

# 19年收入下滑、利润持平，疫情致20年业绩承压

## ——联发股份(002394.SZ)2019年年报及2020年一季报点评

公司简报

### 中性(下调)

当前价: 9.02元

### 分析师

李婕(执业证书编号: S0930511010001)

021-52523339

[lijie\\_yjs@ebscn.com](mailto:lijie_yjs@ebscn.com)

孙未末(执业证书编号: S0930517080001)

021-52523672

[sunww@ebscn.com](mailto:sunww@ebscn.com)

### 市场数据

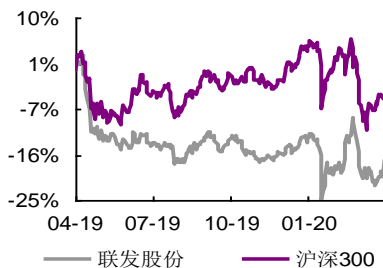
总股本(亿股): 3.37

总市值(亿元): 30.37

一年最低/最高(元): 8.19/11.13

近3月换手率: 58.99%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.71	3.79	-14.94
绝对	1.12	-3.52	-19.80

资料来源: Wind

### 相关研报

需求仍较疲弱、收入呈现下滑，利润端波动较大——联发股份(002394.SZ)2019年三季报点评

..... 2019-10-24  
汇率贬值提振业绩，股权激励绑定高管促长期稳健增长——联发股份(002394.SZ)2018年年报及2019年一季报点评

..... 2019-04-23

### ◆19年收入降6%、净利持平，20Q1收入略下滑、投资收益贡献净利增幅较大

公司2019年实现营业收入39.11亿元、同比下降6.19%，归母净利润3.93亿元、同比增0.70%，扣非归母净利润3.08亿元、同比下降7.77%，EPS1.17元，拟每股派息0.2元(含税)。非经常性损益中，金融资产投资收益增加较多、自18年的2799万元增加至9114万元。

分季度看，19Q1-Q4收入分别同比增-8.05%、-17.60%、-4.95%、+8.20%，净利分别+63.47%、+5.19%、-35.37%、+7.71%。20Q1收入同比降2.60%至9.01亿元，归母净利润同比增54.65%至1.13亿元、净增4005万元主要为金融资产投资收益(投资净收益+公允价值变动收益)净增加8607万元贡献，扣非净利润同比降53.92%至1616万元。总结来看，19年前三季度内外需均不佳致收入下滑、19Q4略有改善，20Q1受国内外疫情影响、收入再度出现同比下滑；净利润端投资收益增厚业绩，若扣除该影响盈利能力亦存在压力。

### ◆19年收入分拆：主要产品收入下滑，分地区来看国内收入略提升、国外下滑

1) 分行业来看，2019年纺织服装收入占比72.95%为公司主导，收入同比下降13.08%；另外，热电、其他(主要是棉花销售)收入占比分别为2.08%、24.97%，分别同比+16.89%、+19.51%。

2) 分产品来看，公司主要产品为色织布(收入占比35.05%)、印染布(17.19%)、棉纱(9.77%)、服装(7.72%)，19年收入分别同比增-16.27%、-6.36%、-18.92%、-24.76%，印花布、水汽及污水处理占比较小，收入分别增130.95%、16.89%。

再按量价拆分，2019年主要产品色织布、印染布、印花布、服装、棉纱销售量分别增-20.22%、-14.72%、-3.67%、-17.79%、-27.70%，推算单价分别增4.95%、9.80%、139.75%、-8.48%、12.14%。

3) 分地区来看，19年国内为同比增长，国外主要国家/地区收入同比下滑，其中国内收入占比达到50.96%、同比增5.47%，国外方面美国、欧洲占比较大(分别占总收入17.22%、12.70%)，收入分别同比-14.81%、-17.33%，日本占比1.08%、同比增15.19%，其他占比18.04%、同比降17.15%。

### ◆19年毛利率提升，20Q1毛利率略下降

19年公司毛利率同比上升1.29PCT至21.63%。分产品来看，色织布、印染布、其他毛利率分别为30.26%(+4.19PCT)、28.25%(+5.53PCT)、9.35%(-1.06PCT)。

