

百隆东方 (601339.SH)

受益外棉涨价和外需景气，二季度业绩增长 32%

增持

核心观点

外需强劲叠加外棉价格提升，越南公司业绩强势增长。2022 1H 公司收入 39.6 亿元，+1.1%，净利润 7.8 亿元，+41.1%，其中受益强劲外需和 4-6 月外棉价格大幅增长，越南（百隆）收入+18%至 26.7 亿元，净利润+79%至 8.1 亿元；由于内需疲软、产能利用率下滑，叠加内棉价格 6 月环比下降 13%，国内收入同比减少 24%，业绩出现小幅亏损。2022 1H 公司毛利率+6.7 个百分点至 27.6%，主要是受益于二季度外棉均价环比/同比大幅增长 17%/71%，以及毛利率更高的境外收入占比提升，2022 1H 境内/境外毛利率分别为 21%/29%，分别+3/+8 个百分点。费用率合计 8.4%，同比持平；存货周转 255 天，环比+15 天。经营活动现金流得益于期内原材料采购大幅减少（期内原材料价格位于高位，公司主动减少采购），+61%至 11.7 亿元。

二季度收入小幅下滑，毛利率环比一季度提升，业绩维持良好增长势头。2022 Q2 公司收入 19.9 亿元，-2.8%，净利润为 4.3 亿元，+31.9%，毛利率+5.6 个百分点至 29.2%，环比也提升 3.1 个百分点，主要是得益于期内外棉价格大幅上涨，部分被国内需求疲软、产能利用率下滑所抵消。Q2 费用率总计-0.3 个百分点至 9.4%。

展望：棉价下跌，预计下半年毛利率有一定压力。1) 5 月中旬至今，内棉价格从 2.2 万元/吨下降到 1.6 万元/吨，6 月中下旬至今，外棉价格从 2.6 万元/吨下降到 2.1~2.2 万元/吨，由于公司备有一定量的棉花库存，我们预计棉价下降将对公司毛利率造成一定负面影响。2) 公司拟通过非公开发行募集不超过 10 亿元用于在越南扩建 39 万锭纱线，在 3 月取得证监会核准批复，从 2023 年开始贡献产能增长，进一步巩固色纺纱龙头地位。

风险提示：疫情反复、原料价格大幅波动、订单需求不及预期、系统性风险。

投资建议：中高端纱线需求潜力大，看好内需回暖和越南新产能投产。从短期看，6 月以来国内品牌消费正快速恢复，有望带动纺织产业回暖，但由于近期棉价下降、叠加欧美高通胀的影响，我们预计公司下半年业绩将同比下滑。从中长期看，色纺纱全球渗透率仍然较低，中高端纱线需求潜力较大，作为全球第二大色纺纱厂商，公司积极在越南布局 39 万锭纱线产能扩张，有望凭借自身科技实力和自动化水平巩固龙头地位，同时通过越南低关税和低人工成本，进一步提升公司整体盈利能力。由于上半年业绩超预期，上调 2022 年盈利预测，同时由于近期棉价下降趋势快于预期，下调 2023~2024 年盈利预测，预计 2022~2024 年净利润为 13.7/11.1/12.1 亿元（原 13.2/15.0/16.2 亿元），同比+0.2%/-19.4%/+8.9%，下调合理估值至 6.3~6.6 元（原为 6.5~7.0 元），对应 2023 年 8.5~9.0x PE，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,135	7,774	7,919	7,814	8,318
(+/-%)	-1.4%	26.7%	1.9%	-1.3%	6.4%
净利润(百万元)	366	1371	1373	1107	1206
(+/-%)	22.9%	274.5%	0.2%	-19.4%	8.9%
每股收益(元)	0.24	0.91	0.92	0.74	0.80
EBIT Margin	4.9%	20.9%	17.8%	14.8%	15.2%
净资产收益率 (ROE)	4.6%	15.2%	14.2%	10.8%	11.1%
市盈率 (PE)	23.0	6.1	6.1	7.6	7.0
EV/EBITDA	16.5	6.4	7.4	8.4	7.7
市净率 (PB)	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

