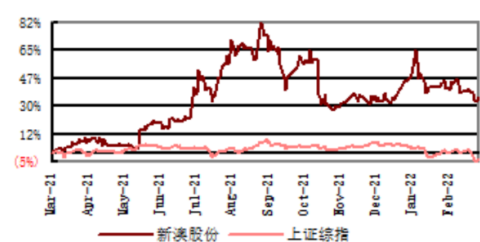


603889.SH
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 6.12

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(4.8)	(4.8)	(0.8)	37.1
相对上证指数	4.1	(0.4)	8.9	40.8

发行股数(百万)	512
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	3,132
3个月日均交易额(人民币 百万)	41
主要股东(%)	
浙江新澳实业有限公司	

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

纺织服饰: 纺织制造

证券分析师: 郝帅

 (8610)66229231
 shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521030002

证券分析师: 丁凡

 (8610)66229231
 fan.ding@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521090001

联系人: 郑紫舟

(8610)66229231

一般证券业务证书编号: S1300121070001

新澳股份

毛精纺纱龙头, 量价双升共驱高增长

公司凭借其成本优势、完善的产业链布局及较高的设备智能化水平, 从毛精纺行业脱颖而出。随着其产能扩张、羊毛价格上行、以产促销推动及拓展羊绒业务, 公司收入和业绩有望快速反弹, 首次覆盖予以买入评级。

支撑评级的要点

- 公司主营业务为毛精纺纱和羊毛毛条, 2014-2020年总营业收入由15.32亿元提升至22.73亿元; 归母净利润由1.14亿元提升至1.51亿元。2020年正式布局羊绒业务。商业模式为采购羊毛、毛条等原料自主生产, 再销往品牌服装及贴牌服装生产商。目前营销网络布局海内外(2020年境内占67%, 境外占32%), 覆盖全球20多个国家和地区, 与500多个品牌合作, 定位中高端市场。该模式下, 公司盈利能力和收入与羊毛价格呈较强的正向关系, 即羊毛价格温和上行, 产品均价提升, 盈利能力加强。
- 公司定位毛精纺行业, 主要参与者: 1) 国际企业: 意大利公司 Baruffa、德国企业南方毛业; 2) 国内企业: 新澳股份、江苏鹿港科技。新澳股份竞争对手为两大国际企业, 三者在中高端毛纺行业的市场份额在15%-20%。因成本优势、完善产业链布局及较高设备智能化水平, 新澳股份脱颖而出。
- 公司未来三大看点: 1) 价: 澳毛价格受宏观因素下的供需双方影响, 随着疫情逐步控制及经济的复苏, 羊毛需求上行、供给稳定下, 看好未来澳毛价格稳步增长, 拉动产品售价上行和盈利能力向上。2) 量: 随着产能逐步释放, 毛精纺纱、羊毛毛条和改性处理的产能均呈现上行; 另一方面, 转以销定产为以产促销模式后, 公司在巩固老客户的同时仍在持续拓展新客户, 有望呈现销量的上行。3) 新成长曲线: 通过2019年新设宁夏新澳羊绒, 2020年获英国邓肯100%股权, 公司布局羊绒业务, 两者贡献产能近3000吨, 此外公司将业绩与员工工资/奖金绑定的激励机制和考核, 有望实现产能快速释放, 为公司贡献增长驱动力。

估值

- 预计公司2021-2023年营收为34.7/45.9/54.8亿元, 归母净利润为2.93/3.92/4.90亿元, 对应PE分别为11/8/6倍。公司有望受益于量价齐升, 呈现业绩反弹。首次覆盖给予买入评级。

风险提示

- 宏观经济波动; 品牌合作拓展受阻; 汇率波动风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	2,710	2,273	3,470	4,593	5,476
变动(%)	6	(16)	53	32	19
净利润(人民币 百万)	143	151	293	392	490
全面摊薄每股收益(人民币)	0.280	0.296	0.573	0.766	0.958
变动(%)	(44.7)	5.8	93.4	33.8	25.0
全面摊薄市盈率(倍)	21.2	20.0	10.4	7.7	6.2
价格/每股现金流量(倍)	7.6	10.1	6.3	7.8	6.4
每股现金流量(人民币)	0.78	0.59	0.94	0.76	0.92
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.7	10.0	4.4	3.4	2.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

1. 优质毛精纺纱龙头企业	5
1.1 业务模式：毛精纺纱+羊绒业务推动增长	5
1.2 自主生产模式下，盈利能力受羊毛价格波动影响	6
1.3 股权集中，子公司协同发展	7
1.4 复盘历史：有序完善产业链布局及产能扩张	9
2. 定位毛精纺纱细分行业，新澳竞争突围	11
2.1 毛纺行业发展成熟，子板块毛精纺呈现调整与升级	11
2.2 国际品牌与国牌同台竞技，新澳优势显著	12
3. 三个维度驱动公司未来增长	14
3.1 澳毛价格触底反弹，未来有望持续带动价增	14
3.2 产能扩张+客户拓展，拉动量增	15
3.3 横向拓展羊绒业务，打开成长新曲线	16
4. 盈利预测与投资建议	18
风险提示	20

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司收入、业绩稳步向上 (亿元)	5
图表 2. 公司以毛精纺纱业务为主 (亿元)	5
图表 3. 公司内销外销并存, 收入结构稳定 (百万元)	6
图表 4. 各原料及其对应业务与产成品	6
图表 5. 公司合作品牌商遍布全球.....	7
图表 6. 2020 年 9 月以来羊毛价格回暖, 公司盈利增速重启	7
图表 7. 公司股权分布较为集中	8
图表 8. 公司重要子公司主营业务及业务关联	8
续 图表 8. 公司重要子公司主营业务及业务关联.....	9
图表 9. 公司三大发展阶段.....	9
图表 10. 公司收入、业绩及盈利能力在 2021 年回升显著 (亿元)	10
图表 11. 公司上市以来估值波动	10
图表 12. 毛纺织产业链拆解	11
图表 13. 羊毛纤维的特性	11
图表 14. 2020 年全球各国羊毛产量占比.....	11
图表 15. 精纺、半精纺及粗纺工艺流程差异对比.....	12
图表 16. 国际企业与国内企业对比.....	12
图表 17. 公司研发费用及费率持续增长 (亿元)	13
图表 18. 毛精纺纱业务量价拆分	14
图表 19. 我国人均 GDP 增长对澳毛价格有一定影响.....	14
图表 20. 澳大利亚羊毛产量变化.....	14
图表 21. 澳大利亚羊毛预测委员会第三次预测结果.....	15
图表 22. 2018-2023 年公司各业务产能布局情况	15
图表 23. 公司毛精纺纱和羊毛毛条产销率情况.....	15
图表 24. 新澳股份主要合作客户分类	16
图表 25. 羊绒与羊毛的差异.....	16
图表 26. 公司羊绒业务产量、产能利用率预期.....	17
图表 27. 公司收入拆分表 (亿元)	18
图表 28. 公司 PE 估值表 (净利润单位: 亿元)	19
损益表(人民币 百万).....	21

资产负债表(人民币 百万).....	21
现金流量表(人民币 百万).....	21
主要比率(%).....	21

1. 优质毛精纺纱龙头企业

新澳股份是一家深耕于毛精纺纱线的研发、生产和销售毛纺行业领军企业。公司于1995年9月8日成立，2014年12月31日上市。在其发展历程中，公司不断向上下游进行资源整合，实现了毛条制条、改性处理、纺纱、染整精加工于一体的纺纱产业链。公司凭借快速扩张的高端毛精纺纱生产能力、国际领先的技术研发能力、以及遍布全球的优质客户群体，自上市以来收入和业绩始终保持稳健增长：收入方面，2021年的收入增速52.65%，业绩增速为93.47%；盈利能力方面，2020年毛利率为15.11%，净利率为7.08%。

