

联发股份 (002394)

子公司减亏+热电公司并表+16 年 16XPE
投资评级：买入（维持）

2016 年 4 月 27 日

投资要点

- **子公司亏损导致利润小幅下滑。**2015 年公司实现营收 34.77 亿元，同比增加 2.52%；实现归母净利润 2.94 亿元，同比减少 3.07%；基本每股收益为 0.91 元，同比减少 3.19%；拟每 10 股派发现金红利 3 元（含税）。利润下滑的原因主要是天翔家纺和领才织染两家子公司亏损，以及公司在柬埔寨收购的服装厂也处于亏损状态。公司在柬埔寨收购了两家服装厂，设立了一家服装厂，合计产能约 300 万件/年。15 年两家服装厂联发制衣与恒宇制衣分别亏损 116.46 万元和 279.72 万元，主要是由于柬埔寨人工成本不断上涨以及劳动生产效率较低。
- **分产品看，色织布、印染布、衬衣、棉纱、水汽污水处理等分别实现营收 17.87 亿元、5.54 亿元、4.68 亿元、1.52 亿元和 0.58 亿元，同比-11.43%、+6.68%、+14.15%、+118.95%、-8.06%。**色织布销量下滑主要是由于服装行业低迷订单减少，棉纱销售增加较多是由于联发材料公司进入正常运营阶段，业务规模扩大。
- **注重研发，毛利率小幅提升。**15 年公司研发支出占销售收入的 2.63%，重点用于与高校、科研院所的合作以及面料设计方面的创新。接单模式由 OEM（纯粹代工）向 ODM（设计代工）转变，成立百人设计团队，提高产品附加值，服装业务的毛利率提高 1.60 个百分点到 23.97%。
- **外延并购方向环保、电力。**由于公司热电厂有污水处理、污泥处置、中水回用、液氨碱中和等技术，经过多年的运营和发展，在环保领域积累了丰富的管理经验和成熟的技术。投资方向偏重资源、环保、电力方面，目前主要关注的是环保行业。此外，公司去年在上海设立投资公司，注册资金 2 亿，目前投资以理财为主，待人才团队建设到位后，会考虑股权投资、并购等投资方式。
- **盈利预测。**公司主业创新经营模式，订单有望增加；天翔家纺和领才织染实现减亏；拥有 5 亿元委托贷款和 7 亿理财产品，盘活闲置资金；去年 9 月收购热电公司剩余 40% 的股权，今年将全部并表，会给公司贡献较多利润。我们预计公司 16-18 年分别实现营业收入 38.10 亿元、42.51 亿元和 48.67 亿元；净利润 3.25 亿元、3.76 亿元和 4.17 亿元；EPS 分别为 1.00、1.16 和 1.29 元，对应 PE15.73X、13.56X、12.19X，维持“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		
		2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
联发股份	15.73	0.91	1.00	1.16	17.29	15.73	13.56
华孚色纺	10.24	0.40	0.51	0.62	25.60	20.08	16.62
百隆东方	6.24	0.22	0.37	0.44	28.36	16.86	14.18
鲁泰 A	11.02	0.75	0.85	0.98	14.69	12.96	11.24

资料来源：东吴证券研究所 注：股价为 2016 年 4 月 27 日收盘价

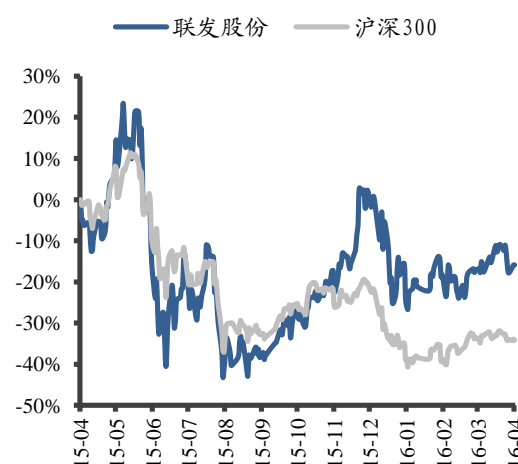
分析师 庄沁

职业资格证书编号：S0600515010001

联系电话：18551107125

邮箱：zhuangq@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.73
一年最低价/最高价	13.19/18.60
市净率	1.88
流通 A 股市值(百万元)	5091.80