纺织服饰·纺织制造

证券分析师：丁诗洁

联系人：关竣尹

0755-81981391

0755-81982834

dingshijie@guosen.com.cn 关竣尹@guosen.com.cn
S0980520040004

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	6.30 - 6.60 元
收盘价	5.22 元
总市值/流通市值	7830/7830 百万元
52 周最高价/最低价	7.58/4.96 元
近 3 个月日均成交额	91.49 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《百隆东方 (601339.SH) - 受益棉价上涨，2022 年一季度净利润增长 55%》——2022-04-29
- 《百隆东方-601339-2021 年三季度点评：棉价利好业绩高增，越南产能逐步恢复》——2021-11-01
- 《百隆东方-601339-2021 年中报点评：棉价、产能双轮驱动业绩增长》——2021-08-03
- 《百隆东方-601339-2019 年年报点评：利润率承压，现金流好转》——2020-04-24

图1: 公司半年度营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司半年度净利润和增长 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 百隆(越南)半年度收入及增长 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 百隆(越南)半年度净利润及增长 (亿元)



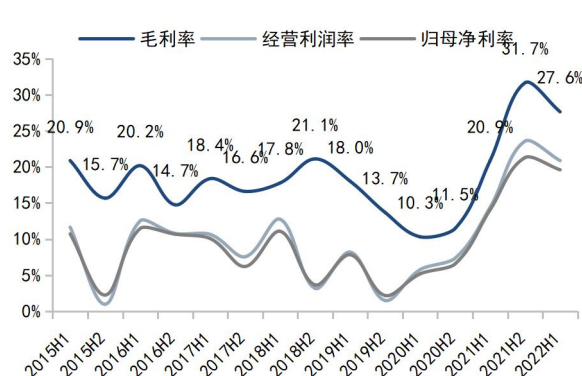
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 内棉和外棉价格走势



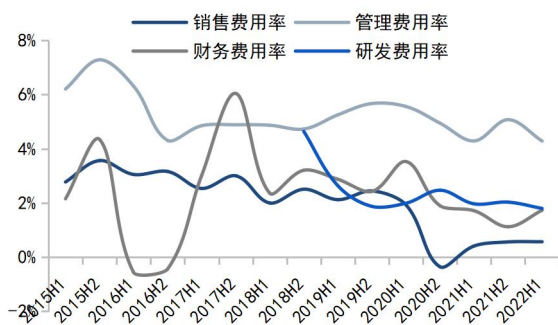
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司半年度利润率水平



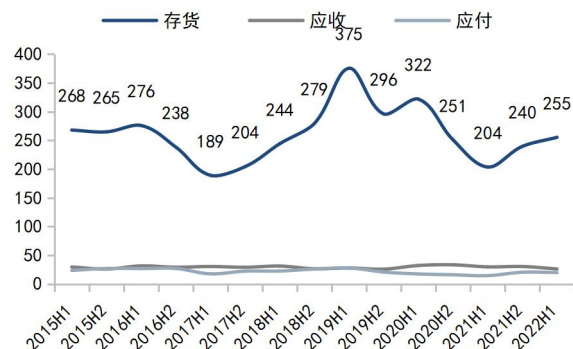
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司半年度费用率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司半年度营运资金周转天数



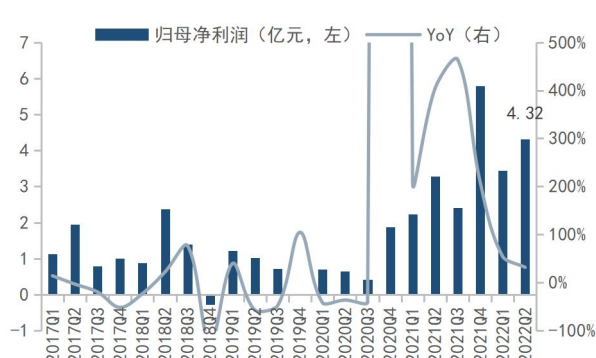
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司分季度收入及增速



