

# 富春染织 (605189.SH) 买入 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 一筒色纱筑富春，扩产增收促发展

### 投资逻辑

**色纱行业龙头，聚焦筒子染色。**公司主营业务包括色纱、贸易纱及受托加工，色纱收入占比 90%，主要将采购的坯纱染整加工、络成筒形纱线并用于袜子、毛巾、家纺制造；截至 21 年底色纱产能达 6.6 万吨。22 年 Q1~3 公司营收/归母净利分别为 16.2 亿元/1.4 亿元，同比+7%/-13.8%，需求疲软叠加棉价下行盈利承压。公司 22 年 6 月发行“富春转债”募资 5.7 亿元，用于智能化精密纺纱项目（一期）建设；12 月 29 日起可转股，最新转股价 19.29 元。

**需求回升、棉价上修有望带动盈利修复。**当前棉价已从 22 年初的高位下降至 1.52 万元/吨，23 年预计随需求回暖带动企稳回升。公司主要原材料棉纱占成本的 69% 左右，毛利率与棉价高度相关，有望受益于棉价回暖，预计 23 年的利润空间修复弹性较大。

**规模生产摊薄成本、促进利润改善，环保技术构建壁垒。**1) 公司仓储式生产放大规模优势。相比于订单式的个性化生产，仓储式为满缸、批量生产提供条件，生产要素资源得到充分利用，降低单位成本。2018-20 年色纱产能从 4 万度提升至 5.4 万吨，单位成本从 2.51 万元/吨下降至 2.24 万元/吨。2) 产品单位低能耗带来成本优化。经测算，公司单位色纱用水量低、特许长江取水、自有锅炉供应蒸汽等优势为色纱生产总成本带来 1.94Pct 的优化。3) 公司前期环保投入较大，污染物排放量远低于行业标准。

**终端需求稳定&供给端格局改善，公司逆势扩产有望带动规模提升。**公司持续进行年产 3 万吨筒子纱项目，并自 2022 年起开展年产 6 万吨筒子纱染色建设项目，预计 23 年公司产能较 22 年增长 55%，为公司承接更多订单提供空间。同时，公司 21 年规划“50 万锭智能纺纱项目”及“年产 3 万吨纤维染色项目”切入上游环节，预计 23~24 年色纺纱业务将贡献 1.8/4.1 亿元营收。

### 盈利预测、估值和评级

作为纱线染色龙头，公司在规模效应、成本控制方面优势显著，近两年规划产能集中投放预计带动规模增长，叠加 23 年随需求改善棉价有望回归上升通道，从而带动公司盈利改善。我们预测 22~24 年公司分别实现归母净利润 1.65/2.44/3.03 亿元，分别同比-29.25%/+47.95%/+24.33%。综合来看给予公司 23 年 13 倍 PE，对应目标价 25.37 元/股，首次覆盖予以“买入”评级。

### 风险提示

棉价剧烈波动，终端需求恢复不及预期，产能投放节奏低于预期，股东可转债减持，大股东质押。

纺织服装组

分析师：杨欣（执业 S1130522080010）

yangxin1@gjzq.com.cn

市价（人民币）：19.32 元

目标价（人民币）：25.37 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,515	2,175	2,292	2,807	3,577
营业收入增长率	8.40%	43.57%	5.35%	22.49%	27.44%
归母净利润(百万元)	113	233	165	244	303
归母净利润增长率	24.45%	105.39%	-29.25%	47.95%	24.33%
摊薄每股收益(元)	1.211	1.865	1.319	1.952	2.427
每股经营性现金流净额	3.30	0.52	2.29	2.72	2.88
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.51%	15.54%	9.53%	12.85%	14.28%
P/E	0.00	13.50	14.05	9.49	7.64
P/B	0.00	2.10	1.34	1.22	1.09

来源：公司年报、国金证券研究所

## 内容目录

1、深耕色纱二十载，成就细分行业龙头.....	5
1.1、聚焦筒子染色，主供袜业市场.....	5
1.2、财务：营收稳步增长，盈利端受棉价影响较大.....	6
2、需求回升、棉价上修有望带动盈利改善.....	7
2.1、需求改善有望带动棉价回归上行通道.....	7
2.2、棉价回归增长有望为公司业绩带来弹性.....	9
3、低成本+强环保构建核心竞争力.....	10
3.1、仓储式生产放大规模优势.....	10
3.2、单位低能耗带来成本优化.....	12
3.3、重视环保技术投入，“三废”治理卓有成效.....	14
4、需求稳定&供给端格局改善，公司扩产推进.....	15
4.1、需求端：国产棉袜色纱市场规模约为 39.2 亿美元.....	15
4.2、供给端：环保政策趋严，印染行业集中度提升.....	17
4.3、公司逆势大幅扩产，向上游进一步延伸.....	18
5、盈利预测与投资建议.....	19
5.1、盈利预测.....	19
5.2、投资建议及估值.....	20
6、风险提示.....	21

## 图表目录

图表 1：公司发展历程.....	5
图表 2：公司主要产品色纱示意图.....	5
图表 3：公司营业收入结构（%）.....	5
图表 4：公司在产业链中所处位置.....	6
图表 5：2020 年公司前十大客户情况.....	6
图表 6：不同印染方式优缺点对比.....	6
图表 7：2014-22Q1~3 公司营业收入及增速（百万元，%）.....	6
图表 8：2014-22Q1~3 公司归母净利及增速（百万元，%）.....	6
图表 9：2014-2021 公司分业务毛利率水平（%）.....	7
图表 10：2014-22Q1~3 可比公司毛利率水平（%）.....	7
图表 11：2017-22Q1~3 公司费用率情况（%）.....	7
图表 12：2017-22Q1~3 公司净利率情况（%）.....	7

图表 13: 当前 328 棉价格跌幅放缓 (元/吨)	8
图表 14: 我国棉花供需平衡表 (万吨)	8
图表 15: 2022 年全球棉花消费量有所下行 (万吨)	8
图表 16: 22/23 年新疆籽棉收购价与上年度对比 (元/斤)	9
图表 17: 纱线库存天数下降至历年同期较低水平 (天)	9
图表 18: 坯布库存天数稳定在历年同期中间水平 (天)	9
图表 19: 公司毛利率与棉价高度相关 (万元/吨, %)	10
图表 20: 公司主营业务成本构成 (%)	10
图表 21: 色纱售价与胚纱采购价波动趋同 (万元/吨, %)	10
图表 22: 棉价波动与棉纺织企业盈利空间的关系	10
图表 23: 订单式生产与仓储式生产流程	10
图表 24: 公司天外天现货色卡	11
图表 25: 公司仓库示意图	11
图表 26: 公司产能及产能利用率 (万吨, %)	11
图表 27: 2018-2020 年色纱业务单位成本 (万元/吨)	11
图表 28: 富春染织及可比公司存货周转天数 (天)	12
图表 29: 富春染织及可比公司应收账款周转天数 (天)	12
图表 30: 公司每吨色纱能源成本 (元)	12
图表 31: 公司能源成本构成 (%)	12
图表 32: 公司本部地理位置	12
图表 33: 公司用水构成及加权平均水价 (元/吨, %)	12
图表 34: 公司每吨色纱用水量 (吨)	13
图表 35: 公司每吨色纱用水成本 (元)	13
图表 36: 公司用煤平均煤价 (元/吨)	13
图表 37: 公司每吨色纱用煤成本 (元)	13
图表 38: 2021 年公司单位低能耗带来的成本优化测算	14
图表 39: 公司环保支出 (万元)	14
图表 40: 公司环保支出占营收比重 (%)	14
图表 41: 公司主要环保设备及处理能力	15
图表 42: 公司主要污染物排放量	15
图表 43: 17-22 年全球袜业市场规模 (亿美元, %)	16
图表 44: 17-22 年中国袜业市场规模 (亿元)	16
图表 45: 2021 年全球各国袜子出口金额占比 (%)	16
图表 46: 17-21 年中国出口袜子金额 (亿美元)	16
图表 47: 国产棉袜色纱市场测算 (亿美元, %)	16

图表 48: 印染行业相关环保政策 ..... 17

图表 49: 规模以上印染企业数量及亏损户数占比 (户, %) ..... 18

图表 50: 规模以上印染企业亏损总额 (亿元) ..... 18

图表 51: 公司筒子纱项目及预计投产时间 ..... 18

图表 52: 公司产能、产量及销量预测 (万吨, %) ..... 18

图表 53: 公司纺纱及纤维染色项目及预计投产时间 ..... 19

图表 54: 公司营收拆分 ..... 20

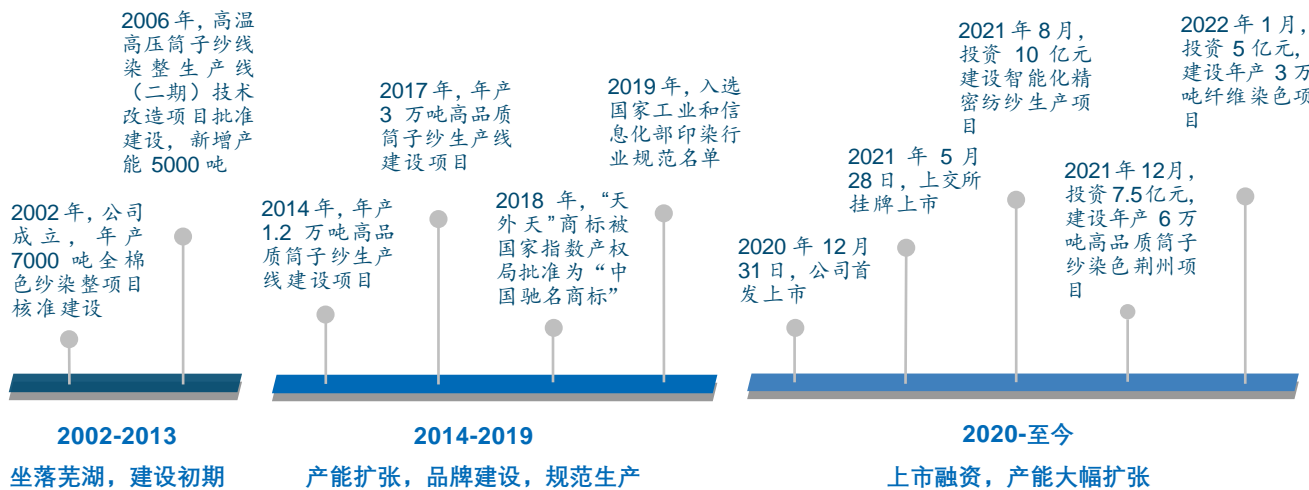
图表 55: 可比估值 ..... 21

## 1、深耕色纱二十载，成就细分行业龙头

### 1.1、聚焦筒子染色，主供袜业市场

公司成立于2002年，深耕色纱的研发、生产和销售二十年，是国内唯一一家以筒子纱为主营业务的上市企业，截至21年底公司色纱产能达到6.6万吨。公司通过“仓储式生产为主，订单式生产为辅”的经营模式，并以自主品牌“天上天”销售，为客户提供高品质的色纱产品。公司于22年6月23日发行可转换公司债券（“富春转债”）570万张，总发行金额5.7亿元，期限为6年，募集资金主要用于智能化精密纺纱项目（一期）建设。“富春转债”于22年7月25日在上交所挂牌交易。22年12月29日起可转股，最新转股价格为19.29元/股。

