

公司调研点评

新澳股份 (603889)

纺织服装 | 纺织制造

利润表现具有韧性，细分行业竞争优势显著

2019年04月29日

评级 推荐

评级变动 首次

合理区间 11.4-12.6 元

交易数据

当前价格 (元)	9.87
52 周价格区间 (元)	8.09-13.30
总市值 (百万)	3885.34
流通市值 (百万)	3885.34
总股本 (万股)	39365.11
流通股 (万股)	39365.11

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
新澳股份	-5.46	12.93	-22.85
纺织制造	-3.63	21.01	-9.49

杨甫	分析师
执业证书编号: S0530517110001	0731-84403345
yangfu@cfzq.com	
刘丛丛	研究助理
liucc@cfzq.com	
刘鋆	研究助理
liuyun2@cfzq.com	0731-84403397

相关报告

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入 (百万元)	2312.14	2566.31	3073.67	3705.31	4046.20
净利润 (百万元)	207.44	199.35	237.23	284.67	318.83
每股收益 (元)	0.53	0.51	0.60	0.72	0.81
每股净资产 (元)	5.66	5.95	6.26	6.61	6.99
P/E	18.73	19.49	16.38	13.65	12.19
P/B	1.75	1.66	1.58	1.49	1.41

资料来源: 贝格数据, 财富证券

事件: 近日我们对公司进行现场调研, 与公司经营层就经营及战略相关问题进行了沟通交流。

投资要点:

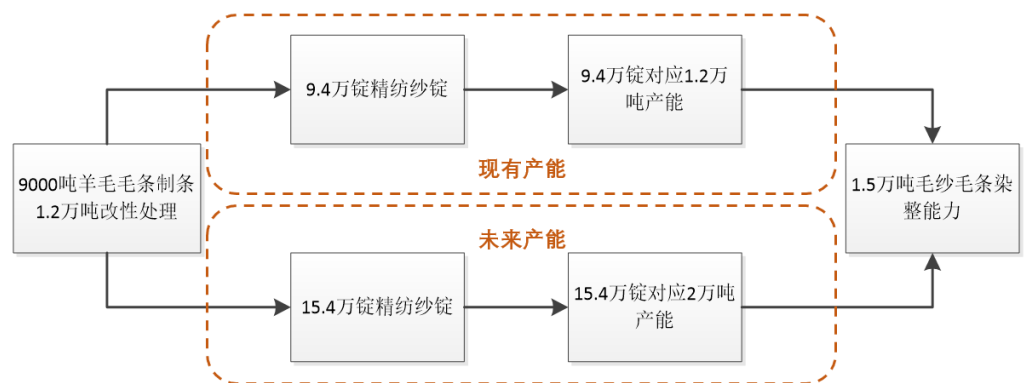
- **公司是毛纺细分行业龙头, 未来市占率有进一步提升预期。** 公司 1995 年成立, 2014 年上市, 主营毛精纺纱线、羊毛毛条的研发、生产和销售, 同时提供改性处理及染整后处理服务。目前公司位列全球中高端毛精纺行业前三。公司当前产能是 9.4 万锭, 国内市占率近 7%; 2019 年末、2020 年初公司产能预计将达 12.2 万锭, 未来总产能预计为 15.6 万锭, 市占率有进一步提升的预期。
- **公司利润表现具有韧性。** 2018 年, 公司归母净利润同比下滑 3.90%, 归母扣非净利润同比下滑 0.49%; 2019Q1, 公司归母净利润同增 38.01%, 归母扣非净利润同增 9.03%。2018 年原材料羊毛价格中枢上移幅度超 20%, 在细分行业亏损面扩大的情况下, 公司利润表现具有一定韧性。公司主要产品纱线和毛条均维持了较高的产销率水平, 产品单价亦有小双位数的提升。2019Q1, 公司归母净利润增速与营收增速持平, 扣非后仍有 9% 的增长, 整体利润表现改善。
- **成本转嫁能力强。** 中高端羊毛用品的市场需求相对稳定, 公司的产品力、品牌力较强, 即便在原材料羊毛价格上行的情况下, 产品毛利率也有所支撑。同时, 公司的毛精纺纱线和羊毛毛条均采用以销定产的生产销售方式, 经营风险较小, 成本转嫁能力较强。
- **投资观点和盈利预测。** 公司产品竞争力和成本转嫁能力较强, 产能的提升基本都能转化为业绩的增长。作为毛纺行业细分龙头, 护城河效应稳固, 运动休闲领域的市场需求的快速增长, 为未来业绩带来弹性空间。公司报表质量较好, 利润改善。给予公司“推荐”评级。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.60/0.72/0.81 元, 利润增速分别是 20/18/12%, 结合公司基本面、未来发展空间以及行业平均估值, 给予公司 2019 年 19-21 倍 PE, 未来 6-12 个月股价合理区间预计为 11.4-12.6 元。
- **风险提示:** 羊毛价格波动剧烈; 天气干旱导致牧草资源不足、单头羊出毛量减少; 中高端消费不及预期; 汇率风险; 政策风险等。