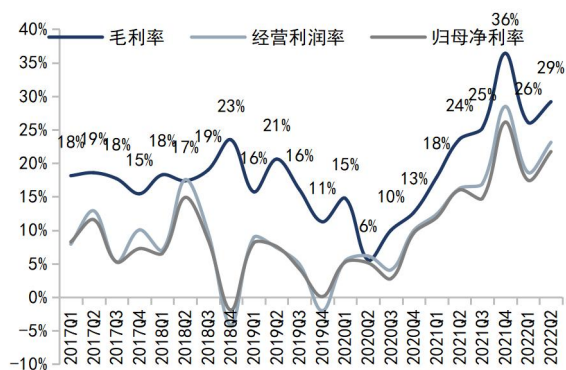
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司分季度净利润及增速



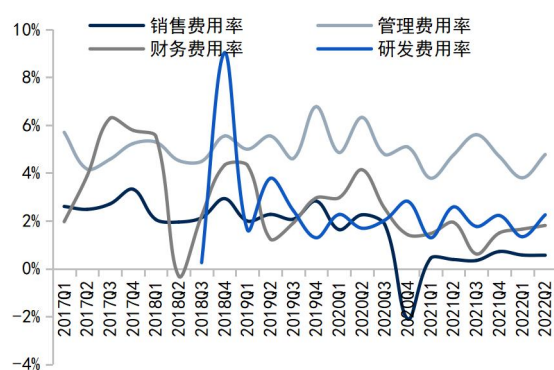
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：公司分季度利润率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：公司分季度费用率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测假设及条件

由于4月至今内棉和外棉价格波动较大，其次考虑到近期国际形势对公司境内和境外业务未来发展产生不同的影响，为更合理地预测公司未来的业绩，我们对盈利预测主要假设条件做了一定程度的调整，以下将分别按照境内、境外的销量和单价预期来预测收入，按照境内、境外棉价波动预期分别预测毛利水平，其余费用率、其他经营收益率和所得税率等假设不变。

1、收入：下调2022~2024年收入预期为79.2/78.1/83.2亿元（+2%/-1%/+6%），原为88.1/80.2/87.1亿元。

1) 2022~2024年总销量预期为24/29/32万吨（原为26/29/32），主要是由于2022上半年国内疫情影响订单需求，导致国内产能利用率大幅下降。

2) 2022~2024年平均吨价预期为31719/25429/24532元（原为32055/25960/25960元），主要是由于今年4月以来内棉和外棉均出现一定幅度的下滑，我们预计公司内外棉纱价格均有一定程度的下调，同时预计2023~2024年棉纱价格逐步回归往年正常水平。

2、毛利率：调整2022~2024年毛利率预期为25.3%/22.3%/22.6%，原为22.1%/25.3%/25.0%，由于上半年毛利率超预期，考虑到公司在棉价高位放缓采购棉花，因此预计棉价下跌对下半年影响可控，因此上调今年毛利率预期。同时我们预计未来1~2年棉价总体呈现下行趋势，因此预计公司未来2年毛利率会有小幅回落。具体分境内外看，根据我们对下半年内棉和外棉价格假设，预计2022~2024年境内的单吨毛利为6324/5000/5000元，预计境外单吨毛利为8936/6105/5883元。