图表 1. 公司收入、业绩稳步向上 (亿元)

公司收入及业绩情况								
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入	15.32	16.21	18.35	23.12	25.66	27.10	22.73	34.7
yoy	7.26%	5.78%	13.20%	26.02%	10.99%	5.60%	-16.12%	52.65%
归母净利润	1.14	1.32	1.59	2.07	1.99	1.43	1.51	2.93
yoy	17.42%	16.26%	20.49%	30.32%	-3.90%	-28.16%	5.75%	93.47%
盈利能力及费率情况								
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
毛利率	19.72%	19.31%	20.49%	19.71%	18.16%	14.29%	15.11%	19.20%
净利率	7.76%	8.45%	8.98%	9.09%	7.82%	5.33%	7.08%	10.03%

资料来源：公司年报，中银证券

1.1 业务模式：毛精纺纱+羊绒业务推动增长

公司业务以毛精纺纱、羊毛毛条为主，逐步拓展羊绒纱线。毛精纺纱和羊毛毛条是公司主要产品，两者收入规模约占公司收入的90%。与此同时，公司于2019年通过租赁控股股东资产设立了控股子公司宁夏新澳羊绒有限公司，积极开拓羊绒纱线市场空间。2020年，新澳羊绒生产经营逐渐步入正轨，实现扭亏为盈，同年，公司以4200万元拍得英国邓肯(TODD & DUNCAN LIMITED)100%股权。羊绒业务作为公司践行横向宽带发展战略的关键一步，将与公司现有的主营毛精纺纱线业务产生良好协同效应，增强公司市场竞争力。

图表 2. 公司以毛精纺纱业务为主 (亿元)

分类	收入情况	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
毛精纺纱	收入规模	10.06	10.59	12.41	15.67	17.59	19.28	15.95
	占比	65.64%	65.32%	67.62%	67.78%	68.56%	71.16%	70.16%
	yoy	7.30%	5.25%	17.18%	26.31%	12.28%	9.59%	-17.29%
	毛利率	24.44%	24.45%	25.70%	24.63%	21.75%	18.55%	16.83%
羊毛毛条	收入规模	4.72	4.61	5.18	6.25	7.06	7.08	3.97
	占比	30.82%	28.42%	28.22%	27.03%	27.52%	26.11%	17.45%
	yoy	6.98%	-2.47%	12.40%	20.71%	13.00%	0.20%	-43.96%
	毛利率	9.05%	9.04%	9.83%	9.48%	9.87%	2.60%	2.75%
改性处理及染整加工	收入规模	0.21	0.26	0.19	0.25	0.21	0.16	0.67
	占比	1.37%	1.62%	1.05%	1.08%	0.82%	0.60%	2.93%
	yoy	-31.39%	25.03%	-26.81%	29.42%	-15.07%	-22.64%	307.52%
	毛利率	39.46%	36.52%	38.60%	36.32%	34.51%	28.70%	31.99%
羊绒纱线	收入规模	-	-	-	-	-	-	1.96
	占比	-	-	-	-	-	-	8.60%
	yoy	-	-	-	-	-	-	-
	毛利率	-	-	-	-	-	-	17.90%
其他	收入规模	0.33	0.75	0.57	0.95	0.79	0.58	0.19
	占比	2.16%	4.64%	3.11%	4.12%	3.10%	2.13%	0.85%
	yoy	84.05%	159.01%	-19.30%	60.58%	-21.99%	-30.16%	-77.04%

资料来源：公司年报，中银证券

公司产品的销售布局国内外。从收入区域划分来看，公司产品的境内外销售占比相对稳定，自2014年至今，境内销售占比在57%-67%区间，境外销售占比基本在39%左右。

图表 3. 公司内销外销并存，收入结构稳定（百万元）

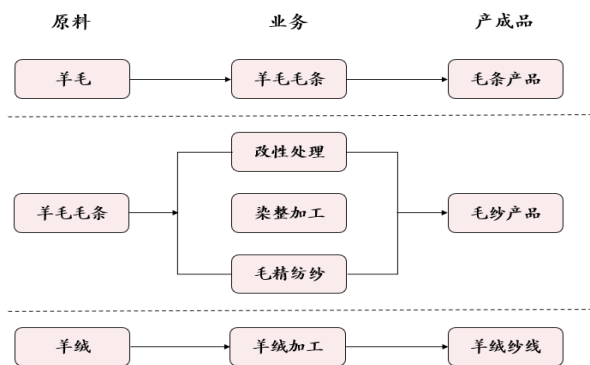
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
境内收入	881.54	983.20	1,126.12	1,407.90	1,564.76	1,657.45	1,514.44
yoy	18.32%	11.53%	14.54%	25.02%	11.14%	5.92%	-8.63%
占比	57.53%	60.66%	61.38%	60.89%	60.97%	61.16%	66.62%
境外收入	650.83	637.68	708.69	904.24	1,001.55	1,052.46	758.73
yoy	-2.02%	11.14%	27.59%	10.76%	5.08%	-27.91%	-2.02%
占比	39.34%	38.62%	39.11%	39.03%	38.84%	33.38%	39.34%

资料来源：公司年报，中银证券

1.2 自主生产模式下，盈利能力受羊毛价格波动影响

公司以自主生产为主，外协生产为辅，向上游的采购羊毛、毛条以及羊绒等原料。1) 采购羊毛——公司主要采购澳大利亚原产羊毛作为羊毛毛条业务原料，澳毛拍卖市场专业规范，且羊毛供应较为稳定。羊毛采购价格由澳大利亚公开拍卖市场的拍卖价格决定，公开透明；2) 采购毛条——作为毛精纺纱线业务的主要原料。公司根据毛条供应商的生产技术、产品价格质量、履约服务水平等综合因素，每年评定合格供应商名单。其采购价格主要按照当期市场价格（南京羊毛市场）确定；3) 采购羊绒——公司立足原产地优势，采购来自内蒙古、宁夏、陕北等优质产区的原料，用于羊绒精粗纺纱、染整业务。采购价格主要依据当期绒价决定。公司采取稳健的采购策略，例如根据订单及时锁定原料价格，合理统筹安排采购计划，尽量降低原材料波动影响。

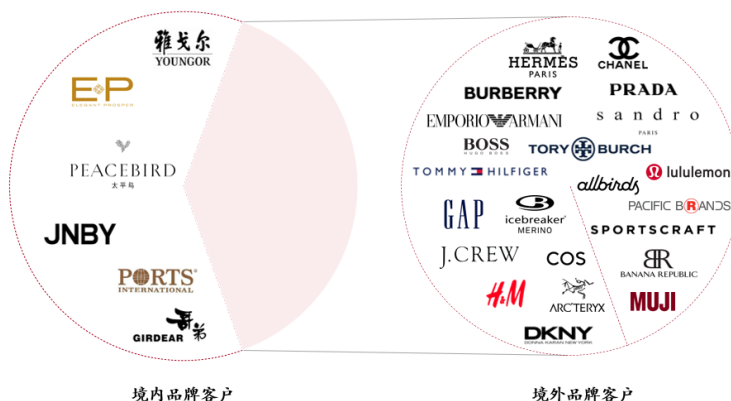
图表 4. 各原料及其对应业务与产成品



资料来源：公司招股书，中银证券

下游销往品牌服装以及贴牌服装生产商。公司纱线产品客户主要分为两类，一类是品牌服装商，另一类是贴牌服装生产商。针对品牌服务商，公司有两种合作模式：1) 签订销售合同，直接销售给品牌服装商，并与其进行价款结算；2) 商谈合作，成为其指定纱线供应商，品牌商决定价格并与公司确认，品牌商指定贴牌织造厂，贴牌厂来公司采购商品、与公司签订销售合同并结算。针对贴牌服装生产商，公司直接向贴牌厂推广商品，确定价格数量，签订合同并进行价款结算。目前，公司下游营销网络覆盖全球20多个国家和地区，拥有约4000多家客户，约500多个品牌合作者，从合作品牌看出，公司的产品定位于中高端市场。