1 毛纺细分行业龙头，未来市占率有提升预期

公司成立于 1995 年，于 2014 年登陆上交所，代码 603889.SH，主营业务为毛精纺纱线、羊毛毛条的研发、生产和销售，同时还提供改性处理及染整后处理服务，形成了毛条制条、改性处理、纺纱、染整精加工于一体的纺纱产业链。公司目前的产能是毛精纺纱线 9.4 万吨，羊毛毛条 9000 吨，巴素兰及丝光防缩处理毛条 1.2 万吨，染整 1.5 万吨。公司的愿景目标是成为“全球毛纺细分行业领导者”。目前公司位居全球中高端毛精纺行业前三。

目前，公司 6 万吨高档精纺生态纱线项目正在建设，项目建成投产后公司产能将增至 15.4 万吨，届时上下游产能配比将更加趋于合理，公司在毛精纺纱行业的市占率也将进一步提升，龙头优势更加稳固。

图 1：公司当前产能和未来产能的配比情况



资料来源：公司公告、财富证券

2 公司 2018/2019Q1 业绩及经营情况

2018 年，公司利润表现不及营收表现，主要是原材料等成本压力过大所致，但公司的毛利润和归母扣非净利润同比基本持平。我们认为在细分行业亏损面扩大的情况下，公司利润表现具有一定韧性。公司主要产品毛精纺纱线和羊毛毛条维持了较高的产销率水平，产品单价亦有小双位数的提升。

2019Q1，公司归母净利润增速为 38%、高出营收增速 0.2 个百分点，扣非后仍有 9% 左右的增长，整体的利润表现呈现出边际改善效应。

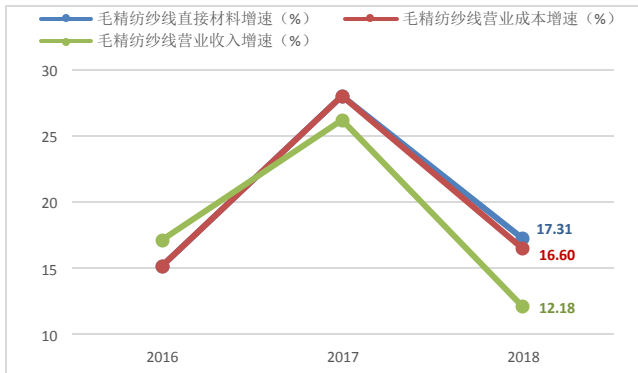
2.1 直接材料成本上升较快是 2018 年业绩承压的主要原因

2018 年，公司实现营收 25.66 亿元，同比增长 10.99%；实现归母净利润 1.99 亿元，同比下滑 3.90%；实现归母扣非净利润 2.03 亿元，同比下滑 0.49%；毛利率为 18.16%，同比降低 1.55 个百分点；净利率为 7.82%，同比降低 1.27 个百分点；EPS 为 0.51 元，同比下滑 13.56%；加权 ROE 为 8.78%，同比降低 4.04 个百分点。