图表1：公司发展历程



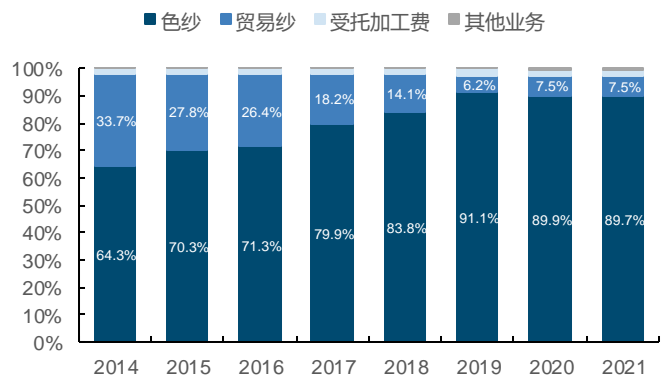
来源：公司官网，国金证券研究所

公司的主营业务包括色纱、贸易纱、受托加工。1) 色纱：公司自行采购胚纱，进行染整加工，络成筒形纱线，销售给袜子、毛巾、家纺等纺织品生产加工企业。色纱收入占比从2014年的63.4%提升至2021年的89.7%，是公司最主要的产品。2) 贸易纱：公司将采购的胚纱、色纺纱直接对外销售，利用多渠道和批量化采购形成的价格优势赚取差价。由于公司聚焦于毛利率更高的色纱业务的发展，贸易纱业务逐渐萎缩，营收占比从2014年的33.7%下滑至2021年的7.5%。3) 受托加工：公司接受客户委托，对客户提供的胚纱进行染整加工，依据加工量收取对应的加工费。

图表2：公司主要产品色纱示意图



图表3：公司营业收入结构（%）



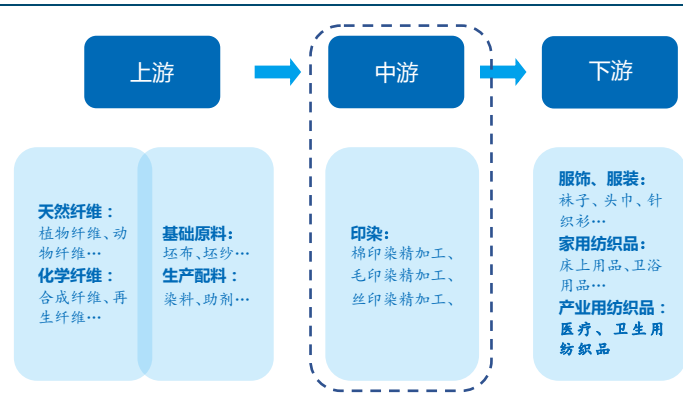
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

从产业链的角度来看，公司的上游为纺织纤维、染料等原材料企业，下游为服饰、家纺等纺织品企业。公司生产的色纱多用于袜制品，在袜子色纱市场享有较高的声誉，覆盖国内多家知名制袜企业，如猎马人、梦娜、浪莎、民泰、飞怡达等。从2020年前十大客户来看，公司下游客户以中小企业为主，集中度较低。

公司自身位于产业链中间的印染环节。纺织行业的印染方式可分为纤维染色、纱线染色、织物染色三种，其中纱线染色又有筒子染色、绞纱染色、经轴染色三种染色方式。公司主要采用筒子染色法，具有染色加工容量大、浴比小、工艺流程短等优点。

图表4：公司在产业链中所处位置



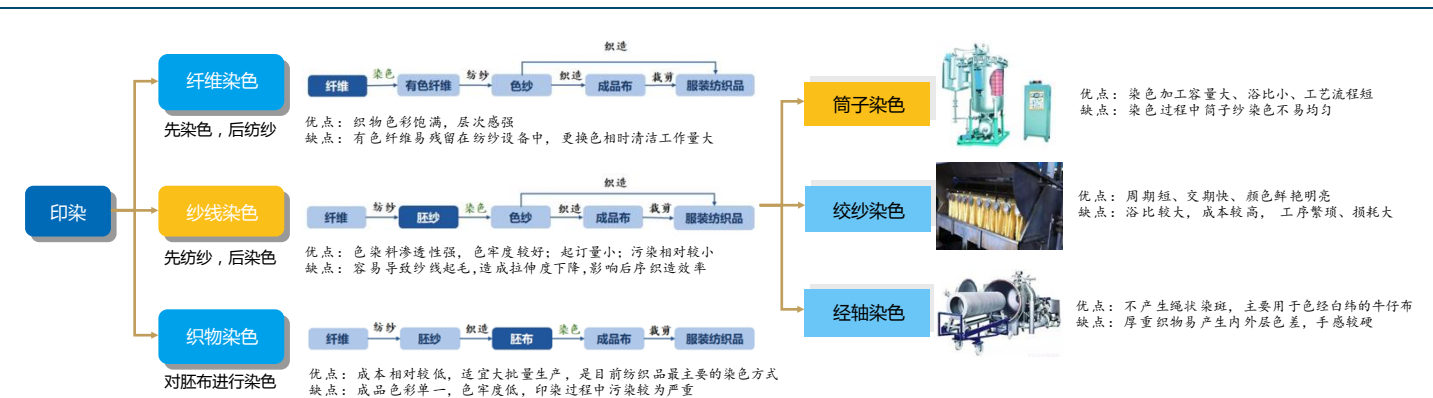
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表5：2020年公司前十大客户情况

序号	客户名称	营业收入占比
1	尧舜袜业及其关联方	3.33%
2	猎马人袜业及其关联方	3.29%
3	宏卓袜业及其关联方	2.69%
4	光大袜业及其关联方	2.57%
5	诸暨市沃特袜业有限公司	2.42%
6	浙江圣邦化纤针织有限公司	2.20%
7	杭州惠鸿纺织有限公司	2.12%
8	亿衡针织及其关联方	1.81%
9	上海华一纺进出口有限公司	1.67%
10	莹腾袜业及其关联方	1.55%
合计		23.64%

来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

图表6：不同印染方式优缺点对比



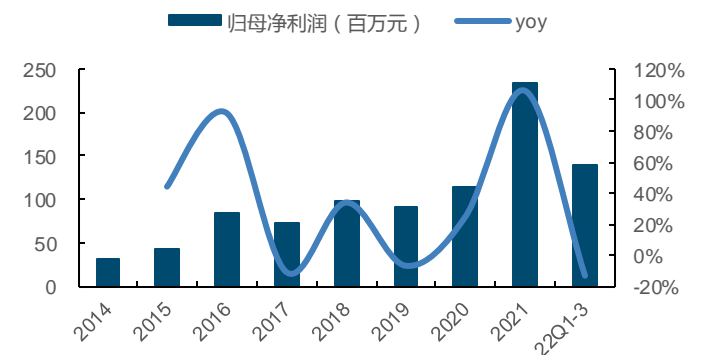
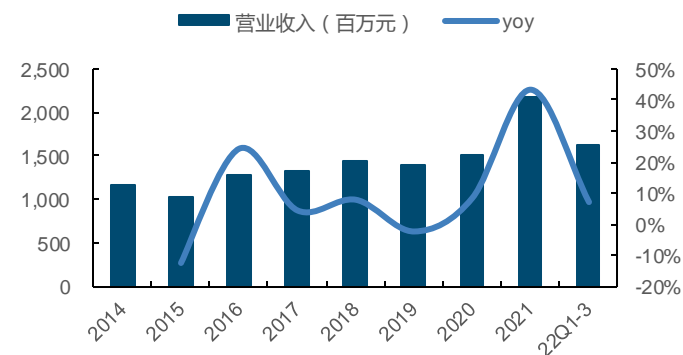
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

### 1.2、财务：营收稳步增长，盈利端受棉价影响较大

公司业绩稳步增长，营业收入从2014年的11.7亿元提升至2021年的21.8亿元，CAGR为9.2%；归母净利润从2014年的0.4亿元增长至2021年的2.3亿元，CAGR为33.8%，增速快于营收。2022年前三季度，公司收入规模为16.2亿元，同比仍保持正增长(+7.0%)；但归母净利润规模从21Q1-3的1.6亿元降至22Q1-3的1.4亿元，同比降幅达13.8%，主要受棉价下跌以及终端需求疲软的影响。

图表7：2014-22Q1~3公司营业收入及增速（百万元，%）

图表8：2014-22Q1~3公司归母净利润及增速（百万元，%）



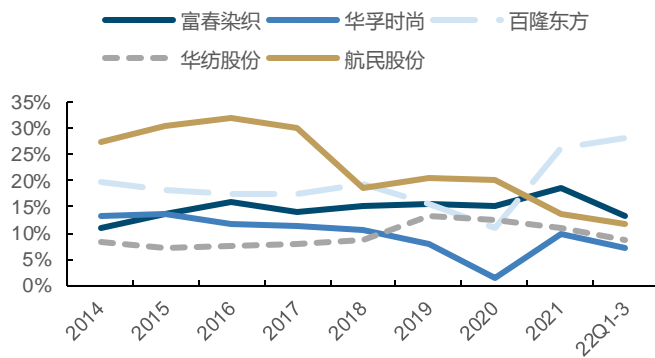
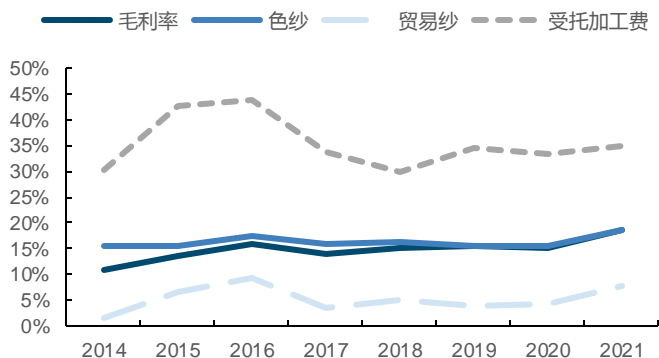
来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

公司综合毛利率从2014年的11.1%提升至2021年的18.5%，增长原因主要与产品结构和棉价波动有关。从产品结构来看，由于色纱业务营收占比持续提升，公司综合毛利率向色纱毛利率靠近，而色纱毛利率相较贸易纱毛利率更高，所以公司综合毛利率持续提升。从棉价波动来看，21年棉价显著上升，拉动公司毛利率同比增加3.3Pct。22年受棉价断崖式下跌影响，毛利率短期承压，22Q1-3下降至13.3%。

图表9：2014-2021 公司分业务毛利率水平 (%)

图表10：2014-22Q1~3 可比公司毛利率水平 (%)



