

审慎推荐-A (维持)

新野纺织 002087.SZ

目标估值: 7.26 元

当前股价: 6.05 元

2017 年 04 月 26 日

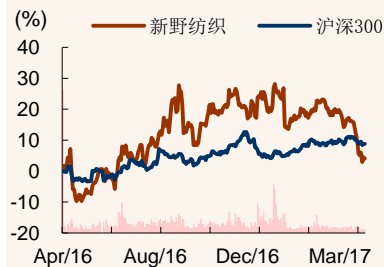
产能释放有效保证订单提升 全年业绩快速增长可期

基础数据

上证综指	3141
总股本(万股)	81679
已上市流通股(万股)	67454
总市值(亿元)	49
流通市值(亿元)	41
每股净资产(MRQ)	3.6
ROE(TTM)	7.0
资产负债率	62.8%
主要股东	新野县财政局
主要股东持股比例	27.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	-14	6
相对表现	-11	-16	-3



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《新野纺织(002087)一量价齐升拉动收入超预期 低价棉储及补贴收入增厚利润》2017-04-20

孙好

010-57601717
sunyu2@cmschina.com.cn
S1090511110003

王孜

wangzi@cmschina.com.cn
S1090516090006

在新增产能逐步释放以及棉价上涨的背景下,公司 17Q1 营收保持继续快速增长,产品结构优化、控费效果提升等因素推动净利润实现快速增长。公司去年上半年新疆宇华 10 万锭高档纺纱项目及下半年的新疆锦域二期棉纺 10 万锭项目投产,今年将有节奏的释放产能,提供新的增量贡献,预计 17H1 仍能保持 30-50% 的增长;同时,公司新疆产能的增长将进一步带动补贴收入增长,有望持续增厚公司利润。目前公司总市值 49 亿元,对应 17PE 为 18.5X,短期估值较为合理,但考虑近期棉价止跌小幅上行,公司业绩增长趋势良好,震荡市下,近期股价已回落至高管增持价 6.0 元,且公司流通市值小,股价回调过程中仍可为全年布局。

- 产能释放拉动公司 17Q1 营收/净利润分别增长 39.70%/40.09%。公司发布一季报,2017Q1 实现收入/营业利润/归属母公司净利润分别为 11.19/0.22/0.23 亿元,同比增长 39.07%/71.75%/40.09%。基本每股收益为 0.03 元。公司 17Q1 营收和利润的大幅增长主要是因为公司去年投产的新疆产能的释放,棉纱产量增加带动。
- 17 年新增产能持续释放及订单增长有望使收入快速增长趋势延续,同时产品升级的持续和补贴的贡献将利好利润端的快速增长。新疆宇华 10 万锭高档纺纱项目在上半年投产,新疆锦域二期棉纺 10 万锭及 5000 头气流纺在去年下半年顺利投产,今年产能释放将覆盖全年,有效保证订单增长,同时,近期棉价止跌企稳,产品售价也有望保持稳定,预计 17 年上半年有望实现 30-50% 左右的增长。利润端,在产品升级持续提升的背景下,毛利率有望稳定,而随着新疆产能的释放将有效拉动补贴收益的增长,提升利润端的表现。
- 销售毛利率和期间费用率同比双双下降,净利率同比保持稳定。公司 17Q1 的综合毛利率为 15.73%,同比下降 1.27PCT,棉价的持续上涨推动公司生产成本的提升,进而带动公司毛利率的下滑。公司 17Q1 的期间费用率为 13.29%,同比下降 1.48PCT,其中销售/管理/财务费用率用别下滑 0.05/0.46/0.97PCT,其中,销售费用同比增长 37.4%至 0.35 亿元,主要系产销量增加引起产品运费的相应增加。公司 17Q1 的净利率为 2.05%,同比保持稳定。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3047	4085	5113	6192	7316
同比增长	-10%	34%	25%	21%	18%
营业利润(百万元)	22	98	166	216	267
同比增长	-42%	348%	70%	30%	24%
净利润(百万元)	117	207	272	331	393
同比增长	39%	77%	31%	22%	19%
每股收益(元)	0.23	0.25	0.33	0.41	0.48
PE	27.3	24.2	18.5	15.2	12.8
PB	1.6	1.7	1.8	1.6	1.5

