

纺织服装

2019年10月29日

百隆东方 (601339)

——棉花套保亏损持续影响业绩，越南产能稳步投放

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2019年10月28日

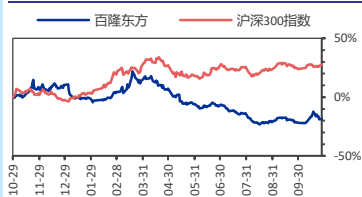
收盘价(元)	4.23
一年内最高/最低(元)	6.25/3.7
市净率	0.8
息率(分红/股价)	2.08
流通A股市值(百万元)	6345
上证指数/深证成指	2980.05/9801.87

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年09月30日

每股净资产(元)	5.34
资产负债率%	44.18
总股本/流通A股(百万)	1500/1500
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《百隆东方(601339)点评：越南产能扩张有条不紊，棉花套保亏损拖累业绩》
2019/08/09

《百隆东方(601339)点评：海外产能持续释放，负面影响消除，19年有望恢复快速增长》
2019/03/22

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

戎姜斌 A0230118070010
rongjb@swsresearch.com

联系人

戎姜斌
(8621)23297818×7450
rongjb@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

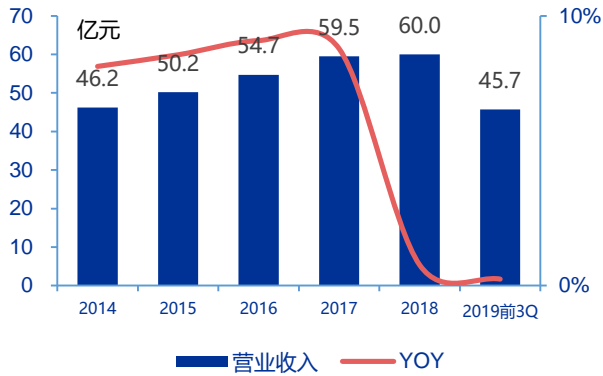
投资要点：

- **棉花套保亏损持续影响公司业绩，19年前三季度净利润同比下降36%，低于预期。** 1) 19年前三季度实现营业收入45.7亿元，同比微增0.24%，实现归母净利润3亿元，同比下降36.3%，扣非净利润3.3亿元，同比下降15.1%。2) 19Q3实现营业收入17亿元，同比增长5.5%，实现归母净利润7203万元，同比下降48.3%，扣非净利润9343万元，同比下降32.6%。三季度收入恢复增长主要是由于越南新增产能投产，但国内下游需求平淡，国内工厂订单数量不及预期，以及棉花套保持续亏损，明显拖累公司业绩。
- **毛利率下降，期间费用控制良好，净利率下降，资产质量逐步改善。** 1) 19年前三季度毛利率较去年同期下降0.9pct至17.3%，主要由于公司越南低毛利的白纱销量占比有所增加以及前期采购棉花成本相对较高；18年管理费用率(不含研发费用)上升0.45pct至5%，销售费用率为2.1%，基本与去年同期持平；棉花套保损失带动公司净利率下降3.7pct至6.5%。2) 19年前三季度存货较年初增加2.1亿元至47.1亿元，但较二季度末有明显下降。应收账款较年初增加7098万元至4.9亿元。19年前三季度经营性现金流较年初提升7.3万元至2.2亿元。
- **越南产能释放有条不紊，带动整体产能稳步增长。** 1) 越南产能持续保持快速增长。公司目前总产能160万锭色纺纱，其国内与越南产能分别为70万锭/90万锭。2) 越南产能投放稳步进行，海外产能将占六成。预计到20年上半年B区全部50万锭产能将建成投产，届时公司总产能将达到170万锭(国内70万锭+越南100万锭)，海外产能占比将达到60%。
- **棉花套保亏损影响19Q3业绩，预计对Q4业绩影响有限。** 1) 由于棉花期货价格持续下行，三季度郑棉主力合约跌幅达12.7%，导致19Q3公司棉花套保继续亏损约4500万元。2) 预计到三季度末，公司持有棉花期货合约仅剩1000余手，四季度对公司业绩影响有限。
- **公司是国内色纺纱龙头，越南产能稳步释放，海外产能占比持续提升，维持“增持”评级。** 越南产能不断扩张，带动总产能稳步提升。但考虑到国内下游订单需求不佳，产能利用率持续下行，同时棉花套保亏损明显拖累业绩，故下调19-21年盈利预测，预计19-21年实现归母净利润4/4.9/5.3亿元(19-21年原为4.8/5.2/5.7亿元)，EPS为0.27/0.32/0.35元，对应PE为16/13/12倍，考虑到公司目前PB仅0.8倍，故维持“增持”评级。