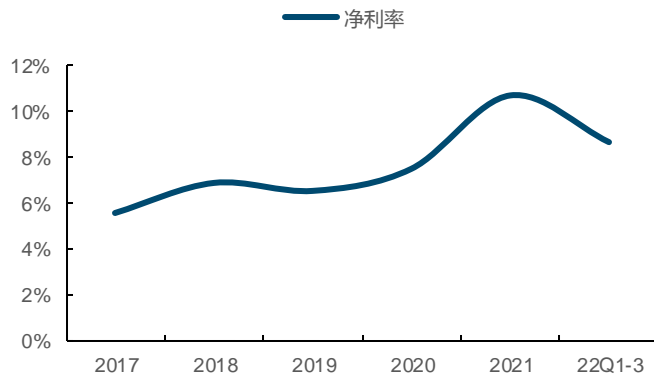
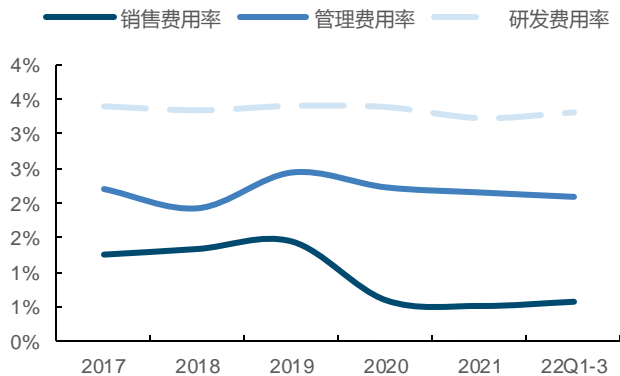
来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，各公司公告，国金证券研究所

公司费用率持续优化，22Q1-3 销售/管理/研发费用率分别为 0.6%/2.1%/3.3%，相较 2014 年下降 0.7%/0.1%/0.1%。其中销售费用率下降明显，除执行新收入准则将运输费调整至营业成本外，主要原因系公司在袜子色纱市场拥有较高的品牌知名度，积累了较为成熟稳定的客户资源，拓客成本减少。毛利率提升叠加费用率优化，公司净利率从 2017 年的 5.5% 提升至 2021 年的 10.7%，盈利能力不断提升。22Q1-3 净利率的下滑主要系棉价下行情况下，毛利率承压所致。

图表11：2017-22Q1~3 公司费用率情况 (%)

图表12：2017-22Q1~3 公司净利率情况 (%)



来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

## 2、需求回升、棉价上修有望带动盈利改善

### 2.1、需求改善有望带动棉价回归上行通道

棉价跌幅出现放缓，需求回升、供给收缩背景下有望回归上升通道。328 棉花价格自 2020 年到达 1.11 万元/吨后逐渐上行，在全球复苏叠加供给收缩基础上，至 22 年 3 月爬升至 2.28 万元/吨；6 月以后棉价显著回落至 1.52 万元/吨水平。考虑到 2022 年棉价已下行一段时间，随着当前国内终端需求逐渐复苏，2023 年棉价有望重回上行通道。

图表13: 当前 328 棉价格跌幅放缓 (元/吨)



来源: 全国棉花交易市场, 国金证券研究所

从长期供需来看, 中国棉花自 2014 年起长期处于供不应求状态。供给方面, 目前我国棉花供给维持 600 万吨/年左右, 近几年消费量稳定在 750~850 万吨/年, 因此我国棉花消费每年有 150~250 万吨的缺口, 且当前库消比在 1.35, 处于正常水平。

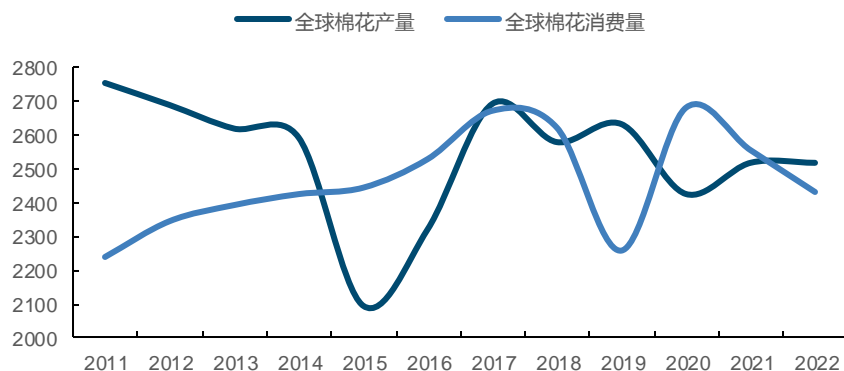
图表14: 我国棉花供需平衡表 (万吨)

年份	产量	进口	国内消费量	出口	期末库存	库消比
2013	713	307	751	1	1365	1.91
2014	653	180	751	2	1446	2.21
2015	479	96	784	3	1234	2.58
2016	495	110	838	1	1000	2.02
2017	599	124	893	3	827	1.38
2018	604	210	860	5	777	1.29
2019	593	155	718	3	803	1.35
2020	644	280	893	0	823	1.28
2021	584	171	762	3	812	1.39
2022	610	174	773	3	821	1.35

来源: USDA, 国金证券研究所

参考全球棉花供需结构, 2020 年以来全球棉花消费量逐年下行, 至 2022 年达到 2432 万吨水平; 而产量自 2020 年上升后达到 2520 万吨水平, 当前棉花供给大于需求。预计随着中国疫情放开、海外终端消费力复苏, 棉花消费量有望回升, 当前供需形态有望得到逆转。

图表15: 2022 年全球棉花消费量有所下行 (万吨)



来源: USDA, 国金证券研究所

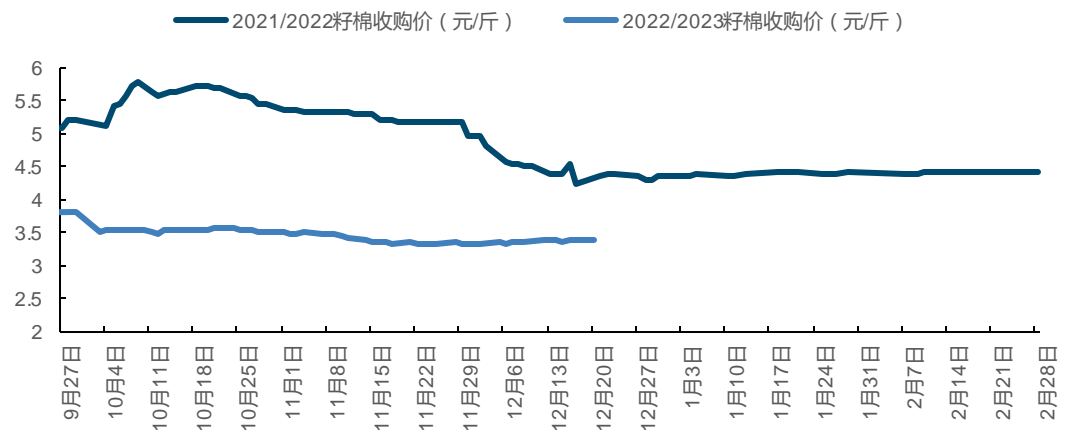
从短期来看:

1) 从供应端看, 由于今年5月以来棉价大幅下跌, 截至22年12月16日, 新疆籽棉的收购价格为3.38元/500g, 较去年同期下降25.4%。根据中国棉花网的问卷调查数据, 棉农希望的开秤价格为3.5-4元/500g。今年的籽棉收购价低于棉农预期, 棉农的种植积极性受挫, 下一年度棉花种植面积大概率将下降, 有利于调整目前过于宽松的供给环境。

2) 从需求端看, 中长期棉价上行动能取决于下游需求的恢复情况。自22年11月以来, 全国各地出台疫情防控优化政策, 为居民消费注入活力, 23年大消费复苏的确定性较强。服饰终端消费回暖有望向上传导, 带动棉花价格上行。

3) 库存方面, 22年下半年纱线库存天数环比有所下降, 至12月降至17.48天, 较往年同期处于较低水平; 坯布库存天数稳定在33~37天左右, 12月在37.8天左右。纱线、坯布当前库存周转处于正常水平, 库存压力较小。

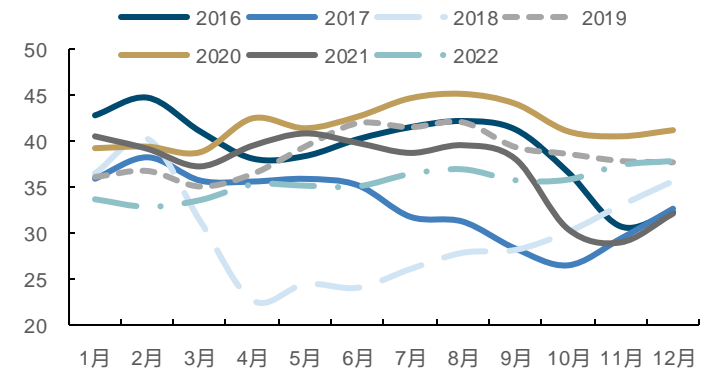
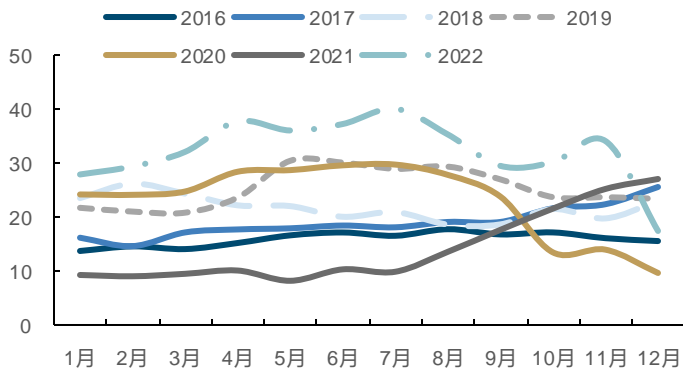
图表16: 22/23年新疆籽棉收购价与上年度对比(元/斤)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表17: 纱线库存天数下降至历年同期较低水平(天)

图表18: 坯布库存天数稳定在历年同期中间水平(天)



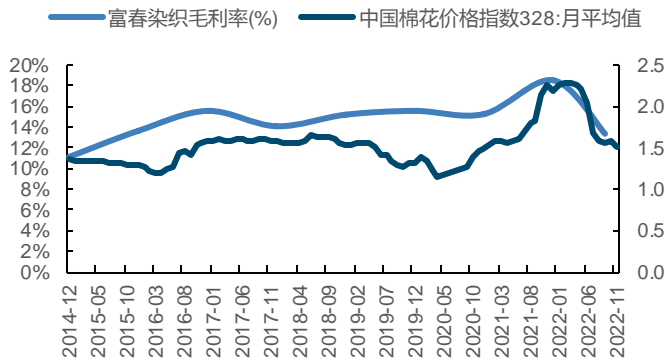
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

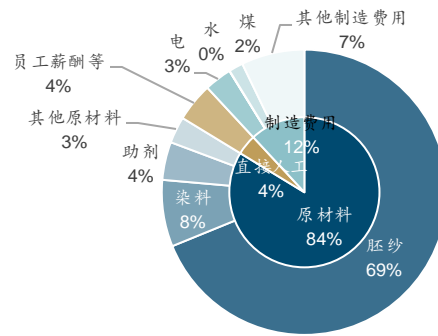
## 2.2、棉价回归增长有望为公司业绩带来弹性

公司作为棉纱染色龙头, 其毛利率与棉价相关性较高。棉制胚纱是公司最重要的原材料, (2020年占主营业务成本的68.8%), 色纱成本与棉价高度相关, 且销售订单价格由现货价格决定, 因此若棉价回归上涨, 将为公司带来阶段性低成本、高售价红利期。