公司毛利率下滑的主要原因是羊毛价格涨幅较大造成的直接材料成本压力。2018 年

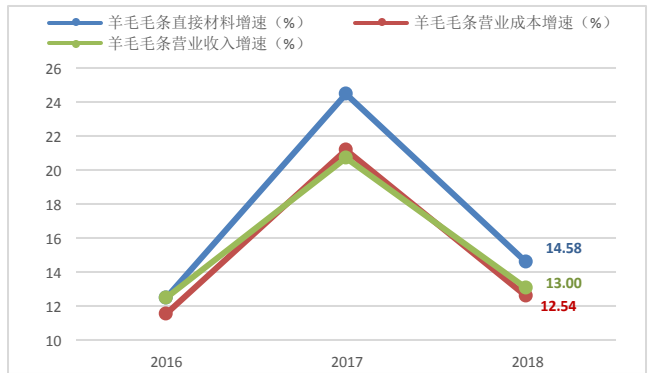
原材料羊毛价格中枢上移超过 20%，营业成本中羊毛等直接材料占比达到 90%，成本端压力较大。加权 ROE 下降的主要原因是净利率下滑、1.5 万吨生态毛染整搬迁建设项目过程中部分设备闲置以及其他固定资产增加所致。

图 2：毛精纺纱线业务直接材料成本变动



资料来源：公司公告、财富证券

图 3：羊毛毛条业务直接材料成本变动



资料来源：公司公告、财富证券

2018 年关键财务指标解读：1) 控费水平略有提高。2018 年公司期间费用率及各单项费用率变动不大，期间费用率同比降低 0.11 个百分点至 8.40%，期间费用增速为 9.45%，低于营收增速 10.99%。2) 原材料备货增加，周转天数延长。2018 年末，公司存货账面金额同比增长 35.1%至 9.89 亿元，其中原材料和库存商品的账面金额分别增长 38.5%、39.2%，存货周转天数同比延长 22.9 天。2018Q4 羊毛价格下跌是原材料库存增加的主要原因，从库存商品的跌价计提来看，产品库龄情况较为稳定。3) 流动负债增加，偿债能力指标仍较好。2018 年，由于公司产能项目投入，流动负债同比增长 53%至 6.61 亿元，资产负债率同比提升 5.8 个百分点至 22%；公司流动负债在总负债的占比维持较高水平，2018 年末该占比为 98.97%，仅微降 0.26 个百分点，流动比率为 2.89，速动比率为 1.39，偿债能力指标仍然较好。4) 现金流偏紧。2018 年公司经营活动产生的现金流量净额为负，主要系加大备货力度存货增加所致（影响金额 2.58 亿元）。

2.2 公司 2019Q1 业绩呈现边际改善效应

2019Q1，公司实现营业收入 7.17 亿元，同比增长 37.80%；实现归母净利润 4878.31 万元，同比增长 38.01%；实现归母扣非净利润 3794.36 万元，同比增长 9.03%；毛利率为 14.92%，同比降低 3.10 个百分点；净利率为 6.86%，同比提升 0.07 个百分点；EPS 为 0.12 元，同比增长 33.33%；加权 ROE 为 2.06%，同比提升 0.48 个百分点。

分产品看，公司的纱线业务毛利率基本持平，但羊毛毛条的毛利率由于原材料价格以及汇率原因表现不及上年同期，这是公司本期毛利率下滑的主要原因。

2019Q1 关键财务指标解读：1) 成本增速覆盖营收增速，成本压力犹在，控费水平稳定。2019Q1，公司营业成本增速为 41.20%，高出营收增速 3.48 个百分点；期间费用率同比降低 0.26 个百分点，期间费用增速低于营收增速 4.57 个百分点。2) 总资产周转率提升，存货周转加快。2019Q1 末，公司总资产周转率同比提升 0.03 至 0.23；公司存货账面金额同比增长 17.01%，存货周转天数同比减少 18.3 天，周转加快。部分客户出于税

