

# 贸易摩擦、棉价下跌影响业绩，发行可转债扩充棉纱产能

## ——新野纺织 (002087.SZ) 2019 年三季度报点评

公司简报

### 增持 (下调)

当前价：3.88 元

### 分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

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

汲肖飞 (执业证书编号：S0930517100004)

021-52523675

[jixiaofei@ebsecn.com](mailto:jixiaofei@ebsecn.com)

### 市场数据

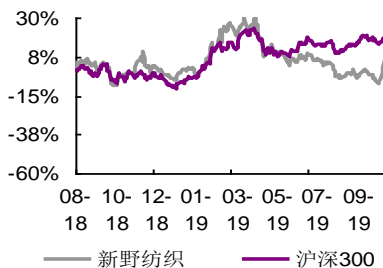
总股本(亿股)：8.17

总市值(亿元)：31.69

一年最低/最高(元)：3.38/4.91

近3月换手率：109.69%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	10.70	0.84	-7.98
绝对	9.06	3.20	10.39

资料来源：Wind

### 相关研报

- 业绩符合预期，贸易摩擦影响 Q4 收入 ..... 2019-04-10
- 产能扩张、产品提价，棉纺龙头成长续航 ..... 2018-10-24
- 业绩增长稳健，棉价有望上涨利好低估值棉纺龙头 ..... 2018-08-23
- 补贴推动净利增长，棉纺龙头稳健发展 ..... 2018-04-25
- 业绩符合预期，新增产能续航持续增长 ..... 2018-04-11

### ◆1-9 月收入同降 11%、净利同降 36%，19Q3 净利降幅扩大

2019 年 1-9 月公司实现收入 42.25 亿元、同降 10.98%，归母净利 2.04 亿元、同降 35.61%，扣非净利 2.20 亿元、同降 27.63%，EPS 为 0.25 元。公司净利增速低于收入主要由于销售、财务费用率升以及营业外支出增加，低于扣非净利主要由于政府补助同比减少等因素。

分季度来看，2018Q1-19Q3 公司收入同增 16.25%、30.48%、23.52%、-4.06%、13.74%、-27.42%、-11.47%，净利同增 128.36%、11.44%、37.39%、26.07%、47.93%、-41.04%、-62.39%。收入方面，2019Q2-Q3 受棉价下跌影响，公司棉纺产品价格下降导致收入同比下滑；净利方面，2019Q2 公司营业外支出同比增长、2019Q3 公司毛利率同降 1.63PCT 且财务费用率同增 0.98PCT 导致净利增速低于收入。

### ◆价格下滑导致纱线收入同比下降，坯布收入降幅相对较小

公司收入主要来源于于纱线、坯布面料，收入占比约为 90%。

纱线方面，2019H1 公司纱线收入同降 14.40%，我们估计 2019 年前三季度公司纱线收入同降 10% 以上，主要由于 2019 年 5 月受中美贸易摩擦加剧影响，棉花价格持续下降，导致公司纱线价格同比下滑，公司积极拓展大客户资源，加大广州市场开发力度，产品销量同比基本保持稳定。

坯布面料方面，2019H1 公司坯布面料收入同降 1.88%，我们估计 2019 年前三季度坯布面料收入低个位数下滑，受棉价下跌影响，公司坯布面料产品价格略有下降，销量预计同比基本持平。

### ◆棉价下跌影响毛利率，费用率同比上升

2019 年 1-9 月公司毛利率同降 0.13PCT 至 16.78%，主要由于 19Q3 棉价持续下跌、公司棉纺产品价格下降而库存棉花成本较高。分季度来看，2018Q1-19Q3 公司毛利率分别为 16.10%(+0.37PCT)、15.31%(-5.88PCT)、19.57%(+0.76PCT)、19.45%(+6.49PCT)、16.60%(+0.50PCT)、15.83%(+0.52PCT)、17.94%(-1.63PCT)。

2019 年 1-9 月期间费用率同增 1.08PCT 至 10.26%，其中销售费用率同增 0.66PCT 至 2.33%，主要由于加大广东等纺织市场开发力度，加强对大客户营销投入；管理费用率（考虑研发费用）同增 0.02PCT 至 3.92%；财务费用率同增 0.41PCT 至 4.01%，主要由于短期借款、长期借款等有息负债增加。

### ◆棉价企稳收入受益，盈利能力有望提升

我们认为：1) 收入方面，受中美贸易摩擦加剧影响，2019Q2-Q3 棉花价格持续下跌，目前中美贸易摩擦缓和，中国加大对美国农产品采购，未来棉价有望逐渐企稳，公司产品价格预计保持稳定。公司棉纱、面料产能保持扩张，2019 年下半年本部高档牛仔布面料等项目将开始投产，且公司加大客户拓展力度，带动主要产品销量稳中有升。2) 盈利能力方面，2019Q3 受棉价下跌影响，公司毛利率同比下滑，棉价企稳、公司加强高毛利率新产品开发，毛利

率有望保持稳定提升。3) 2019年10月9日、10月22日公司公告子公司收到政府补助,将增加2019年度净利润536.60万元、2817.96万元,2019年公司已收到政府补助8223.34万元,低于2018年全年的1.29亿元。4) 2019年4月公司公告可转债发行预案,拟募资不超过5.70亿元,主要用于阿克苏新发棉业16.5万吨高档纺纱项目,进一步扩充棉纺产能。2019年5月河南省国资委审批同意公司发行可转债。

由于公司收入增速低于此前预期,我们下调2019-21年EPS预测为0.36/0.42/0.51元(前值为0.55/0.69/0.83元),业绩增长承压,目前股价调整后估值较低、对应2019年11倍PE,下调至“增持”评级。

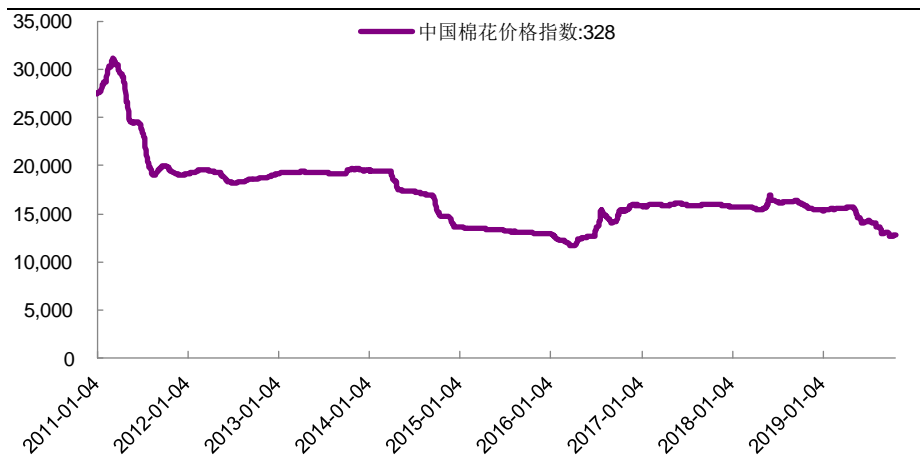
◆风险提示:产能释放不达预期、中美贸易摩擦加剧、补贴力度减弱等。

#### 业绩预测和估值指标

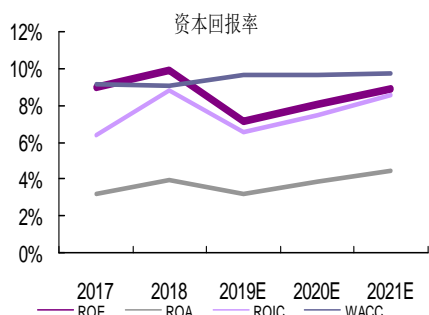
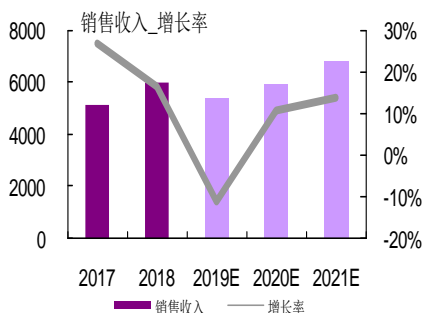
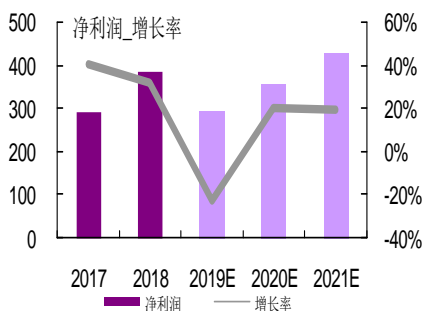
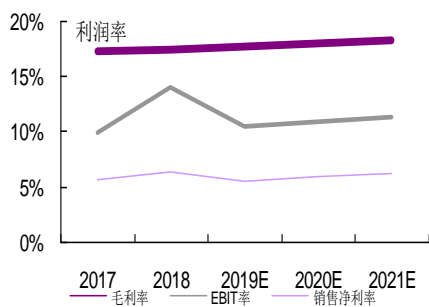
指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,195	6,060	5,386	5,974	6,802
营业收入增长率	27.16%	16.64%	-11.13%	10.93%	13.86%
净利润(百万元)	292	386	296	341	413
净利润增长率	40.84%	32.27%	-23.29%	15.19%	20.91%
EPS(元)	0.36	0.47	0.36	0.42	0.51
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.99%	9.90%	7.12%	7.69%	8.62%
P/E	11	8	11	9	8
P/B	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为2019年10月23日