图表19: 公司毛利率与棉价高度相关 (万元/吨, %)



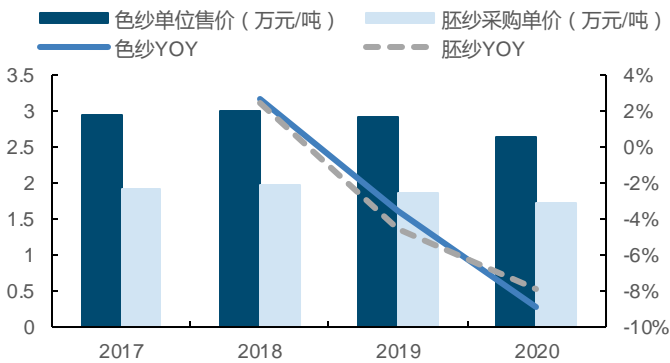
图表20: 公司主营业务成本构成 (%)



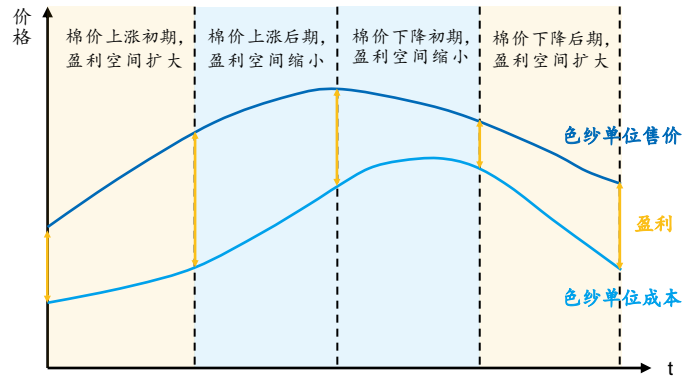
来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表21: 色纱售价与胚纱采购价波动趋同 (万元/吨, %)



图表22: 棉价波动与棉纺织企业盈利空间的关系



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

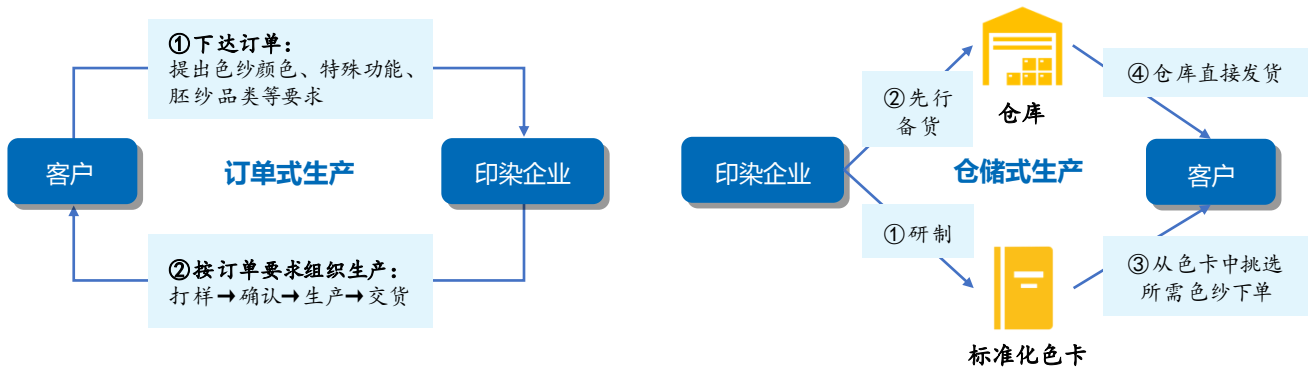
来源: 国金证券研究所

### 3、低成本+强环保构建核心竞争力

#### 3.1、仓储式生产放大规模优势

公司的生产模式以“仓储式”为主，“订单式”为辅，筒染纱线通过标准化色卡进入“现货色纱超市”。1) 在传统的订单式生产中，首先由客户向印染企业下达订单，提出色纱颜色、特殊功能以及胚纱品类等需求，再由公司按订单要求组织生产，以满足客户的个性化定制需求。2) 在仓储式生产模式下，公司研制标准化色卡，并提前对色卡中的各类色纱进行备货，客户从色卡中挑选所需色纱向公司下单后，由公司仓库直接发货。

图表23: 订单式生产与仓储式生产流程

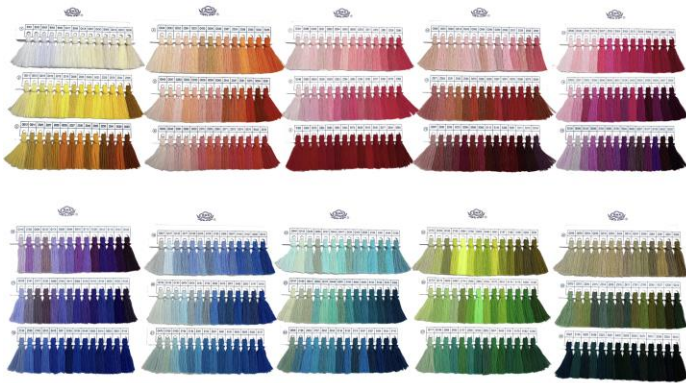


来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

目前公司自主研发的“天外天”现货色卡已涵盖色系 630 种，并不断在色彩、材质和技术上推陈出新，以契合大多数客户的需求。公司采用“合理库存+订单驱动”的原则，根据

历史销售数据、市场未来需求预测等信息制定各类的色纱合理库存和生产计划，并结合实际订单情况及时调整，保证公司的产量、销量、库存处于动态平衡状况。公司现有仓储面积积达 20000 平方米，可满足大部分色纱的存储需求。

图表24：公司天外天现货色卡



图表25：公司仓库示意图



来源：公司官网，国金证券研究所

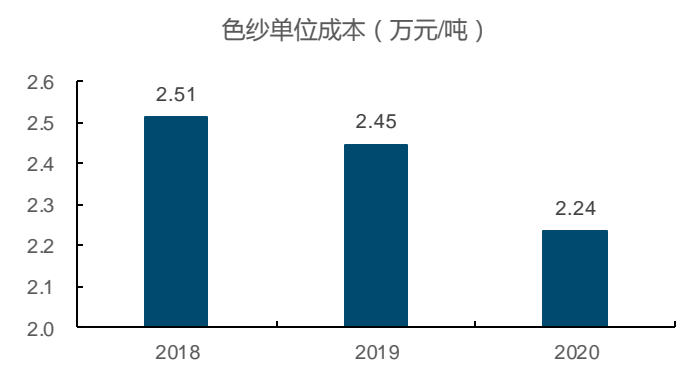
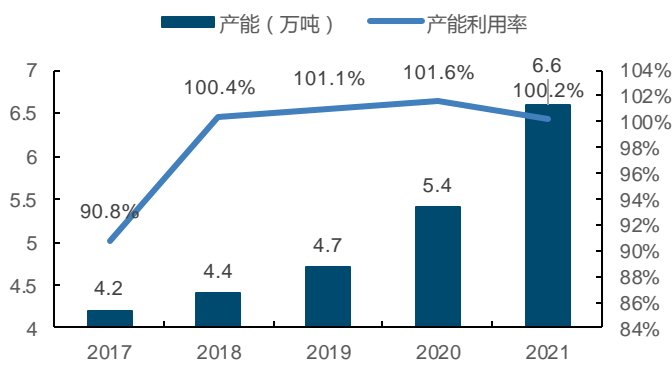
来源：公司官网，国金证券研究所

公司的仓储式生产有助于公司形成规模效应。相比于订单式的个性化生产，仓储式的标准化、大规模备货为满缸、批量生产提供条件，公司的要素资源可以得到充分利用，降低单位生产成本。2017-2021 年，公司产能从 4.2 万吨升至 6.6 万吨。在产能扩张的同时，受益于仓储式生产模式摊薄固定成本，公司规模效应凸显，产能利用率自 2018 年起维持在 100% 之上，色纱单位成本逐年降低，2018/2019/2020 年分别为 2.51/2.45/2.24 万元/吨。

公司的标准化生产也有助于提高色纱生产质量的稳定性。由于仓储式生产将各类色纱的染料配方、助剂使用、生产工艺标准化，公司生产的纱线颜色均匀、不同批次之间色差小且制成率高。公司产品制成率高达 99%，而行业内基本为 95%-98% 之间。

图表26：公司产能及产能利用率（万吨，%）

图表27：2018-2020 年色纱业务单位成本（万元/吨）

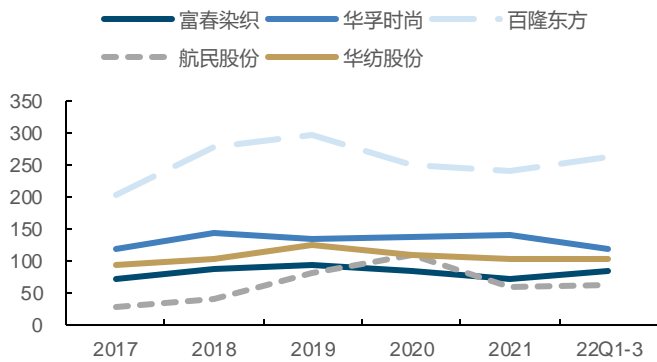


来源：公司公告，国金证券研究所

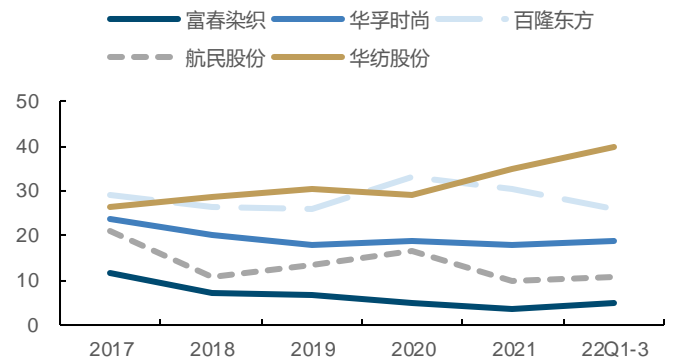
来源：公司公告，国金证券研究所

仓储式生产可大幅加快公司交货速度，提高整体运营效率。订单式生产需要先由销售部门与客户对接好具体要求，研发部门协同生产部门进行工艺研发，并打样试制交与客户确认，客户确认后再由生产部门制定生产计划安排生产，整体流程较为繁琐复杂，交货周期一般在 7 天以上。仓储式生产与订单式生产不同，在客户下单前就已先行备货，待客户确认色样后即可直接从仓库发货，保证“随时采购、随时发货”，交货周期在 3 天左右。与同类型公司相比，公司的存货周转天数稳定在 80 天左右，处于行业领先水平；2020 年应收账款天数仅为 3.6 天，远低于行业平均，运营能力优异。