19Q1~20Q1单季度毛利率分别为17.03%(+3.01PCT)、21.26%(+3.31PCT)、21.30%(-0.60PCT)、26.15%(-1.73PCT)、16.36%(-0.94PCT)。

19年公司毛利率提升主要影响因素包括：

1) 原材料棉花价格下跌、用棉成本有所下降。公司成本中原材料占比60%左右、主要为棉花。2019年全年国内328棉花现货价格指数下跌11.50%至13601元/吨，国外Cotlook A棉花价格指数19年全年下跌3.71%，公司产品出口占主导、订单价格多对标外棉，内棉价格降幅超过外棉，对公司毛利率带来一定贡献。

2) 汇率贬值贡献。公司主营产品出口占比65%左右，19Q1~20Q1人民币兑美元分别升值1.89%、贬值2.10%、贬值2.88%、升值1.37%、贬值1.56%，且各季度同比上年同期均为贬值状态，有利于公司美元订单价格转化为人民币计价的收入增加、毛利率提升。

3) 另外，部分燃料成本如电、煤炭等亦有下降。

20Q1毛利率同比略有下滑。展望20年，在国外疫情致需求大幅收缩、对公司订单带来较大压制背景下，毛利率端存在下行压力。

#### ◆费用率提升，金融资产投资收益贡献较大

费用率方面，公司2019年期间费用率为9.84%、同比增1.79PCT，其中销售、管理、研发、财务费用率分别-0.13、+0.86、+0.64、+0.41PCT；20Q1期间费用率同比继续提升1.39PCT至12.14%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别+0.75、+0.40、+1.65、-1.41PCT。

另外金融资产投资收益对公司业绩贡献较大，19年投资收益+公允价值变动收益合计净增加5126万元、同比增124.99%，20Q1净增8607万元、同比增加205.76%。

#### ◆20年国外疫情致外需承压，长期关注色织龙头稳健发展

公司拥有轧花、纺纱、染色、织造、整理、针织、家纺、印染、制衣全产业链，热电、污水处理配套，品牌运营与仓储物流于一体，当前拥有纺纱32万锭生产规模，年产色织布1.6亿米、印染布6000万米、服装1100万件、针织纱与针织布染色各6000吨、家纺7200万米的生产能力。目前在建产能项目主要包括新疆高档家纺坯布及配套纱线生产项目和印尼年产6600万米高档梭织服装面料项目，其中新疆项目为公司家纺业务配套、于19~20年陆续投产中，印尼项目进度相对较慢。

我们认为：1) 受外部环境影响、当前国外疫情尚未出现拐点，外需不确定性较大，20年1~3月纺织品和服装出口额分别下滑14.6%、下滑20.6%，纺织服装出口大环境承压，公司难以独善其身。公司合并报表层面19年出口收入占49%、主要产品出口占比约65%，出口收入中美国和欧洲合计占比达61%、目前该地区疫情仍较为严重，对公司出口订单带来不利影响，3月底以来公司已出现部分订单取消或者延迟的情况。当前时点仍需观察国外疫情防控进展和外需恢复的进度，20年短期业绩压力较大。

2) 中长期而言公司色织制造龙头地位突出，经历过疫情行业优胜劣汰加剧，公司作为龙头抗风险能力相对较强，有望实现份额提升。

公司行业地位和发展长期逻辑暂未变化，同时保持较高派息率（18~19年股息率6%左右），但考虑到20年疫情对外需形成较大压制，国外经济和需求端均存在压力，下调20~21年、新增22年EPS为0.77、0.85、0.96元，对应20年PE12倍，短期业绩端有一定压力，下调至“中性”评级。

◆风险提示：国外疫情影响超预期致公司接单恶化、产能拓展不及预期、棉花波动风险、汇率波动风险。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,169	3,911	3,306	3,594	3,850
营业收入增长率	4.12%	-6.19%	-15.45%	8.71%	7.10%
净利润（百万元）	390	393	258	286	323
净利润增长率	8.34%	0.70%	-34.44%	11.01%	12.95%
EPS（元）	1.21	1.17	0.77	0.85	0.96
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.20%	11.52%	7.36%	7.66%	8.08%
P/E	7	8	12	11	9
P/B	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年4月23日