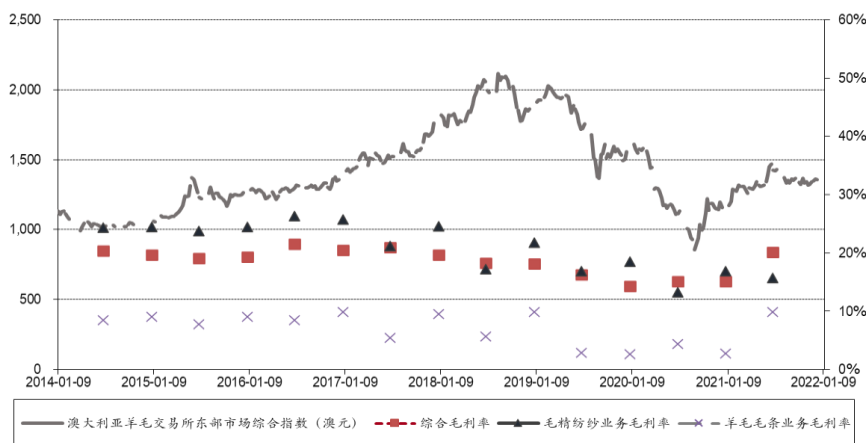
图表 5.公司合作品牌商遍布全球



资料来源：公司招股书，公司年报，中银证券

该业务模式下，公司利润水平与羊毛价格具有强相关性。羊毛为公司业务最主要原料（2020 年直接原料占总成本比重达到 80%以上），公司从进口羊毛到生产销售存在一定时间段的滞后，当澳毛价格上涨，会推动毛纺产品价格上升，而成本仍处于涨价前水位，因此毛利率上行；而澳毛价格下跌，公司产品面临跌价风险，成本处于高位，对应毛利率下行。2014 年 6 月至 2018 年 8 月，澳毛价格处于上行周期，公司整体毛利率保持稳健增长；2018 年 8 月至 2020 年 9 月，澳毛价格波动下跌，消费市场形势低迷，同时 2019 年末澳元兑美金汇率跌至 10 年低点，毛纺织业利润率大幅下降，公司的毛利率也有所承压；2020 年 9 月后羊毛价格从 858 澳分/公斤的周期性低位触底反弹，公司综合毛利率回升至 20.14%，盈利增速重启。预计随着羊毛价格回暖，市场信心将加快恢复，下游终端需求的回升将带动公司主要产品毛利率转入上升通道。

图表 6.2020 年 9 月以来羊毛价格回暖，公司盈利增速重启

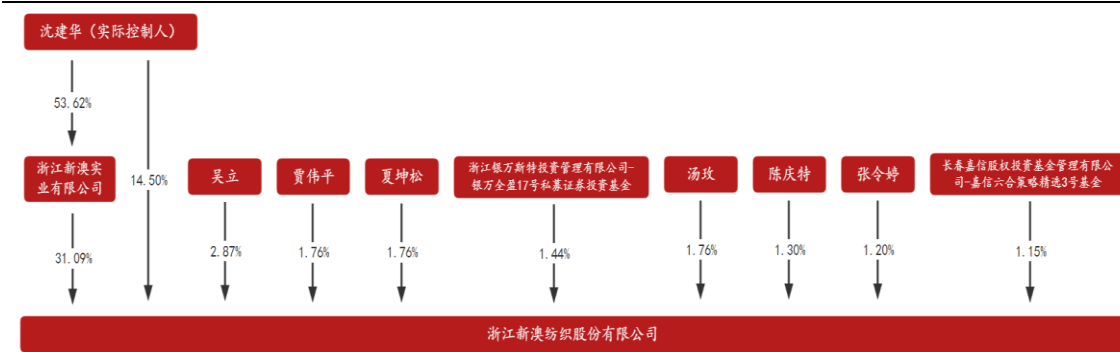


资料来源：公司招股书，中银证券

1.3 股权集中，子公司协同发展

实控人股权集中。董事长沈建华先生为公司实际控制人。截至 2021Q3，沈建华先生直接持有公司股份 14.50%。此外，沈建华先生通过浙江新澳实业有限公司持股 31.09%，通过直接及间接方式累计持有公司 45.59%股本。

图表 7. 公司股权分布较为集中



资料来源：公司公告，中银证券

子公司分工明晰，协同高效发展。截至 22 年 1 月，共有 11 家子公司和孙公司纳入合并报表范围。公司按业务流程和经营体系构建了以新澳股份为主体，各主要子公司专业化分工生产、独立销售的模块化经营模式。业务范围覆盖毛条生产、改性处理、染整加工、产品销售和进出口等产业链上下游环节。且公司通过以新中和、厚源纺织、新澳羊绒、英国邓肯等子公司实现多元化品牌发展战略，搭建覆盖中端、高端、奢侈端，品类涵盖针织服饰、运动休闲、家纺类等。

图表 8. 公司重要子公司主营业务及业务关联

公司名称	持股比例(%)	主营业务	业务关联
浙江新中和羊毛有限公司	100	从事羊毛毛条的生产、销售，并提供毛条改性处理加工。	2003 年，顺应台湾地区羊毛加工工业产能转移的大趋势，新澳股份与中和羊毛创办合作企业，为新澳股份全资子公司。 公司业务涉及两方面：一是为新澳股份提供改性加工作业，优化提升毛条品质，获得竞争优势；二是从澳大利亚、新西兰等地采购羊毛后进行羊毛制条及以“ <u>进料加工</u> ”模式为主的羊毛条销售业务，一部分供应给新澳股份，其余对外销售。
浙江厚源纺织股份有限公司	94.58	毛条、纱线等的生产、销售、染整加工服务；纺织原料、纺织品的销售，经营进出口业务。	2000 年设立，为新澳股份控股子公司。 进行毛条染整及纱线染整，进一步完善纱线产品的后道精加工工序。推进“ <u>年产 15000 吨生态毛染整搬迁建设项目</u> ”。
浙江鸿德羊绒制品有限公司	100	羊绒制品、纺织原料及产品的销售。	2009 年成立，为新澳股份全资子公司。 贸易、经销。
宁夏新澳羊绒有限公司	70	羊绒制品、纺织原料及产品的生产、销售业务。	2019 年设立，为新澳股份控股子公司。 开拓羊绒纱线业务（生产销售羊绒纱线，并提供羊绒加工服务），丰富多元化的产品结构。
嘉兴飞迅特种纤维科技有限公司	90	合成纤维制造和销售；面料纺织加工；高性能纤维及复合材料销售；玻璃纤维及制品销售；玻璃纤维增强塑料制品销售；碳纤维再生利用技术研发；针纺织品及原料销售；产业用纺织制成品销售。	2020 年设立，为新中和控股子公司。 生产研发具有特种功能性的化纤类梳条，以更好地满足市场新需求。
上海竞恒纺织科技有限公司	100	技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；专业设计服务；市场营销策划；销售代理；针纺织品及原料销售。	2021 年设立，为新澳股份全资子公司。
钛源国际（澳大利亚）有限公司	100	纺织原料和产品的进出口贸易。	2012 年于澳大利亚设立，为新澳股份全资子公司。 及时掌握一手拍卖市场的羊毛市场价格信息，从源头控制公司原材料的品质和有效分散和规避价格波动风险。
新澳股份（香港）有限公司	100	投资兴办实业、经济信息咨询、产品进出口、技术进出口。	2016 年设立，为新澳股份全资子公司。 海外贸易连通平台。

