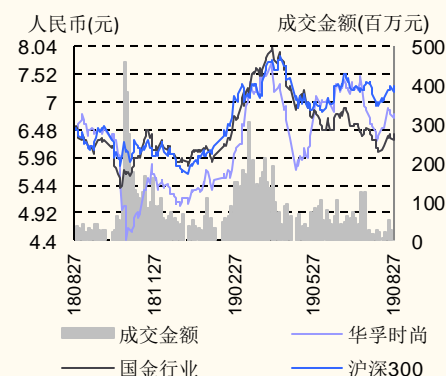


市场价格 (人民币): 6.76 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,518.15
总市值(百万元)	10,270.98
年内股价最高最低(元)	6.89/6.25
沪深 300 指数	3816.95
中小板综	8935.91



相关报告

1. 《18年&19Q1 业绩点评: 18 全年业绩有所承压, 期待 19 年逐...》, 2019.4.26
2. 《18 年业绩快报点评: 18 年归母净利润同比+15.14%, 全年...》, 2019.2.28
3. 《三季报点评: 前三季度扣非归母净利润同比+8.99%, Q3 单季...》, 2018.10.29

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

姬雨楠 联系人
jiyunan@gjzq.com.cn

2019 中报点评: 业绩短期承压, 中美贸易战与棉价波动拉低出口和毛利

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.669	0.495	0.55	0.61	0.69
每股净资产(元)	6.80	4.56	4.89	5.45	6.09
每股经营性现金流(元)	-1.30	-0.32	1.25	0.75	0.73
市盈率(倍)	20.02	10.97	12.30	11.01	9.85
净利润增长率(%)	41.37%	10.98%	11.10%	11.69%	11.77%
净资产收益率(%)	9.84%	10.86%	11.25%	11.27%	11.28%
总股本(百万股)	1,012.92	1,519.38	1,519.38	1,519.38	1,519.38

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- **1H2019 实现收入 73.49 亿元, 同比+8.22%; 归母净利润 3.51 亿元, 同比-36.36%; 扣非归母净利润 2.1 亿元, 同比-46.33%。**受中美贸易战不断升级影响, 公司产销平衡压力有所加大, 1H2019 公司整体经营放缓, 纱线业务订单有所下滑, 网链战略持续推进。其中公司 2019Q2 实现收入 36.34 亿元, 同比-1.12%; 归母净利润 1.79 亿元, 同比-46.16%; 扣非归母净利润 1.21 亿元, 同比-52.42%。
- **分业务来看:** 1H2019 公司纱线营收达 36.65 亿元, 同比-9.1%, 毛利率同比-0.23pct 至 14.75%; 网链业务实现营收 36.56 亿元, 同比+41.35%, 毛利率同比-0.32pct 至 4.62%。纱线方面, 公司现已形成了浙江、黄淮、长江、新疆、越南五个生产区域, 截至 1H2019 产能达到 189 万锭。**分地区来看:** 1H2019 公司出口营收 14.79 亿元, 同比-25%, 毛利率同比-2.60pct 至 10.37%; 内销营收 58.70 亿元, 同比+22%, 毛利率同比-0.73pct 至 9.52%。
- **1H2019 毛利率和净利率有所下滑, 存货周转天数有所上升:** 1H2019 年公司综合毛利率为 9.87%, 净利率为 4.97%。毛利率同比-2.87pct, 主要与 1H2019 棉花价格下跌纱线、网链业务毛利率均下滑, 以及毛利率较低的网链业务占比提升有关。1H2019 公司销售费用率为 1.61%, 同比-0.31pct; 管理费用率(含研发费用)为 3.78%, 同比+0.82pct, 主要由网链业务扩张所致; 财务费用率为 1.83%, 同比+0.47pct, 主要由贷款规模增加及利率政策变更所致; 其他收益(政府补助)占比同比下降, 1H2019 为 1.74%, 同比-0.64pct。整体来看, 净利率为 4.97%, 同比-3.42pct。从营运角度来看, 1H2019 公司存货周转天数为 147.31 天, 同比+3 天; 应收账款周转天数为 19.08 天, 同比-2 天; 应付账款周转天数为 10.35 天, 同比-17 天。

投资建议

- 期待下半年纱线业务的订单企稳以及网链业务的持续推进。预计 19-21 年归母净利润分别为 8.35 亿元、9.33 亿元、10.43 亿元, EPS 分别为 0.55、0.61、0.69 元, 当前市值对应 PE 分别为 12、11、10 倍, 维持评级。

