

2023年04月12日

期货投资收益贡献利润，存货高企

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:	7.59/4.80
目标价格:		总市值(亿)	101.25
最新收盘价:	6.75	自由流通市值(亿)	101.25
		自由流通股数(百万)	1,500.00

事件概述

2022年公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为69.89/15.63/7.93亿元，同比增长-10.10%/14.00%/-39.83%，扣非净利低于净利主要由于棉花期货投资收益7.76亿元。经营性现金流净额为2.46亿，低于净利主要由于存货增加及投资收益。22Q4收入/归母净利/扣非归母净利分别为12.62/5.25/-1.96亿元，同比增长-43.15%/-9.33%/亏损。每10股派息5元，股息率7%。

分析判断:

越南收入增长，国内下滑。收入拆分来看，(1)22年越南/国内收入分别为47.41/22.48亿元，同比增长10.69%/-28%。从净利来看，越南净利为6.87亿元，同比下降27%，净利率14%、下降8PCT。越南总产能为118万锭、第一个车间8万锭于去年8月投产。整体来看，下半年受到海外需求萎缩及品牌去库存影响。

销量下降，单价增长。总产量/销量为19.1/17.7万吨，同比下滑22%/27%，产销率93%、下降5PCT；产能利用率我们估计为68%、下降29PCT，从而推出ASP为3.95万、同比增长23%，这主要由于产品结构变化。分拆来看，坯纱/色纺纱收入分别为27.76/36.31亿元，同比增长-25%/8%，色纺纱占比下降2PCT降至60%。

棉花期货投资收益贡献净利，计提资产减值损失。(1)22年公司毛利率/净利率为26.87%/22.36%、同比增加0.66/4.73PCT；分拆来看，色纺纱/坯纱毛利率分别为27.15%/24.5%，同比增加1.57/-2.15PCT，坯纱毛利率下降主要由于棉价下跌，而色纺纱相对具有定制属性、价格相对坚挺；境内/境外毛利率分别为19.1%/28.71%，同比下降0.15/1.07PCT。(2)销售/管理/研发/财务费用率分别为0.70%/7.23%/1.62%/2.25%、同比提高0.22/0.56/-0.38/0.83PCT，财务费用增加主要由于汇兑亏损；(3)投资收益为9.2亿元、同比增加7.5亿元；资产减值损失为3.89亿元、同比大幅提升主要由于存货高企而棉价下跌；所得税/收入为2.79%、同比增加1.83PCT。

存货高企，库存商品高增。2022Q4末公司存货为53.46亿元、同比增长29%、环比增长37%；分拆来看，原材料/库存商品/在途物资为32/16/5亿元，增长33%/78%/-16%；应收账款周转天数为28.56天、同比减少1.79天、环比增加2.51天。

投资建议

我们分析，(1)棉价止跌企稳，但上半年同比仍有压力，但随着库存消化、22年计提的存货跌价准备有望冲回；(2)随着海外去库存结束，下半年及明年我们仍维持对公司订单乐观的态度，且客户也仍在越南继续扩产。长期来看，公司份额提升逻辑未变，越南布局重要性越加凸显，公司扩产也仍在持续。下调23/24年收入预测103.25/111.58亿元至58.77/71.07亿元、新增25年收入预测为78.47亿元，对应调整23/24年归母净利预测12.50/14.16亿元至13.59/15.44亿元、新增25年归母净利为16.70亿元，对应调整23/24年EPS0.93/0.83元至0.91/1.03元、新增25年EPS为1.11元，2023年04月11日收盘价6.75元对应PE分别为7/7/6X，维持“买入”评级。

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,774	6,989	5,877	7,107	7,847
YoY (%)	26.7%	-10.1%	-15.9%	20.9%	10.4%
归母净利润(百万元)	1,371	1,563	1,359	1,544	1,670
YoY (%)	274.5%	14.0%	-13.1%	13.6%	8.2%
毛利率 (%)	26.2%	26.9%	22.8%	23.2%	23.4%
每股收益 (元)	0.91	1.04	0.91	1.03	1.11
ROE	15.2%	15.5%	11.9%	11.9%	11.4%
市盈率	7.39	6.48	7.45	6.56	6.06

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,989	5,877	7,107	7,847	净利润	1,563	1,359	1,544	1,670
YoY (%)	-10.1%	-15.9%	20.9%	10.4%	折旧和摊销	577	563	608	668
营业成本	5,111	4,537	5,458	6,011	营运资金变动	-1,438	2,381	-319	-178
营业税金及附加	37	24	28	31	经营活动现金流	246	3,811	1,399	1,742
销售费用	49	24	28	31	资本开支	-404	-306	-282	-314
管理费用	392	270	320	353	投资	-278	0	0	0
财务费用	157	159	71	22	投资活动现金流	225	360	255	196
资产减值损失	-390	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	924	665	537	510	债务募资	11,082	-2,644	-631	0
营业利润	1,740	1,446	1,647	1,814	筹资活动现金流	18	-2,831	-752	-109
营业外收支	18	2	4	1	现金净流量	529	1,339	902	1,829
利润总额	1,758	1,449	1,651	1,815					
所得税	195	90	107	145	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,563	1,359	1,544	1,670	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	1,563	1,359	1,544	1,670	营业收入增长率	-10.1%	-15.9%	20.9%	10.4%
YoY (%)	14.0%	-13.1%	13.6%	8.2%	净利润增长率	14.0%	-13.1%	13.6%	8.2%
每股收益	1.04	0.91	1.03	1.11	盈利能力 (%)				
					毛利率	26.9%	22.8%	23.2%	23.4%
					净利率率	22.4%	23.1%	21.7%	21.3%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	9.6%	9.2%	9.7%	9.5%
货币资金	1,507	1,666	1,833	2,016	净资产收益率 ROE	15.5%	11.9%	11.9%	11.4%
预付款项	23	68	83	89	偿债能力 (%)				
存货	4,147	4,276	5,012	5,133	流动比率	1.97	4.47	7.30	8.76
其他流动资产	1,192	864	1,482	3,100	速动比率	0.72	2.66	4.44	5.83
流动资产合计	6,869	6,873	8,410	10,338	现金比率	0.47	2.02	3.52	4.90
长期股权投资	2,195	2,195	2,195	2,195	资产负债率	38.0%	23.1%	18.7%	17.0%
固定资产	4,028	3,933	3,767	3,586	经营效率 (%)				
无形资产	657	628	607	584	总资产周转率	0.43	0.40	0.45	0.45
非流动资产合计	7,405	7,320	7,152	6,966	每股指标 (元)				
资产合计	14,274	14,194	15,562	17,305	每股收益	1.04	0.91	1.03	1.11
短期借款	2,818	1,280	1,161	1,476	每股净资产	6.70	7.61	8.64	9.75
应付账款及票据	389	316	448	416	每股经营现金流	0.16	2.54	0.93	1.16
其他流动负债	809	948	1,054	1,097	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,015	2,544	2,662	2,989	估值分析				
长期借款	1,053	1,053	1,053	1,053	PE	6.48	7.45	6.56	6.06
其他长期负债	213	213	213	213	PB	0.85	0.89	0.78	0.69
非流动负债合计	1,265	1,265	1,265	1,265					
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。