资料来源：公司年报，中银证券

续 图表 8. 公司重要子公司主营业务及业务关联

公司名称	持股比例(%)	主营业务	业务关联
新澳纺织（欧洲）有限公司	100	产品设计开发、产品营销、纺织原料和产品检测、产品进出口、技术进出口。	2018 年于意大利设立，为新澳香港全资子公司。作为国际前沿产品技术研发及流行趋势预判。 2020 年以 100% 股权被公开竞得，为新澳股份全资子公司。使新澳拥有首个海外高端制造基地，标的公司承接了邓肯纱厂这一拥有百年历史的世界知名羊绒纱线生产商，其位于英国苏格兰地区拥有较为先进的制造工厂，在羊绒纱线的研发、生产、销售等方面具备丰富的行业经验和历史积淀。
TODD & DUNCAN LIMITED	100	纺织纤维制备和纺纱。	
铠源发展（香港）有限公司	100	纺织原料和产品的进出口贸易业务。	2013 年于香港设立，为新中和全资子公司。

资料来源：公司年报，中银证券

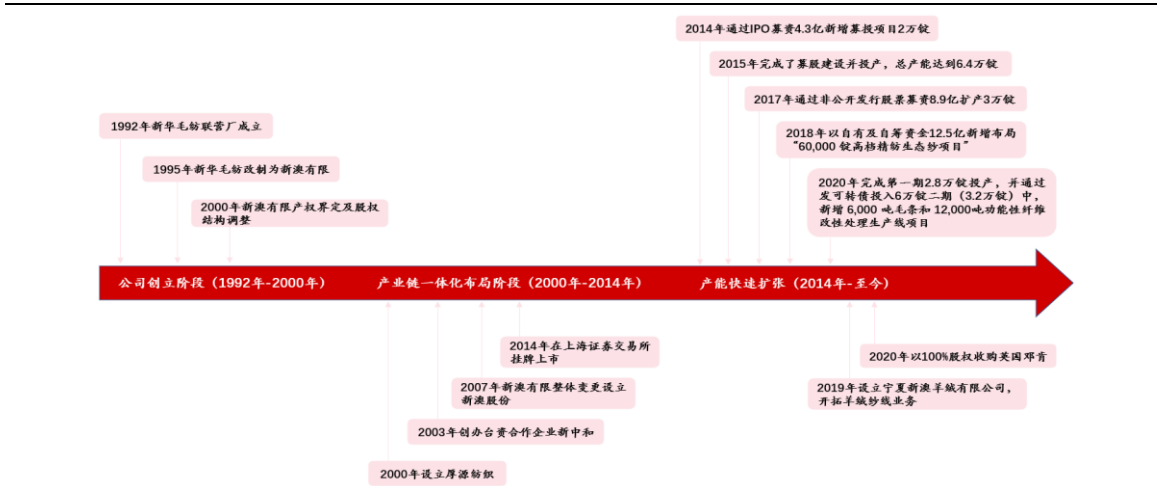
1.4 复盘历史：有序完善产业链布局及产能扩张

公司创立阶段（1992 年-2000 年）：1992 年公司前身新华毛纺成立；1995 年 9 月新华毛纺改制为新澳有限；1998 年 10 月至 1999 年 9 月，新澳有限的资产界定及股权结构调整；2000 年，新澳有限产权界定及股权结构调整。

产业链一体化布局阶段（2000 年-2014 年）：公司旗下子公司厚源纺织、新中和、鸿德进出口等相继创立，对应业务毛纱、毛条的生产、销售、改性处理和染整加工服务以及产品的进出口销售，公司逐步完善产业链一体化布局。

产能快速扩张（2014 年-至今）：公司 2014 年上市，此后开启持续产能加码。2014 年在原有 4.4 万锭产能基础上通过 IPO 募资 4.3 亿新增募投项目 2 万锭；2015 年完成了募股建设并投产，总产能达到 6.4 万锭；2017 年通过非公开发行股票募资 8.9 亿扩产 3 万锭，其中，2 万锭已于 2017 建成投产，总产能达到 8.4 万锭，剩余 1 万锭于 2018 年建成投产；2018 年为筹划未来 3 年产能布局，以自有及自筹资金 12.5 亿新增布局“60,000 锭高档精纺生态纱项目”；2020 年完成第一期 2.8 万锭投产，并通过发可转债投入 6 万锭二期（3.2 万锭）中，新增 6,000 吨毛条和 12,000 吨功能性纤维改性处理生产线项目。此外，公司于 2019 年设立宁夏新澳羊绒有限公司，开启羊绒纱线相关业务。2020 年新澳羊绒生产经营逐渐步入正轨，同年，公司收购英国邓肯 100% 股权以拓展海外市场。

图表 9. 公司三大发展阶段



资料来源：公司年报，中银证券

截至 2021H1 业绩显著回暖，盈利能力快速提升：

- 1) 自 2014 年上市至 2017 年，澳毛价格处于上行周期，公司的收入、归母净利润以及盈利能力均呈现稳步向上：营业收入由 15.32 亿元提升至 23.12 亿元，CAGR 约为 14.70%；归母净利润由 1.14 亿元提升至 2.07 亿元，CAGR 约为 22%。PE 方面，除刚上市期间的冲高，基本处于 30-40 倍水平。
- 2) 2018 年开始至 2020 年，受中美贸易和疫情影响，羊毛价格走低，导致收入、利润以及盈利能力均有所回落：2020 年实现营业收入 22.73 亿元，同比减少 16.12%；归母净利润为 1.51 亿元，增速为 5.75%；毛利率和净利率分别下滑为 15.11% 和 7.08%；PE 持续下滑至 15 倍左右。
- 3) 2021 年开始，负面影响因素逐步消散：2021 年前三季度实现营业收入和归母净利润分别为 27.05 亿元和 2.56 亿元，同比增长 57.34% 和 69.13%，同时毛利率实现大幅回升，达到 19.20%，净利率创历史新高，达到 10.03%；疫情后公司业务量价齐升，21 年 PE 提升至 25 倍，但由于板块降温，导致 PE 回落至历史最低水位，即 10 倍左右。

图表 10. 公司收入、业绩及盈利能力在 2021 年回升显著 (亿元)

公司收入及业绩情况								
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
营业收入	15.32	16.21	18.35	23.12	25.66	27.10	22.73	27.05
yoy	7.26%	5.78%	13.20%	26.02%	10.99%	5.60%	-16.12%	57.34%
归母净利润	1.14	1.32	1.59	2.07	1.99	1.43	1.51	2.56
yoy	17.42%	16.26%	20.49%	30.32%	-3.90%	-28.16%	5.75%	69.13%
盈利能力及费率情况								
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
毛利率	19.72%	19.31%	20.49%	19.71%	18.16%	14.29%	15.11%	19.20%
净利率	7.76%	8.45%	8.98%	9.09%	7.82%	5.33%	7.08%	10.03%
销售费率	1.89%	1.97%	1.95%	1.65%	1.66%	1.70%	1.59%	1.58%
管理费	6.06%	7.07%	7.01%	6.52%	3.72%	3.42%	3.75%	2.60%
研发费率	2.31%	2.45%	2.40%	2.76%	2.81%	3.01%	3.17%	2.76%
财务费率	1.19%	0.32%	0.23%	0.35%	0.20%	0.11%	0.64%	0.52%

