

联发股份 (002394)

16 PE18x+资本运作高管空降+手握6亿现金
外延并购预期强

投资评级：买入（首次覆盖）

- **人民币贬值+商业变化带来业绩拐点。**公司是我国色织行业领先企业，产品包括色织布、印染布、针织纱和布、衬衫和家纺五大系列，主打中高端市场，70%的业务为出口业务。人民币加入SDR后，市场对人民币贬值的预期增强，将利好出口占比高的纺织企业。公司色织布规模居全球第二，短期内不会扩张，主要是加大研发设计投入，将现在的OEM（纯粹代工）模式向ODM（设计代工）模式转变，提高产品附加值。公司前三季度出现业绩下滑，全年有望持平，明年进入上升拐点。
- **棉花价格见底，棉纺行业出现回暖迹象。**今年以来，国内的棉花价格处于下行态势，目前国内棉花的平均价格约13300元/吨，国际棉花价格约10000元/吨，价差在逐步缩小，棉花价格接近历史低位，棉纺企业竞争力不断增强。上半年棉纺织企业主营业务收入同比增长1.98%，4月开始企业的生产经营状况略有转好，5、6月棉纺织企业亏损面明显收窄，市场出现回暖迹象。
- **管理层团队建设完成，增强资本运作能力。**2012年公司的实际控制人将经营管理权交给薛庆龙，薛总去年又聘请新总经理，2012-2014年期间完成了职业管理团队的转变。今年12月公司聘任江波先生为公司副总经理、聘任孔令国先生为公司董事，为管理层注入新鲜血液。江波先生，1982年出生，现任江苏联发纺织股份有限公司董事，持有上海港鸿投资80%的股份，港鸿投资持有公司5.7%的股份。孔令国先生，1982年出生，与公司实际控制人之一孔祥军先生为父子关系，为孔祥军先生的一致行动人。历任中信证券股份有限公司自营部研究员，前海开源基金管理有限公司研究员、基金经理助理，现任前海开源基金管理有限公司专户投资经理，资本市场经验丰富，将增强公司资本运作与运营能力。
- **现金储备充足，外延并购预期强。**三季报显示，公司拥有现金及等价物6.48亿元，较为充足。公司去年在上海设立投资公司，注册资金2亿，作为和券商、机构进行资源共享、信息交流的平台，向多元化产业发展，外延并购预期较强。
- **盈利预测。**明年内外棉价差有望缩小至合理区间，棉纺行业弱复苏，人民币贬值带动出口业务增长，公司盈利能力有望提升。15-17年分别实现营业收入36.24亿元、39.67亿元和44.13亿元；净利润3.23亿元、3.53亿元和3.83亿元；EPS分别为1.00、1.09和1.18元，对应PE19.48倍、18.31倍和16.80倍，给予“买入”评级。
- **风险提示。**纺织业竞争加剧、汇率波动等。

重点公司盈利预测和估值

公司	股价 (元)	EPS			PE		
		2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E
联发股份	18.31	0.94	1.00	1.09	19.48	18.31	16.80
华孚色纺	12.71	0.20	0.42	0.52	63.55	30.26	24.44
百隆东方	7.78	0.63	0.34	0.43	12.35	22.88	18.09
鲁泰A	14.16	1.00	0.91	1.02	14.16	15.56	13.88

资料来源：东吴证券研究所 注：股价为2015年12月23日收盘价

2015年12月23日

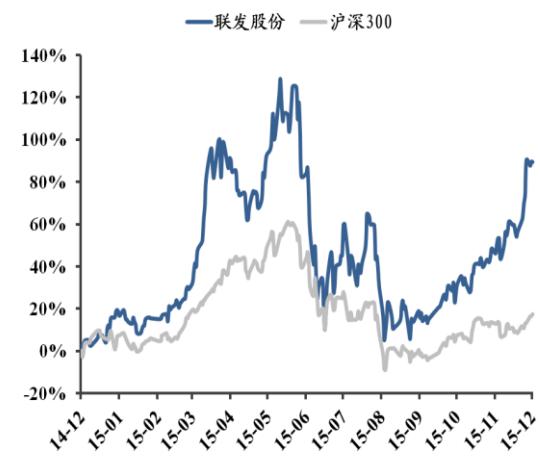
分析师 庄沁

S0600515010001

0512-62938317

zhuangq@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.31
一年最低价/最高价	10.60/24.00
市净率	2.34
流通A股市值(百万元)	5926.95