项抵扣返还考虑、要求提前发货以及羊毛毛条在欧洲市场的业务拓展，应收账款同比增长 66.67%，该因素仅影响 Q1 的业绩增速 5-6 个百分点左右，权重较小；应收账款周转天数同比增加 3.0 天。**3) 财务杠杆水平继续提升。**2019Q1 末，公司资产负债率同比提升 8.35 个百分点至 23.58%，权益乘数同比提升 0.13 至 1.31，偿债能力指标仍保持较好的表现，流动比率 2.63、速动比率 1.31。**4) 现金流表现好于上年同期。**2019Q1，公司经营产生的现金流量净额为-0.55 亿元，上年同期为-1.49 亿元，公司现金流仍然处于相对偏紧状态。

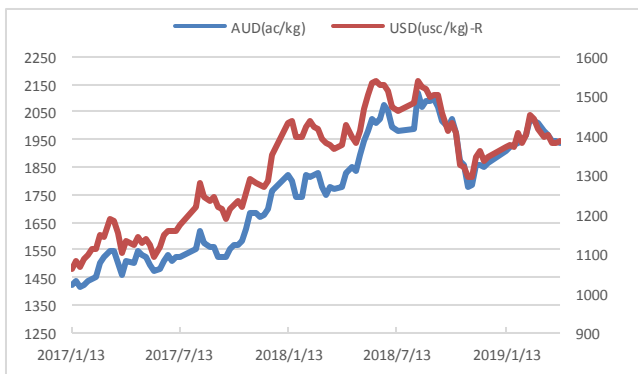
3 原材料价格变动影响

羊毛价格上涨对公司成本端造成了较大压力，但由于羊毛制品消费整体情况较为稳定，公司龙头优势突出、产品品质较高，采取以销定产模式，表现出了较强的成本转嫁能力。2018 年公司主要产品的单价同比均有提升。经过测算原料价格变动对羊毛毛条毛利率的影响要小于毛精纺纱线。

3.1 羊毛价格中枢上移幅度超 20%

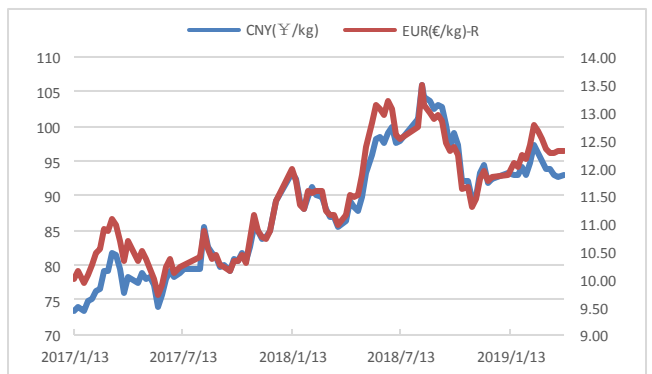
羊毛等直接材料在营业成本中的占比为 90% 左右，羊毛价格直接影响了成本变动进而影响利润表现。2018 年，由于澳大利亚单头羊产毛量和羊的数量双双下滑，叠加干旱天气超出预期且持续时间较长，澳毛价格上涨明显。

图 4：羊毛拍卖价格变动（澳元/美元）



资料来源：AWI、财富证券

图 5：羊毛拍卖价格变动（人民币）



资料来源：AWI、财富证券

2018 年以澳元计羊毛价格中枢同比上移 22.10%、以美元计羊毛价格中枢同比上移 22.61%、以人民币计羊毛价格中枢同比上移 17.50%。公司毛精纺纱线、羊毛毛条的成本涨幅超过收入涨幅。