图表28: 富春染织及可比公司存货周转天数(天)



图表29: 富春染织及可比公司应收账款周转天数(天)



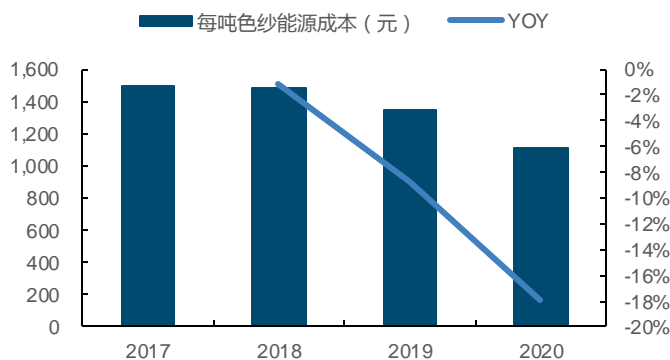
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

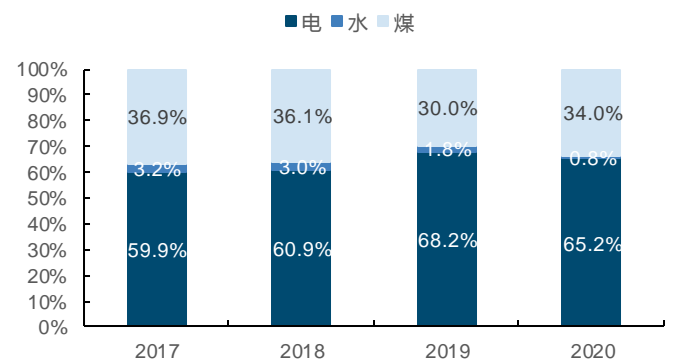
### 3.2、单位低能耗带来成本优化

公司能源成本逐年优化, 其中单位产品用水及用煤成本显著下降。公司吨均色纱能源成本从2017年的1498.8元/吨降至2020年的1108.5元/吨, 降幅达26.0%。公司主要使用能源包括水、煤、电。2017-2020年, 公司每吨色纱用水/用煤/用电成本分别下降81.3%/31.8%/19.6%。若以2017年能源成本构成为基础来计算(水: 煤: 电=3.2%: 36.9%: 59.9%), 则用水/用煤/用电成本的下降分别直接使单位能源成本下降2.6%/11.7%/11.7%。

图表30: 公司每吨色纱能源成本(元)



图表31: 公司能源成本构成(%)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

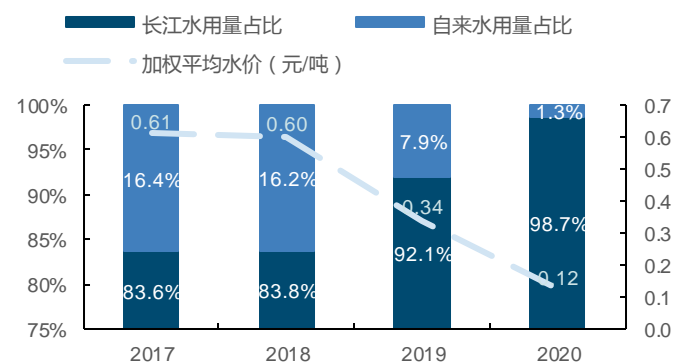
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

公司获批长江取水, 平均水价下降明显。公司坐落芜湖, 靠近长江, 经芜湖市水务局批准可在长江天门山段取水。根据公司招股书, 自来水平均水价为3.3元/吨, 而长江水平均水价仅为0.08元/吨。由于长江水价更为低廉, 公司生产用水以长江水为主, 以城市市政供水为辅。自2019年下半年以来, 公司获批长江取水量有所提高, 长江水占比进一步提升, 从2018年的83.8%升至2020年的98.7%, 加权平均水价从2018年的0.6元/吨下降至2020年的0.12元/吨。

图表32: 公司本部地理位置



图表33: 公司用水构成及加权平均水价(元/吨, %)



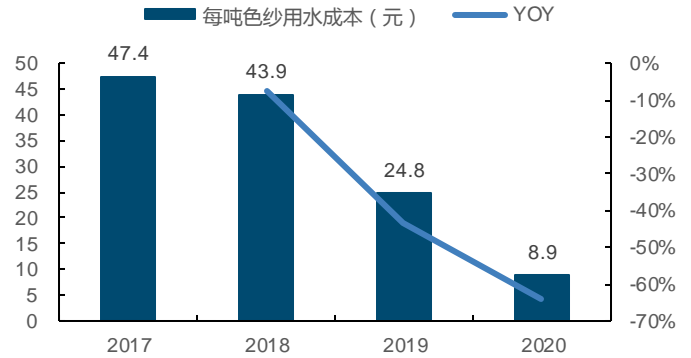
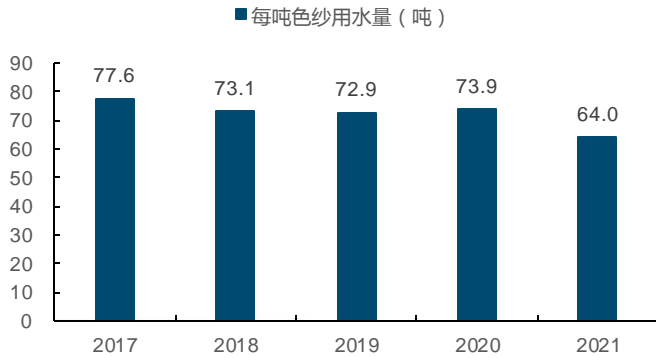
来源：高德地图，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司节水技术突出，降低整体单位能耗。公司拥有“冷热分流、雨污分流、清污分流”等技术，生产车间普遍实行热能交换，并采用清水处理系统将生产过程中的冷却水、冷凝水回收再利用，2021年公司每吨色纱用水量仅为64吨，远低于行业标准值90吨。单位色纱用水量的降低不但减少了单位色纱用水成本，而且带来了蒸汽用量、电费、染化料、污水处理费的同时减少。

图表34：公司每吨色纱用水量（吨）

图表35：公司每吨色纱用水成本（元）



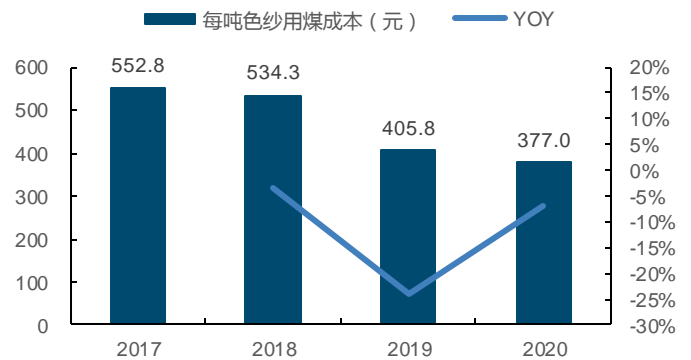
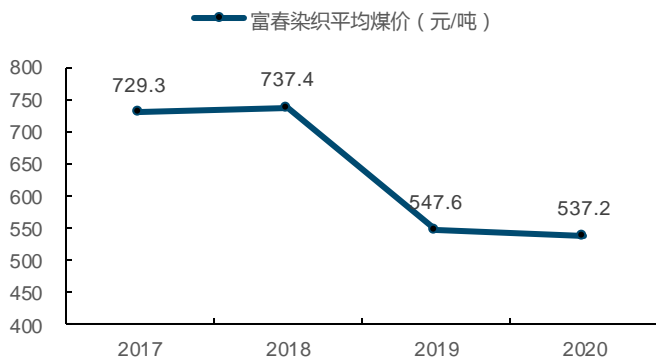
来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司自建锅炉，价格低廉且供应稳定。2019年公司新建的50t/h循环流化床锅炉投入使用，燃烧效率高，且对用煤品质要求不高，故公司平均煤价显著下降，从2018年的737.4元/吨下降至2019年的547.6元/吨。公司目前共有2台50t/h燃煤锅炉，可为纱线染色提供充足且稳定的蒸汽来源。而同行业公司由于缺乏自有锅炉，一般采用园区集中供热的形式，其供应量受限于蒸汽厂。

图表36：公司用煤平均煤价（元/吨）

图表37：公司每吨色纱用煤成本（元）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

由于在色纱染色过程中，蒸汽用量、电损耗与色纱吨均用水量息息相关，所以我们将每吨水用煤、用电成本作为中间变量，测算公司单位色纱用水量低、特许长江取水、自有锅炉供应蒸汽等优势带来的成本优化幅度。经测算，2021年公司每吨色纱能源成本仅为1272.6元，较行业平均减少42.9%。考虑到能源成本在色纱生产总成本中占比5%，故公司单位低能耗为总成本带来了2.15Pct的优化。

图表38: 2021年公司单位低能耗带来的成本优化测算

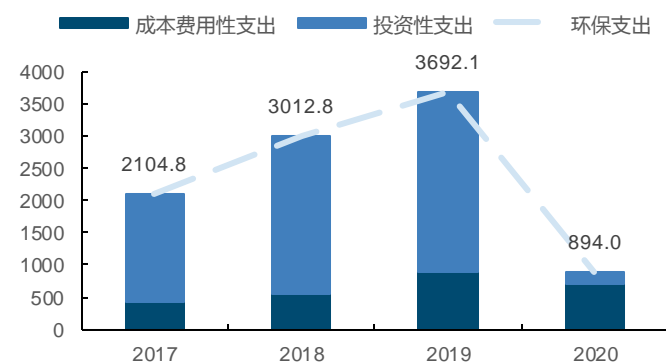
2021年度	行业平均	富春染织	假设或依据
每吨色纱用水量(吨) <sup>①</sup>	90	64	①根据工信部印染行业规范条件,筒子纱染色新鲜取水量为90吨水/吨纱,公司21年新鲜取水量为64吨水/吨纱。 ②根据招股书,自来水均价为3.3元/吨,长江水均价为0.08元/吨。假设公司使用长江水的比例提升至99%。 ③招股书显示,17-20年每吨水用煤量保持在0.01吨左右,假设21年仍为0.01吨煤/吨水。 ④招股书显示,17-20年每吨水用电量在20吨左右,假设21年仍为20度电/吨水。 ⑤招股书显示,17-20年电价稳定在0.6元/度,假设21年仍为0.6元/度。
平均水价(元/吨) <sup>②</sup>	3.30	0.11	
每吨色纱用水成本(元)	297.00	7.18	
每吨水用煤量(吨) <sup>③</sup>	0.01	0.01	
平均煤价(元/吨)	777.17	777.17	
每吨水用煤成本(元)	7.77	7.77	
每吨色纱用煤成本(元)	699.45	497.39	
每吨水用电量(度) <sup>④</sup>	20	20	
平均电价(元/度) <sup>⑤</sup>	0.6	0.6	
每吨水用电成本(元)	12	12	
每吨色纱用电成本(元)	1080	768	
每吨色纱能源成本(元)	2076.45	1272.57	
单位低能耗带来的能源成本优化		-38.71%	
能源成本在总成本中的占比		5%	
单位低能耗带来的总成本优化		-1.94Pct	

