

## 纱线量价齐升+网链业务拓展，贡献 17Q1 业绩增长

公司简报

### ◆ 纱线销售增长+网链业务拓展，促 17Q1 收入增 31%、净利增 63%

17Q1公司实现收入23.17亿元，同比增30.77%；扣非净利1.31亿元，同比增69.15%；净利润1.66亿元，同比增63.26%。EPS0.19元。

收入增长受益于：1) 主业纱线量价齐升促收入增速在20%以上，其中价格个位数增长、销量双位数增长；2) 网链业务拓展，17Q1收入9亿左右，占比近40%。净利增速高于收入主要由于毛利率升0.29PCT、费用率降1.99PCT、政府补贴促营业外收入增加至8791万元所致。

16Q1-Q4收入分别增10.22%、11.84%、20.04%、137.22%，净利分别增20.58%、40.19%、55.53%、73.18%。16Q4收入大幅增长主要系网链业务主要于Q4开展、贡献近15亿收入，但网链业务毛利率较低拉低总体毛利率导致Q4净利增长低于收入。

### ◆ 网链业务 Q1 贡献 9 亿左右收入，规模及占比较 16Q4 下降

公司依托色纺纱主业龙头优势向上下游拓展，2016年正式开启网链业务，16Q4网链业务开始跑量，前端网链业务（棉花贸易）16Q4单季贡献收入近10亿元、全年贡献约15亿元，后端业务进展慢于前端、目前规模较小。

17Q1网链业务收入9亿左右（占物料收入绝大部分、占总收入比重近40%），与16Q4的近10亿收入（占总收入比重近50%）相比规模较小且收入比重下降，主要因棉花贸易具有季节性、四季度新棉上市增加交易量、一季度棉花贸易相对为淡季，同时16年末棉价上涨预期较强致棉花贸易增加，17年Q1棉花价格高位企稳、棉花贸易相对16Q4热情不高、因此网链收入规模和收入占比小于16Q4。

17年网链业务放量预计仍将主要体现在四季度，公司目标今年做到30亿收入、规划16~19年三年内前端网链业务实现收入100亿体量。业绩贡献上，网链业务对总收入贡献较大，但由于其毛利率较低（目前3~4%左右，未来可能还会继续下降），预计将拉低总体毛利率、以及造成净利增速明显低于收入增速。

### ◆ 毛利率同比、环比均升得益于纱线毛利率提升，后续网链业务增长将拉低整体毛利率

17Q1毛利率13.67%，同比增0.29PCT、环比16Q4增2.57PCT，在低毛利的网链业务占比达到40%的情况下得以略升，主要受益于17Q1纱线毛利率同比增约5PCT。

16年棉价在4/7/9月各呈现一波上涨、全年328棉价上涨22%，向纱线价格传导逐步体现，17Q1公司产品提价约个位数，而棉价Q1高位企稳、成本变化不大，因此16年下半年以来纱线毛利率环比上升；同比而言16Q1棉花、纱线价格双跌，而前期棉花储备成本较高，导致毛利率比较低，因此17Q1毛利率同比也呈现较大幅度正增长。目前公司接单周期在2个月左右、接单价格稳中略升，短期来看棉花价格波动不大，预计后续纱线毛利率环比呈现稳定或略升的状态，新品占比提升也将对纱线毛利率形成正贡献。

## 买入（维持）

当前价：11.84元

### 分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)  
021-22169107  
[lijie\\_yjs@ebscn.com](mailto:lijie_yjs@ebscn.com)

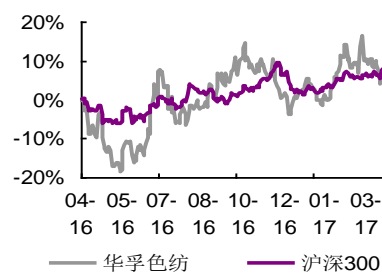
### 联系人

孙未末  
021-22169124  
[sunww@ebscn.com](mailto:sunww@ebscn.com)  
罗晓婷  
021-22169049  
[luoxt@ebscn.com](mailto:luoxt@ebscn.com)

### 市场数据

总股本(亿股)：10.07  
总市值(亿元)：119.27  
一年最低/最高(元)：8.94/13.09  
近3月换手率：87.18%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.05	4.73	6.53
绝对	-1.34	6.65	15.35