图1:近年来我国棉价走势



资料来源:Wind,光大证券研究所



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>5,195</b>	<b>6,060</b>	<b>5,386</b>	<b>5,974</b>	<b>6,802</b>
营业成本	4,298	5,002	4,432	4,900	5,560
折旧和摊销	228	256	262	265	266
营业税费	20	22	27	18	27
销售费用	101	123	135	149	170
管理费用	243	103	248	275	313
财务费用	219	258	229	270	298
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>309</b>	<b>421</b>	<b>314</b>	<b>360</b>	<b>430</b>
<b>利润总额</b>	<b>318</b>	<b>432</b>	<b>329</b>	<b>379</b>	<b>459</b>
少数股东损益	1	2	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>292</b>	<b>386</b>	<b>296</b>	<b>341</b>	<b>413</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>9,118</b>	<b>9,761</b>	<b>10,107</b>	<b>10,404</b>	<b>10,823</b>
流动资产	5,150	5,736	6,163	6,646	7,251
货币资金	1,085	934	969	896	884
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	618	737	806	893	1,014
应收票据	86	8	27	30	34
其他应收款	41	57	65	72	82
存货	2,193	2,805	3,102	3,430	3,892
可供出售投资	42	36	0	0	0
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	2,872	2,982	2,901	2,740	2,578
无形资产	697	776	776	757	739
<b>总负债</b>	<b>5,843</b>	<b>5,780</b>	<b>5,870</b>	<b>5,886</b>	<b>5,960</b>
无息负债	1,504	1,161	1,184	1,141	1,140
有息负债	4,339	4,619	4,687	4,745	4,820
<b>股东权益</b>	<b>3,275</b>	<b>3,981</b>	<b>4,236</b>	<b>4,518</b>	<b>4,863</b>
股本	817	817	817	817	817
公积金	1,181	1,506	1,536	1,570	1,611
未分配利润	1,229	1,562	1,783	2,031	2,335
少数股东权益	23	76	76	76	76

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>106</b>	<b>151</b>	<b>320</b>	<b>397</b>	<b>460</b>
净利润	292	386	296	341	413
折旧摊销	228	256	262	265	266
净营运资金增加	987	811	363	406	506
其他	-1,401	-1,304	-601	-615	-725
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-895</b>	<b>-244</b>	<b>-204</b>	<b>-80</b>	<b>-80</b>
净资本支出	-842	-244	-240	-80	-80
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-53	0	36	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>487</b>	<b>-115</b>	<b>-81</b>	<b>-391</b>	<b>-391</b>
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	669	280	68	58	75
无息负债变化	191	-344	23	-43	-1
<b>净现金流</b>	<b>-301</b>	<b>-208</b>	<b>35</b>	<b>-73</b>	<b>-12</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	27.16%	16.64%	-11.13%	10.93%	13.86%
净利润增长率	40.84%	32.27%	-23.29%	15.19%	20.91%
EBITDA 增长率	54.93%	48.75%	-27.53%	11.10%	11.22%
EBIT 增长率	79.32%	64.73%	-36.44%	15.98%	15.77%
<b>估值指标</b>					
PE	11	8	11	9	8
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	10	7	8	7	6
EV/EBIT	14	9	12	10	8
EV/NOPLAT	15	10	13	11	9
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	17.28%	17.46%	17.71%	17.99%	18.26%
EBITDA 率	14.37%	18.32%	14.94%	14.96%	14.62%
EBIT 率	9.98%	14.09%	10.08%	10.54%	10.71%
税前净利润率	6.12%	7.13%	6.11%	6.34%	6.75%
税后净利润率 (归属母公司)	5.62%	6.38%	5.50%	5.71%	6.08%
ROA	3.21%	3.98%	2.93%	3.28%	3.82%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.99%	9.90%	7.12%	7.68%	8.64%
经营性 ROIC	6.44%	8.81%	5.47%	6.12%	6.77%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.91	1.24	1.40	1.36	1.39
速动比率	1.10	0.64	0.70	0.66	0.64
归属母公司权益/有息债务	0.75	0.85	0.89	0.94	0.99
有形资产/有息债务	1.93	1.94	1.99	2.03	2.09
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>	2.40		2.14	1.97	2.15
EPS					
每股红利	0.36	0.47	0.36	0.42	0.51
每股经营现金流	0.04	0.05	0.07	0.08	0.10
每股自由现金流(FCFF)	0.13	0.18	0.39	0.49	0.56
每股净资产	-1.36	-0.09	0.18	0.43	0.41
每股销售收入	3.98	4.78	5.09	5.44	5.86

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 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