资料来源：公司年报，中银证券

图表 11. 公司上市以来估值波动



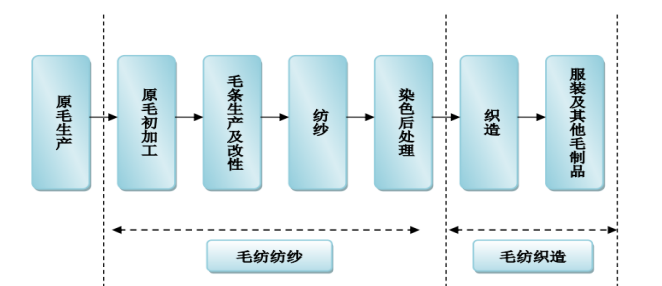
资料来源：万得，中银证券

2. 定位毛精纺纱细分行业，新澳竞争突围

2.1 毛纺行业发展成熟，子板块毛精纺呈现调整与升级

毛纺纺纱及毛纺织造为成衣必不可少的步骤，羊毛为毛纺织过程的基础原料。服装生产制造的重要原料包括天然纤维和化工纤维，其中天然纤维又可分为动物纤维（包括毛和丝）和植物纤维（包括棉和蚕）。其中，羊毛因其独特化学结构，具有绿色、安全、健康等特性，成为目前应用最广泛的天然纤维之一。从全球羊毛产量看，澳大利亚产量最大，也为羊毛的主要出口国。

图表 12. 毛纺织产业链拆解



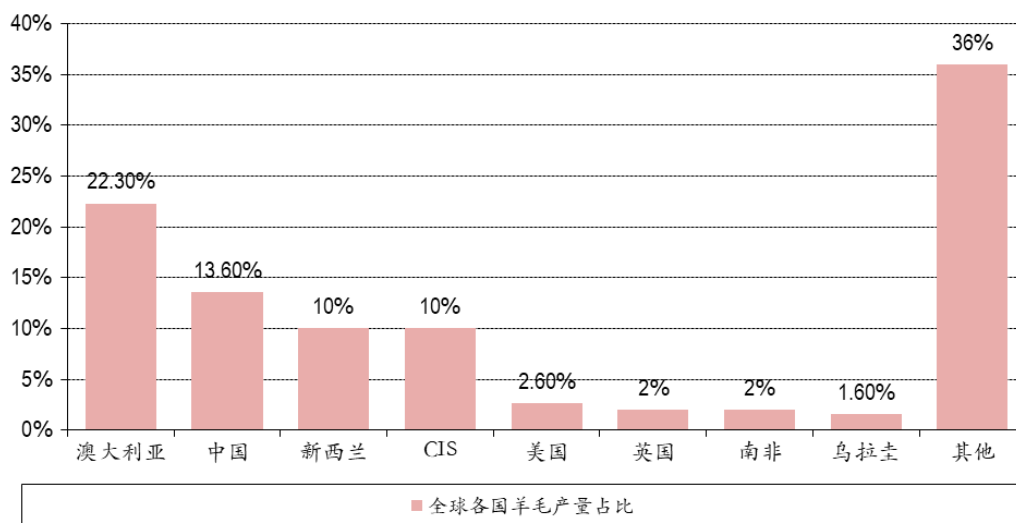
资料来源：公司招股书，中银证券

图表 13. 羊毛纤维的特性



资料来源：公司招股书，中银证券

图表 14. 2020 年全球各国羊毛产量占比



资料来源：IWTO，中银证券

毛纺行业又可进一步划分为精纺、半精纺和粗纺：其中精纺指通过精梳工艺去除短纤维的纺纱工艺。随着毛纺行业的成熟，精纺已成为主要工艺，且主流产品与国际接轨。当下消费者对衣着追求高品质和个性化等，对应驱动毛纺产品通过改造传统工艺，实现产品升级，朝功能化、差异化发展。从新澳股份业务布局毛精纺纱和羊毛毛条划分，其所处细分行业为毛精纺行业。

图表 15. 精纺、半精纺及粗纺工艺流程差异对比

毛纺类型	介绍	工艺流程
精纺	洗净毛经梳理成条后，经过精梳及其前后的准备和整理过程，制成精梳毛条，然后纺成纱线，是为精梳毛纺。相对于粗纺来讲，精纺多了精梳工艺，把粗绒短绒都截下来了，留下的是更细、更长的绒，一公斤羊绒中只能获得 30% 的精纺羊绒原料。	配方调配—原料准备—和毛（加油）—梳毛—理条—精梳—整条—复洗—练条—粗纱—细纱—络筒等。
半精纺	和精梳毛纺类似，但不经过精梳及其准备和整理加工。具有流程短、成本低的特点，但纱线质量比精梳纱略差。它前道为粗纺的和毛设备加上毛纺的梳毛、并条、粗纱、细纱机等，后道为精纺的络筒、并线、倍捻设备，装备与工艺的改变，解决了原来毛纺设备不能解决的问题。	（洗净毛）、混和加油、梳理、针梳、粗纱、细纱。
粗纺	一般的纺纱工艺未经过精梳处理纺成的纱，它所纺出的纱具有纱支粗，工艺流程短等优点。	配方调配—原料准备—和毛（加油）—梳毛—细纱—络筒，根据不同的需求通常还会具有并线，倍捻等后续工艺。

资料来源：百度百科，中银证券

2.2 国际品牌与国牌同台竞技，新澳优势显著

毛精纺纱市场竞争充分，主要参与者可以分为国际和国内两大类企业：1) 国际企业：意大利公司 Baruffa，拥有 150 年历史，主要产品为精纺针织纱线；德国企业南方毛业（Südwolle），中国建立生产基地张家港扬子纺纱有限公司，主要产品包括各类精纺毛纱、混纺毛纱、其它纤维纱。2) 国内企业：新澳股份，主要进行毛精纺纱的研发、生产和销售，产品包括毛精纺纱、羊毛毛条、改性处理、染整、羊绒加工和羊绒纱线；江苏鹿港科技，主要生产各类精纺纱及半精纺纱以及呢绒面料。

图表 16. 国际企业与国内企业对比

公司名称	公司简介
Zegna Baruffa Lane Borgosesia	成立于 1850 年，位于意大利 Biella 市，旗下拥有 Baruffa、Chiavazza 和 Botto Poala 等品牌，主要生产各类经典精纺纱线，以及为各类其他纱线进行染色。Zegna Baruffa 拥有超过 160 多年的高端纱线和针织品生产经验，研究了大约 3 万种颜色的纱线染色和顶部染色，其中有一些根据客户具体要求进行独家定制。Chiavazza 染色实验室是专门从事用于梳理纱线的绒毛染色的实验室。自成立以来，该公司一直坚持可持续发展战略，坚持 100% 纯意大利制造。
德国南方毛业（Südwolle）	成立于 1966 年，总部位于德国纽伦堡，专业生产精纺坯纱和色纱。产品有 100% 纯羊毛的纱线，也有与天然纤维，如马海毛、羊绒、羊驼、真丝、棉或亚麻混纺的纱线，以及与人造纤维，如涤纶、尼龙、粘胶、天丝、腈纶和芳纶等混纺的纱线。
江苏鹿港科技	成立于 1993 年，位于江苏省张家港市。公司专注于 SERENATA、ARMONIA、REGAL 精纺纱、半精纺纱、粗纺纱、花式纱等各类针织纱线、高档精纺呢绒面料以及 LANIFICIO LA MALPENGA 职业装和 PALLADIO 高端商务服装的生产。公司主要拥有意大利产前纺、德国产手指锭紧密纺细络联、意大利 PAFA 产新型花捻机、法国 PB33LC 复精梳、多尼尔织机、意大利洗缩联合机等国际设备，为高质量产品生产奠定了坚实基础。
新澳股份	成立于 1995 年，位于浙江省嘉兴市桐乡市。公司所从事的主要业务为毛精纺纱线的研发、生产和销售，按业务流程和经营体系构建了以新澳股份为主体，各主要子公司专业化分工生产、独立销售的市场化经营模式。