### 相关研报

净利增 43%，17 年期产能释放+网链业务放量  
.....2017-03-26  
物料业务增长、政府补贴增加促业绩提升  
.....2016-10-27  
业绩稳健增长，供应链整合业务逐步推进  
.....2016-08-20

综合来看，由于网链业务毛利率较低，随着后续网链业务规模逐步扩大、占比提升，将拉低总体毛利率，公司总体毛利率预计将呈现下降趋势。

◆ **预计上半年净利增30~60%，集中度提升利好龙头，产能释放、网链业务持续拓展贡献增长**

受益于纱线销量增加、产品结构优化，以及前后端网链业务发展、定增降低期间费用，公司预计17年上半年净利润增30~60%。

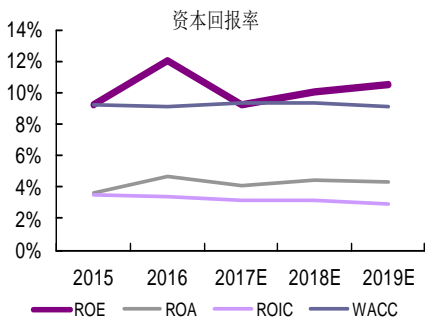
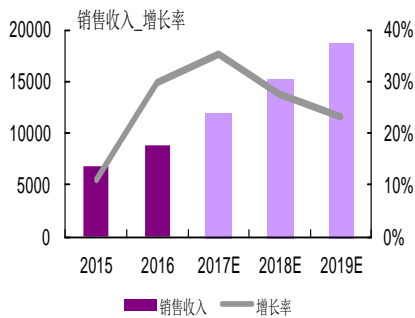
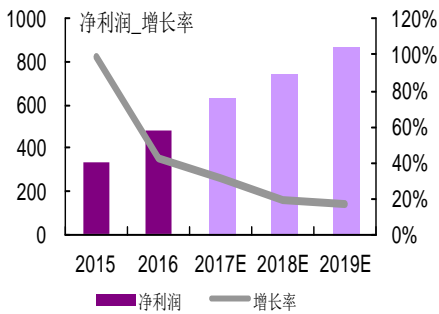
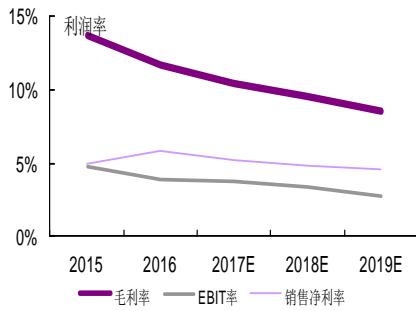
我们认为：1) 公司目前接单情况良好、主营产品纱线量价齐升，销量双位数增长主要为前期棉价上涨给小企业带来压力、行业集中度提升、龙头接单优势更为明显，预计全年销量增长态势可持续；叠加后续新疆、越南产能释放持续贡献，纱线收入预计双位数增长可期；2) 新拓展的网链业务打开新空间，预计17年前端继续放量、后端进一步延伸落地；同时由于其规模增长快、毛利率较低，预计将拉低总体毛利率，导致净利润增速低于收入增速。3) 产能规模扩大背景下受益政府补助增加、贡献业绩；4) 营业外收入占业绩比重较大，其波动将对业绩影响较大；5) 定增价12.62元/股目前倒挂，员工持股一期成本价11.37元、二期8.77元（考虑分红影响）提供安全边际。

考虑到公司一季度接单乐观，上调17~19年EPS0.62/0.74/0.86元，对应17年PE19倍，维持“买入”评级。

风险提示：棉价下跌、产能建设项目推进不及预期、网链新业务推进不及预期。

**业绩预测和估值指标**

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	6,804	8,837	11,938	15,203	18,729
营业收入增长率	10.94%	29.88%	35.10%	27.35%	23.19%
净利润（百万元）	336	479	626	744	868
净利润增长率	99.40%	42.64%	30.61%	18.94%	16.62%
EPS（元）	0.33	0.48	0.62	0.74	0.86
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.19%	12.01%	9.24%	9.98%	10.52%
P/E	36	25	19	16	14
P/B	3	3	2	2	1