资料来源: 公司数据、招商证券

- **存货与应收账款随公司生产规模扩大双双提升，经营性现金流同比增长。** 公司 17Q1 末共有存货 13.48 亿元，较年初增长 8.66%，同比增长 5.45%；应收账款余额为 5.52 亿元，较年初增长 1.92%，同比增长 15.56%。随着生产规模的扩大，公司库存规模及应收账款余额双双提升。公司 17Q1 末经营性现金流净额为 0.55 亿元，去年同期为 -2.35 亿元，主要是购买商品、接受劳务支付的现金相较于销售商品、提供劳务收到的现金较少。
- **盈利预测与投资建议：** 在新增产能逐步释放以及棉价上涨的背景下，公司 17Q1 营收保持继续快速增长，产品结构优化、控费效果提升等因素推动净利润实现快速增长。公司去年上半年新疆宇华 10 万锭高档纺纱项目及下半年的新疆锦域二期棉纺 10 万锭项目投产，今年将有节奏的释放产能，提供新的增量贡献，预计 17H1 仍能保持 30-50% 的增长；同时，公司新疆产能的增长将进一步带动补贴收入增长，有望持续增厚公司利润。
结合今年产能释放节奏及一季报情况，微调 2017-2019 年 EPS 分别为 0.33、0.41、0.48 元，目前公司总市值 49 亿，对应 17PE18.5X，短期估值较为合理，但考虑到近期棉价止跌小幅上行，公司业绩增长趋势良好，震荡市下，近期股价已回落至高管增持价 6.0 元附近，且公司流通市值小，股价回调过程中仍可为全年布局，给予 17 年 22XPE，对应第一阶段目标价 7.26 元，维持“强烈推荐-A”的投资评级。
- **风险提示：** 市场环境持续不振、产能释放不及预期、棉价波动风险。

表1：公司单季度财务数据对比

(百万元)	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
营业收入	750	689	674	934	801	1023	1102	1160	1119
营业毛利	101	117	106	166	136	219	202	160	176
销售费用	21	18	23	33	25	23	39	58	35
管理费用	24	28	26	104	45	68	24	99	58
财务费用	43	39	45	47	48	46	51	50	57
营业利润	8	32	15	(33)	13	59	80	(53)	22
归属母公司净利润	12	31	59	16	16	52	72	67	23
EPS (元)	0.02	0.06	0.11	0.03	0.03	0.08	0.09	0.08	0.03
主要比率									
毛利率	13%	17%	16%	18%	17%	21%	18%	14%	16%
销售费用率	3%	3%	3%	4%	3%	2%	4%	5%	3%
管理费用率	3%	4%	4%	11%	6%	7%	2%	9%	5%
财务费用率	6%	6%	7%	5%	6%	4%	5%	4%	5%
营业利润率	1%	5%	2%	-3%	2%	6%	7%	-5%	2%
有效税率	16%	20%	18%	18%	25%	18%	24%	44%	21%
净利率	2%	4%	9%	2%	2%	5%	7%	6%	2%
YoY									
收入	-8%	-15%	-12%	-8%	7%	49%	63%	24%	40%
归属母公司净利润	-8%	11%	372%	-49%	38%	69%	23%	318%	40%

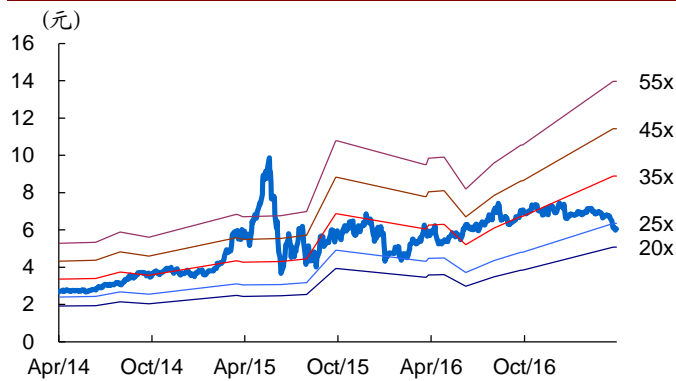
数据来源：公司公告、招商证券

表2: 公司17Q1业绩同比和环比情况

(百万元)	16Q1	16Q4	17Q1	同比	环比
营业收入	801	1160	1119	40%	-4%
营业毛利	136	160	176	29%	10%
销售费用	25	58	35	37%	-40%
管理费用	45	99	58	28%	-42%
财务费用	48	50	57	17%	13%
营业利润	13	(53)	22	72%	141%
归属母公司净利润	16	67	23	40%	-66%
EPS (元)	0.03	0.08	0.03		

