

# 新澳股份 (603889)

2023年8月25日

分析师  
芮雯

(852) 3982 3217

ruiraven@dwzq.com.hk

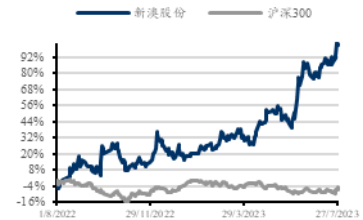
## 弱β强α的低估值毛纺龙头，份额提升成长可期 买入（首次）

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,950	4,616	5,427	6,331
同比(%)	15%	17%	18%	17%
归母净利润(百万元)	390	464	554	658
同比(%)	31%	19%	20%	19%
每股收益(元/股)	0.54	0.65	0.77	0.92
P/E(倍)	15.44	12.98	10.86	9.15

### 投资要点

- **三十年毛纺龙头，拓展羊绒业务。**公司深耕毛纺行业30年，主营毛精纺纱线及羊毛毛条，19-20年先后设立宁夏新澳羊绒及收购英国邓肯、拓展羊绒纱线业务，22年毛精纺纱线/羊毛毛条/羊绒纱线收入占比57%/15%/27%、分别拥有1.5万吨/1.2万吨/3030吨产能。以国内市场为主，22年国内/海外收入占比66%/34%，客户较为分散，穿透至终端海外客户占比55%-60%。公司历史业绩表现稳健，21年管理层换新，在宽带战略和以产促销新战略带动下，羊毛+羊绒业务实现双轮驱动、21年以来业绩增长提速。
- **弱β：毛纺行业整体规模呈现收缩，新澳为细分领域龙头。**1) **羊毛：**国内羊毛60%多依赖进口、主要来自羊毛第一大产国澳大利亚。受供需两方面影响，近20年全球羊毛产量和消费量均呈下滑趋势，带动新澳所处毛精纺纱线细分领域16-20年国内产量亦从41.2万吨下降至18.5万吨。毛精纺纱格局分散，新澳销量规模为国内第一（市占率12.46%）、全球第二（市占率3.99%，第一为德国南方毛业）。2) **羊绒：**有“软黄金”之称，产量较少，中国为第一生产大国、约占全球60%。全球山羊绒经过40年扩产、近5年增长乏力，17年以来中国羊绒产量亦下滑。由于资金+原材料+工艺壁垒，羊绒纺纱格局较集中，产能口径国内前三大龙头（康赛妮、宁夏新澳、M.oro）2022年市占率合计达70%以上、占全球近50%，其中宁夏新澳粗梳羊绒纱线销量全国第二（市占率11.47%）、全球第三（市占率4.65%）。
- **强α：羊毛以产促销拓市场，羊绒释放产能增盈利。**1) **羊毛：**在以产促销战略下，①**供给端：**积极进行国内+越南扩产建设，其中国内浙江桐乡正在推进6万锭精纺纱项目二期（3万锭）、海外越南正在推进5万锭项目一期（2.2万锭），规划中产能全部投产后（预计2025年后）公司毛精纺纱线产能将从现有的13万锭增至21万锭、增幅62%。②**需求端：**在宽带战略下拓宽产品和客户类型，全面参与市场竞争，依托竞争优势向上、向下抢占市场份额，力争实现销量同步提升。2) **羊绒：**①**宁夏新澳：**目前产能利用率仅60%，依托原有毛纺纱客户资源+羊绒原产地+灵活服务优势，我们预计未来5年内有望实现已有产能的完全释放，产能利用率的爬坡将驱动量利双升，预计满产后营收/净利润较22年提升空间分别为130%/270%。②**英国邓肯：**在奢侈品领域具影响力，有望与宁夏羊绒形成协同、改善盈利。
- **盈利预测与投资评级：**公司为国内毛精纺纱生产龙头，虽然所处赛道为小众细分领域、成长性有限，但行业格局相对清晰，公司羊毛和羊绒业务分别位于全球第二、第三地位。在公司自身战略变革下，羊毛业务以产促销、羊绒业务产能释放，同时在品牌重塑、产品多元化、客户拓展等方面积极进取，业绩有望保持持续稳健增长、市场份额有望进一步提升。上游原材料价格波动对公司毛利率影响较大，目前羊毛价格处相对低位、羊绒价格近年波动较小，在二者均不出现大幅下滑前提下，我们预计23-25年公司归母净利润分别为4.64/5.54/6.58亿元、分别同比+18.9%/+19.5%/+18.7%、对应PE为13/11/9X。我们认为公司α逻辑清晰，应在传统周期性纺织企业估值基础上给予溢价，当前估值偏低，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场需求波动、原材料价格大幅波动、产能扩张不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	8.40
一年最低/最高价	5.74/9.59
市净率(倍)	1.41
流通A股市值(百万元)	6,018.14

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.96
资产负债率(% ,LF)	34.26
总股本(百万股)	716.44
流通A股(百万股)	716.44

### 相关研究

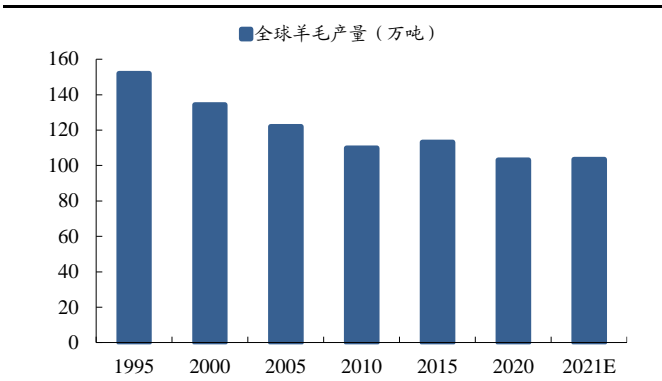
特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢李健和赵艺原的指导。

## 1. 弱β：毛纺行业整体呈现萎缩，新澳为细分领域龙头

近 20 年全球羊毛产量和消费量呈下滑趋势。1995-2020 年全球洗净羊毛产量从 152 万吨降至 103 万吨，1990-2010 年全球洗净羊毛消费量从 199 万吨降至 108 万吨、2017 年小幅回升至 127 万吨，全球羊毛供需整体呈萎缩趋势，供需格局偏紧。

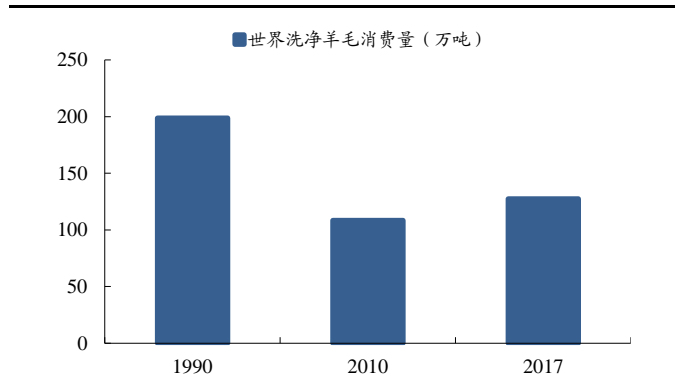
羊毛市场萎缩主要受到供需两方面影响。①精纺主要应用领域商务正装使用场景缩小、需求下降；②羊毛与羊肉比价下降，养殖户饲养毛用绵羊的积极性减弱，转向养殖肉羊或者肉毛兼用型绵羊；③澳大利亚、新西兰两个羊毛主产国经常遭遇干旱气候以及“口蹄疫”等传染性疫情加剧毛用羊养殖的退出；④替代纤维价格较低，纺织工业提升化纤、棉花使用比例，造成羊毛需求下降。

图1：1995-2020 年全球洗净羊毛产量整体下降



数据来源：IWTO，东吴证券研究所

图2：1990-2017 年全球洗净羊毛消费量整体下降



数据来源：IWTO，东吴证券研究所

羊绒纺纱竞争格局较毛纺纱更集中，以产能口径看，2022 年国内前三大羊绒纱线龙头市占率合计达 70%以上、占全球近 50%。根据已有信息，我们估计全球羊绒纺纱产能共计 1.5 万吨、中国 1 万吨左右。1) 国内羊绒纱线产能第一公司为康赛妮，年产高档纱线、面料近 10000 吨，其中纯羊绒纱线超过 3000 吨、占世界纯羊绒原料产量的 20% 以上（由此估算全球纯羊绒原料纱线产量 1.5 万吨）、估算占国内的 30% 以上；2) 宁夏新澳羊绒年产能 2760 吨（精纺 2500 吨+粗纺 260 吨），以产能计算，估计占全球比重 18.4%、占国内比重 27.6%；3) 国内第三大羊绒纺纱公司 M.oro 年产纱线 1500 吨（占国内市场的 15%、由此估算国内年产羊绒纱线 1 万吨）、估计占全球比重 10%。

## 2. 强α：羊毛以产促销拓市场，羊绒释放产能增盈利

国内+越南产能建设有序推进中。为了满足全面参与市场竞争的产能需要，公司正在有序推进国内外产能建设，其中：①国内：浙江桐乡正在推进 60,000 锭高档精纺生态纱二期项目（3 万锭），21 年投入建设、其中 1.3 万锭预计今年下半年陆续投产、剩余产能预计 24 年上半年投产；②海外：越南工厂规划 5 万锭产能，其中一期项目（2.2 万锭）预计 24 年末-25 年将开始投产。越南纺织产业布局完善、具有人工成本优势、贸易关税便利，因此建设越南工厂有助更好服务海外客户。目前规划产能全部投产后公司毛精纺纱线产能将达到 21 万锭左右、较当前的 13 万锭增幅 62%。

羊毛价格主要由供需格局决定，历史上总体呈周期性波动。1995 年以来羊毛价格总体呈周期性波动，除了金融危机和中美贸易摩擦&疫情两次时期出现大幅波动。

1995-2009 年期间随绵羊饲养、出栏情况呈周期性波动，总体位于 400-1000 美分/公斤区间。2010 年金融危机后全球大宗商品涨价，羊毛价格大幅上涨至 1800 美分/公斤高点。2011 年 06 月见顶回落、2015 年 1 月见底至 1000 美分/公斤以下。随后因产量收缩、消费量增长，澳毛价格上行至 2018 年下半年的 1500 美分/公斤高位，之后回落。2020 年全球疫情爆发后羊毛价格先随需求萎缩降至近 10 年底部（726 美分/公斤）、20/09 后随大宗商品涨价回升、21/07 见顶至 1338 美分/公斤后回落，当前延续回落趋势、位于近 10 年偏低水平（截至 23 年 6 月 983 美分/公斤）。

图3：1995 年以来全球羊毛价格走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：ABARES 预测羊毛价格指数



数据来源：ABARES，AWEX，东吴证券研究所

**预计未来毛价有望企稳回升。**据调研反馈，当前偏低的毛价水平位于牧民盈亏平衡点附近，未来毛价上涨概率大于下跌概率。据澳大利亚农业资源经济局（ABARES）发布预测，2023-24 年度羊毛东部市场指数 EMI 将上涨 11%、达到 1443 澳分/公斤。ABARES 表示，随着全球宏观经济状况改善，羊毛服饰需求增加，将推动羊毛价格上涨。此外在气候干燥的情况下，澳大利亚的干旱状况将导致羊毛产量减少、影响全球细羊毛供应，未来羊毛价格将受到宏观经济因素和季节性因素的影响而变化。

### 3. 盈利预测与投资评级

**盈利预测与投资建议：**我们预计 23-25 年公司 EPS 分别为 0.65/0.77/0.92，对应 PE 分别为 13/11/9X。选取上游纺纱龙头企业华孚时尚、百隆东方、台华新材，以及具备类似的扩产+海外布局+市场份额提升逻辑的辅料龙头伟星股份作为可比公司，23-25 年 PE 均值为 15/12/10X，公司估值偏低。