来源:公司招股说明书, Wind, 国金证券研究所测算

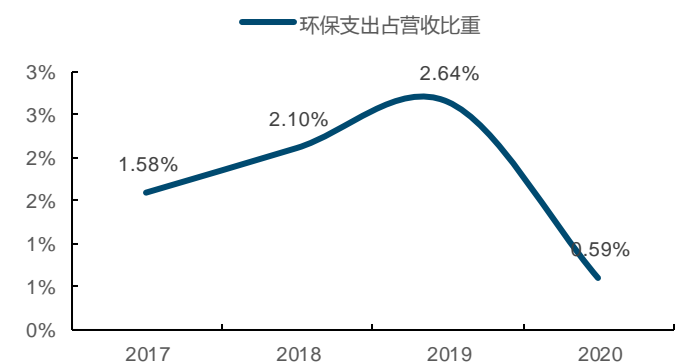
### 3.3、重视环保技术投入,“三废”治理卓有成效

公司高度重视环保工作,积极响应 ESG 需求。2017/2018/2019 年公司分别投入 2104.8/3012.8/3692.1 万元用于环境治理,一方面构建高效率、强处理能力的环保场所及设施,提升处理污染物的能力,提高环保的投资性支出力度;另一方面,做好环保设施的日常巡检、维护及保养,严格生产过程中各项工艺指标的控制,提升日常环保的成本费用性支出。由于公司前期投入较大,随着环保设施的日臻完善,2020 年起公司环保建设步入稳定期,投资性支出从 2019 年的 2816.5 万元下降至 2020 年的 186.1 万元。

图表39: 公司环保支出(万元)



图表40: 公司环保支出占营收比重(%)



来源:公司招股说明书, 国金证券研究所

来源:公司招股说明书, 国金证券研究所

公司依据清洁生产理念,设计建成“三废”处理装置。1) 废水:采用污水处理系统、中水回用系统、废水深度脱色系统达到排放标准后,纳管排放到园区污水处理厂集中处理。2) 废气:锅炉烟气、污水站恶臭、烧毛废气经多种工艺处理后达标排放。3) 固体废弃物:采用高效节能的处理工艺,实现固体废弃物资源化和无害化处置,对固体废弃物实行分类收集、密闭存放、安全处置。4) 噪声:选用低噪声或自带消音的设备,高噪声设备采用减振、建筑隔音等措施减少噪声污染。

图表41：公司主要环保设备及处理能力

类别	设施名称	处理规模	处理工艺
废水	污水处理系统	现有处理规模 19,000t/d (含一期、二期、三期)	集水井+调节池+厌氧氧化沟+初沉池+好氧氧化沟+二沉池+高效斜板沉淀池
	中水回用系统	10,000t/d	曝气生物滤池+MBR膜池+MBR产水池+反渗透系统+反渗透产水池
	废水深度脱色系统	20,000t/d	臭氧氧化工艺
废气	锅炉废气脱硫脱硝除尘装置	55,000m <sup>3</sup> /h	SNCR脱硝+布袋除尘+湿碱法脱硫
	烧毛废气旋流喷淋塔	35,000m <sup>3</sup> /h	水喷淋+过滤器
	恶臭废气处理装置	45,000m <sup>3</sup> /h	加盖收集后采用碱液洗涤+除雾+UV光解+水洗喷淋洗涤
	废气处理和地吸系统	126,000m <sup>3</sup> /h	卧式旋风水膜除尘+喷雾沉降

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司环保治理卓有成效，污染物排放量远低于行业标准。2020年，主管部门规定的NH<sub>3</sub>-N、颗粒物排放量标准为83 t/a、18.58t/a，而公司NH<sub>3</sub>-N、颗粒物排放量仅为个位数，分别为2.73 t/a、3.53 t/a。从时间维度来看，公司在2018-2019年产量增长的情况下，主要污染物排放量仍呈整体下降趋势，在2016年、2017年、2019年和2020年被评为安徽省环保诚信企业。公司在环保治理水平、环保治理设施等方面形成了明显的竞争优势，更易受下游注重ESG理念的客户的青睐。

图表42：公司主要污染物排放量

年度	指标	废水		废气		
		COD	NH <sub>3</sub> -N	SO <sub>2</sub>	NO <sub>x</sub>	颗粒物
2017年	总量指标 (t/a)	467.1	47	166.86	96.5	—
	实际排放量 (t/a)	380.04	4.47	81.72	78.67	—
2018年	总量指标 (t/a)	467.1	47	166.86	96.5	—
	实际排放量 (t/a)	331.55	1.35	61.82	52.36	—
2019年	总量指标 (t/a)	826.6	83	87.52	86.23	18.58
	实际排放量 (t/a)	309.14	2.49	12.25	19.51	3.08
2020年	总量指标 (t/a)	826.6	83	87.52	86.23	18.58
	实际排放量 (t/a)	392.51	2.73	11.63	39.57	3.53

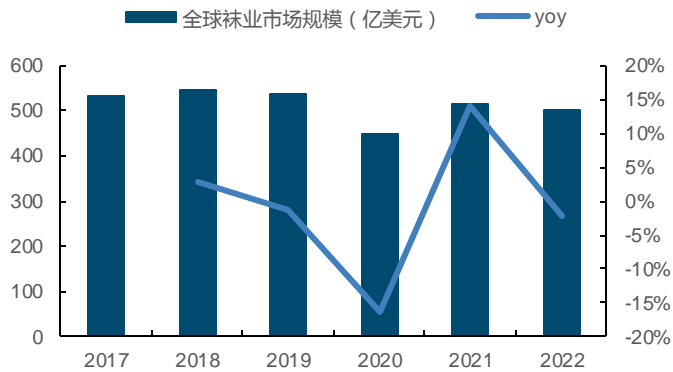
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

## 4、需求稳定&供给端格局改善，公司扩产推进

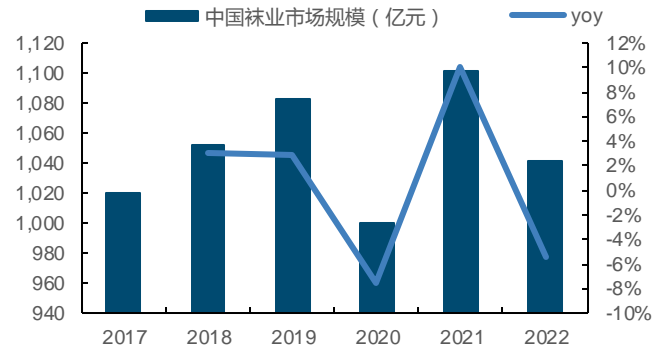
### 4.1、需求端：国产棉袜色纱市场规模约为39.2亿美元

全球袜业市场规模较大且保持稳定，中国为第一大袜业出口国。根据Euromonitor，2017-22年全球及中国袜业市场4年CAGR分别为-1.38%/0.52%，除2020年受全球疫情影响，2022年受全球通胀、需求疲软影响，袜业规模略有下滑外，全球及中国袜业空间维持稳定。从出口情况来看，中国为全球袜业市场最主要的出口国。2021年中国棉袜出口金额为64.0亿美元，占全球比重的43.85%，远超排名第二的土耳其。

图表43: 17-22年全球袜业市场规模(亿美元, %)



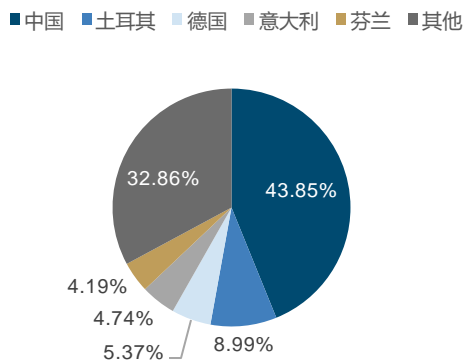
图表44: 17-22年中国袜业市场规模(亿元)



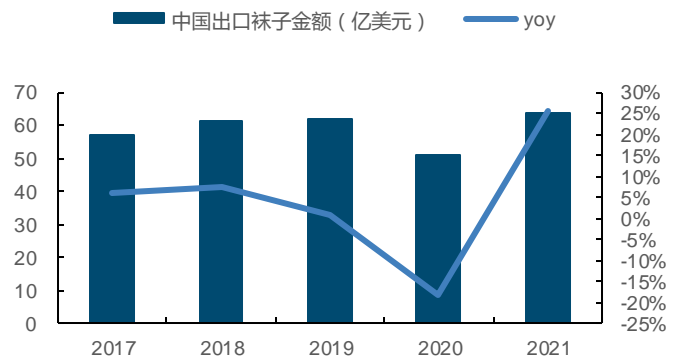
来源: Euromonitor, 国金证券研究所

来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表45: 2021年全球各国袜子出口金额占比(%)



图表46: 17-21年中国出口袜子金额(亿美元)



来源: UN Comtrade, 国金证券研究所

来源: UN Comtrade, 国金证券研究所

经测算, 2021年国产棉袜色纱市场约为39.2亿美元。具体测算步骤如下: 1) 国产袜用途有二, 一为自产自销, 一为出口外销。二者相加可得21年国产袜子销额为232.5亿美元。2) 根据欧睿数据, 21年袜业市场中丝袜占35.9%, 棉袜及毛袜等其他袜子占64.1%。假设棉袜占整体袜业的50%, 则国产棉袜销额为116.3亿美元。3) 类比健盛集团, 假设棉袜行业毛利率为25%, 原材料成本占比为60%。此外, 一般棉袜的含棉量为75%, 其余为氨纶、锦纶、腈纶、涤纶等材料, 故假设原材料中色纱占比为75%。4) 根据以上成本拆分, 可得21年国产棉袜色纱市场规模约为39.2亿美元。

图表47: 国产棉袜色纱市场测算(亿美元, %)

单位	2017	2018	2019	2020	2021	
<b>袜子</b>						
全球	亿美元	530.4	545.0	538.2	450.5	513.4
中国	亿美元	157.0	161.8	166.5	153.9	169.5
国内自产	亿美元	155.9	160.7	165.6	153.1	168.6
国外进口	亿美元	1.2	1.0	0.9	0.8	0.9
国外	亿美元	373.4	383.2	371.7	296.6	343.9
中国出口	亿美元	57.3	61.6	62.1	50.9	64.0
国外生产	亿美元	316.1	321.6	309.6	245.7	280.0
<b>国产袜子销额</b>	<b>亿美元</b>	<b>213.1</b>	<b>222.3</b>	<b>227.7</b>	<b>204.0</b>	<b>232.5</b>
<b>棉袜</b>						
棉袜占比		50%	50%	50%	50%	50%

国产棉袜销额	亿美元	106.6	111.2	113.9	102.0	116.3
棉袜毛利率		25%	25%	25%	25%	25%
棉袜原材料成本占比		60%	60%	60%	60%	60%
原材料中色纱占比		75%	75%	75%	75%	75%
棉袜色纱						
国产棉袜色纱市场规模	亿美元	36.0	37.5	38.4	34.4	39.2