资料来源：公司官网，公司年报，中银证券

新澳股份定位中高端，与意大利 Baruffa 和德国南方毛业形成三足鼎立。公司的纱线产品为高档精纺针织纱线，主要面向中高端服装制造商，与意大利企业 Baruffa 以及德国企业南方毛业形成直接竞争关系，三者在中高端毛纺行业的市场份额在 15%-20%。相较海外企业，公司的优势体现在以下几方面：

- 1) **成本更低**：在劳动力成本方面，国内的人力成本低于欧洲市场，且国内的工人效率更高。
- 2) **布局完整产业链，订单交付速度快，服务更精细**：公司联合其下子公司，布局毛条制条、改性处理、纺纱、染整精加工于一体的纺纱产业链，具有更快的反应速度。相比于欧洲企业交付期至少两个月，公司则是最快的订单交付时间为 15 天，旺季 2 个月左右。在定制开发方面，公司建立了打样车间为客户提供很好的服务，从原料到产品生产都是小批量、多品种。
- 3) **重视研发，设备智能化水平较高**：公司持续强化研发投入，深化推进“基于智能制造及立体仓储的毛精纺项目”，提高智能制造水平，在国际领先的自动化设备基础上，导入面向毛纺行业的 MES 系统，构建自动化立体仓储，通过智能化设备高效替代劳动。同时在 5G 时代下，利用数字化、信息化助力企业管理水平和生产效率的持续提升。

图表 17. 公司研发费用及费率持续增长 (亿元)

	研发费用及费率情况							
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
研发费用	0.35	0.40	0.44	0.64	0.72	0.82	0.72	0.75
yoy	-1.95%	12.28%	10.82%	44.81%	13.10%	12.93%	-11.63%	29.84%
研发费率	2.31%	2.45%	2.40%	2.76%	2.81%	3.01%	3.17%	2.76%

资料来源：公司年报，中银证券

3.三个维度驱动公司未来增长

收入组成结构分析，我们认为公司的未来增长受到量价齐升驱动下的毛精纺纱和毛条拉动，以及其业务拓宽下羊绒业务带来新增量。自上市以来，公司收入规模持续增长，主要得益于毛精纺纱和羊毛毛条两大业务条线销售量和单位售价的增长驱动。

图表 18.毛精纺纱业务量价拆分

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
总收入(百万元)	1,428.59	1,532.38	1,620.88	1,834.81	2,312.14	2,566.31	2,709.91	2,273.17
yoy	-4.04%	7.26%	5.78%	13.20%	26.02%	10.99%	5.60%	-16.12%
毛精纺纱量价拆分								
营业收入(百万元)	937.44	1005.89	1058.74	1240.64	1567.06	1759.47	1928.28	1594.96
yoy	-	7.30%	5.25%	17.18%	26.31%	12.28%	9.59%	-17.29%
销售量(吨)	7428.27	7779.49	7532.88	9471.84	10457.28	11101.8	9560.39	9644.69
yoy	-	4.73%	-3.17%	25.74%	10.40%	6.16%	-13.88%	0.88%
售价(万元/吨)	13.81	13.67	13.11	13.65	15.3	17.02	18.51	16.19
yoy	-	-1.01%	-4.10%	4.12%	12.09%	11.24%	8.75%	-12.53%
羊毛毛条量价拆分								
营业收入(百万元)	441.5	472.3	460.65	517.78	625.01	706.23	707.62	396.57
yoy	-	6.98%	-2.47%	12.40%	20.71%	13.00%	0.20%	-43.96%
销售量(吨)	4674.56	5491.92	5733.02	5821.7	6032.45	5484.76	5625.98	4273.69
yoy	-	17.49%	4.39%	1.55%	3.62%	-9.08%	2.57%	-24.04%
售价(万元/吨)	9.44	8.6	8.03	8.89	10.36	12.88	12.58	9.28
yoy	-	-8.90%	-6.63%	10.71%	16.54%	24.32%	-2.33%	-26.23%

资料来源：公司年报，中银证券

3.1 澳毛价格触底反弹，未来有望持续带动价增

复盘历史，我们发现澳毛价格受多种宏观因素影响。中国为澳毛最大的进口国家，国内羊毛需求的变化直接影响澳毛的价格，因而经济发展对澳毛进口有较直接影响。在经济发展平稳向上，且澳大利亚的羊养殖和产量稳定情况下，澳毛的价格在 2014H1-2018H1 呈现稳步增长态势。而 2018H1-2020H1 价格急剧下跌，主要因中美贸易战下，国内经济景气度受到影响，且随着疫情的全球式爆发，全球范围的羊毛需求受到较严重影响。

图表 19. 我国人均 GDP 增长对澳毛价格有一定影响

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
我国人均 GDP 增长率(%)	6.7577	6.3862	6.2157	6.4437	6.0945	5.646	1.9537
澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数(澳分/公斤)	1,049.16	1,204.75	1,291.69	1,538.13	1,909.26	1,737.62	1,213.51

资料来源：wind，中银证券

图表 20. 澳大利亚羊毛产量变化

金融年	2013-14	2014-15	2015-16	2016-17	2017-18	2018-19	2019-20	2020-21	2021-22E
存栏量(百万)	78	76.9	73.4	74.3	76.8	72.5	68.6	66.9	70
单头毛量(千克)	4.37	4.5	4.43	4.58	4.45	4.13	4.13	4.4	4.54
羊毛产量(百万吨)	341	346	325	340	341	300	284	294	318

资料来源：澳大利亚羊毛生产预测委员会，中银证券

随着疫情得到控制和经济逐步恢复，羊毛需求呈现向好趋势，同时供给预计稳步向上，未来澳毛价格将有望呈现触底反弹。2020至2021年度，国内疫情得到控制，消费需求增长，拉动澳毛价格上行，2021年1至6月羊毛均价较上年同时段增长约14.63%。同时，根据澳大利亚权威羊毛产量预测委员会(AWPFC)2021年第三次预测结果，2022年羊毛产量呈现稳步上行趋势，在国内经济逐步恢复下澳毛需求也有望上行，综合供给与需求端，我们认为澳毛价格也有望温和上升，进一步带动公司价增及盈利能力的提升。

图表 21. 澳大利亚羊毛预测委员会第三次预测结果

	2019/20	2020/21	yoy(%)	2021/22第三次预测	yoy(%)
存栏量(百万)	68.6	66.9	-2.5%	70.0	4.6%
单头毛量(千克)	4.13	4.40	6.5%	4.54	3.2%
羊毛产量(百万吨)	284	294	3.7%	318	8.0%

资料来源：澳大利亚羊毛生产预测委员会，中银证券

3.2 产能扩张+客户拓展，拉动量增

公司的产能扩张持续进行中，拉动产能快速上行。2018年拟建设60,000锭高档精纺生态纱项目(计划三年)，第二期的3.2万锭毛精纺纱仍在布局中。此外，公司的2020年发行可转债的项目资金具体投入到产能扩建的情况(新增6,000吨毛条和12,000吨功能性纤维改性处理生产线项目，预计两年投产)，在该情况下预计毛条和功能性纤维改性处理生产线项目将达到13000吨/22000吨产能。