3、其他费用率、经营收益率和所得税率假设基本不变。

4、净利润：预计2022~2024年净利润为13.7/11.1/12.1亿元（原13.2/15.0/16.2亿元），同比+0.2%/-19.4%/+8.9%。

表1：盈利预测假设及条件

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
收入（百万元）	6221.8	6134.6	7774.1	7919.1	7814.3	8317.8
YoY	3.7%	-1.4%	26.7%	1.9%	-1.3%	6.4%
境内收入（百万元）	2698.9	2298.9	2692.0	2204.0	2274.8	2161.1
YoY	-6.5%	-14.8%	17.1%	-18.1%	3.2%	-5.0%
-境内销量（万吨）	7.7	8.1	9.5	7.1	9.4	9.4
-境内单价（元/吨）	35028	28336	28392	31263	24200	22990
境外收入（百万元）	3091.8	3553.8	4714.7	5329.3	5134.4	5731.4
YoY	8.7%	14.9%	32.7%	13.0%	-3.7%	11.6%
-境外销量（万吨）	11.6	13.5	14.7	16.7	19.7	22.8
-境内单价（元/吨）	31912	26015	25168	25168	25168	25168
其他业务	431.1	281.8	367.4	385.8	405.0	425.3
YoY	60.9%	-34.6%	30.4%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利润	975.6	672.9	2037.3	2003.8	1743.8	1882.0
毛利率	15.7%	11.0%	26.2%	25.3%	22.3%	22.6%
境内毛利润	344.0	24.5	518.1	445.9	470.0	470.0
-境内单位毛利（元/吨）	4464	302	5465	6324	5000	5000
境内毛利率	12.7%	1.1%	19.2%	20.2%	20.7%	21.7%
境外毛利润	589.7	594.7	1403.9	1492.4	1204.9	1339.7
-境外单位毛利（元/吨）	5103	4398	9553	8936	6105	5883
境外毛利率	19.1%	16.7%	29.8%	28.0%	23.5%	23.4%
其他毛利润	41.9	53.7	115.3	65.6	68.9	72.3
费用率						
销售费用	2.3%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	5.5%	5.2%	4.7%	4.6%	4.6%	4.5%
研发费用	2.2%	2.3%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%
财务费用	2.6%	2.6%	1.4%	1.5%	1.1%	1.1%
其他						
其他经营收益率	2.1%	6.9%	1.8%	2.1%	1.5%	1.5%
所得税率	7.6%	10.4%	6.7%	6.5%	6.8%	7.0%
净利润	297.8	366.1	1370.8	1373.1	1107.2	1205.8
YoY	-31.9%	22.9%	274.5%	0.2%	-19.4%	8.9%
净利率	4.8%	6.0%	17.6%	17.3%	14.2%	14.5%

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

投资建议：中高端纱线需求潜力大，看好内需回暖和越南新产能投产

从短期看，6月以来国内品牌消费正快速恢复，有望带动纺织产业回暖，但由于近期棉价下降、叠加欧美高通胀的影响，我们预计公司下半年业绩同比下滑。从中长期看，色纺纱全球渗透率仍然较低，中高端纱线需求潜力较大，作为全球第二大色纺纱厂商，公司积极在越南布局39万锭纱线产能扩张，有望凭借自身科技实力和自动化水平巩固龙头地位，同时通过越南低关税和低人工成本，进一步提升公司整体盈利能力。由于上半年业绩超预期，上调2022年盈利预测，同时由于近期棉价下降趋势快于预期，下调2023~2024年盈利预测，预计2022~2024年净利润为13.7/11.1/12.1亿元（原13.2/15.0/16.2亿元），同比+0.2%/-19.4%/+8.9%，下调合理估值至6.3~6.6元（原为6.5~7.0元），对应2023年8.5-9.0x PE，维持“增持”评级。

表2: 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,135	7,774	7,919	7,814	8,318
(+/-%)	-1.4%	26.7%	1.9%	-1.3%	6.4%
净利润(百万元)	366	1371	1373	1107	1206
(+/-%)	22.9%	274.5%	0.2%	-19.4%	8.9%
每股收益(元)	0.24	0.91	0.92	0.74	0.80
EBIT Margin	4.9%	20.9%	17.8%	14.8%	15.2%
净资产收益率(ROE)	4.6%	15.2%	14.2%	10.8%	11.1%
市盈率(PE)	23.0	6.1	6.1	7.6	7.0
EV/EBITDA	16.5	6.4	7.4	8.4	7.7
市净率(PB)	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表3: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS				PE				g	PEG	总市值(人民币亿元)
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E			
601339	百隆东方	增持	5.22	0.91	0.92	0.74	0.80	5.7	5.7	7.1	6.5	-6.7%	-1.05	78.30
同类公司														
02678	天虹纺织	买入	6.20	2.93	2.22	2.42	2.62	2.1	2.8	2.6	2.4	8.6%	0.30	57.01
002042	华孚时尚	无评级	3.50	0.34	0.36	0.41	0.46	10.3	9.7	8.6	7.7	12.7%	0.68	59.52
平均值								6.2	6.3	5.6	5.0		0.5	