公司为国内毛精纺纱生产龙头，虽然所处赛道为小众细分领域、成长性有限，但行业格局相对清晰，公司羊毛和羊绒业务分别处于全球第二、第三地位，在公司自身战略变革下，羊毛业务以产促销、羊绒业务产能释放，同时在品牌重塑、产品多元化、客户拓展等方面积极进取，业绩有望保持持续稳健增长、市场份额有望进一步提升。我们认为公司  $\alpha$  逻辑清晰，应在传统的周期性纺织上游企业估值基础上给予溢价，当前估值偏低，首次覆盖给予“买入”评级。

### 4. 风险提示

市场需求波动、原材料价格大幅波动、产能扩张不及预期等。

## 新澳股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>3,307</b>	<b>3,651</b>	<b>4,327</b>	<b>5,130</b>	<b>营业收入</b>	<b>3,950</b>	<b>4,616</b>	<b>5,427</b>	<b>6,331</b>
现金	1,110	1,137	1,468	1,911	减:营业成本	3,207	3,739	4,370	5,066
应收账款	395	444	518	585	营业税金及附加	17	16	19	22
存货	1,745	2,044	2,315	2,607	销售费用	72	83	98	114
其他流动资产	57	26	26	27	管理费用	118	138	163	190
<b>非流动资产</b>	<b>1,339</b>	<b>1,414</b>	<b>1,434</b>	<b>1,446</b>	研发费用	107	115	136	158
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-12	16	16	13
固定资产	1,158	1,246	1,277	1,299	资产减值损失	26	10	30	60
在建工程	53	42	34	27	加:投资净收益	4	2	3	3
无形资产	98	95	92	89	其他收益	11	14	16	19
其他非流动资产	30	31	31	31	资产处置收益	38	23	27	32
<b>资产总计</b>	<b>4,646</b>	<b>5,065</b>	<b>5,761</b>	<b>6,576</b>	<b>营业利润</b>	<b>469</b>	<b>537</b>	<b>642</b>	<b>762</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,446</b>	<b>1,393</b>	<b>1,523</b>	<b>1,667</b>	加:营业外净收支	-1	1	1	1
短期借款	612	612	612	612	<b>利润总额</b>	<b>467</b>	<b>538</b>	<b>643</b>	<b>763</b>
应付账款	593	482	563	652	减:所得税费用	59	65	77	92
其他流动负债	241	299	348	403	少数股东损益	19	9	11	13
<b>非流动负债</b>	<b>168</b>	<b>168</b>	<b>168</b>	<b>168</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>390</b>	<b>464</b>	<b>554</b>	<b>658</b>
长期借款	150	150	150	150	EBIT	418	524	641	780
其他非流动负债	18	18	18	18	EBITDA	553	648	772	919
<b>负债合计</b>	<b>1,615</b>	<b>1,561</b>	<b>1,691</b>	<b>1,835</b>					
少数股东权益	74	84	95	108	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
归属母公司股东权益	2,957	3,421	3,975	4,632	每股收益(元)	0.54	0.65	0.77	0.92
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,646</b>	<b>5,065</b>	<b>5,761</b>	<b>6,576</b>	每股净资产(元)	5.78	6.68	7.77	9.05
					发行在外股份(百万股)	716	716	716	716
					ROIC(%)	10.22	11.42	12.39	13.28
					ROE(%)	13.18	13.55	13.94	14.20
					毛利率(%)	18.81	18.99	19.47	19.98
					销售净利率(%)	9.87	10.04	10.21	10.39
					资产负债率(%)	34.76	30.82	29.36	27.91
					收入增长率(%)	14.64	16.87	17.56	16.66
					净利润增长率(%)	30.66	18.94	19.53	18.68
					P/E	15.44	12.98	10.86	9.15
					P/B	1.45	1.26	1.08	0.93

注: 货币单位为人民币元

数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

#### 分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

#### 利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

#### 免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

### 特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

### 评级标准:

#### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