基础数据

每股净资产(元)	8.20
资产负债率(%)	24.20
总股本(百万股)	323.70
流通 A 股(百万股)	323.70

相关研究

1、联发股份：16PE18x+资本运作高管空降+手握 6 亿现金外延并购预期强 2015.12.23

资产负债表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	利润表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2788.9	2543.7	2662.9	3292.6	营业收入	3477.0	3809.7	4251.3	4866.8
现金	235.2	826.9	565.0	661.0	营业成本	2760.1	3005.5	3372.1	3861.4
应收款项	364.2	440.9	499.1	575.8	营业税金及附加	24.0	34.3	37.0	45.3
存货	516.6	691.2	771.5	846.4	营业费用	160.1	179.1	206.6	235.6
其他	1672.8	584.8	827.3	1209.4	管理费用	127.7	138.8	154.9	176.4
非流动资产	1683.1	1898.9	2075.2	2203.5	财务费用	65.5	60.9	51.8	69.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	68.7	42.4	62.4	66.7
固定资产	1416.6	1635.5	1815.0	1946.4	其他	-21.0	-27.0	-3.1	-1.3
无形资产	94.5	91.3	88.2	85.0	营业利润	387.2	406.6	488.2	544.7
其他	172.1	172.1	172.1	172.1	营业外净收支	25.5	28.4	30.9	30.3
资产总计	4472.0	4442.6	4738.1	5496.1	利润总额	412.7	435.0	519.1	575.0
流动负债	930.1	738.1	859.6	1427.0	所得税费用	118.7	118.0	143.6	158.3
短期借款	415.3	215.0	254.5	715.4	少数股东损益	-0.5	-8.3	0.0	0.0
应付账款	346.1	366.8	407.8	459.7	归属母公司净利润	294.5	325.4	375.5	416.7
其他	168.7	156.4	197.3	251.9	EBIT	407.3	455.3	483.8	551.4
非流动负债	847.0	863.7	879.2	893.5	EBITDA	590.1	611.3	666.3	762.8
长期借款	1.2	1.2	1.2	1.2	重要财务与估值指				
其他	845.8	862.5	878.0	892.3	标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	1777.1	1601.8	1738.8	2320.5	每股收益(元)	0.91	1.00	1.16	1.29
少数股东权益	41.7	37.9	37.9	37.9	每股净资产(元)	8.20	8.65	9.14	9.68
归属母公司股东权					发行在外股份(百万				
益	2653.3	2803.0	2961.5	3137.7	股)	323.7	324.0	324.0	324.0
负债和股东权益总计	4472.0	4442.6	4738.1	5496.1	ROIC(%)	7.9%	8.8%	8.9%	9.1%
					ROE(%)	11.1%	11.6%	12.7%	13.3%
现金流量表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	19.9%	20.2%	19.8%	19.7%
经营活动现金流	495.4	1122.7	280.7	219.5	EBIT Margin(%)	11.7%	12.0%	11.4%	11.3%
投资活动现金流	-564.0	-155.0	-365.0	-344.0	销售净利率(%)	8.5%	8.5%	8.8%	8.6%
筹资活动现金流	-78.7	-375.9	-177.5	220.5	资产负债率(%)	39.7%	36.1%	36.7%	42.2%
现金净增加额	-135.0	591.7	-261.9	96.0	收入增长率(%)	2.5%	9.6%	11.6%	14.5%
折旧和摊销	182.8	156.0	182.5	211.3	净利润增长率(%)	-3.1%	10.5%	15.4%	11.0%
资本开支	-296.0	-354.3	-365.0	-344.0	P/E	17.29	15.73	13.56	12.19
营运资本变动	-70.4	640.0	-283.5	-412.9	P/B	1.92	1.82	1.72	1.62
企业自由现金流	220.9	773.4	-116.1	-146.0	EV/EBITDA	11.64	10.95	10.25	9.72

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，并注明出处为东吴证券研究所，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>