百隆东方 601339.SH

未来增长主要来自产能扩张

东方证券 ORIENT SECURITIES

中报点评

【公司·证券研究报告】

核心观点

- **公司上半年营收和净利润分别增长 7.66%和 11%。**其中第二季度单季营收和净利润分别增长 8.01%和 7.88%。公司上半年实现每股收益 0.18 元。
- **公司上半年色纺纱销量增速预计在 15%上下。**销量的增长主要受益于百隆越南一期、二期项目已全部建成并投入生产，同时公司深挖自身潜力，在销售方面，与下游品牌商及客户创建新型合作模式，而营收增长低于销量增长，主要是由于公司产品价格按成本加成，国外棉价去年同期价格较高所致。考虑到国外棉价自去年三季度开始基本企稳，因此我们预计下半年公司色纺纱价格降幅有望收窄，销量的增速将更多的体现在营收增长之中。
- **净利润增速快于营收增速主要由于所得税率。**公司去年高新技术企业复审，前三季度出于财务谨慎考虑，所得税率按 25%计，直到去年底复审通过后才按 15%冲回，因此去年同期所得税率较高。扣除这部分因素，公司利润总额下降 2.88%，低于营收增长，主要由于公司期间费用率较去年同期增加 1.46 个百分点，其中管理费用率增加 0.35 个百分点，财务费用率增加 0.94 个百分点，管理费用率增加主要来自技术研发费支出增加，财务费用增加由于越南子公司美元借款受人民币贬值影响出现汇兑损失。考虑到人民币在 8 月份出现较大幅度贬值，公司一方面外销收入比重较大，另一方面也存在大额海外棉花采购和美元银行借款，对其综合影响暂时无法准确估量，三季报业绩存在一定不确定性，但我们预计公司会通过及时偿还美元负债积极应对。
- **越南三期将于年底建成投产，保障公司未来收入增长。**越南三期产能预计 20 万锭，三期产能建成后公司自有产能将达到 130 万锭，增长 18%，我们预计越南有望于年内加入 TPP 组织，届时越南出口美国、日本等国的纺织服装产品将享受零关税，有助于公司开拓国际销售市场。

财务预测与投资建议

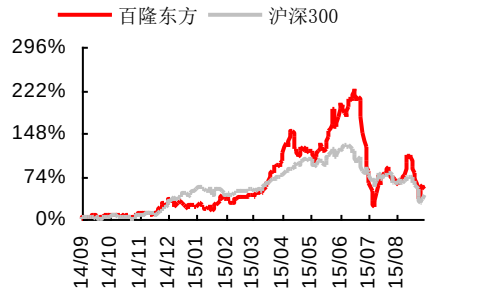
- 我们预计公司 15-17 年每股收益分别 0.33、0.42、0.50 元,基于行业 15 年平均 PB，且完全可比公司华孚色纺 PB 高于行业平均，因此也给予公司约 9%估值溢价，给予 15 年 1.89 倍 PB，目标价 8.66 元，维持买入评级。

风险提示

- 原材料价格波动的风险，人民币汇率贬值的风险。

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价（2015 年 08 月 31 日）	6.59 元
目标价格	8.66 元
52 周最高价/最低价	28.28/5.17 元
总股本/流通 A 股（万股）	150,000/150,000
A 股市值（百万元）	9,885
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2015 年 09 月 01 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现（%）	0.9	-10.1	-71.0	-23.1
相对表现（%）	-1.9	1.7	-40.6	-67.1
沪深 300（%）	2.8	-11.8	-30.5	44.0



资料来源：WIND、东方证券研究所

公司主要财务信息

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	4,273	4,621	5,242	6,293	7,563
同比增长	*-10.4%*	*8.1%*	*13.5%*	*20.1%*	*20.2%*
营业利润（百万元）	554	498	543	694	827
同比增长	*114.8%*	*-10.1%*	*9.1%*	*27.9%*	*19.1%*
归属母公司净利润（百万元）	508	474	502	630	743
同比增长	*102.0%*	*-6.7%*	*5.9%*	*25.7%*	*17.9%*
每股收益（元）	0.34	0.32	0.33	0.42	0.50
毛利率	19.6%	19.9%	20.4%	20.6%	20.7%
净利率	11.9%	10.2%	9.6%	10.0%	9.8%
净资产收益率	8.5%	7.4%	7.5%	8.8%	9.6%
市盈率（倍）	19.5	20.9	19.7	15.7	13.3
市净率（倍）	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

证券分析师 **糜韩杰**
021-63325888*6119
mihanjie@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512030002
施红梅
021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511010001

相关报告

预计公司一季度业绩有望实现大幅增长	2015-03-25
第三季度扣非后净利润亦如预期实现正增长	2014-11-03

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

盈利预测和投资评级

根据中报，我们小幅上调了公司未来三年色纺纱自有设备总产能预测，小幅下调了色纺纱销售单价预测，小幅上调了色纺纱毛利率及期间费用率预测，我们预计公司 15-17 年每股收益分别 0.33、0.42、0.50 元（15-16 年原预测为 0.35、0.42 元）,基于行业 15 年平均 PB，且完全可比公司华孚色纺 PB 高于行业平均，因此参考华孚色纺的估值，给予公司约 9%的估值溢价，给予 15 年 1.89 倍 PB，目标价 8.66 元，维持买入评级。

表 1：可比公司

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				一致预期 PB			
		2015/8/31	2014A	2015E	2016E	2017E	2014A	2015E	2016E	2017E
华孚色纺	002042	8.38	0.20	0.39	0.47	0.56	2.06	1.89	1.72	1.56
新野纺织	002087	6.71	0.16	0.34	0.34	0.34	1.82	1.68	1.57	1.47
凤竹纺织	600493	11.33	0.04	0.06	0.06	0.06	4.87	4.78	4.73	4.67
鲁泰 A	000726	12.02	1.00	0.94	1.08	1.29	1.74	1.64	1.51	1.38
联发股份	002394	12.09	0.94	1.05	1.23	1.39	1.50	1.39	1.27	1.17
	最大值						4.87	4.78	4.73	4.67
	最小值						1.50	1.39	1.27	1.17
	平均数						2.40	2.27	2.16	2.05
	调整后平均						1.87	1.73	1.60	1.47

资料来源：朝阳永续一致预期，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	899	1,070	1,676	1,801	1,710
应收账款	337	334	391	465	560
预付账款	66	65	76	90	109
存货	2,016	2,615	3,339	4,000	4,796
其他	2,597	2,089	2,161	2,195	2,229
流动资产合计	**5,916**	**6,173**	**7,643**	**8,550**	**9,404**
长期股权投资	677	0	0	0	0
固定资产	1,453	2,705	3,004	2,959	2,883
在建工程	462	133	134	134	135
无形资产	355	407	406	405	404
其他	27	783	3	3	3
非流动资产合计	**2,975**	**4,028**	**3,547**	**3,501**	**3,425**
资产总计	**8,891**	**10,201**	**11,189**	**12,051**	**12,829**
短期借款	1,714	2,609	3,300	3,500	3,530
应付账款	273	229	283	329	399
其他	285	539	447	507	538
流动负债合计	**2,272**	**3,378**	**4,030**	**4,336**	**4,466**
长期借款	100	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	302	286	286	286	286
非流动负债合计	**402**	**286**	**286**	**286**	**286**
负债合计	**2,675**	**3,664**	**4,316**	**4,622**	**4,752**
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	750	750	1,500	1,500	1,500
资本公积	3,109	3,109	2,359	2,359	2,359
留存收益	2,353	2,673	3,010	3,565	4,213
其他	4	4	4	4	4
股东权益合计	**6,216**	**6,537**	**6,873**	**7,428**	**8,077**
负债和股东权益	**8,891**	**10,201**	**11,189**	**12,051**	**12,829**

现金流量表

单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
净利润	508	474	502	630	743
折旧摊销	8	147	302	347	377
财务费用	(10)	57	102	63	66
投资损失	(159)	(127)	(127)	(127)	(127)
营运资金变动	(733)	(124)	(815)	(712)	(848)
其它	973	(587)	98	(2)	0
经营活动现金流	**586**	**(160)**	**60**	**198**	**211**
资本支出	(630)	(1,111)	(601)	(301)	(301)
长期投资	0	0	677	0	0
其他	(153)	842	123	139	139
投资活动现金流	**(783)**	**(269)**	**200**	**(162)**	**(162)**
债权融资	(403)	135	(78)	26	(9)
股权融资	50	0	0	0	0
其他	339	752	424	62	(131)
筹资活动现金流	**(14)**	**887**	**346**	**88**	**(140)**
汇率变动影响	(5)	(1)	0	0	0
现金净增加额	**(216)**	**457**	**606**	**125**	**(91)**

利润表

单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	**4,273**	**4,621**	**5,242**	**6,293**	**7,563**
营业成本	3,437	3,701	4,174	4,999	5,996
营业税金及附加	32	25	32	37	45
营业费用	125	160	186	223	268
管理费用	298	291	338	406	488
财务费用	(10)	57	102	63	66
资产减值损失	9	9	7	9	12
公允价值变动收益	12	(7)	12	12	12
投资净收益	159	127	127	127	127
其他	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
营业利润	**554**	**498**	**543**	**694**	**827**
营业外收入	47	56	56	56	56
营业外支出	12	8	8	8	8
利润总额	**588**	**545**	**590**	**742**	**874**
所得税	81	71	89	111	131
净利润	**508**	**474**	**502**	**630**	**743**
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**508**	**474**	**502**	**630**	**743**
每股收益（元）	0.34	0.32	0.33	0.42	0.50

主要财务比率

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力					
营业收入	-10.4%	8.1%	13.5%	20.1%	20.2%
营业利润	114.8%	-10.1%	9.1%	27.9%	19.1%
归属于母公司净利润	102.0%	-6.7%	5.9%	25.7%	17.9%
获利能力					
毛利率	19.6%	19.9%	20.4%	20.6%	20.7%
净利率	11.9%	10.2%	9.6%	10.0%	9.8%
ROE	8.5%	7.4%	7.5%	8.8%	9.6%
ROIC	5.9%	5.5%	5.5%	6.0%	6.6%
偿债能力					
资产负债率	30.1%	35.9%	38.6%	38.4%	37.0%
净负债率	15.8%	28.1%	26.9%	26.2%	25.5%
流动比率	2.60	1.83	1.90	1.97	2.11
速动比率	1.72	1.05	1.07	1.05	1.03
营运能力					
应收账款周转率	12.3	12.4	13.0	13.2	13.2
存货周转率	1.7	1.6	1.4	1.4	1.4
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
每股指标（元）					
每股收益	0.34	0.32	0.33	0.42	0.50
每股经营现金流	0.39	-0.11	0.04	0.13	0.14
每股净资产	4.14	4.36	4.58	4.95	5.38
估值比率					
市盈率	19.5	20.9	19.7	15.7	13.3
市净率	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	20.3	15.9	11.8	10.1	8.8
EV/EBIT	20.5	20.1	17.3	14.8	12.5

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼
联系人： 王骏飞
电话： 021-63325888*1131
传真： 021-63326786
网址： www.dfzq.com.cn
Email： wangjunfei@orientsec.com.cn