风险提示

- 原材料价格波动、政府补贴变动、中美贸易战带来的订单波动、汇率波动。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	8,837	12,597	14,307	16,732	19,077	21,701
增长率	42.5%	13.6%	16.9%	14.0%	13.8%	
主营业务成本	-7,803	-11,187	-12,802	-14,968	-17,063	-19,409
%销售收入	88.3%	88.8%	89.5%	89.5%	89.4%	89.4%
毛利	1,034	1,410	1,505	1,764	2,014	2,292
%销售收入	11.7%	11.2%	10.5%	10.5%	10.6%	10.6%
营业税金及附加	-63	-85	-89	-100	-120	-137
%销售收入	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-256	-272	-240	-284	-324	-369
%销售收入	2.9%	2.2%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
管理费用	-350	-422	-499	-582	-664	-755
%销售收入	4.0%	3.3%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	365	631	677	797	905	1,031
%销售收入	4.1%	5.0%	4.7%	4.8%	4.7%	4.8%
财务费用	-209	-232	-303	-325	-310	-309
%销售收入	2.4%	1.8%	2.1%	1.9%	1.6%	1.4%
资产减值损失	-16	-6	-48	0	0	0
公允价值变动收益	-10	-1	6	0	0	0
投资收益	16	28	80	80	80	80
%税前利润	2.8%	3.5%	9.2%	8.3%	7.4%	6.7%
营业利润	147	792	857	952	1,066	1,192
营业利润率	1.7%	6.3%	6.0%	5.7%	5.6%	5.5%
营业外收支	430	-7	12	10	10	10
税前利润	577	786	869	962	1,076	1,202
利润率	6.5%	6.2%	6.1%	5.8%	5.6%	5.5%
所得税	-64	-83	-116	-125	-140	-156
所得税率	11.1%	10.6%	13.3%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	513	703	753	837	936	1,046
少数股东损益	33	25	2	2	3	3
归属于母公司的净利润	479	677	752	835	933	1,043
净利率	5.4%	5.4%	5.3%	5.0%	4.9%	4.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	513	703	753	837	936	1,046
少数股东损益	33	25	2	2	3	3
非现金支出	342	394	536	518	568	617
非经营收益	164	204	115	226	247	257
营运资金变动	-193	-2,621	-1,890	325	-613	-810
经营活动现金净流	825	-1,321	-486	1,907	1,138	1,110
资本开支	-513	-1,211	-460	-471	-565	-570
投资	2	0	41	-5	100	0
其他	136	-46	517	80	80	80
投资活动现金净流	-375	-1,257	98	-396	-385	-490
股权募资	19	2,219	0	196	0	0
债权募资	209	1,702	2,405	-505	147	345
其他	-322	-448	-1,934	-901	-438	-448
筹资活动现金净流	-95	3,473	471	-1,210	-291	-103
现金净流量	355	895	83	300	462	518

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,182	2,237	2,964	3,264	3,726	4,244
应收款项	1,292	1,436	1,538	1,637	1,866	2,123
存货	2,634	4,830	5,494	5,741	6,311	7,179
其他流动资产	1,037	1,314	1,945	1,841	1,867	2,008
流动资产	6,145	9,818	11,940	12,483	13,770	15,553
%总资产	55.9%	61.2%	64.7%	65.7%	67.8%	70.4%
长期投资	129	131	99	99	99	99
固定资产	3,940	5,231	5,479	5,532	5,538	5,497
%总资产	35.8%	32.6%	29.7%	29.1%	27.3%	24.9%
无形资产	607	631	684	693	698	701
非流动资产	4,854	6,213	6,522	6,518	6,550	6,537
%总资产	44.1%	38.8%	35.3%	34.3%	32.2%	29.6%
资产总计	10,999	16,031	18,462	19,001	20,320	22,090
短期借款	4,660	6,539	9,020	8,520	8,667	9,012
应付款项	1,369	1,754	1,425	2,011	2,293	2,714
其他流动负债	174	199	269	246	276	310
流动负债	6,203	8,492	10,715	10,777	11,236	12,037
长期贷款	374	132	276	276	276	276
其他长期负债	188	168	178	153	153	153
负债	6,764	8,791	11,169	11,206	11,665	12,466
普通股股东权益	3,989	6,883	6,924	7,424	8,280	9,247
少数股东权益	246	357	370	372	375	378
负债股东权益合计	10,999	16,031	18,462	19,001	20,320	22,090

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.575	0.669	0.495	0.550	0.614	0.686
每股净资产	4.788	6.795	4.557	4.886	5.450	6.086
每股经营现金净流	0.991	-1.304	-0.320	1.255	0.749	0.731
每股股利	0.100	0.048	0.500	0.350	0.050	0.050
回报率						
净资产收益率	12.01%	9.84%	10.86%	11.25%	11.27%	11.28%
总资产收益率	4.36%	4.23%	4.07%	4.40%	4.59%	4.72%
投入资本收益率	3.50%	4.05%	3.53%	4.18%	4.47%	4.74%
增长率						
主营业务收入增长率	29.88%	42.54%	13.58%	16.95%	14.02%	13.76%
EBIT增长率	10.89%	72.95%	7.28%	17.75%	13.60%	13.90%
净利润增长率	42.64%	41.37%	10.98%	11.10%	11.69%	11.77%
总资产增长率	17.04%	45.75%	15.17%	2.92%	6.94%	8.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.9	23.9	20.6	20.6	20.6	20.6
存货周转天数	122.0	121.8	147.2	140.0	135.0	135.0
应付账款周转天数	34.4	30.8	19.6	23.0	23.0	25.0
固定资产周转天数	135.6	127.0	130.1	111.3	96.8	83.5
偿债能力						
净负债/股东权益	90.35%	60.97%	86.23%	70.41%	59.78%	51.96%
EBIT利息保障倍数	1.7	2.7	2.2	2.5	2.9	3.3
资产负债率	61.50%	54.84%	60.50%	58.97%	57.41%	56.43%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	2	10
增持	0	0	1	2	11
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.50	1.50	1.59

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH