

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年三季度报点评

公司简报

增持(维持)

当前价: 9.48元

分析师

李婕(执业证书编号: S0930511010001)

021-52523339

lijie_yjs@ebsecn.com

孙未末(执业证书编号: S0930517080001)

021-52523672

sunww@ebsecn.com

市场数据

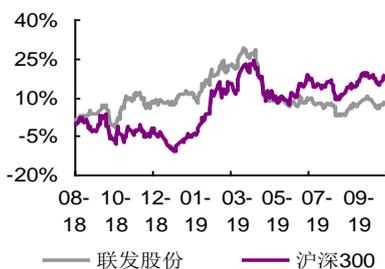
总股本(亿股): 3.37

总市值(亿元): 31.91

一年最低/最高(元): 8.82/11.40

近3月换手率: 25.83%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.93	-0.51	-15.02
绝对	0.42	1.62	6.57

资料来源: Wind

相关研报

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

收入增速略有放缓，汇率贬值促净利增长提速——联发股份(002394.SZ) 2018年三季度报点评

..... 2018-10-27

◆18Q4以来收入持续下滑，净利润波动较大

公司2019年前三季度实现营业收入28.75亿元、同比下降10.48%；归母净利润2.43亿元、同比下降3.20%；扣非净利润1.95亿元、同比下降6.43%；EPS0.75元。扣非净利润降幅小于收入主要为毛利率提升幅度超过费用率以及公允价值变动收益增加。

分季度看，19Q1-Q3收入分别同比-8.05%、-17.60%、-4.95%，净利分别+63.47%、+5.19%、-35.37%。18Q4以来公司收入端持续下滑，主要为中美贸易摩擦以及国内外需求不佳影响。19Q1净利润提升幅度较大主要为公允价值变动收益增加及人民币贬值促财务费用减少等所致，19Q3净利润下滑幅度较大主要为公允价值变动收益同比减少和资产减值损失增加。

收入分拆来看，19H1公司色织布、印染布、印花布、服装、棉纱、电汽及污水处理等收入分别-21.42%、-21.01%、+82.47%、-18.21%、-17.31%、-3.98%，其中印花布收入增幅较大，主要为公司自营订单增加。预计前三季度主要产品色织布、印染布、服装等收入仍呈下滑，印花布收入同比增长。

◆毛利率提升幅度超过费用率

19年前三季度公司毛利率同比上升1.90PCT至20%。其中19Q1~Q3单季度毛利率分别为17.30%(+3.01PCT)、21.26%(+3.31PCT)、21.30%(-0.60PCT)。

从毛利率影响因素来看，成本下降幅度大于订单价格，以及人民币汇率贬值均有贡献。

棉价方面，19年初至今国内外棉价均为下滑，国内棉价受到中美贸易摩擦和国内需求不佳等影响，棉花328价格指数较年初下跌16.87%、目前为12777元/吨，国际棉价CotlookA指数下跌6.37%至75.70美分/磅。公司以出口为主，订单价格多对标国际棉价，前三季度内棉价格降幅大于外棉，有利于公司增加毛利(成本下降超过收入降幅)。

另外，叠加19Q1~Q3人民币兑美元分别升值1.89%、贬值2.10%、贬值2.88%，二季度以来处于贬值状态，有利于公司美元订单价格转化为人民币计价的收入增加。

1~9月期间费用率同比提升1.47PCT至9.68%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为4.07%(-0.32PCT)、4.63%(+0.84PCT)、0.54%(+0.43PCT)、0.45%(+0.52PCT)。其中管理费用提升主要为分摊股权激励费用影响。19Q1~Q3期间费用率分别同比+1.92%、+3.02%、-0.67PCT。

◆短期产能扩张主要包括新疆家纺坯布及印尼服装项目

产能方面，公司目前在建产能主要为家纺坯布和服装，主要产品色织布、印染布等目前产能规模仍维持稳定。其中，公司2018年公告拟于新疆阿克苏建设年产2800万米高档家纺坯布及配套纱线生产项目，建设安装16万锭纺纱及400台家纺宽幅喷气织机生产线，截止目前公司已经取得了项目投产前的必要审批流程和前置手续，已初步形成了200台织机和5万锭纱线的生产

规模，相关设备正在陆续安装中，预计将逐步投产。

印尼项目方面，公司 2019 年 6 月公告拟与 PT Ungaran Sari Garments 合作在印尼设立子公司，建设年产 6600 万米高档梭织服装面料项目。目前项目实施主体“联发纺织（印尼）有限公司”已获得印度尼西亚共和国司法及人权部的审批，预计将逐步开工建设。

另外，公司于 2019 年 5 月公告，前期签署埃塞俄比亚项目的合作意向性协议已终止。

◆短期需求未见改善，长期关注色织龙头全球化布局

我们认为：1) 短期来看国内外需求不佳影响公司业绩。19H1 公司国内、美国收入分别下滑 9.98%、11.79%，公司客户下单趋于谨慎、需求疲弱影响公司接单。长期来看，公司色织布龙头地位突出，短期家纺坯布和服装产品扩产中，未来产能投产将促进增长。结合公司在印尼扩产，全球化布局将有利于公司分散风险和降低成本。

2) 公司利润端中公允价值变动损益波动较大，仍需关注。另外，19 年股权激励摊销对业绩影响相对较大，20~21 年该影响会逐步减小。

3) 2019 年 10 月，公司实际控制人家族间股权比例变更，孔祥军先生将其持有的联发集团 20.53% 股份转让予其子、一致行动人孔令国先生，二人分别持有联发集团 20.53% 股权。孔祥军及其一致行动人合计持有联发集团 57.38% 股份不变，联发集团持有公司 38.89% 股份。

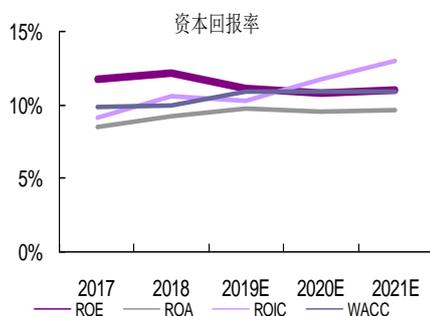
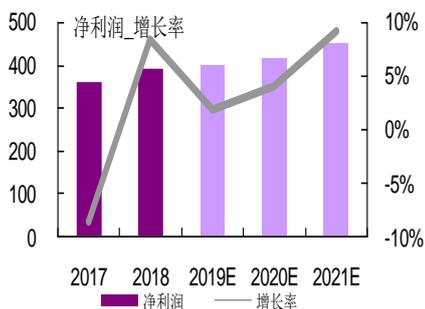
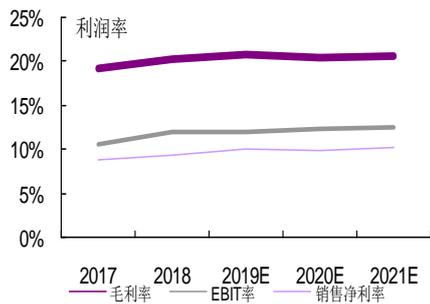
考虑到国内外需求未见好转，我们略下调 19~21 年 EPS 为 1.18、1.23、1.34 元，对应 19 年 PE8 倍，公司 16~18 年股息率为 6.33%、7.38%、5.80% 提供稳健回报，维持“增持”评级。

