

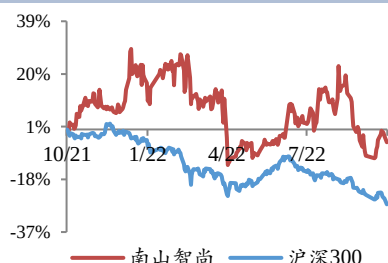
精纺呢绒出口高增长，新材料一期达到满产

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-10-25

收盘价（元）	8.41
近 12 个月最高/最低（元）	11.38/7.69
总股本（百万股）	360
流通股本（百万股）	108
流通股比例（%）	30.12
总市值（亿元）	30
流通市值（亿元）	9

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

电话：15110377548

邮箱：mayf@hazq.com

相关报告

- 1.南山智尚：拟扩 3000 吨 UHMWPE 新材料，上调盈利预测 2022-07-29
- 2.毛纺服装一体化，逐步打造新材料平台型企业 2022-07-27

主要观点：

● 事件：公司发布 2022 年三季报。

公司 2022 年前三季度营业收入 11.85 亿元，同比+16.27%；归母净利润 1.06 亿元，同比+10.13%。单三季度营业收入 4.05 亿元，同比+12.03%；归母净利润 0.36 亿元，同比+0.02%。

● 精纺呢绒出口高增长，超高分子量聚乙烯纤维一期达到满产。毛精纺业务：出口延续大幅增长，公司 2022 年前三季度外销收入同比+66.58%（22H1 同比+72.5%），欧洲同行成本上涨迅速、冷冬需求增长，国内企业加速拓展海外客户，市占率快速提升。内销方面，成功研发“OPTIM 轻羽户外面料”、“石墨烯复合面料”等功能性产品，着力提升高端占比，优化产品结构。服装业务：疫后逐步复苏，服装业务客户结构优质、增长稳健，但我们判断三季度仍未恢复至疫情前水平，静待伴随疫情好转逐步修复。新材料业务：UHMWPE 纤维一期 600 吨项目于今年 7 月调试、9 月底已经达到满产状态，行业需求景气度高，公司达产即实现稳定销售，新材料业务实现从 0 到 1 突破，第二曲线业务逻辑开始兑现。

● 综合产品结构提升，判断综合盈利能力进入向上通道。公司毛精纺面料服饰业务持续提升高端占比，22Q3 毛利率 33.90%，同比+1.33pcts，净利率 8.99%，同比-1.17pcts；期间费用率 19.10%，同比+3.10pcts，主要是研发投入占比大幅提升。我们认为公司综合盈利能力处于长期向上通道，精毛纺及服装业务着力结构提升，更高盈利能力的 UHMWPE 纤维当前满产，新材料占比持续提高。

● 投资建议

精纺呢绒出口延续高景气，服装业务持续复苏，UHMWPE 纤维一期迅速满产，更大规模的二期拟于明年投产，贡献业绩弹性、提升综合盈利能力，公司从 0 到 1 打造新材料平台型公司的业务逻辑开始兑现。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.6/2.3/3.2 亿元，对应 PE 分别为 19/13/9 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

疫情反复风险；汇率大幅波动风险；原材料价格大幅上涨。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1492	1727	2136	2736
收入同比（%）	9.9%	15.7%	23.7%	28.1%
归属母公司净利润	152	162	228	320
净利润同比（%）	74.2%	6.1%	41.1%	40.2%
毛利率（%）	34.2%	32.4%	33.2%	34.1%
ROE（%）	9.2%	8.8%	11.1%	13.4%
每股收益（元）	0.42	0.45	0.63	0.89
P/E	24.36	18.72	13.26	9.46
P/B	2.22	1.65	1.47	1.27
EV/EBITDA	13.25	11.26	8.02	5.50

资料来源：wind，华安证券研究所

风险提示：

疫情反复风险；汇率大幅波动风险；原材料价格大幅上涨。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2057	2286	2737	3352	营业收入	1492	1727	2136	2736
现金	984	1049	1275	1572	营业成本	982	1167	1428	1804
应收账款	167	218	267	337	营业税金及附加	16	18	22	29
其他应收款	36	41	52	66	销售费用	156	173	205	263
预付账款	8	10	12	15	管理费用	62	67	83	107
存货	568	659	813	1027	财务费用	9	0	0	0
其他流动资产	295	311	320	337	资产减值损失	-40	-34	-34	-34
非流动资产	647	699	752	806	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	8	9	11	14
固定资产	353	312	262	213	营业利润	187	197	277	389
无形资产	156	161	166	171	营业外收入	3	3	3	3
其他非流动资产	138	226	324	422	营业外支出	4	4	4	4
资产总计	2704	2985	3489	4158	利润总额	186	196	276	388
流动负债	1010	1121	1398	1749	所得税	34	36	50	70
短期借款	390	440	550	690	净利润	152	161	227	319
应付账款	209	228	284	360	少数股东损益	0	-1	-2	-2
其他流动负债	411	453	565	699	归属母公司净利润	152	162	228	320
非流动负债	28	28	28	28	EBITDA	237	220	294	400
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.42	0.45	0.63	0.89
其他非流动负债	28	28	28	28					
负债合计	1038	1148	1426	1777					
少数股东权益	6	5	3	1					
股本	360	360	360	360					
资本公积	845	845	845	845					
留存收益	455	627	855	1175					
归属母公司股东权	1660	1832	2060	2380					
负债和股东权益	2704	2985	3489	4158					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	252	87	196	234	成长能力				
净利润	152	162	228	320	营业收入	9.9%	15.7%	23.7%	28.1%
折旧摊销	50	4	3	3	营业利润	106.8%	5.4%	40.6%	40.5%
财务费用	18	0	0	0	归属于母公司净利	74.2%	6.1%	41.1%	40.2%
投资损失	-8	-9	-11	-14	获利能力				
营运资金变动	-9	-104	-57	-108	毛利率（%）	34.2%	32.4%	33.2%	34.1%
其他经营现金流	210	298	317	460	净利率（%）	10.2%	9.4%	10.7%	11.7%
投资活动现金流	-346	-82	-80	-77	ROE（%）	9.2%	8.8%	11.1%	13.4%
资本支出	-51	-101	-101	-101	ROIC（%）	7.3%	7.6%	8.9%	10.4%
长期投资	-248	10	10	10	偿债能力				
其他投资现金流	-48	9	11	14	资产负债率（%）	38.4%	38.5%	40.9%	42.7%
筹资活动现金流	38	50	110	140	净负债比率（%）	62.3%	62.5%	69.1%	74.6%
短期借款	100	50	110	140	流动比率	2.04	2.04	1.96	1.92
长期借款	-25	0	0	0	速动比率	1.47	1.44	1.37	1.32
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.55	0.58	0.61	0.66
其他筹资现金流	-37	0	0	0	应收账款周转率	8.93	7.92	8.02	8.12
现金净增加额	-63	65	227	297	应付账款周转率	4.71	5.13	5.04	5.01

每股指标（元）					估值比率				
每股收益	0.42	0.45	0.63	0.89	P/E	24.36	18.72	13.26	9.46
每股经营现金流薄）	0.70	0.24	0.55	0.65	P/B	2.22	1.65	1.47	1.27
每股净资产	4.61	5.09	5.72	6.61	EV/EBITDA	13.25	11.26	8.02	5.50

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：马远方,新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。