基础数据

每股净资产(元)	7.82
资产负债率(%)	24.78
总股本(百万股)	323.70
流通A股(百万股)	323.70

资产负债表(百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	利润表(百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	2771.3	2717.1	2742.8	3047.2	营业收入	3391.6	3623.9	3967.5	4413.0
现金	374.4	1080.6	784.9	661.0	营业成本	2692.8	2873.4	3147.0	3501.3
应收款项	412.9	419.4	465.8	522.1	营业税金及附加	34.2	32.6	34.5	41.0
存货	535.4	660.8	720.0	767.5	营业费用	164.9	173.9	192.8	213.6
其他	1448.5	556.3	772.1	1096.6	管理费用	124.0	131.0	143.6	159.1
非流动资产	1519.1	1723.5	1909.8	2049.1	财务费用	43.0	48.9	43.8	54.4
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	71.1	42.4	55.7	56.4
固定资产	1298.5	1504.8	1693.1	1834.4	其他	0.9	-3.1	-4.2	-2.4
无形资产	59.3	57.4	55.4	53.4	营业利润	404.8	403.3	457.2	497.6
其他	161.3	161.3	161.3	161.3	营业外净收支	31.7	28.4	30.9	30.3
资产总计	4290.5	4440.6	4652.6	5096.3	利润总额	436.5	431.7	488.1	527.9
流动负债	726.6	715.2	762.7	1030.3	所得税费用	121.4	117.1	135.0	145.3
短期借款	190.1	215.0	198.0	385.1	少数股东损益	11.3	-8.3	0.0	0.0
应付账款	307.5	350.6	380.6	416.8	归属母公司净利润	303.8	322.9	353.1	382.6
其他	229.0	149.6	184.2	228.4	EBIT	378.7	414.9	451.5	500.0
非流动负债	845.7	862.4	877.9	892.2	EBITDA	547.1	553.4	617.0	694.1
长期借款	1.3	1.3	1.3	1.3					
其他	844.3	861.0	876.5	890.8					
负债总计	1572.3	1577.6	1640.6	1922.5					
少数股东权益	108.5	104.6	104.6	104.6					
归属母公司股东权益	2609.7	2758.3	2907.3	3069.1					
负债和股东权益总计	4290.5	4440.6	4652.6	5096.3					
现金流量表(百万元)	2014	2015E	2016E	2017E					
经营活动现金流	622.2	1101.1	283.4	247.6	重要财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
投资活动现金流	-1183.6	-245.4	-358.0	-337.8	每股收益(元)	0.94	1.00	1.09	1.18
筹资活动现金流	-196.9	-149.5	-221.0	-33.7	每股净资产(元)	8.06	8.51	8.97	9.47
现金净增加额	-755.7	706.2	-295.7	-123.9	发行在外股份(百万股)	323.7	324.0	324.0	324.0
折旧和摊销	168.4	138.5	165.5	194.1	ROIC(%)	7.7%	8.4%	8.9%	8.9%
资本开支	-136.3	-345.9	-358.0	-337.8	ROE(%)	11.6%	11.7%	12.1%	12.5%
营运资本变动	-864.0	638.4	-241.4	-333.5	毛利率(%)	19.6%	19.8%	19.8%	19.7%
企业自由现金流	-457.1	733.4	-107.3	-114.9	EBIT Margin(%)	11.2%	11.5%	11.4%	11.3%
					销售净利率(%)	9.0%	8.9%	8.9%	8.7%
					资产负债率(%)	36.6%	35.5%	35.3%	37.7%
					收入增长率(%)	5.8%	6.9%	9.5%	11.2%
					净利润增长率(%)	8.3%	6.3%	9.3%	8.4%
					P/E	20.37	19.18	17.55	16.19
					P/B	2.37	2.24	2.13	2.02
					EV/EBITDA	14.19	14.03	12.69	11.69

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>