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>6,804</b>	<b>8,837</b>	<b>11,938</b>	<b>15,203</b>	<b>18,729</b>
营业成本	5,871	7,803	10,687	13,746	17,117
折旧和摊销	307	326	371	403	422
营业税费	31	63	86	09	135
销售费用	259	256	322	365	431
管理费用	314	350	394	456	506
财务费用	229	209	277	331	378
公允价值变动损益	-29	-10	1	1	1
投资收益	11	16	15	15	15
<b>营业利润</b>	<b>75</b>	<b>147</b>	<b>183</b>	<b>199</b>	<b>165</b>
<b>利润总额</b>	<b>375</b>	<b>577</b>	<b>740</b>	<b>879</b>	<b>1,025</b>
少数股东损益	3	33	3	3	3
<b>归属母公司净利润</b>	<b>335.93</b>	<b>479.16</b>	<b>625.81</b>	<b>744.33</b>	<b>868.03</b>

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>总资产</b>	<b>9,398</b>	<b>10,999</b>	<b>15,393</b>	<b>16,945</b>	<b>19,982</b>
流动资产	5,340	6,145	10,553	12,006	15,443
货币资金	731	1,182	1,927	1,159	2,247
交易型金融资产	0	25	0	0	0
应收账款	731	862	1,021	1,300	1,601
应收票据	151	184	597	684	749
其他应收款	278	245	478	456	375
存货	2,83	2,634	4,273	5,496	6,845
可供出售投资	124	129	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	3,155	3,284	3,466	3,635	3,382
无形资产	422	592	562	534	507
<b>总负债</b>	<b>5,652</b>	<b>6,764</b>	<b>8,116</b>	<b>8,983</b>	<b>11,224</b>
无息负债	1,138	1,730	3,092	3,959	4,923
有息负债	4,514	5,034	5,024	5,024	6,302
<b>股东权益</b>	<b>3,746</b>	<b>4,235</b>	<b>7,024</b>	<b>7,708</b>	<b>8,505</b>
股本	833	833	1,007	1,007	1,007
公积金	1,102	1,117	3,205	3,280	3,367
未分配利润	1,707	2,090	2,613	3,220	3,926
少数股东权益	89	246	249	252	255

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>95</b>	<b>825</b>	<b>-1,191</b>	<b>-21</b>	<b>127</b>
净利润	336	479	626	74	868
折旧摊销	307	326	371	403	422
净营运资金增加	972	-13	2,817	1,876	1,950
其他	-1,520	34	-5,005	-3,044	-3,113
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-729</b>	<b>-375</b>	<b>-362</b>	<b>-485</b>	<b>-5</b>
净资本支出	-449	-513	-500	-500	-20
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-280	138	138	16	16
<b>融资活动现金流</b>	<b>489</b>	<b>-84</b>	<b>1,997</b>	<b>-263</b>	<b>967</b>
股本变化	0	0	17	0	0
债务净变化	468	520	-10	0	1,278
无息负债变化	-208	592	1,362	867	963
<b>净现金流</b>	<b>-127</b>	<b>355</b>	<b>445</b>	<b>-768</b>	<b>1,089</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	10.94%	29.88%	35.10%	27.35%	23.19%
净利润增长率	99.40%	42.64%	30.61%	18.94%	16.62%
EBITDA/EBITDA 增长率	39.17%	7.15%	20.94%	12.45%	3.42%
EBIT/EBIT 增长率	115.96%	8.03%	27.44%	15.72%	2.38%
<b>估值指标</b>					
PE	36	25	19	16	14
PB	3	3	2	2	1
EV/EBITDA	23	22	21	20	20
EV/EBIT	45	43	38	35	36
EV/NOPLAT	50	49	45	41	42
EV/Sales	2	2	1	1	1
EV/IC	2	2	1	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	13.70%	11.70%	10.49%	9.59%	8.61%
EBITDA 率	9.26%	7.64%	6.84%	6.04%	5.07%
EBIT 率	4.75%	3.95%	3.72%	3.38%	2.81%
税前净利润率	5.51%	6.52%	6.20%	5.78%	5.47%
税后净利润率 (归属母公司)	4.94%	5.42%	5.24%	4.90%	4.63%
ROA	3.61%	4.66%	4.09%	4.41%	4.36%
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.19%	12.01%	9.24%	9.98%	10.52%
经营性 ROIC	3.55%	3.44%	3.19%	3.20%	2.97%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.05	0.99	1.42	1.47	1.50
速动比率	0.54	0.57	0.84	0.80	0.84
归属母公司权益/有息债务	0.81	0.79	1.35	1.48	1.31
有形资产/有息债务	1.98	2.06	2.94	3.26	3.08
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.33	0.48	0.62	0.74	0.86
每股红利	0.08	0.04	0.06	0.07	0.09
每股经营现金流	0.09	0.82	-1.18	-0.02	0.13
每股自由现金流(FCFF)	-0.81	0.15	-2.54	-1.51	-1.08
每股净资产	3.63	3.96	6.73	7.40	8.19
每股销售收入	6.75	8.77	11.85	15.09	18.59

