

产能释放、补贴大增，棉纺龙头保持高增长

公司简报

◆17H1 收入增 42%，净利增 102%，补贴发放节奏加快促 Q2 净利大增

2017H1 公司实现收入 25.83 亿元，同增 41.66%，归母净利润 1.37 亿元，同增 102.07%，扣非净利润 1.37 亿元，同增 122.42%，EPS 为 0.17 元。净利润增速高于收入主要由于补贴冲减导致管理及财务费用率下降 1.54PCT、0.86PCT，低于扣非净利增速主要由于会计政策变更后、计入当期损益的政府补助同比下降。

分季度看，16Q1-17Q2 收入同增 6.74%、48.54%、63.47%、24.21%、39.70%、43.18%，净利同增 38.42%、68.67%、23.29%、317.84%、40.09%、121.79%。16Q2-17Q2 棉价上涨叠加新疆宇华、锦域项目产能释放，公司收入保持快速增长，17Q2 补贴发放节奏由年底发放改为按季度发放，公司收到政府补助同比增长约 418% 带动净利润同比大幅提升。

◆量价提升促纱线产品收入增 65%，新疆收入同增 51%

分产品看，17H1 公司纱线、坯布面料、色织面料、棉花分别实现收入 16.19 亿元、6.66 亿元、3367.73 万元、2.56 亿元，同增 65.64%、11.49%、2.32%、21.68%。

17H1 纱线收入增 65.64%，得益于量价齐升。新疆宇华项目及锦域项目 10 万锭棉纱部分的产能已全部投放，锦域项目气流纺部分的产能于 17Q2 开始全部释放，且纺织行业运行情况好转，下游需求稳步提升，推动纱线销量同增约 40%；17H1 棉花平均价格同增约 29%，17 年 1-5 月纱线价格持续提升，平均价格增长约 20%。

分地区看，公司业绩增长主要来自于内销贡献。17H1 国内收入同增 46.32% 至 23.37 亿元，其中新疆区域实现收入 10.34 亿元，同增 50.62%，主要由于“一带一路”战略下新疆地区纺织产业快速发展，公司在疆投建三个生产基地，产能得到较大提升。17H1 出口收入同增 8.70% 至 2.46 亿元，出口需求有所回暖。

◆毛利率降 0.68PCT，补贴冲减促费用率下降

17H1 公司毛利率同降 0.68PCT 至 18.82%，主要由于 16H1 公司储备低价棉花库存、棉花销售业务毛利率较高，17H1 棉花销售毛利率显著下降。17H1 纱线、坯布面料毛利率分别为 19.52%、19.81%，同增 1.35PCT、1.85PCT，主要受益于政府补贴冲减营业成本影响，扣除补贴影响后毛利率同比小幅下滑，主要因 16H1 公司低价储备棉花库存、成本较低，17H1 棉花采购成本同比上涨 1000-2000 元所致。

16Q1-17Q2 毛利率为 17.00% (+3.52PCT)、21.46% (+4.51PCT)、18.36% (+2.63PCT)、13.80% (-3.97PCT)、15.73% (-1.27PCT)、21.19% (-0.27 PCT)。17Q2 毛利率同比略有下滑，主要受 16Q2 公司储备了半年用量的低价棉花、成本较低影响。

2016.12-2017.7 国内棉价保持平稳，基本在 1.57-1.60 万元/吨的价格

买入(维持)

当前价：5.97 元

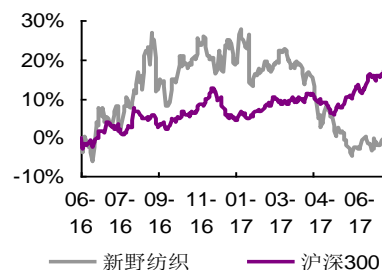
分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)
021-22169107
lijie_yjs@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：8.17
总市值(亿元)：48.76
一年最低/最高(元)：5.36/9.89
近 3 月换手率：44.71%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.86	-11.88	-16.82
绝对	4.14	-3.90	-1.17

相关研报

政府补贴发放节奏加快，促中报业绩大增
..... 2017-07-11
纱线产品量价齐升，棉纺龙头高增长持续
..... 2017-04-27
产能释放、毛利率提升，推动业绩高增长
..... 2016-10-23

