

联发股份 2015 年报、2016一季报点评：子公司扭亏+联发热电并表+品牌业务直营转加盟， 2015 业绩不佳情况下，联发股份 2016 一季度 业绩显著提升

年报点评：

一、事件

1、公司披露 2015 年报：2015 年公司实现主营业务收入 34.77 亿，同比增长 2.52%；实现归母净利润 2.94 亿，同比下降 6.71%，对应基本每股收益 0.91 元，同比下降 3.19%。

2015 年公司每 10 股派发 3 元现金股利，分红比率为 54.96%。

2、公司披露 2016 年一季报：2016 年一季度，公司实现主营业务收入 8.73 亿，同比增长 10.88%；实现归母净利润 5826 万，同比增长 25.9%。

二、我们的观点

1、收入上升势头放缓，主营产品色织布受棉纱价格影响降幅较大；各产品毛利率保持稳定。公司 2015 年销售收入 34.7 亿，同比增长 2.52%，相比 2014 年同比增长的 5.82%，增速有所下滑。2015 年收入的增长主要源于从事棉纱棉花仓储贸易的子公司。而由于棉纱价格在 2014、2015 年下降幅度比较大，公司主营产品色织布的收入同比减少 11.43%。各产品毛利率保持稳定，色织布毛利率为 25.84%，同比增加 2.49%；印染布毛利率为 20.00%，同比增加 2.59%；衬衣毛利率为 21.57%，同比减少 2.36%。

内外棉价差缩窄情况下公司内销、外销毛利率均得到提升。公司 2015 年内销毛利率提升 2.96% 至 23.65%，虽然国内长绒棉价格持续下降导致订单单价下行压力不断加大，但由于公司存货周转较快（存货周转天数为 69 天）使得内销成本端降幅超过收入端，因此内销毛利率提升。外销毛利率提升主要由于下半年长绒棉外棉现货价格相较于内棉上升导致订单价格上升，且收入端价格上升幅度大于成本端上升幅度。

联发股份 (002394.SZ)

推荐 维持评级

分析师

马莉

固话：(8610) 6656 8489

邮箱：mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

2015

特此鸣谢

陈腾曦 (8621) 2025 2682

(chentengxi@chinastock.com.cn)

林骥川 (8621) 6859 7610

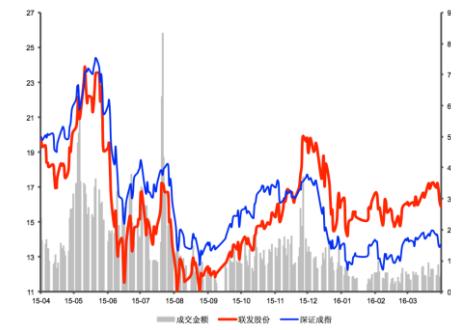
(linjichuan@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2016.04.24

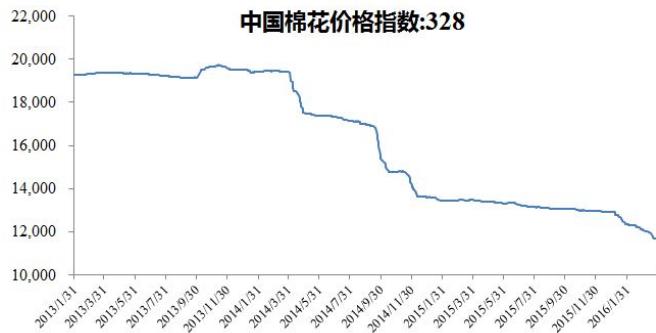
A 股收盘价(元)	15.36
A 股一年内最高价(元)	24.00
A 股一年内最低价(元)	10.60
深证成指	10,151.76
总股本 (万股)	32,370
实际流通 A 股(万股)	32,370
限售的流通 A 股(万股)	0
流通 A 股市值(亿元)	49.72