资料来源：光大证券、上市公司

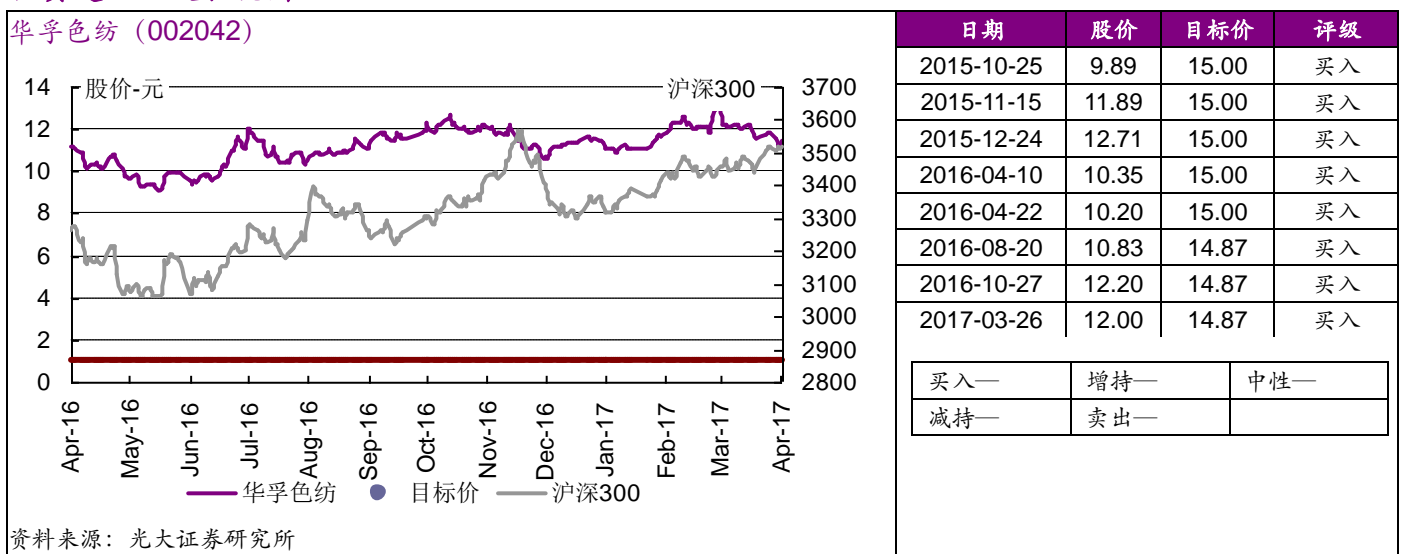
### 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、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。

### 分析师介绍

李婕，东华大学（原中国纺织大学）博士，拥有 10 多年从业经验，2006、2007 年新财富纺织服装行业最佳分析师，2008 年起任职某基金研究副总监，2010 年 10 月重新加盟光大证券，兼具纺织服装背景及买方经验，2011-2016 年获得新财富最佳分析师纺织服装行业第 1、1、3、1、1、3 名。

### 投资建议历史表现图



### 行业及公司评级体系

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。  
 市场基准指数为沪深 300 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。

### 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。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

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，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。

本证券研究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。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

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。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐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，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
		郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com	
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixiao1@ebsecn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com	
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebsecn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com	