图表 22. 2018-2023 年公司各业务产能布局情况

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
毛精纺纱(锭)	94,000	94,000	122,000 (20年一期2.8万锭投产)	122,000	122,000	154,000
毛条(吨)	7,000	7,000	7,000	7,000	9,000 (22年一期逐步投产)	13,000
改性处理(吨)	10,000	10,000	10,000	10,000	13,000 (22年一期逐步投产)	22,000
染整(吨)	10,000	10,000	13,000	13,000	15,000	15,000

资料来源：公司年报，公司公告，中银证券

以销促产模式下，公司一方面稳固老客户，另一方面持续拓展新客户，有望进一步提升产销率。在2021年之前，公司以销定产为主；2021年后，公司的模式转变为以产促销。为加速销量拓展，一方面公司保持和原有优质客户合作：包括奢侈品Hermes, Prada, 国内品牌江南布衣, 哥弟, EP雅莹等。同时，公司也在积极开拓新客户领域：运动场景覆盖瑜伽、跑步、滑雪、骑行和徒步等多个细分运动领域，与始祖鸟, LuLuLemon等运动品牌建立合作。**基于以产促销模式，进一步拓展销售客群，同时在运动服饰高景气拉动下，公司销量有望再度拓宽。**

图表 23. 公司毛精纺纱和羊毛毛条产销率情况

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
毛精纺纱	102.14%	107.19%	95.93%	97.94%	108.95%	102.14%
羊毛毛条	95.14%	100.23%	101.20%	95.02%	103.69%	95.14%

资料来源：公司年报，中银证券

图表 24. 新澳股份主要合作客户分类



资料来源：公司官网，中银证券

3.3 横向拓展羊绒业务，打开成长新曲线

相较于羊毛，羊绒舒适性、保暖性更强。羊绒来源于山羊毛，其纤维平均细度比羊毛更细，纺织制造过程中羊绒纤维的排列更加紧密，羊绒制品具有非常好的保暖性能，对比之下，羊绒比羊毛舒适性、保暖性等方面更强，多用于高端服饰。

图表 25. 羊绒与羊毛的差异

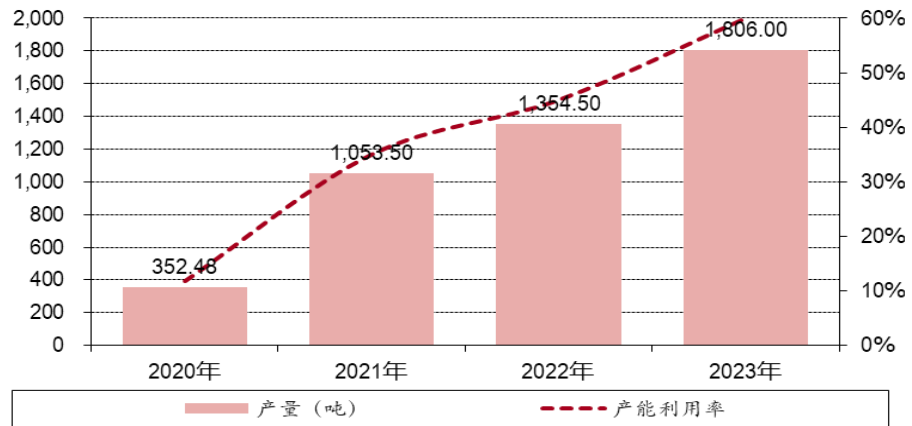
	羊绒	羊毛
吸湿性差异	所有纺织纤维中最强	弱于羊绒
保暖性差异	能滞留的静止空气更多，保暖程度是羊毛的八倍	能滞留的静止空气较少
光泽度差异	毛鳞片为圆形，无髓质层，光泽度更柔和，更有质感	毛鳞片为尖形，有髓质层
抗皱差异	较有弹性，不易起皱	弹性较差，易起皱

资料来源：百度百科，中银证券

在消费升级的大背景下，高端服饰不断增长驱动羊绒需求增长。据 GIA 数据显示，全球高端服饰的市场规模将从 2016 年的 748 亿美元增至 2020 年的 1005 亿美元，复合年增长率将达到 5.1%。其中 2020 年美国该市场其全球销售额占比高达 34.7%，而中国则有望以高达 8.3% 的复合年增长率，至 2026 年其市场规模将达到 145 亿美元（市占率 14.5%）。在未来较快增长的高端服饰需求下，有望进一步驱动羊绒需求。

2020 年公司正式开展羊绒业务，打开新增长曲线。公司于 2019 年底新设子公司宁夏新澳羊绒有限公司，羊绒产能 2760 吨。2020 年公司 4200 万元拍得英国邓肯 100% 股权，产能约 250 吨羊绒。当下两者共贡献产能 3000 吨，打开第二成长曲线。

图表 26. 公司羊绒业务产量、产能利用率预期



资料来源：公司年报，中银证券

公司加大对子公司的激励与考核，以高效激励员工发挥其积极性，进一步加速新业务成长。1) 中银绒业：将公司的销售业绩与管理层薪酬奖金直接关联，设立业绩目标，超出部分团队共享。2) 邓肯：采用利润共享模式，即企业亏损，报酬低；企业利润高，报酬高。在该模式下，宁夏新澳和邓肯均看到业绩显著改善。预计未来在需求驱动和公司高激励下，能够为公司带来稳定的第二成长线。

4. 盈利预测与投资建议

■ 盈利预测

我们通过分品类拆分进行未来收入情况预测：

1) 毛精纺纱：

预计公司的 2021 年产能维持在 2020 年水平，产能利用率和产销率上行；我们认为在 21 年开始羊毛价格回暖下，公司产品售价也有望逐步回升，预计 2021-2023 年毛精纺纱业务的收入同比增长分别为 48%/14%/11%。

2) 羊毛毛条：

预计公司羊毛毛条业务的产能释放在 2022 年及 2023 年，同时后续销率提升带来产能利用率和产销率上行；均价方面，预计在羊毛价格回暖下，产品售价回升。预计 2021-2023 年羊毛毛条业务的收入同比增长分别为 13%/43%/47%。

3) 改性处理及染整加工：

预计公司该业务的产能释放在 2022 年，同时后续销率提升带来产能利用率和产销率上行，均价未来有望呈现上行。对应 2021-2023 年羊毛毛条业务的收入同比增长分别为 8%/4%/19%。

4) 羊绒纱线

根据公司的业务布局，该业务产能较为稳定，考虑后续销率提升带来产能利用率和产销率上行，均价保持上行，预计 2021-2023 年羊绒纱线业务的收入同比增长分别为 194%/103%/24%。

综合以上，2021-2023 年公司总收入为 34.7/45.9/54.8 亿元，对应增速分别为 53%/32%/19%。

图表 27. 公司收入拆分表 (亿元)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入	27.10	22.73	34.70	45.93	54.76
yoy	5.60%	-16.12%	52.65%	32.37%	19.23%
毛精纺纱	19.28	15.95	23.55	26.87	29.77
yoy	9.59%	-17.29%	47.66%	14.11%	10.75%
羊毛毛条	7.08	3.97	4.47	6.38	9.38
yoy	0.20%	-43.96%	12.69%	42.73%	47.06%
改性处理及染整加工	0.16	0.67	0.72	0.75	0.89
yoy	-22.64%	307.52%	8.04%	4.43%	18.89%
羊绒纱线	-	1.96	5.76	11.70	14.48
yoy	-	-	194.42%	103.27%	23.73%