### 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,169	3,911	3,306	3,594	3,850
营业成本	3,321	3,065	2,713	2,888	3,079
折旧和摊销	192	189	191	199	205
税金及附加	37	33	28	31	33
销售费用	156	141	122	129	139
管理费用	144	169	145	151	162
研发费用	26	49	43	45	50
财务费用	10	25	8	1	-2
投资收益	48	34	30	32	33
营业利润	508	510	334	371	419
利润总额	506	511	335	372	420
所得税	115	120	77	85	97
净利润	391	391	258	286	323
少数股东损益	0	-2	0	0	0
归属母公司净利润	390	393	258	286	323
EPS(按最新股本计)	1.21	1.17	0.77	0.85	0.96

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	568	445	497	444	451
净利润	390	393	258	286	323
折旧摊销	192	189	191	199	205
净营运资金增加	482	-1,111	-172	35	60
其他	-496	973	220	-76	-137
投资活动产生现金流	-266	-117	-160	-144	-117
净资本支出	-109	-241	-250	-150	-150
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-157	124	90	7	33
融资活动现金流	-337	-329	-262	-53	-55
股本变化	0	13	0	0	0
债务净变化	-61	-177	-87	0	0
无息负债变化	-26	231	-49	34	35
净现金流	-29	-4	74	248	279

### 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	20.3%	21.6%	18.0%	19.6%	20.0%
EBITDA 率	16.1%	16.8%	13.7%	15.6%	15.6%
EBIT 率	11.4%	11.9%	7.9%	10.1%	10.2%
税前净利润率	12.1%	13.1%	10.1%	10.3%	10.9%
归母净利润率	9.4%	10.1%	7.8%	8.0%	8.4%
ROA	9.2%	8.7%	5.8%	6.0%	6.4%
ROE (摊薄)	12.2%	11.5%	7.4%	7.7%	8.1%
经营性 ROIC	10.2%	13.4%	7.9%	11.1%	12.0%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	24%	24%	21%	21%	20%
流动比率	2.76	3.98	4.76	4.99	5.27
速动比率	2.03	2.87	3.54	3.82	4.11
归母权益/有息债务	5.67	8.80	11.63	12.41	13.30
有形资产/有息债务	7.29	11.31	14.25	15.00	15.85

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 19 年股息率已考虑期末拟派息, 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	4,249	4,512	4,466	4,734	5,035
货币资金	266	259	334	581	860
交易性金融资产	137	1,135	1,135	1,135	1,135
应收账款	398	393	329	358	383
应收票据	32	0	1	1	1
其他应收款 (合计)	10	5	5	5	6
存货	710	777	684	695	738
其他流动资产	1,036	73	73	73	73
流动资产合计	2,685	2,787	2,682	2,979	3,335
其他权益工具	0	31	31	31	31
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,327	1,360	1,281	1,175	1,064
在建工程	5	137	208	209	209
无形资产	104	104	151	193	238
商誉	1	1	1	1	1
其他非流动资产	42	44	44	44	44
非流动资产合计	1,564	1,725	1,784	1,755	1,700
总负债	1,027	1,081	945	979	1,014
短期借款	564	87	0	0	0
应付账款	194	239	217	231	246
应付票据	10	125	109	116	123
预收账款	47	33	33	36	38
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	973	700	564	597	632
长期借款	1	301	301	301	301
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	34	31	31	31	31
非流动负债合计	54	381	381	381	381
股东权益	3,222	3,431	3,521	3,755	4,021
股本	324	337	337	337	337
公积金	1,134	1,200	1,200	1,200	1,200
未分配利润	1,738	1,934	2,023	2,258	2,524
归属母公司权益	3,199	3,411	3,500	3,735	4,000
少数股东权益	23	21	21	21	21

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	4%	4%	4%	4%	4%
管理费用率	3%	4%	4%	4%	4%
财务费用率	0%	1%	0%	0%	0%
研发费用率	1%	1%	1%	1%	1%
所得税率	23%	24%	23%	23%	23%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.56	0.50	0.15	0.17	0.19
每股经营现金流	1.76	1.32	1.48	1.32	1.34
每股净资产	9.88	10.13	10.40	11.09	11.88
每股销售收入	12.88	11.62	9.82	10.68	11.43

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	7	8	12	11	9
PB	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.0	3.6	4.7	3.3	2.7
股息率	6.2%	5.5%	1.7%	1.9%	2.1%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