区间波动，一方面终端服装消费弱复苏，下游用棉需求保持稳定，另一方面国储棉抛储保持充足供应，储备棉成交率保持在 65%-70%，维护现货价格稳定。17 年 8 月底国储棉轮出将截止，9 月下旬后新棉将陆续上市销售，假设抛储不延期，8 月后棉花需求将由新棉满足，如果新棉上市节奏较慢可能导致供需失衡，棉价出现阶段性上涨。公司提前储备了三个月的棉花库存，如果棉价上涨有望推动短期内产品价格及毛利率提升。

费用率方面，17H1 公司期间费用率同降 2.90 PCT 至 11.18%。其中管理费用率同降 1.13PCT 至 4.64%，主要由于公司控制研发及管理人员工资增长；销售费用率同降 1.31PCT 至 2.24%，主要由于公司加强费用管控，且会计政策变更后政府补助冲减销售费用；财务费用率同降 0.46PCT 至 4.30%，主要由于政府补助冲减财务费用。

◆产能释放节奏不变，研发实力保障新增产能释放，产业链延伸提高盈利能力

公司纱线产能持续释放，为业绩增长提供动力。新疆宇华项目 2016 年释放约 50% 产能，2017 年能够投放全部产能。新疆锦域项目于 2016 年下半年投产，2017 年 10 万锭棉纱部分可实现全部投产，气流纺于 17Q2 起实现全部投产。此外本部智能纺纱项目目前已经开始释放产能，年底有望实现全部投产，该项目自动化程度高、产品定位更为高端，达产后毛利率有望达 20% 以上。预计 2017 年纱线产能超过 20 万吨，同比增 20% 以上。定增募投的河南本部高档针织面料加工项目仍在建设中，预计 2018 年开始逐步投产。

公司持续加大新产品开发，产品定位中高端，保障新增产能顺利投放市场。公司在全国纺织品需求集中的地区设立 28 个销售办事处拓展客户，研发团队与客户保持定期交流，及时了解并满足客户个性化需求。此外公司与专业院校、上下游企业合作，对关键技术进行课题攻关。截至 2017 年 6 月 30 日公司共申报发明专利 12 项，获得实用新型专利 47 项、外观专利 17 项，主持或参与制定的行业标准 12 项，较强的技术研发能力保障公司产品的性能和中高档定位，产品结构持续优化，促进产能顺利消化。

公司建立了包括棉花收购加工、纺纱、织布在内较为完善的产业链，控制高档纺织品生产环节成本，强化盈利能力。公司加强新疆原料基地建设，2017.5 子公司与新疆国经贝正棉业有限公司成立合资公司，控股国经贝正棉业旗下的 6 家轧花厂，新棉上市后还会租赁轧花厂，从而获取低价优质原棉。公司在河南本部搬迁扩产，并在新疆阿拉尔市、库尔勒市、呼图壁县建设三大生产基地，整合新疆地区棉花加工、纺纱产业链，目前拥有纱线产能 160 余万锭，规模效应有利于控制生产成本。

◆预计 2017 年前三季度净利增 30%-50%，棉纺龙头继续高成长

公司预计 2017 年 1-9 月实现归母净利润 1.83~2.11 亿元，同增 30%~50%，主要由于产能释放带动利润增长。增速较上半年低主要由于 16Q3 确认政府补贴、基数较高。

我们认为：1) 随着国内终端服饰及出口复苏，我国纺织行业运营情况好转，公司处于产能释放期，纱线产能持续扩张推动业绩增长。2) 公司在新疆投资 20 多亿元，新疆地区产能释放，17H1 给公司带来政府补贴 8000 余万元，新疆区域收入增长 50.62%。未来公司有望进一步扩展在疆产业投资，带动主业收入及补贴水平增长。3) 2017.7.26 公司发行公司债券，募集资金 3 亿元用于偿还债务、优化债务结构、补充流动资金。2017.7.28 公司拟申请发行不超过 5 亿元的超短期融资券、不超过 8 亿元的中期票据，用于补充流动资金、偿还到期债务。4) 2017.7.6 公司非公开发行的股票解禁，实际上市流通的股票数量为 1.41 亿股，占总股本的 17.28%。

我们看好公司棉纺主业的高成长性，维持 17-19 年 EPS 预测为 0.35/0.45/0.50 元，目前股价为 5.97 元，与定增价格 5.39 元较为接近，已低于管理层增持价格 6.00 元，对应 17 年 17 倍 PE，PEG 为 0.68，估值具有一定安全边际，维持“买入”评级。

◆风险提示：棉价大幅下跌、纱线产能释放低于预期、政府补贴力度减弱等。

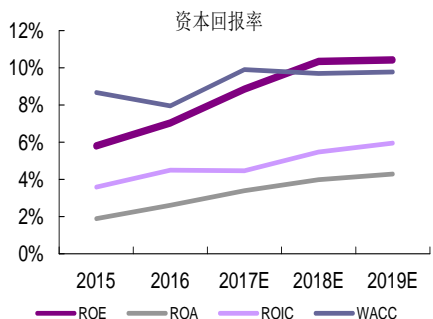
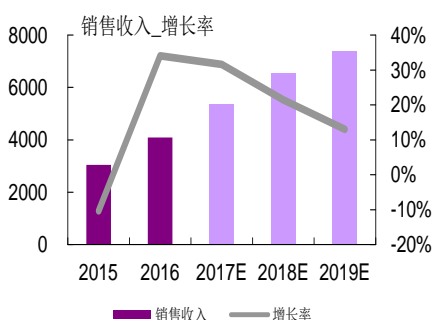
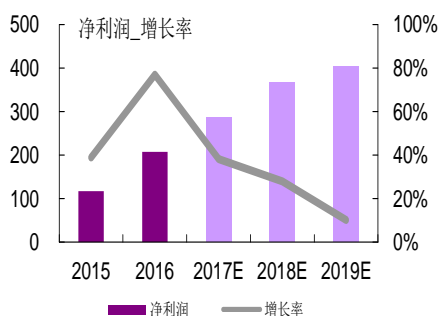
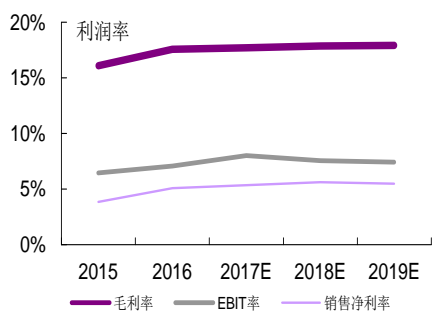
业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	3,047	4,085	5,376	6,532	7,383
营业收入增长率	-10.38%	34.09%	31.59%	21.50%	13.03%
净利润 (百万元)	117	207	287	367	404
净利润增长率	38.83%	76.97%	38.20%	27.99%	10.21%
EPS (元)	0.14	0.25	0.35	0.45	0.50
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.79%	7.03%	8.86%	10.34%	10.43%
P/E	42	24	17	13	12
P/B	2	2	1	1	1

图 1: 中国 328 级棉花价格波动情况 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,047	4,085	5,376	6,532	7,383
营业成本	2,557	3,367	4,425	5,364	6,061
折旧和摊销	177	193	239	252	257
营业税费	4	20	27	20	15
销售费用	94	145	199	235	266
管理费用	182	236	323	392	443
财务费用	174	195	169	211	221
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	3	0	0	0
营业利润	22	98	197	282	326
利润总额	131	224	337	432	476
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	117.22	207.46	286.70	366.96	404.43

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	6,217	7,934	8,453	9,214	9,444
流动资产	3,225	4,537	5,324	5,868	6,075
货币资金	602	1,406	968	980	960
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	430	541	774	921	997
应收票据	110	90	188	229	258
其他应收款	34	45	65	78	89
存货	1,200	1,241	1,942	2,141	2,238
可供出售投资	18	13	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	9	0	0	0	0
固定资产	2,143	2,453	2,816	2,874	2,759
无形资产	175	582	592	582	572
总负债	4,193	4,984	5,216	5,667	5,565
无息负债	1,248	1,314	1,483	1,572	1,626
有息负债	2,945	3,670	3,733	4,095	3,939
股东权益	2,024	2,951	3,238	3,547	3,878
股本	817	817	817	817	817
公积金	718	1,165	1,194	1,231	1,271
未分配利润	783	969	1,227	1,500	1,791
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	157	154	-265	308	610
净利润	117	207	287	367	404
折旧摊销	177	193	239	252	257
净营运资金增加	260	673	1,015	335	53
其他	-398	-920	-1,606	-445	96
投资活动产生现金流	-291	-674	205	-270	-80
净资本支出	-321	-686	-840	-270	-80
长期投资变化	9	0	0	0	0
其他资产变化	22	12	1,045	0	0
融资活动现金流	127	1,262	-378	-26	-550
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	317	724	63	362	-155
无息负债变化	209	66	169	89	54
净现金流	-7	741	-438	12	-20

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-10.38%	34.09%	31.59%	21.50%	13.03%
净利润增长率	38.83%	76.97%	38.20%	27.99%	10.21%
EBITDA/EBITDA 增长率	-2.05%	29.10%	38.80%	11.27%	8.02%
EBIT/EBIT 增长率	-7.81%	47.43%	48.70%	14.55%	11.02%
估值指标					
PE	42	24	17	13	12
PB	2	2	1	1	1
EV/EBITDA	21	17	21	16	14
EV/EBIT	40	28	23	18	16
EV/NOPLAT	45	30	27	21	19
EV/Sales	3	2	2	1	1
EV/IC	2	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	16.08%	17.57%	17.70%	17.88%	17.91%
EBITDA 率	12.25%	11.79%	12.44%	11.39%	10.89%
EBIT 率	6.44%	7.08%	8.00%	7.54%	7.40%
税前净利润率	4.30%	5.49%	6.27%	6.61%	6.44%
税后净利润率 (归属母公司)	3.85%	5.08%	5.33%	5.62%	5.48%
ROA	1.89%	2.61%	3.39%	3.98%	4.28%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.79%	7.03%	8.86%	10.34%	10.43%
经营性 ROIC	3.59%	4.50%	4.46%	5.48%	5.94%
偿债能力					
流动比率	1.47	1.46	1.78	1.49	1.41
速动比率	0.92	1.06	1.13	0.94	0.89
归属母公司权益/有息债务	0.69	0.80	0.87	0.87	0.98
有形资产/有息债务	2.04	2.00	2.11	2.11	2.25
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.14	0.25	0.35	0.45	0.50
每股红利	0.03	0.02	0.07	0.09	0.10
每股经营现金流	0.19	0.19	-0.32	0.38	0.75
每股自由现金流(FCFF)	-0.26	-1.07	-1.80	-0.13	0.54
每股净资产	2.48	3.61	3.96	4.34	4.75
每股销售收入	3.73	5.00	6.58	8.00	9.04

资料来源：光大证券、上市公司

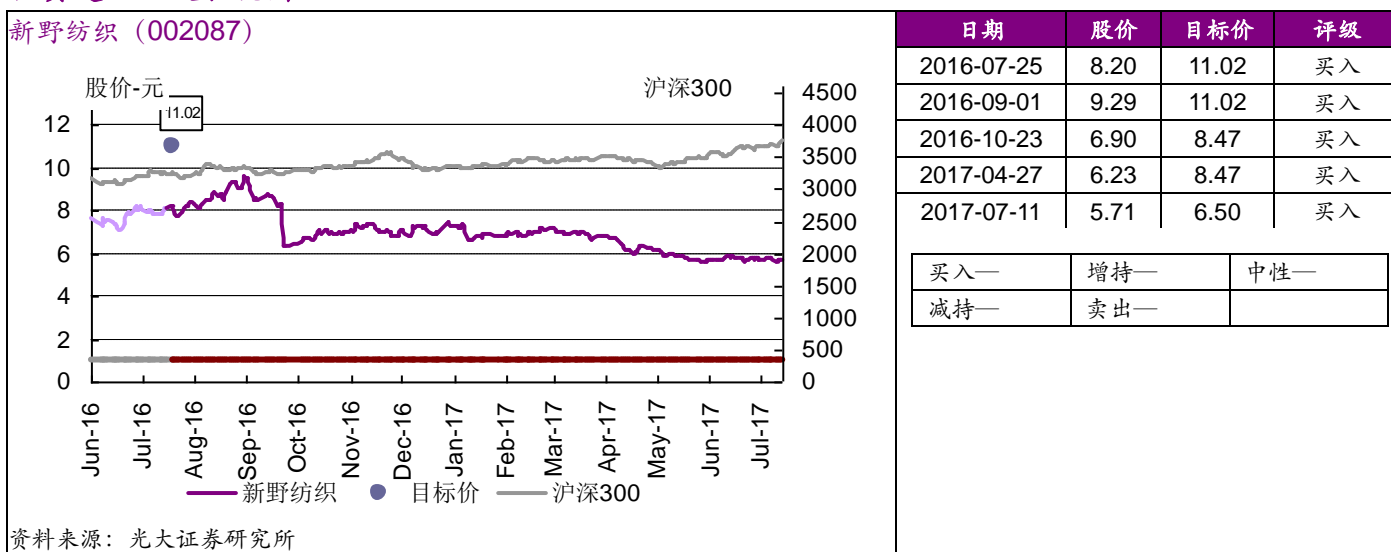
分析师声明

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
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhouji@ebsecn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebsecn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com

	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com