资料来源：万得，中银证券

毛利率：随着公司规模增长、效率提升以及羊毛整体价格稳步上行，未来毛利率将稳中有升，预计 2021-2023 年公司毛利率分别为 17.81%/17.85%/17.75%。

费用率：预计公司维持较强的整体费用管控能力，品牌营销、研发投入保持稳定，预计 2021-2023 年公司销售费率为 1.5%/1.42%/1.43%，管理费用率将达到 3.66%/3.46%/3.42%，研发费用率将达到 2.6%/2.8%/3%。

综合，预计公司 2021-2023 年营收分别为 34.7/45.9/54.8 亿元，对应增速分别为 53%/32%/19%；归母净利润为 2.93/3.92/4.90 亿元，同比增长 93%/34%/25%。

■ 估值讨论

我们选取同为上游制造企业百隆东方、华孚时尚、健盛集团、台华新材、伟星股份，参考万得一致预期中可比公司的 2022 年估值以及对业绩增速，同时结合公司当下 PE 以及其 2022 年业绩预期增速（34%），我们认为当下公司市场尚存较大可提升空间，首次覆盖予以**买入**评级。

图表 28. 公司 PE 估值表（净利润单位：亿元）

公司名称	公司代码	收盘价	归母净利润			归母净利润增速			PE		
			21E	22E	23E	21E	22E	23E	21E	22E	23E
新澳股份	603889.SH	5.93	2.93	3.92	4.90	93.45%	33.79%	25.00%	10.36	7.74	6.19
百隆东方	601339.SH	6.16	13.84	13.27	13.48	278.09%	-4.13%	1.61%	8.30	8.23	8.12
华孚时尚	002042.SZ	4.20	5.69	6.47	7.53	-	13.78%	16.23%	14.34	12.38	10.64
健盛集团	603558.SH	11.11	2.21	3.15	4.02	-	42.43%	27.43%	19.40	13.98	10.89
台华新材	603055.SH	11.39	4.65	6.10	9.64	287.95%	31.23%	58.10%	27.83	21.16	12.88
伟星股份	002003.SZ	13.64	4.63	5.41	6.43	16.72%	17.04%	18.82%	25.98	22.20	18.68

资料来源：万得，中银证券，新澳股份采用预测数据，其余公司盈利预测皆来自万得预期。

注：数据日期为截止 2022 年 3 月 14 日

风险提示

宏观经济波动，影响消费需求：宏观经济波动对消费需求存在一定冲击，若消费需求疲弱，将直接影响羊毛价格，进一步影响公司收入和业绩。

品牌合作拓展受阻：以产促销模式下，公司不断增加合作品牌，进一步打开收入空间，若合作品牌拓展受阻，将影响公司销量，进一步影响收入增长。

汇率波动风险：公司的原材料羊毛主要从澳大利亚进口驱动，同时公司外销占比达到 30%以上，汇率波动将会对公司成本和收入断均有影响。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	2,710	2,273	3,470	4,593	5,476
销售成本	(2,323)	(1,930)	(2,852)	(3,773)	(4,504)
经营费用	(132)	(92)	(108)	(211)	(312)
息税折旧前利润	255	252	510	609	660
折旧及摊销	(99)	(114)	(170)	(151)	(145)
经营利润(息税前利润)	156	138	340	458	515
净利息收入/(费用)	13	25	13	14	26
其他收益/(损失)	9	(21)	2	5	(6)
税前利润	161	181	346	463	599
所得税	(17)	(20)	(35)	(46)	(72)
少数股东权益	(1)	(10)	(19)	(25)	(37)
净利润	143	151	293	392	490
核心净利润	145	143	294	394	491
每股收益(人民币)	0.280	0.296	0.573	0.766	0.958
核心每股收益(人民币)	0.284	0.279	0.575	0.769	0.960
每股股息(人民币)	0.300	0.160	0.200	0.200	0.200
收入增长(%)	6	(16)	53	32	19
息税前利润增长(%)	(37)	(12)	147	35	12
息税折旧前利润增长(%)	(23)	(1)	103	19	9
每股收益增长(%)	(45)	6	93	34	25
核心每股收益增长(%)	(44)	(2)	106	34	25

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	161	181	346	463	599
折旧与摊销	99	114	170	151	145
净利息费用	(3)	(15)	(3)	(5)	(16)
运营资本变动	(4)	11	48	(121)	(148)
税金	(17)	(20)	(35)	(46)	(72)
其他经营现金流	162	30	(47)	(28)	(88)
经营活动产生的现金流	399	301	479	414	420
购买固定资产净值	(336)	(89)	(291)	(298)	(295)
投资减少/增加	117	113	(36)	(32)	(30)
其他投资现金流	0	(5)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(220)	19	(327)	(330)	(325)
净增权益	0	10	0	0	0
净增债务	23	(41)	485	563	558
支付股息	(124)	(91)	0	0	0
其他融资现金流	0	0	(29)	(418)	(192)
融资活动产生的现金流	(102)	(123)	456	145	366
现金变动	180	179	250	229	460
期初现金	405	585	763	1,013	1,243
公司自由现金流	189	330	162	94	104
权益自由现金流	223	301	659	673	680

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	585	763	1,013	1,243	1,703
应收帐款	210	303	300	445	618
库存	831	853	900	932	1,047
其他流动资产	119	28	15	15	15
流动资产总计	1,745	1,947	2,228	2,634	3,383
固定资产	1,123	1,141	1,033	1,099	1,091
无形资产	95	101	85	87	90
其他长期资产	113	75	365	355	358
长期资产总计	1,338	1,323	1,490	1,549	1,547
总资产	3,083	3,270	3,719	4,183	4,930
应付帐款	383	348	628	674	892
短期债务	279	241	241	241	241
其他流动负债	7	95	53	55	58
流动负债总计	670	684	922	970	1,191
长期借款	9	0	0	0	0
其他长期负债	6	10	9	9	10
股本	512	512	512	512	512
储备	1,858	2,018	2,229	2,645	3,170
股东权益	2,370	2,529	2,741	3,156	3,682
少数股东权益	28	47	47	47	47
总负债及权益	3,083	3,270	3,719	4,183	4,930
每股帐面价值(人民币)	4.63	4.94	5.35	6.17	7.19
每股有形资产(人民币)	4.44	4.75	5.19	6.00	7.02
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.58)	(1.02)	(1.51)	(1.96)	(2.86)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.4	11.1	14.7	13.3	12.1
息税前利润率(%)	5.8	6.1	9.8	10.0	9.4
税前利润率(%)	5.9	7.9	10.0	10.1	10.9
净利率(%)	5.3	6.7	8.4	8.5	9.0
流动性					
流动比率(倍)	2.6	2.8	2.4	2.7	2.8
利息覆盖率(倍)	51.8	9.5	98.0	99.7	31.4
速动比率(倍)	1.4	1.6	1.4	1.8	2.0
估值					
市盈率(倍)	21.2	20.0	10.4	7.7	6.2
核心业务市盈率(倍)	20.9	21.2	10.3	7.7	6.2
市净率(倍)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.8
价格/现金流(倍)	7.6	10.1	6.3	7.3	7.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.7	10.0	4.4	3.3	2.4
周转率					
存货周转天数	95.9	116.9	79.9	75.4	69.8
应收帐款周转天数	14.6	24.9	20.8	19.8	22.4
应付帐款周转天数	25.9	28.0	33.1	26.8	29.7
回报率					
股息支付率(%)	107.2	54.1	34.9	26.1	20.9
净资产收益率(%)	12.1	12.0	21.4	24.9	26.6
资产收益率(%)	9.1	7.5	16.5	19.7	18.4
已运用资本收益率(%)	2.7	2.7	4.9	5.8	6.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371