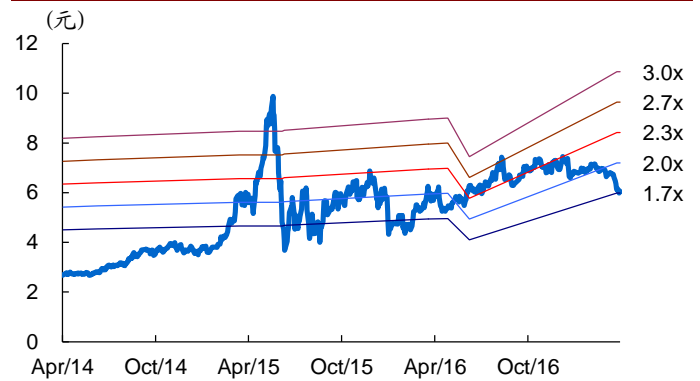
数据来源: 公司公告、招商证券

图 7: 新野纺织历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 8: 新野纺织历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

1、《网红经济深度报告-从“草根”到“明星” 网红经济崛起》2016/3/23

“Papi” 普获得 1200 万元投资事件又一次引发了大众对于网红的关注，本文将对网红经济的发展情况和目前国内外网红主要的变现模式进行梳理，并着重分析了时尚搭配类网红变现的主要方式—红人电商、网红孵化器与网聚红人平台。目前网红经济市场规模过千亿，短期内行业或将加速扩张，长期而言，实力不同的网红群体将出现内部分层，各自配合不同的变现模式形成较为稳定的金字塔结构。

2、《医疗美容行业深度报告-“颜值经济”时代来临 医美行业机遇空前》2016/8/7

本文着重分析了医疗美容产业链下游的医疗美容机构和医疗美容 APP 的盈利模式、行业格局和未来发展趋势。需求、技术及政策等因素共同推动医美产业爆发。与医美发达国家相比，我国技术差异不明显，关键在于其精细化的高水平服务、风险管控以及完善的监管制度。当前我国医疗美容机构竞争格局较为分散，政策差异将使大型连锁模式或成为我国未来的发展趋势，而医美 APP 的发展也将推动行业生态重构。

3、《买手行业深度报告-消费升级启动时尚新引擎 买手店将迎个性品味时代新机遇》2016/8/22

在消费再升级大背景下，个性化消费需求爆发。针对该领域巨大的挖掘潜力，本文从买手业态切入，对买手行业、欧美买手业态、国内买手业态的发展历程及趋势进行了深入的案例式分析。我们认为尽管 97 年的老佛爷最终以失败告终，但中国消费时代的变化，或将为买手业态迎来新的机遇。首先买手制可以打破原有传统产品开发的弊端，有效缩短前导期，提升动销率，同时买手业态以消费者需求为导向，以时尚潮流为基准，更加符合消费者的购买心理，购物效率更高，此外，买手店采用集合方式经营，在租金、人员成本方面也具有一定优势。而“轻奢”全民化趋势的形成也将使买手制不仅局限于高端线下，随着本土买手队伍的壮大及线上的发展，未来定位亲民的买手全渠道业态也将陆续出现。

4、《服饰纺织行业 2017 年投资策略报告-“新趋势+新模式”下打造品牌消费的别样市场》2016/11/28

近年来，随着我国人均收入的逐年提高以及 85、90 后逐渐成为消费主力群体，人们的消费观念和消费习惯不断变化，消费结构特征也在不断改变。本文通过类比日本 80 年代消费演变史，发现目前我国消费需求正处于暨按照服装大品类细分化之后的第二阶段，需求正在按照生活场景化细分，消费出现个性化趋势，共享经济兴起。而针对变革的消费环境，国内品牌正进行着迎合“新趋势+新模式”的革新，我们认为在大众品牌集中化发展及个性化品牌兴起的阶段，目前分别在供应链整合和产品独创设计等领域深耕，并通过全渠道生活场景式布局的传统品牌有望成为新的赢家。

5、《健身行业深度报告-热潮之下蓄势待发的中国健身行业》2017/3/13

随着国民消费水平的提高以及对自身健康的关注，健身需求逐渐提升，随之而来的是线下健身房的快速扩张和雨后春笋般崛起的互联网健身企业。而喧闹的背后，行业运营模式与盈利状况究竟如何？行业发展的历史与未来方向何在？新老模式的优劣与未来盈利点是什么？经过大量草根调研，我们利用一手详实数据，详尽梳理目前线下健身房的盈利模式，从品牌、渠道、粘性、格局、收入和成本构成等细节逐一剖析，提供全市场最接近健身房真实运营情况的分析，并对一兆韦德、威尔士，超级猩猩、Liking，乐刻、Fitime 等 12 家不同模式健身业态进行了逐一分析。我们认为，健身行业未来发展空间巨大，不同线城市之间深度服务价值的挖掘与浅层新客户流量的利用将并行发展，资本介入下行业洗牌将加速，并可通过区域内自主扩张和区域外并购方式推进行业集中度的提升与产业链的延伸，与大众健身需求的培育共同进步。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3225	4537	4321	5230	6292
现金	602	1406	413	498	705
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	110	90	113	137	162
应收款项	430	541	653	791	935
其它应收款	34	45	56	68	80
存货	1200	1241	1556	1883	2223
其他	849	1214	1531	1853	2188
非流动资产	2992	3397	3634	3854	4057
长期股权投资	9	0	0	0	0
固定资产	2143	2453	2749	3020	3271
无形资产	175	582	524	471	424
其他	665	362	362	362	362
资产总计	6217	7934	7955	9084	10349
流动负债	2198	3113	3270	4149	5121
短期借款	1283	1492	2500	3247	4082
应付账款	126	195	246	298	352
预收账款	6	13	16	20	24
其他	784	1413	507	584	663
长期负债	1995	1871	1871	1871	1871
长期借款	395	207	207	207	207
其他	1600	1664	1664	1664	1664
负债合计	4193	4984	5141	6020	6991
股本	520	817	817	817	817
资本公积金	604	1042	1042	1042	1042
留存收益	901	1092	956	1206	1499
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2024	2951	2814	3064	3358
负债及权益合计	6217	7934	7955	9084	10349

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	157	154	42	102	200
净利润	117	207	272	331	393
折旧摊销	177	193	254	272	289
财务费用	152	192	164	191	237
投资收益	0	(3)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	(288)	(429)	(653)	(699)	(726)
其它	(2)	(6)	8	9	9
投资活动现金流	(291)	(674)	(490)	(490)	(490)
资本支出	(321)	(687)	(494)	(494)	(494)
其他投资	31	13	3	3	3
筹资活动现金流	127	1262	(545)	474	498
借款变动	474	916	28	747	834
普通股增加	0	297	0	0	0
资本公积增加	1	438	0	0	0
股利分配	(260)	(260)	(408)	(82)	(99)
其他	(88)	(130)	(164)	(191)	(237)
现金净增加额	(7)	741	(993)	86	207

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3047	4085	5113	6192	7316
营业成本	2557	3367	4249	5143	6071
营业税金及附加	4	20	24	30	35
营业费用	94	145	187	228	267
管理费用	182	236	291	353	406
财务费用	174	195	164	191	237
资产减值损失	14	29	35	35	35
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	3	3	3	3
营业利润	22	98	166	216	267
营业外收入	111	129	130	145	160
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	131	224	294	358	425
所得税	14	17	22	27	32
净利润	117	207	272	331	393
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	117	207	272	331	393
EPS (元)	0.23	0.25	0.33	0.41	0.48

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-10%	34%	25%	21%	18%
营业利润	-42%	348%	70%	30%	24%
净利润	39%	77%	31%	22%	19%
获利能力					
毛利率	16.1%	17.6%	16.9%	16.9%	17.0%
净利率	3.8%	5.1%	5.3%	5.4%	5.4%
ROE	5.8%	7.0%	9.7%	10.8%	11.7%
ROIC	4.4%	4.8%	5.5%	5.8%	6.1%
偿债能力					
资产负债率	67.4%	62.8%	64.6%	66.3%	67.6%
净负债比率	31.8%	33.8%	34.0%	38.0%	41.4%
流动比率	1.5	1.5	1.3	1.3	1.2
速动比率	0.9	1.1	0.8	0.8	0.8
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
存货周转率	2.3	2.8	3.0	3.0	3.0
应收帐款周转率	7.1	8.4	8.6	8.6	8.5
应付帐款周转率	22.3	21.0	19.2	18.9	18.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.23	0.25	0.33	0.41	0.48
每股经营现金	0.30	0.19	0.05	0.12	0.24
每股净资产	3.89	3.61	3.45	3.75	4.11
每股股利	0.50	0.50	0.10	0.12	0.14
估值比率					
PE	27.3	24.2	18.5	15.2	12.8
PB	1.6	1.7	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	4.7	3.6	3.0	2.6	2.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

孙妤，英国伯明翰大学酒店管理学硕士，现为招商证券服饰纺织行业首席分析师，6 年服饰纺织行业研究经验，曾任职于天相投顾 1 年。

王孜，北京大学经济学硕士，中央财经大学金融学本科，2015 年加入招商证券。

团队成绩：2011-2014 年连续 4 年上榜《新财富》服装纺织行业最佳分析团队前三，2015 年第五。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。