来源: Euromonitor, UN Comtrade, 国金证券研究所测算

#### 4.2、供给端：环保政策趋严，印染行业集中度提升

环保监管趋严，行业加速出清。传统印染属于高污染、高耗能行业，其发展初期进入门槛低、行业集中度低，造成了中低端产能过剩，环境污染问题较为严重的局面。随着环境意识的日益提高，印染行业的环保监管进一步趋严。工信部、生态环境部等中央部委先后发布多项政策，严格印染企业运行标准，包括单位能耗、用水量、废物排放等。既有印染企业需要通过工艺改进、环保改造等举措来满足清洁生产、节能减排的要求。

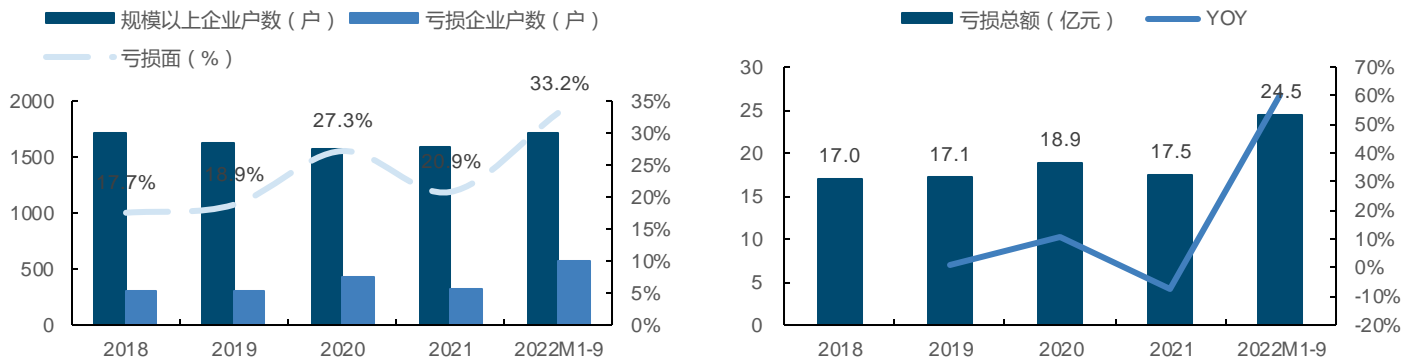
图表48：印染行业相关环保政策

政策名称	部门	时间	主要内容
《“十三五”节能减排综合工作方案》	国务院	2017.01	强化节能环保标准约束，严格行业规范、准入管理和节能审查，对印染、造纸等行业中，环保、能耗、安全等不达标或生产、使用淘汰类产品的企业和产能，要依法依规有序退出。
《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》	国务院	2018.06	在印染等行业全面推进清洁生产改造或清洁化改造。
《固定污染源排污许可分类管理名录》(2019年版)	生态环境部	2019.12	国家根据排放污染物的企业事业单位和其他生产经营者(以下简称排污单位)污染物产生量、排放量、对环境的影响程度等因素，实行排污许可重点管理、简化管理和登记管理。
《纺织染整工业废水治理工程技术规范》	生态环境部	2020.01	为防止环境污染，改善生态环境质量，规范纺织染整工业废水治理工程设施的建设和运行管理，制定本标准。
《印染行业“十四五”发展指导意见》	中国印染行业协会	2021.12	印染行业推广低能耗印染装备，应用低温印染、小浴比染色、针织物连续印染等先进工艺。到2025年，低温、短流程印染低能耗技术应用比例达50%，能源循环利用技术占比达70%；到2030年，印染低能耗技术占比达60%。
《工业领域碳达峰实施方案》	工信部、发改委、生态环境部	2022.07	“十四五”末，清洁生产水平显著提高，资源能源利用效率明显提升，绿色低碳转型成效显著。机织物单位产品水耗降至1.3吨水/百米，综合能耗降至32公斤标煤/百米；针织物单位产品水耗降至85吨水/吨，综合能耗降至1.1吨标煤/吨。印染行业水重复利用率进一步提高，达到45%以上。单位产值能耗较“十三五”末降低13%，水耗降低10%。

来源: 国务院, 生态环境部, 中国印染行业协会, 发改委, 工信部, 国金证券研究所

行业落后产能加速淘汰，推动行业集中度提升。2018年至2022年1-9月，规模以上印染企业亏损户数占比从17.7%攀升至33.2%，亏损总额从17亿元攀升至24.5元，整体来看呈逐年上升之势。未来，随着环保监管力度的不断加强，部分无法承担“三废”治理成本的中小型企业将面临冲击，而中大型印染企业则凭借管理、资金以及规模优势不断完善环保措施，增强市场竞争力，提升市场份额。

图表49: 规模以上印染企业数量及亏损户数占比 (户, %) 图表50: 规模以上印染企业亏损总额 (亿元)



来源: 中国印染行业协会, 国家统计局, 国金证券研究所

来源: 中国印染行业协会, 国家统计局, 国金证券研究所

### 4.3、公司逆势大幅扩产，向上游进一步延伸

公司大幅扩产，为增厚业绩提供驱动力。公司把握行业出清下集中度提升的趋势，结合自身产能利用率常年趋于饱和的现状，开展年产3万吨高品质筒子纱生产线建设项目和年产6万吨高品质筒子纱染色建设项目，目前前者预计于23年1月底投产，后者的第一、二、三个车间将在23年3月、6月、9月分别投产。预计23年公司扩产幅度达55%，为公司承接更多色纱业务及加工订单提供空间。

图表51: 公司筒子纱项目及预计投产时间

首次公告时间	项目名称	项目建设地点	总投资	产品类别	设计产能	预计投产时间
2021年5月18日	年产3万吨高品质筒子纱生产线建设项目	芜湖经济技术开发区	4.21亿元	高品质筒子纱	3万吨	因疫情问题，设备供应商推迟交货，原定投产时间被迫推迟到23年春节后
2021年12月7日	年产6万吨高品质筒子纱染色建设项目	荆州经济技术开发区	7.5亿元，后追加至9亿元	高品质筒子纱	6万吨	预计2023年3月底第一个车间投产，后续2个生产车间的投产时间分别为6月和9月

来源: 公司招股说明书, 公司公告, 国金证券研究所

图表52: 公司产能、产量及销量预测 (万吨, %)

	单位	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
产能 (色纱&加工)	万吨	4.20	4.40	4.70	5.40	6.60	6.60	10.20	13.20
yoy			4.76%	6.82%	14.89%	22.22%	0.00%	54.55%	29.41%
产能新增	万吨		0.20	0.30	0.70	1.20	0.00	3.60	3.00
产能利用率		90.77%	100.38%	101.06%	101.58%	100.19%	101.00%	75.00%	83.09%
产量 (色纱&加工)	万吨	3.81	4.42	4.75	5.49	6.61	6.67	7.65	10.84
yoy			15.85%	7.55%	15.48%	20.54%	0.81%	14.76%	41.65%
产销率		101.19%	97.29%	99.55%	100.60%	97.99%	99.00%	95.00%	95.00%
销量 (色纱&加工)	万吨	3.86	4.30	4.73	5.52	6.48	6.14	6.77	9.58
yoy			11.38%	10.05%	16.70%	17.41%	1.90%	10.23%	41.54%

来源: 公司招股说明书, 公司公告, 国金证券研究所预测

公司向上游延展，切入纺纱及纤维染色项目。1) 公司投资20.15亿元用于生产高档纱线，第一个12万锭纺纱车间设备已在安装中，预计3月投产。公司将该部分纱线作为自用，可获得更为优质的纱线材料，并有望降低采购成本，提升色纱业务毛利率。2) 公司有关染色纤维的产能布局也即将在23年7月兑现，公司产品类别有望进一步丰富，为业绩提供新的增长点。公司的全资子公司中纺电子从2015年成立以来，一直致力于色纺纱市场

的贸易和研究，中纺电子目前的供应商今后将成为纤维染色项目的潜在客户。

图表53：公司纺纱及纤维染色项目及预计投产时间

首次公告时间	项目名称	项目建设地点	总投资	产品类别	设计产能	预计投产时间
2021年8月5日	50万锭智能化精密纺纱生产项目	芜湖片区综合保税区	20.15亿元	高档纱线	50万锭/ 41160吨	第一个车间设备已在安装，预计23年3月投产
2021年11月16日	年产3万吨纤维染色建设项目	芜湖经济技术开发区	5亿元	染色纤维	3万吨	预计23年7月投产

来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议

### 5.1、盈利预测

我们预计公司2022~24年分别实现营收22.92/28.07/35.77亿元，分别同比增长5.35%/22.49%/27.44%。棉价回升预期下预计色纱、色纺纱产品单价提升，叠加低成本库存带动盈利改善，毛利率分别为13.95%/19.77%/19.17%。

拆分业务来看：

- 1) 色纱：产能方面，21年5月/12月分别规划建设年产3万吨/6万吨筒子纱染色项目，其中6万吨项目预计从23年初开始陆续投产，预计23/24年色纱产能达到10.2/13.2万吨；22年产能利用率保持101%，23年考虑到新产能爬坡拖累整体产能利用率至75%，产销率维持95%以上。价格方面，预计随着23年棉价上涨带动单价提升5.3%，24年随棉价调整色纱单价下降4%。投产推进叠加棉价回升，预计22~24年公司色纱业务分别实现20.69/24.01/29.37亿元，分别同增6%/16%/22%。盈利方面，23年棉价上升叠加低成本库存为公司带来盈利空间，预计22~24年该业务毛利率分别为13.93%、15.03%、10.07%。
- 2) 色纺纱：21年11月公司规划年产3万吨纤维染色项目，预计23年7月陆续投产，23/24年产能分别达到1.25/3万吨；产能利用率分别达80%/82%。价格方面，随23年棉价上涨预计色纺纱均价达2.57万元/吨，24E回落至2.4万元/吨。综上，预计23~24年色纺纱业务分别实现营收1.80/4.14亿元。盈利方面，参考相同业务的其他上市公司，叠加考虑到该业务尚处于早期爬坡阶段，预计23~24年毛利率分别为9%/11%。
- 3) 其他：预计贸易纱业务22~24年分别实现营收1.69/1.67/1.59亿元；受托加工费分别实现营收0.44/0.51/0.63亿元。

费用方面来看：

- 1) 销售费用率：预计2022~24年分别为0.4%/2.8%/2.4%，23年销售费用率增加较多的原因系公司产能扩张、拓展新客户等需要较多资金支持。
- 2) 管理费用率：假设2022~24年分别为2.0%/3.3%/3.5%，大幅扩产后人员薪酬、折旧摊销等增加，故23~24年管理费用率有明显增长。
- 3) 研发费用率：假设2022~24年分别为3.0%/3.1%/3.0%，公司研发投入一直较多，预计未来仍将延续该趋势，保持较为稳定的研发费用率。

