2 业绩超预期，但考虑 Q3 需求端以及价格端可能存在压力，维持盈利预测，预计 22/23/24 年收入为 88.16/103.25/111.58 亿元，归母净利为 13.91/12.5/14.16 亿元，对应 EPS 为 0.93/0.83/0.94 元，2022 年 7 月 28 日收盘价 5.45 元对应 PE 分别为 5.9/6.6/5.8X，目前 PB 不足 1 倍，看好公司在越南布局的长期意义、及色纺纱行业竞争格局改善带来的议价能力，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；欧美通胀导致需求下滑风险；越南疫情风险；汇率波动风险；系统性风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,135	7,774	8,816	10,325	11,158
YoY (%)	-1.4%	26.7%	13.4%	17.1%	8.1%

归母净利润(百万元)	366	1,371	1,391	1,250	1,416
YoY (%)	22.9%	274.5%	1.5%	-10.2%	13.3%
毛利率 (%)	11.0%	26.2%	23.0%	19.5%	20.0%
每股收益 (元)	0.24	0.91	0.93	0.83	0.94
ROE	4.6%	15.2%	13.4%	10.7%	10.9%
市盈率	22.58	6.03	5.94	6.61	5.84

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)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7,774	8,816	10,325	11,158	净利润	1,371	1,391	1,250	1,416
YoY (%)	26.7%	13.4%	17.1%	8.1%	折旧和摊销	542	560	607	667
营业成本	5,737	6,785	8,316	8,922	营运资金变动	-445	-15	-454	-144
营业税金及附加	41	44	62	59	经营活动现金流	1,453	1,878	1,273	1,796
销售费用	37	35	62	67	资本开支	-562	-456	-413	-458
管理费用	364	407	506	547	投资	409	236	-679	-1,589
财务费用	110	124	88	88	投资活动现金流	-197	-25	-865	-1,801
资产减值损失	-44	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	172	195	227	245	债务募资	7,409	-1,538	-119	315
营业利润	1,472	1,481	1,333	1,538	筹资活动现金流	-566	-1,693	-241	188
营业外收支	-2	2	4	1	现金净流量	676	159	167	183
利润总额	1,470	1,483	1,337	1,539					
所得税	99	92	87	123	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
净利润	1,371	1,391	1,250	1,416	<b>成长能力 (%)</b>				
归属于母公司净利润	1,371	1,391	1,250	1,416	营业收入增长率	26.7%	13.4%	17.1%	8.1%
YoY (%)	274.5%	1.5%	-10.2%	13.3%	净利润增长率	274.5%	1.5%	-10.2%	13.3%
每股收益	0.91	0.93	0.83	0.94	<b>盈利能力 (%)</b>				
					毛利率	26.2%	23.0%	19.5%	20.0%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	净利率率	17.6%	15.8%	12.1%	12.7%
货币资金	1,507	1,666	1,833	2,016	总资产收益率 ROA	9.6%	9.8%	8.0%	8.2%
预付款项	23	68	83	89	净资产收益率 ROE	15.2%	13.4%	10.7%	10.9%
存货	4,147	4,276	5,012	5,133	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	1,192	864	1,482	3,100	流动比率	1.71	2.70	3.16	3.46
流动资产合计	6,869	6,873	8,410	10,338	速动比率	0.67	0.99	1.25	1.71
长期股权投资	2,195	2,195	2,195	2,195	现金比率	0.38	0.65	0.69	0.67
固定资产	4,028	3,933	3,767	3,586	资产负债率	37.0%	26.8%	25.2%	24.6%
无形资产	657	628	607	584	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	7,405	7,320	7,152	6,966	总资产周转率	0.54	0.62	0.66	0.64
资产合计	14,274	14,194	15,562	17,305	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	2,818	1,280	1,161	1,476	每股收益	0.91	0.93	0.83	0.94
应付账款及票据	389	316	448	416	每股净资产	6.00	6.92	7.76	8.70
其他流动负债	809	948	1,054	1,097	每股经营现金流	0.97	1.25	0.85	1.20
流动负债合计	4,015	2,544	2,662	2,989	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	1,053	1,053	1,053	1,053	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	213	213	213	213	PE	6.03	5.94	6.61	5.84
非流动负债合计	1,265	1,265	1,265	1,265	PB	0.98	0.80	0.71	0.63
负债合计	5,281	3,809	3,927	4,254					
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	8,993	10,384	11,635	13,051					
负债和股东权益合计	14,274	14,194	15,562	17,305					

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。

### 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。