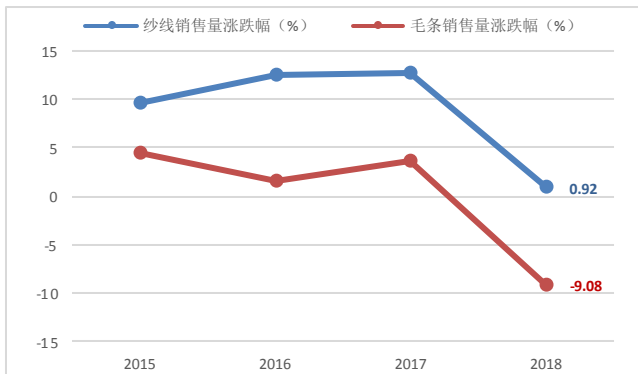
3.2 成本转嫁能力相对较强

我们认为公司有相对较强的成本转嫁能力。首先，中高端毛纺行业壁垒较高，产能有限。毛纺属于纺织服装的一个较小细分行业，整个行业对资金规模、持续性的技术研发有较高的要求，在原材料价格波动加大的情况下，行业亏损面扩大，行业整体产能有限，供给偏紧。其次，羊毛用品的市场需求是稳步增长、偏刚性的。羊毛作为可降解的

天然纤维，在透气性、吸湿性、回弹性、保暖性、耐久性等方面具有纤维比较优势，羊毛用品尤其是中高端产品的市场需求是偏刚性的，对品质的敏感度要远高于对价格的敏感度。

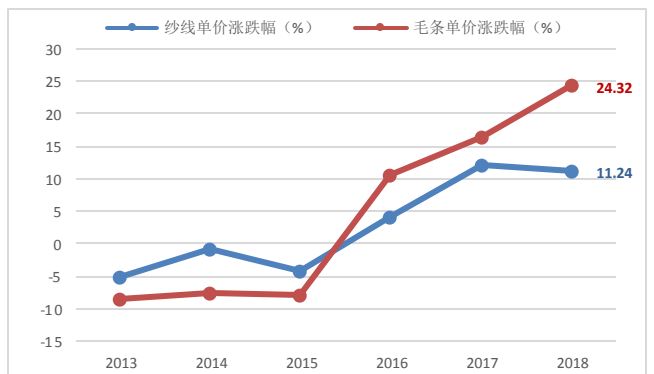
公司主要产品毛精纺纱线的产品附加值相对较高，在功能性纱线方面也发展较快，产能方面具有一定的稀缺性。同时，公司在产品设计、研发包括趋势研究方面都先市场一步，产品竞争力较强，对下游的议价能力较强。再次，公司的毛精纺纱线和羊毛毛条均采用以销定产的生产销售方式，经营风险较小。

图 6：主要产品销量变动情况



资料来源：公司公告、财富证券

图 7：主要产品单价变动情况



资料来源：公司公告、财富证券

3.3 原料价格变动对毛利率的影响

羊毛价格变动对羊毛毛条毛利率的影响幅度要大于对毛精纺纱线毛利率的影响，我们基于以下两点理由作出上述判断：1) 羊毛毛条是毛纺产业链中的中间产品，其工序环节在纱线之前，产品附加值低于纱线，由于更接近原料端，羊毛价格和汇率的波动能较快反映在毛条产品上。2) 公司产业链运营，子公司新中和的主业就是羊毛毛条的生产销售，产品部分供内部使用，部分外卖，内外两方面均有影响。

表 1：价格变动与毛利率变动关系

分类	2018	2017	2016	2015
1) 毛精纺纱线				
单位收入	17.02 万/吨	15.30 万/吨	13.65 万/吨	13.11 万/吨
单位成本	13.32 万/吨	11.53 万/吨	10.14 万/吨	9.91 万/吨
单位毛利	3.70 万/吨	3.77 万/吨	3.51 万/吨	3.21 元/吨
近 4 年平均单位毛利	3.57 元/吨	3.57 元/吨	3.57 元/吨	3.57 元/吨
毛利差额	-1365.19 万	-2035.81 万	550.15 万	2943.32 万
毛利率	21.75%	24.63%	25.70%	24.45%
单位收入变动对毛利率的影响	7.63%	9.10%	2.95%	/
单位成本变动对毛利率的影响	-10.52%	-9.08%	-1.68%	/
2) 羊毛毛条				
单位收入	12.88 万/吨	10.36 万/吨	8.89 万/吨	8.03 万/吨
单位成本	11.61 万/吨	9.38 万/吨	8.02 万/吨	7.31 万/吨
单位毛利	1.27 万/吨	0.98 万/吨	0.87 万/吨	0.73 元/吨
近 4 年平均单位毛利	0.96 万/吨	0.96 万/吨	0.96 万/吨	0.96 万/吨

此报告仅供内部客户参考

请务必阅读正文之后的免责条款部分

毛利差额	-1703.18 万	-131.71 万	498.55 万	1341.13 万
毛利率	9.87%	9.48%	9.83%	9.04%
单位收入变动对毛利率的影响	17.69%	13.11%	7.94%	/
单位成本变动对毛利率的影响	-17.31%	-13.13%	-7.99%	/

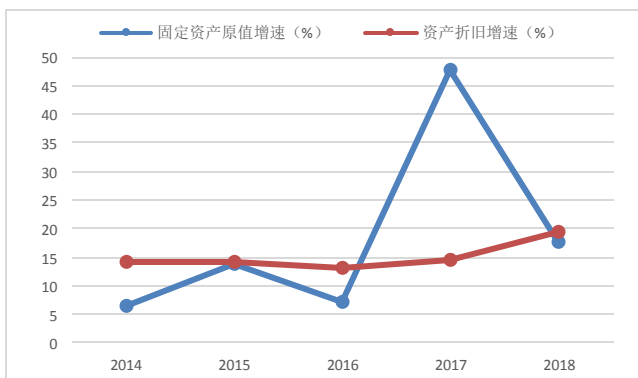
资料来源：财富证券

注：单位收入变动对毛利率的影响=（当期单位售价-上期单位成本）/当期单位售价-上期毛利率；单位成本变动对毛利率的影响=（上期单位成本-当期单位成本）/当期单位售价

4 资本性投入

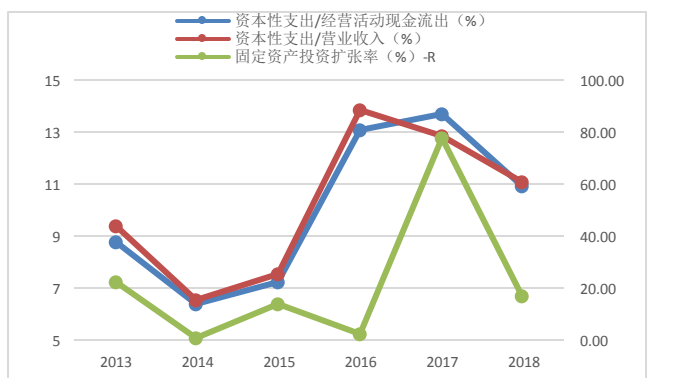
我们认为在产能利用率较高的情况下，固定资产原值与折旧的增速差异说明公司产能存在一定缺口。作出产能利用率较高的判断主要依据两点：一是目前公司基本没有闲置产能，订单较饱满，此前自有产能还不能完全满足订单需求（需要外协）；二是公司固定资产周转率较高，且常年高于行业水平（SW 毛纺），2018 年虽因为固定资产净值增加，周转率略有下降，但仍为高位。近 3 年公司的资本性支出与营业收入和经营活动现金流出的比值都保持在 10% 以上，处于产能扩张期。我们认为在较高产能利用率背景下的持续资本性投入，最终将反映在不断提升的产业链运营能力以及业绩表现上。

图 8：公司产能缺口情况



资料来源：wind、财富证券

图 9：公司资本性支出及产能扩张情况



资料来源：wind、财富证券

目前，公司 IPO 的 2 万锭产能满产，定增 3 万锭项目处于产能爬坡状态，6 万锭项目其中的 2.8 万锭将于 2019 年投产。2019 年末，公司总产能预计为 12.2 万锭，是 2014 年 IPO 时产能的 2.7 倍。公司自有产能大比例提升，成本端压力渐弱。在需求稳定增长的背景下，公司产品价格坚挺，产能增长带来的业绩提升预期较强。

表 2：公司产能进度情况

分类	项目	预计收益	当前生产负荷情况
IPO	2 万锭 高档精纺生态纱	收入 5.55 亿/利润 0.88 亿	2018 年为项目投产次年、生产负荷约 90%； 2019 年生年生产负荷预计为 100%。
定增	3 万锭 紧密纺高档生态纱	收入 7.86 亿/利润 1.66 亿	首期 2 万锭 2017H2 投产，第二期 1 万锭 2018H1 投产； 2019 年生年生产负荷预计为 87%。
定增	1.5 万吨 生态毛染整搬迁 (厚源)	收入 2 亿/利润 0.28 亿	2019 年投产，产能利用率预计有 20% 以上的提升。
普通投资	6 万锭 高档精纺生态纱	收入 13.55 亿/利润 1.61 亿	首期 2.8 万锭预计 2019H2 陆续投产，2020 年生年生产负荷预计为 75%。

资料来源：公司公告、财富证券

5 投资观点和盈利预测

公司是毛纺板块龙头企业，规模效应突出，市占率未来仍有提升空间。产业链运营，成本转嫁能力较强，经营风险得到相对较好的平滑。设计研发实力较强，研发费用与营收的占比近年来维持较高水平，产品力和品牌力都较强。产能利用率较高，现有产能爬坡和新产能项目对公司中长期的业绩增长形成了较强的支撑作用。公司经营风格稳健，股权质押风险极低。从 2018 年和 2019Q1 的业绩来看，公司的利润表现出较强的韧性且仍呈现改善态势。整体来说，公司增长较为稳健，质地较好。同时我们还认为，公司在运动休闲时尚领域的业务拓展以及客户价值的进一步挖掘，也是未来业绩的增量因素。给予公司“推荐”评级。

预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 30.74/37.05/40.46 亿元，归母净利润分别为 2.37/2.85/3.19 亿元，EPS 分别为 0.60/0.72/0.81 元，利润增速分别是 20/18/12%，当前股价对应 PE 为 16.38/13.65/12.19 倍。公司是毛纺细分行业龙头，利润表现持续改善，当前估值低于行业平均水平。结合公司基本面和未来发展空间，给予公司 2019 年 19-21 倍 PE，未来 6-12 个月股价合理区间预计为 11.4-12.6 元。

表 3：盈利预测拆分

分类	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛精纺纱线（亿元）	15.67	17.59	23.04	28.34	31.18
毛精纺纱线（yoy）	26.3%	12.3%	31.0%	23.0%	10%
羊毛毛条（亿元）	6.25	7.06	6.35	7.12	7.54
羊毛毛条（yoy）	20.7%	13.0%	-10.0%	12.0%	6.0%
改性染整（万元）	2492	2116	2600	2912	3203
改性染整（yoy）	29.5%	-15.1%	22.9%	12.0%	10.0%
营业收入（亿元）	23.12	25.66	30.73	37.05	40.46
营业收入（yoy）	26.0%	11.0%	19.8%	20.6%	9.2%
归母净利润（亿元）	2.07	1.99	2.37	2.85	3.19
归母净利润（yoy）	30.2%	-3.9%	19.0%	20.0%	12.0%

资料来源：财富证券

6 风险提示

原材料价格大幅波动；天气干旱导致牧草资源不足、单头羊出毛量减少；中高端消费不及预期；政策风险；汇率风险等。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438