图表54：公司营收拆分

	单位	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	百万元	1,515.01	2,175.09	2,291.56	2,806.82	3,577.09
yoy		8.40%	43.57%	5.35%	22.49%	27.44%
营业成本	百万元	1,284.05	1,771.90	1,971.89	2,251.93	2,891.47
毛利率		15.25%	18.54%	13.95%	19.77%	19.17%
<b>分业务收入</b>						
色纱	百万元	1,362.32	1,952.03	2,068.64	2,401.04	2,936.74
yoy		7%	43%	6%	16%	22%
色纺纱					179.9	413.7
yoy						130%
贸易纱	百万元	114.25	163.05	168.80	167.01	158.73
yoy		33%	43%	4%	-1%	-5%
受托加工费	百万元	33.69	51.31	44.16	50.58	63.20
yoy		-5%	52%	-14%	132%	25%
其他业务	百万元	4.75	8.71	10.00	8.00	3.00
设计产能（色纱&加工）	万吨	5.40	6.60	6.60	10.20	13.20
yoy		14.89%	22.22%	0.00%	54.55%	29.41%
产量	万吨	5.49	6.61	6.67	7.65	10.30
产能利用率		101.58%	100.19%	101.00%	75.00%	78.00%
产销率		100.60%	97.99%	99.00%	95.00%	90.00%
色纱&加工销量	万吨	5.52	6.48	6.60	7.27	9.27
yoy		16.70%	17.41%	1.85%	10.12%	27.50%
<b>分业务成本</b>						
色纱	百万元	1,151.66	1,586.57	1,780.58	2,040.13	2,641.14
色纺纱					16.19	45.51
贸易纱	百万元	109.48	150.56	155.88	157.25	153.98
受托加工费	百万元	22.51	33.35	33.43	36.36	46.84
其他业务	百万元	0.41	1.41	2.00	2.00	4.00
<b>综合毛利率</b>						
色纱		15.46%	18.72%	13.93%	15.03%	10.07%
色纺纱					9.00%	11.00%
贸易纱		4.17%	7.66%	7.66%	5.85%	2.99%
受托加工费		33.19%	35.00%	24.30%	28.11%	25.88%
其他业务		91.47%	83.86%	80.00%	75.00%	-33.33%

来源：公司公告，国金证券研究所

## 5.2、投资建议及估值

我们预测 22~24 年公司分别实现归母净利润 1.65/2.44/3.03 亿元，分别同比 -29.25%/+47.95%/+24.33%，对应 EPS 分别为 1.32/1.95/2.43 元。

我们采取可比估值法对公司进行估值，分别选取色纺纱龙头华孚时尚、百隆东方以及印染企业航民股份作为可比公司，计算得可比公司 22~24 年平均 PE 为 10/8/7 倍，考虑到近 2 年随着产能集中释放带动规模快速成长，给予公司 23 年 13 倍 PE，对应目标价 25.37 元/股，首次覆盖予以“买入”评级。

**图表55：可比估值**

股票名称	股价(元)	EPS					PE				
		2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
华孚时尚	3.19	-0.29	0.34	0.26	0.41	0.528	-	9	12	8	6
百隆东方	5.68	0.24	0.91	0.91	0.83	0.91	24	6	6	7	6
航民股份	7.8	0.56	0.63	0.68	0.76	0.84	14	12	11	10	9
均值	-	-	-	-	-	-	19	9	10	8	7
富春染织	19.32	1.21	1.86	1.32	1.95	2.43	16	10	15	10	8

来源：Wind，国金证券研究所（可比公司股价为 2023 年 2 月 2 日收盘价，可比公司中除华孚时尚为国金预测外，其余采用 wind 一致预期）

## 6、风险提示

**棉价波动：**公司主营业务中用到的棉纱占营业成本的 69%，棉价剧烈波动可能导致公司销售收入及盈利端有所承压。

**需求恢复不及预期：**若我国疫情防控政策放开后终端服饰消费需求恢复程度低于预期，可能影响公司订单、营收规模及盈利能力有所承压。

**扩产节奏低于预期：**按照规划 23~24 年为主要产能集中释放阶段，若产能建设与投放节奏低于预期，可能导致业绩有所承压。

**股东可转债减持：**23 年 1 月 9 日~1 月 11 日期间，公司控股股东通过大宗交易方式减持公司可转债 61 万张，占发行总量的 10.70%。

**大股东质押：**当前公司股权质押总额 4660.74 万股，占总股本的 37.35%；其中控股股东质押 4170.74 万股，占其持有股份的 74.05%，占总股本的 33.42%。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,398</b>	<b>1,515</b>	<b>2,175</b>	<b>2,292</b>	<b>2,807</b>	<b>3,577</b>	货币资金	158	265	642	1,036	920	573
增长率		8.4%	43.6%	5.4%	22.5%	27.4%	应收款项	42	32	49	61	69	82
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,180</b>	<b>-1,284</b>	<b>-1,772</b>	<b>-1,972</b>	<b>-2,252</b>	<b>-2,891</b>	存货	300	293	418	475	524	673
%销售收入	84.4%	84.8%	81.5%	86.0%	80.2%	80.8%	其他流动资产	56	57	271	192	209	248
<b>毛利</b>	<b>217</b>	<b>231</b>	<b>403</b>	<b>320</b>	<b>555</b>	<b>686</b>	流动资产	555	647	1,381	1,764	1,723	1,576
%销售收入	15.6%	15.2%	18.5%	14.0%	19.8%	19.2%	%总资产	50.9%	50.5%	65.4%	59.4%	52.3%	44.4%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-9</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>	<b>-11</b>	<b>-14</b>	<b>-18</b>	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	452	522	584	884	1,249	1,591
<b>销售费用</b>	<b>-20</b>	<b>-9</b>	<b>-11</b>	<b>-9</b>	<b>-79</b>	<b>-86</b>	%总资产	41.4%	40.8%	27.6%	29.8%	37.9%	44.8%
%销售收入	1.4%	0.6%	0.5%	0.4%	2.8%	2.4%	无形资产	75	75	111	221	278	334
<b>管理费用</b>	<b>-34</b>	<b>-34</b>	<b>-47</b>	<b>-46</b>	<b>-93</b>	<b>-125</b>	非流动资产	537	633	732	1,205	1,572	1,973
%销售收入	2.4%	2.2%	2.1%	2.0%	3.3%	3.5%	%总资产	49.1%	49.5%	34.6%	40.6%	47.7%	55.6%
<b>研发费用</b>	<b>-48</b>	<b>-51</b>	<b>-70</b>	<b>-69</b>	<b>-86</b>	<b>-107</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,092</b>	<b>1,281</b>	<b>2,113</b>	<b>2,969</b>	<b>3,295</b>	<b>3,549</b>
%销售收入	3.4%	3.4%	3.2%	3.0%	3.1%	3.0%	短期借款	24	7	70	185	268	143
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>107</b>	<b>128</b>	<b>266</b>	<b>184</b>	<b>284</b>	<b>349</b>	应付款项	210	294	307	376	430	552
%销售收入	7.7%	8.4%	12.2%	8.1%	10.1%	9.8%	其他流动负债	59	96	128	100	120	151
<b>财务费用</b>	<b>-4</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	流动负债	292	397	505	661	818	847
%销售收入	0.3%	0.0%	-0.3%	-0.2%	0.0%	0.1%	长期贷款	40	20	27	23	23	23
<b>资产减值损失</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-12</b>	<b>-2</b>	<b>-6</b>	<b>-3</b>	其他长期负债	74	82	83	557	557	557
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	406	500	615	1,242	1,399	1,427
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>686</b>	<b>781</b>	<b>1,497</b>	<b>1,727</b>	<b>1,896</b>	<b>2,121</b>
%税前利润	0.0%	0.0%	1.3%	1.6%	0.6%	1.4%	其中：股本	94	94	125	125	125	125
<b>营业利润</b>	<b>106</b>	<b>130</b>	<b>267</b>	<b>189</b>	<b>280</b>	<b>348</b>	未分配利润	253	337	486	585	754	979
营业利润率	7.6%	8.6%	12.3%	8.3%	10.0%	9.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>-2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,092</b>	<b>1,281</b>	<b>2,113</b>	<b>2,969</b>	<b>3,295</b>	<b>3,549</b>
<b>税前利润</b>	<b>104</b>	<b>131</b>	<b>268</b>	<b>189</b>	<b>280</b>	<b>348</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	7.4%	8.6%	12.3%	8.3%	10.0%	9.7%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>所得税</b>	<b>-13</b>	<b>-18</b>	<b>-36</b>	<b>-25</b>	<b>-36</b>	<b>-45</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	12.2%	13.4%	13.3%	13.0%	13.0%	13.0%	每股收益	0.973	1.211	1.865	1.319	1.952	2.427
<b>净利润</b>	<b>91</b>	<b>113</b>	<b>233</b>	<b>165</b>	<b>244</b>	<b>303</b>	每股净资产	7.325	8.344	11.998	13.839	15.191	16.998
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.931	3.295	0.522	2.292	2.721	2.876
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>91</b>	<b>113</b>	<b>233</b>	<b>165</b>	<b>244</b>	<b>303</b>	每股股利	0.000	0.000	0.700	0.528	0.600	0.620
净利率	6.5%	7.5%	10.7%	7.2%	8.7%	8.5%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	13.28%	14.51%	15.54%	9.53%	12.85%	14.28%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	8.34%	8.85%	11.02%	5.55%	7.39%	8.53%
							投入资本收益率	12.53%	13.70%	14.44%	6.56%	9.16%	10.86%
净利润	91	113	233	165	244	303	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	-2.51%	8.40%	43.57%	5.35%	22.49%	27.44%
非现金支出	40	50	63	62	78	91	EBIT 增长率	-6.78%	19.52%	107.84%	-30.57%	53.97%	23.00%
非经营收益	5	-1	-2	8	17	13	净利润增长率	-7.39%	24.45%	105.39%	-29.25%	47.95%	24.33%
营运资金变动	-49	146	-229	51	0	-48	总资产增长率	5.02%	17.26%	64.96%	40.55%	10.97%	7.70%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>87</b>	<b>308</b>	<b>65</b>	<b>286</b>	<b>340</b>	<b>359</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-118	-140	-137	-532	-445	-490	应收账款周转天数	6.7	5.0	3.7	5.5	4.8	4.2
投资	0	0	-114	0	0	0	存货周转天数	95.4	84.3	73.2	88.0	85.0	85.0
其他	2	-1	5	3	2	5	应付账款周转天数	38.8	38.3	25.9	35.0	35.0	35.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-116</b>	<b>-141</b>	<b>-246</b>	<b>-529</b>	<b>-443</b>	<b>-485</b>	固定资产周转天数	106.3	114.0	90.2	89.1	83.3	72.1
股权募资	0	0	546	131	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	15	-35	70	586	83	-125	净负债/股东权益	-13.71%	-30.51%	-40.63%	-22.02%	-9.59%	1.91%
其他	14	-50	-88	-79	-95	-96	EBIT 利息保障倍数	27.3	-226.6	-39.8	-48.8	-1,780.9	107.4
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>29</b>	<b>-85</b>	<b>528</b>	<b>637</b>	<b>-12</b>	<b>-221</b>	资产负债率	37.22%	39.01%	29.12%	41.83%	42.46%	40.22%
<b>现金净流量</b>	<b>0</b>	<b>82</b>	<b>347</b>	<b>394</b>	<b>-116</b>	<b>-347</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

**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

来源：聚源数据

**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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402