

百隆东方 (601339)

海外布局叠加外棉替代, 低估色纱龙头启动估值修复

全球色纺纱龙头, 积极看好其份额拓展与估值修复潜力

公司是全球色纺纱龙头, 公司采购棉花, 染色纺纱后卖给下游面料及制衣厂商; 成本加成定价, 在色纺纱领域具备较高话语权。

当前我们积极看好公司一方面在于估值历史低位下修复潜力; 另一方面后新疆棉时代产业格局变化带来产业机会。

具备精准产业前瞻定位, 享受市场份额变化红利

公司 2013 年起工厂开始从新疆逐步迁往越南, 早于申洲完成产业转移, 主要原料由新疆棉逐步变为国际棉。

目前越南工厂产能约占 75%。历经 10 年生产运营, 越南百隆在产能规模、产品线、人工熟练度等已形成一定优势, 毛利率优于国内工厂, 成为公司重要利润贡献点。当前尚有 39 万纱锭扩产项目仍在建设过程中, 保证产能增量。

近两年公司订单增长显著得益全球布局, 我国传统纺织受劳动力红利及新棉等问题, 近两年出口订单承压; 而东南亚则显著增长, 以申洲海外为代表, 近两年利用率较国内体现较好优势。

百隆早于部分同业完成棉花切换, 与欧美客户有广泛合作, 逐步带来公司议价能力增强, 毛利率稳中有升; 且伴随国内及海外复苏预期, 棉价大宗价格企稳向上, 公司主营为棉价顺周期业务, 业绩弹性可期。

估值历史低位, 股息率约 7.6%+, 供需格局变化带动估值重构。

22 年受益订单增长、棉价变化等业绩增长可期, 对应 22~23 年我们预计均个位数市盈率, 维持较高股息率。

我们认为, 此前公司估值压制主要系棉价周期性影响, 当下变化在于内外需求企稳逐步上传导, 产业格局变化或贡献增量订单; 我们看好公司估值在订单业绩等驱动下稳步恢复。

调整盈利预测, 维持“买入”评级。公司前瞻布局东南亚产能构筑核心竞争力, 把握优质客户资源; 未来随棉价上涨、产能利用率回升, 公司业绩有望持续向好。考虑到出口需求影响订单增速放缓, 而市场份额提升公司议价能力逐步增强, 我们预计公司 2023-24 年收入分别为 88、97 亿 (原值分别为 109、120 亿), 归母净利润分别为 20、21 亿 (原值分别为 13.7、15.7 亿), 对应 EPS 分别为 1.3、1.4 元/股 (原值分别为 0.9、1.1 元/股), 对应 PE 分别为 5.0、4.6x。

风险提示: 全球宏观经济波动影响下游需求; 市场竞争加剧; 原材料、能源及劳动力成本波动; 贸易政策等风险。

投资评级

行业	纺织服装/纺织制造
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	6.61 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,500.00
流通 A 股股本(百万股)	1,500.00
A 股总市值(百万元)	9,915.00
流通 A 股市值(百万元)	9,915.00
每股净资产(元)	6.44
资产负债率(%)	37.16
一年内最高/最低(元)	7.57/4.96

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《百隆东方-年报点评报告:原材料上行周期叠加份额提升, 业绩靓丽创新高》2022-04-27
- 《百隆东方-公司深度研究:绑定优质客户巩固成长引擎, 产品创新驱动长远发展》2022-02-09
- 《百隆东方-公司点评:Q3 毛利率环比改善, 订单回流行业回暖, 未来业绩有望回升》2020-11-01

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,134.56	7,774.08	8,397.48	8,815.38	9,704.21
增长率(%)	(1.40)	26.73	8.02	4.98	10.08
EBITDA(百万元)	1,178.66	2,346.52	2,716.14	2,767.60	2,912.73
归属母公司净利润(百万元)	366.05	1,370.78	1,917.92	1,975.82	2,134.81
增长率(%)	22.92	274.47	39.91	3.02	8.05
EPS(元/股)	0.24	0.91	1.28	1.32	1.42
市盈率(P/E)	26.92	7.19	5.14	4.99	4.62
市净率(P/B)	1.25	1.10	1.07	1.00	0.91
市销率(P/S)	1.61	1.27	1.17	1.12	1.02
EV/EBITDA	7.59	4.76	4.40	3.72	3.51

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	646.90	1,507.21	671.80	705.23	776.34
应收票据及应收账款	658.01	652.66	763.20	770.78	882.86
预付账款	83.43	22.74	122.27	18.56	131.32
存货	3,485.93	4,147.21	4,542.37	4,240.92	5,376.00
其他	762.89	539.13	534.19	618.34	555.66
流动资产合计	5,637.16	6,868.95	6,633.83	6,353.83	7,722.18
长期股权投资	2,318.07	2,194.73	2,194.73	2,194.73	2,194.73
固定资产	4,023.13	4,027.58	3,510.50	2,993.42	2,476.34
在建工程	257.04	240.78	240.78	240.78	240.78
无形资产	674.13	656.59	637.70	618.82	599.94
其他	249.91	285.13	262.43	261.66	267.54
非流动资产合计	7,522.27	7,404.81	6,846.14	6,309.41	5,779.33
资产总计	13,159.43	14,273.76	13,479.97	12,663.24	13,501.51
短期借款	3,489.79	2,817.57	2,082.54	583.89	643.57
应付票据及应付账款	260.25	388.69	241.25	404.11	334.53
其他	605.89	753.21	751.34	767.80	805.28
流动负债合计	4,355.92	3,959.47	3,075.12	1,755.81	1,783.38
长期借款	546.33	1,052.58	950.00	800.00	680.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	202.69	212.63	207.81	207.71	209.38
非流动负债合计	749.02	1,265.21	1,157.81	1,007.71	889.38
负债合计	5,266.59	5,280.57	4,232.94	2,763.52	2,672.77
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1,500.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00
资本公积	2,358.49	2,366.22	1,646.08	1,646.08	1,646.08
留存收益	4,143.37	5,219.35	6,085.48	6,815.62	7,728.95
其他	(109.02)	(92.38)	15.47	(61.98)	(46.29)
股东权益合计	7,892.84	8,993.20	9,247.04	9,899.73	10,828.74
负债和股东权益总计	13,159.43	14,273.76	13,479.97	12,663.24	13,501.51

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	366.05	1,370.78	1,917.92	1,975.82	2,134.81
折旧摊销	533.59	539.29	535.96	535.96	535.96
财务费用	157.49	104.24	103.23	66.08	39.57
投资损失	(357.64)	(172.02)	(289.00)	(282.00)	(335.00)
营运资金变动	517.34	(342.90)	(514.55)	464.04	(1,404.98)
其它	(1.40)	(46.33)	76.91	72.87	(74.22)
经营活动现金流	1,215.44	1,453.06	1,830.48	2,832.78	896.15
资本支出	325.00	373.31	4.82	0.10	(1.67)
长期投资	302.92	(123.34)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,199.17)	(446.51)	122.34	137.50	486.89
投资活动现金流	(571.25)	(196.54)	127.16	137.60	485.21
债权融资	(1,357.95)	(202.58)	(1,128.97)	(1,613.81)	(104.46)
股权融资	(651.64)	(712.62)	(1,664.08)	(1,323.14)	(1,205.80)
其他	356.34	349.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(1,653.25)	(566.19)	(2,793.05)	(2,936.94)	(1,310.26)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,009.06)	690.33	(835.41)	33.43	71.11

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,134.56	7,774.08	8,397.48	8,815.38	9,704.21
营业成本	5,461.63	5,736.81	5,967.25	6,303.00	6,901.64
营业税金及附加	33.37	41.28	43.67	47.60	48.52
销售费用	38.13	37.33	38.63	42.31	43.67
管理费用	319.50	363.56	375.37	389.64	426.99
研发费用	138.62	155.09	172.15	178.07	194.08
财务费用	159.23	110.10	103.23	66.08	39.57
资产/信用减值损失	(17.82)	(46.52)	(16.49)	(26.94)	(29.98)
公允价值变动收益	(0.09)	(0.67)	76.91	72.87	(74.22)
投资净收益	357.64	172.02	289.00	282.00	335.00
其他	(764.63)	(267.17)	0.00	0.00	0.00
营业利润	408.98	1,472.23	2,046.61	2,116.60	2,280.55
营业外收入	3.64	6.30	18.46	10.67	15.37
营业外支出	4.08	8.64	3.68	5.47	3.85
利润总额	408.53	1,469.88	2,061.39	2,121.81	2,292.07
所得税	42.48	99.10	143.47	145.98	157.25
净利润	366.05	1,370.78	1,917.92	1,975.82	2,134.81
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	366.05	1,370.78	1,917.92	1,975.82	2,134.81
每股收益(元)	0.24	0.91	1.28	1.32	1.42

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-1.40%	26.73%	8.02%	4.98%	10.08%
营业利润	43.60%	259.98%	39.01%	3.42%	7.75%
归属于母公司净利润	22.92%	274.47%	39.91%	3.02%	8.05%
获利能力					
毛利率	10.97%	26.21%	28.94%	28.50%	28.88%
净利率	5.97%	17.63%	22.84%	22.41%	22.00%
ROE	4.64%	15.24%	20.74%	19.96%	19.71%
ROIC	4.35%	13.61%	17.65%	17.92%	20.90%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	40.02%	36.99%	31.40%	21.82%	19.80%
净负债率	48.33%	31.83%	28.89%	11.02%	8.82%
流动比率	1.25	1.71	2.16	3.62	4.33
速动比率	0.48	0.68	0.68	1.20	1.32
营运能力					
应收账款周转率	10.82	11.86	11.86	11.49	11.74
存货周转率	1.61	2.04	1.93	2.01	2.02
总资产周转率	0.45	0.57	0.61	0.67	0.74
每股指标(元)					
每股收益	0.24	0.91	1.28	1.32	1.42
每股经营现金流	0.81	0.97	1.22	1.89	0.60
每股净资产	5.26	6.00	6.16	6.60	7.22
估值比率					
市盈率	26.92	7.19	5.14	4.99	4.62
市净率	1.25	1.10	1.07	1.00	0.91
EV/EBITDA	7.59	4.76	4.40	3.72	3.51
EV/EBIT	13.82	6.17	5.48	4.61	4.30

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com