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理和预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	647	1507	4948	4107	4640	营业收入	6135	7774	7919	7814	8318
应收款项	663	659	651	642	684	营业成本	5462	5737	5915	6070	6436
存货净额	3486	4147	2424	3868	3933	营业税金及附加	33	41	41	40	43
其他流动资产	227	319	325	321	341	销售费用	38	37	37	37	39
流动资产合计	5637	6869	8584	9174	9833	管理费用	317	356	544	535	565
固定资产	4280	4268	3316	3323	3307	财务费用	159	110	115	89	93
无形资产及其他	674	657	630	604	578	投资收益	358	172	166	117	125
投资性房地产	250	285	285	285	285	资产减值及公允价值变动	8	(45)	(19)	(19)	(20)
长期股权投资	2318	2195	2190	2185	2180	其他收入	(81)	(147)	47	47	49
资产总计	13159	14274	15005	15570	16183	营业利润	409	1472	1461	1188	1297
短期借款及交易性金融负债	3916	3317	3317	3317	3317	营业外净收支	(0)	(2)	8	0	0
应付款项	260	389	409	417	410	利润总额	409	1470	1469	1188	1297
其他流动负债	342	310	337	343	363	所得税费用	42	99	95	81	91
流动负债合计	4518	4015	4063	4077	4090	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	546	1053	1053	1053	1053	归属于母公司净利润	366	1371	1373	1107	1206
其他长期负债	203	213	210	207	205	现金流量表（百万元）					
长期负债合计	749	1265	1263	1260	1257	净利润	366	1371	1373	1107	1206
负债合计	5267	5281	5325	5337	5347	资产减值准备	(1)	36	1007	11	(2)
少数股东权益	0	0	0	0	0	折旧摊销	531	536	453	490	524
股东权益	7893	8993	9680	10233	10836	公允价值变动损失	(8)	45	19	19	20
负债和股东权益总计	13159	14274	15005	15570	16183	财务费用	159	110	115	89	93
关键财务与估值指标						营运资本变动	600	(643)	2778	(1408)	(119)
每股收益	0.24	0.91	0.92	0.74	0.80	其它	1	(36)	(1007)	(11)	2
每股红利	0.16	0.27	0.46	0.37	0.40	经营活动现金流	1490	1309	4622	207	1631
每股净资产	5.26	6.00	6.45	6.82	7.22	资本开支	0	(496)	(500)	(500)	(500)
ROIC	3%	15%	14%	13%	13%	其它投资现金流	(514)	378	0	0	0
ROE	5%	15%	14%	11%	11%	投资活动现金流	(817)	6	(495)	(495)	(495)
毛利率	11%	26%	25%	22%	23%	权益性融资	(68)	0	0	0	0
EBIT Margin	5%	21%	18%	15%	15%	负债净变化	(587)	506	0	0	0
EBITDA Margin	14%	28%	23%	21%	21%	支付股利、利息	(247)	(412)	(687)	(554)	(603)
收入增长	-1%	27%	2%	-1%	6%	其它融资现金流	82	(643)	0	0	0
净利润增长率	23%	274%	0%	-19%	9%	融资活动现金流	(1653)	(454)	(687)	(554)	(603)
资产负债率	40%	37%	35%	34%	33%	现金净变动	(981)	860	3441	(841)	533
息率	2.9%	4.9%	8.1%	6.6%	7.2%	货币资金的期初余额	1627	647	1507	4948	4107
P/E	23.0	6.1	6.1	7.6	7.0	货币资金的期末余额	647	1507	4948	4107	4640
P/B	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8	企业自由现金流	0	909	4046	(339)	1079
EV/EBITDA	16.5	6.4	7.4	8.4	7.7	权益自由现金流	0	772	3938	(423)	993

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032