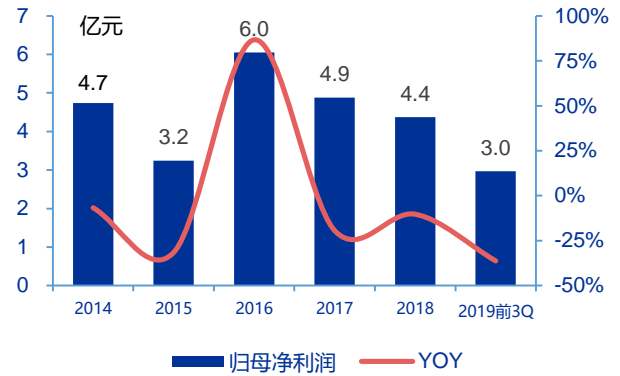
财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	5,998	4,569	6,080	6,637	7,166
同比增长率(%)	0.8	0.2	1.4	9.2	8.0
归母净利润(百万元)	438	297	403	487	532
同比增长率(%)	-10.3	-36.3	-7.9	20.8	9.2
每股收益(元/股)	0.29	0.20	0.27	0.32	0.35
毛利率(%)	19.5	17.3	17.6	17.4	17.4
ROE(%)	5.7	3.7	4.9	5.5	5.6
市盈率	15		16	13	12

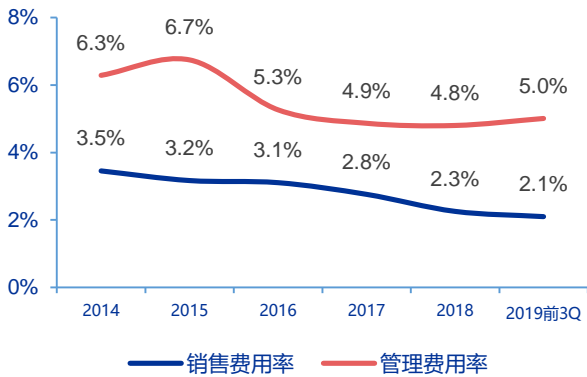
注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

图 1 :19 前三季度公司收入 45.7 亿元 ,同比增 0.24%


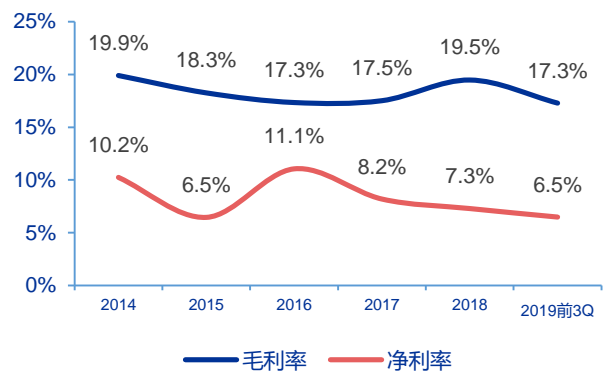
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2 :19 前三季度归母净利润 3 亿元 ,同比降 36%


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3 :19 前三季度公司管理费用率 (不含研发费用) 5% ,销售费用率 2.1%


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4 :19 前三季度公司毛利率 17.3% ,净利率 6.5%


资料来源：公司公告，申万宏源研究

财务摘要

百万元, 百万股	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5,952	5,998	6,080	6,637	7,166
其中: 营业收入	5,952	5,998	6,080	6,637	7,166
减: 营业成本	4,754	4,830	5,007	5,481	5,920
减: 税金及附加	44	46	45	50	54
主营业务利润	1,154	1,122	1,028	1,106	1,192
减: 销售费用	163	135	140	153	165
减: 管理费用	272	288	298	319	344
减: 研发费用	175	142	140	153	165
减: 财务费用	267	167	189	141	80
经营性利润	277	390	261	340	438
减: 资产减值损失	4	18	18	8	4
减: 信用减值损失	0	0	8	3	1
加: 投资收益及其他	268	131	180	170	155
营业利润	544	472	427	523	575
加: 营业外净收入	2	5	5	5	5
利润总额	547	477	431	527	580
减: 所得税	59	39	28	40	48
净利润	488	438	403	487	532
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	488	438	403	487	532
全面摊薄总股本	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
每股收益 (元)	0.33	0.29	0.27	0.32	0.35

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。