◆风险提示：国内外下游需求增长不及预期致公司接单议价能力下降、海外产能拓展不及预期、棉价波动风险、汇率波动风险、贸易摩擦加剧影响公司接单。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,004	4,169	3,935	4,161	4,398
营业收入增长率	7.09%	4.12%	-5.61%	5.74%	5.70%
净利润（百万元）	360	390	397	413	450
净利润增长率	-8.56%	8.34%	1.76%	3.92%	9.09%
EPS（元）	1.07	1.16	1.18	1.23	1.34
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.81%	12.20%	11.15%	10.82%	10.98%
P/E	9	8	8	8	7
P/B	1.0	1.0	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 2019 年 10 月 24 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,004	4,169	3,935	4,161	4,398
营业成本	3,232	3,321	3,112	3,303	3,487
折旧和摊销	192	194	236	240	243
营业税费	28	37	35	37	40
销售费用	154	156	142	146	154
管理费用	153	144	165	146	154
财务费用	92	10	32	24	12
公允价值变动损益	11	-7	35	0	0
投资收益	104	48	55	60	65
营业利润	456	508	533	554	605
利润总额	469	506	530	551	601
少数股东损益	-4	0	1	1	1
归属母公司净利润	360	390	397	413	450

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	4,187	4,249	4,087	4,345	4,658
流动资产	2,246	2,685	2,689	3,137	3,643
货币资金	290	266	295	668	1,105
交易型金融资产	108	137	110	119	122
应收账款	452	398	450	475	502
应收票据	16	32	20	21	22
其他应收款	11	10	12	12	13
存货	700	710	674	707	738
可供出售投资	32	32	32	32	32
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,378	1,327	1,154	963	769
无形资产	98	104	99	94	90
总负债	1,114	1,027	501	505	532
无息负债	489	463	477	504	532
有息负债	625	565	25	1	1
股东权益	3,073	3,222	3,586	3,840	4,126
股本	324	324	337	337	337
公积金	1,134	1,134	1,185	1,185	1,185
未分配利润	1,590	1,738	2,038	2,292	2,577
少数股东权益	23	23	23	24	24

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	296	568	586	578	603
净利润	360	390	397	413	450
折旧摊销	192	194	236	240	243
净营运资金增加	-116	483	-40	58	58
其他	-141	-499	-6	-133	-149
投资活动产生现金流	554	-266	47	1	12
净资本支出	-97	-109	-70	-50	-50
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	651	-157	117	51	62
融资活动现金流	-839	-337	-605	-207	-177
股本变化	0	0	13	0	0
债务净变化	-606	-61	-540	-24	0
无息负债变化	-123	-26	14	28	27
净现金流	3	-29	29	372	437

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	7.09%	4.12%	-5.61%	5.74%	5.70%
净利润增长率	-8.56%	8.34%	1.76%	3.92%	9.09%
EBITDA 增长率	-1.88%	12.34%	2.28%	6.61%	4.90%
EBIT 增长率	-3.84%	17.51%	-5.21%	9.05%	6.50%
估值指标					
PE	9	8	8	8	7
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	6	5	4	4	3
EV/EBIT	8	7	7	5	4
EV/NOPLAT	11	9	9	7	6
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	19.27%	20.34%	20.92%	20.61%	20.72%
EBITDA 率	15.45%	16.67%	18.06%	18.21%	18.08%
EBIT 率	10.65%	12.02%	12.07%	12.45%	12.55%
税前净利润率	11.71%	12.13%	13.48%	13.24%	13.67%
税后净利润率 (归属母公司)	9.00%	9.36%	10.09%	9.92%	10.24%
ROA	8.50%	9.19%	9.73%	9.51%	9.68%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.81%	12.20%	11.15%	10.82%	10.98%
经营性 ROIC	9.15%	10.65%	10.35%	11.75%	13.05%
偿债能力					
流动比率	2.10	2.76	5.87	6.82	7.51
速动比率	1.44	2.03	4.40	5.28	5.99
归属母公司权益/有息债务	4.88	5.67	144.72	5673.13	6096.79
有形资产/有息债务	6.50	7.29	160.92	6279.86	6752.01
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.07	1.16	1.18	1.23	1.34
每股红利	0.48	0.29	0.47	0.49	0.54
每股经营现金流	0.88	1.69	1.74	1.72	1.79
每股自由现金流(FCFF)	1.62	0.00	1.69	1.58	1.67
每股净资产	9.06	9.50	10.58	11.34	12.18
每股销售收入	11.89	12.38	11.69	12.36	13.06

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

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会与，不与，也将不会与本报告中的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見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 2019 版权所有。

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