相对指数表现图



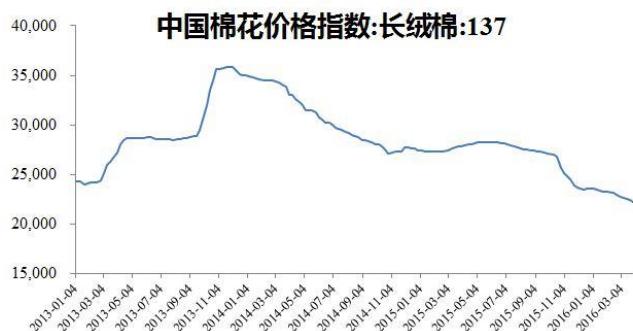
资料来源：wind 中国银河证券研究部

图 1：中国棉花价格指数：328



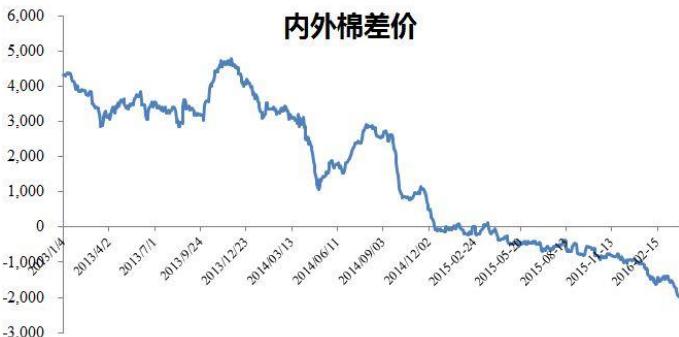
数据来源: Wind、银河证券研究部

图 3：中国棉花价格指数：长绒棉：137



数据来源: Wind、银河证券研究部

图 5：内外棉价差



数据来源: Wind、银河证券研究部

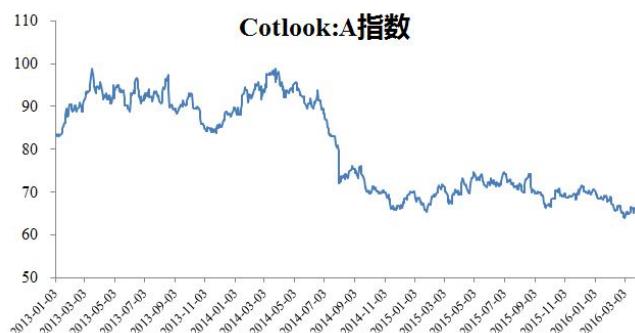
2016 年一季度，公司实现主营业务收入 8.73 亿，同比增长 10.88%，主要源于联发热电 100%并表带来的收入增长，以及联发领才与联发天翔两家公司亏损的减少。

2、管理优秀控费得当。2015 年公司销售费用率同比减少 0.26pp 至 4.60%；管理费用率与 2014 年基本持平；财务费用率同比增加 0.62pp 至 1.88%，主要是本期利息收入下降所致。三费占总收入比重 10.10%，较去年同期微升 0.40pp，控费良好。

2016 年一季度公司销售费用率同比减少 0.19pp 至 4.77%；管理费用率同比增加 0.25pp 至 4.16%；财务费用率同比减少 0.30pp 至 2.62%，总体控费仍然良好。

3、受新收购公司亏损拖累，公司 2015 年净利润有所降低。2015 年公司归母净利润下降

图 2：Cotlook:A 指数



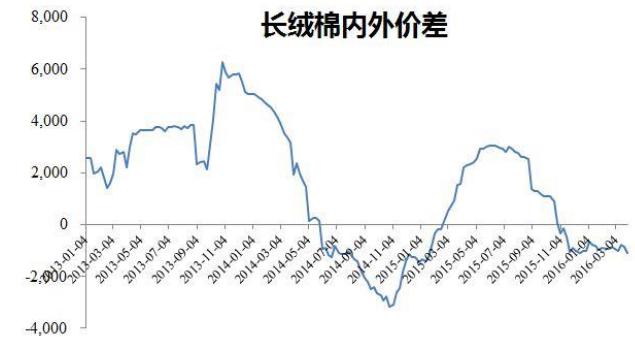
数据来源: Wind、银河证券研究部

图 4：进口棉价格指数 (FC Index) :美国 PIMA 2 级



数据来源: Wind、银河证券研究部

图 6：长绒棉内外价差



数据来源: Wind、银河证券研究部

3.07%至 2.94 亿，主要是因为公司收购的针织纱针织布染色加工厂、家纺面料加工厂（即联发领才与联发天翔）均亏损 2000 多万，合并报表后拖累了公司净利润。

由于联发热电 100%并表及品牌业务直营转加盟，公司 2016 年一季度净利润取得较快增长。公司 2016 年一季度净利润同比增长 25.9%至 5826 万，净利润的增长来源于两方面：1) 公司去年 9 月份收购了南通棉花热电厂的 40%股权后变成 100%控股，合并报表后一季度贡献了 600 万左右的利润增长额；2) 公司的品牌业务直营转加盟代理降低了运营成本。

三、投资建议

联发股份目前市值 49.72 亿，2015 年归母净利润 2.94 亿，对应市盈率 16.91 倍，16 年基于人民币贬值具备业绩向上弹性。公司具备转型期权价值，根据 16 年一季报，账上类现金资产 19 亿，扣除负债后 7 亿，大股东二股东合计持股超 46%。考虑到公司的估值较低、分红力度较大（公司 2015 年分红比率为 54.96%），若短期内无第二主业项目落地，将维持较高分红比率与股息率，维持对公司的“**推荐**”评级。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉 纺织服装行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

覆盖股票范围：

雅戈尔 (600177.sh)、美邦服饰 (002269.sz)、鲁泰A (000726.sz)、七匹狼 (002029.sz)、伟星股份 (002003.sz)、报喜鸟 (002154.sz)、罗莱家纺 (002293.sz)、富安娜 (002327.sz)、潮宏基 (002345.sz)、探路者 (300005.sz)、星期六 (002291.sz)、梦洁家纺 (002397.sz)、森马服饰 (002563.sz)、搜于特 (002503.sz)、华斯股份 (002494.sz)、希努尔 (002485.sz)、红豆股份 (600400.sh)

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址： www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区： 王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海地区： 何婷婷 021-20252612 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区： 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构： 刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn