

增持 维持
联发股份 (002394)
2015年1月26日

订单量增, 产能释放预计带动规模效应进一步提升

2015年1月26日收盘价: 12.48元, 6个月目标价: 13.76元

 纺织服装行业高级分析师 焦娟
 SAC 执业证书编号: S0850514040002
 电话: 021-23219356
 Email: jj9604@htsec.com

 纺织服装行业分析师 唐苓
 SAC 执业证书编号: S0850514070003
 电话: 021-23212208
 Email: tl9709@htsec.com

表 1 可比公司基本情况

证券名称	上市时间	最新股价 (元/股)	总股本 亿股	流通A股 亿股	总市值 亿元	市盈率 TTM 倍	近12个月股息率	机构持股比例 2014年中期	2013年收入		2013年净利润		2013年毛利率
									亿元	同比增速	亿元	同比增速	
联发股份	2010	12.48	3.24	3.24	40.40	14.35	2.67%	54.32%	32.05	17.37%	2.80	22.00%	20.74%
百隆东方	2012	11.34	7.50	1.92	85.05	18.38	1.80%	22.05%	42.73	-10.41%	5.08	102.01%	19.58%
华孚色纺	2005	6.22	8.33	8.30	51.81	21.89	0.40%	60.32%	62.40	8.86%	2.00	120.72%	14.11%
鲁泰A	2000	11.48	9.56	5.61	109.72	10.62	3.31%	34.18%	64.78	9.78%	9.99	41.17%	30.82%

资料来源: WIND、海通证券研究所、股价更新时间 2015/1/26

联发股份是一家专业化生产色织布、印染布、衬衫的出口型棉纺企业, 集纺纱、染色、织造、整理、印染、制衣、热电于一体。年产能方面, 色织布 1.6 亿米 (含外包)、印染布 6000 万米、衬衫 880 万件, 2014 上半年销售额分别占收入比重为 63%、15.5%、13%。产品针对中高档市场, 具有技术含量高、花色品种多、绿色环保等特色。在国内外色织行业有较大的影响力和知名度, 产品销往全国 20 多个省市, 出口日本、美国、英国、意大利等 36 个国家和地区。旗下“JAMESKINGDOM”衬衫品牌在广东、深圳、上海等开设多家直营专卖店, 并提供现货面料服务。

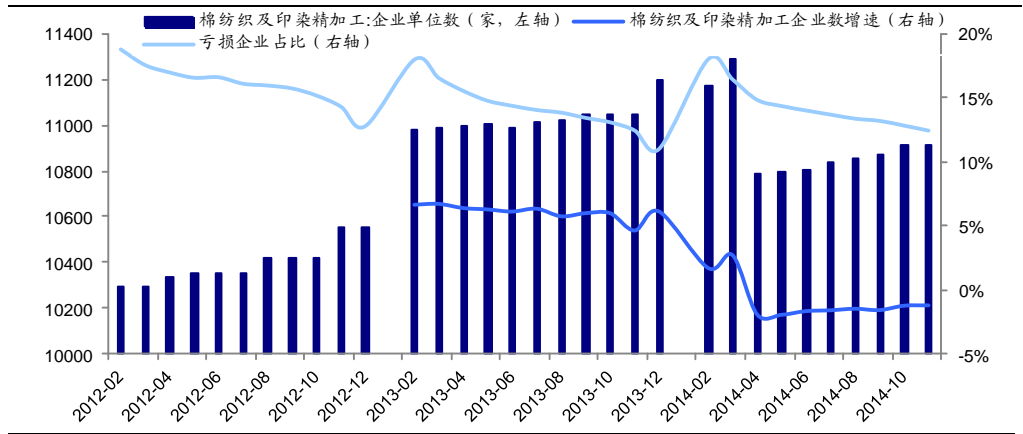
在低成本国家分流国内企业订单的背景下, 公司积极开拓海外市场, 在新增合作客户的基础上, 原有核心客户的订单量稳步增长, 从近年市场销售情况来看, 海外业务所占比重不断提升。2014 上半年, 海外市场同比增长 15.92%, 收入占比进一步升至 71.36%。

2014 年 1-9 月实现营业收入 24.94 亿元, 同增 7.49%; 归属于上市公司股东的净利润 1.74 亿元, 同增 0.56%; 经营活动产生的现金流量净额 4.77 亿元, 同增 132.01%; EPS0.54 元, 同增 0.00%。其中, 三季度实现营业收入 8.92 亿元, 同增 9.39%; 归属于上市公司股东的净利润 6249.27 万元, 同减 7.96%; 经营活动产生的现金流量净额 2.08 亿元, 同增 68.96%; EPS0.19 元, 同减 9.52%。预计 2014 年度归属于上市公司股东的净利润变动区间 2.66 至 2.95 亿元, 同减 5% 至同增 5%。

目前, 全球中高端色织布产能约 8 亿米左右, 我国的国际市场份额约为 50% 左右, 是全球最大的色织布生产基地。由于纯棉色织布具有染色牢度强、条纹组织清晰、品种变化丰富、穿着舒适度高等特点, 其消费需求呈增长趋势。在国内市场上, 随着环保压力的增大, 低端、小规模的颜色布企业正逐渐退出竞争, 带来整体市场集中度的不断提升。在中高档色织布领域, 联发股份、鲁泰等少数几家纵向一体化棉纺企业形成寡头垄断格局。公司竞争力在于资金、管理、客户关

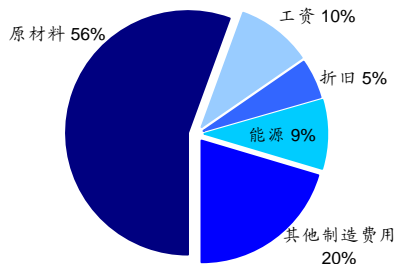
系、研发和创新，同时，率先布局海外制造基地，以及关键技术工序的产能集中，而低技术含量、劳动力密集型的环节则间接外包，从而实现资源整合下的成本优势。

图 1 棉纺行业弱势企业相继退出市场，竞争格局逐渐趋于稳定



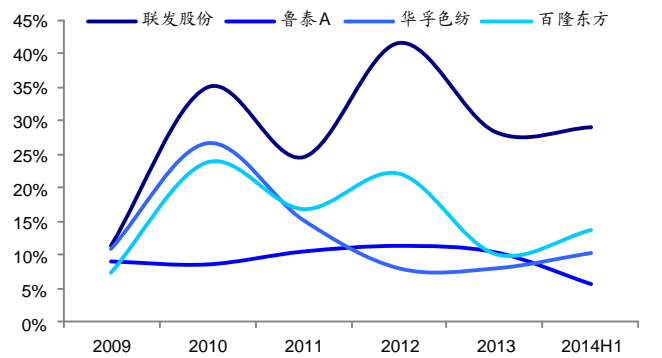
资料来源：WIND、海通证券研究所

图 2 联发股份 2013 年面料产品成本结构



资料来源：公司 2013 年报、海通证券研究所

图 3 自 2010 年来公司货币现金占总资产比重均值超过 30%



资料来源：WIND、海通证券研究所

我们预计棉纺织龙头企业 2015 年的业绩弹性，来源于订单量增加、毛利率提升，联发股份作为龙头企业之一，我们判断其业绩具备一定弹性：

- 1) 在行业层面，短期而言，我们看好棉纺织产业链 2015 年的恢复：受国内用棉成本支撑、托底政策预期及内外棉价差维持在 1500-2000 元/吨的合理区间三大因素影响，结合当前棉价，预计 2015 年国内棉价将在低位窄幅波动，区间为 13000-13500 元/吨，基本已处于 2005-2008 年间相对平稳的历史低位。2015 年下游集中补库存需求将带动产业链的恢复性增长；此外，根据历史经验，棉价波动对国内棉花的供需、企业的库存规模，均有明显的周期性影响，预计业内企业随着棉价历史性底部的到来，存在额外采购原材料的动力，进一步放大业绩增速。
- 2) 中期来看，棉纺织企业自 2010 年以来的高成本困境，有望于 2015 年开始反转：2010 年以来，棉纺织企业面临不断攀升的高成本困境，随着人力成本开始自然增长、环保成本见顶、主要原材料棉花价格下降，棉纺织企业有望在 2015 年迎来困境反转，提升国际竞争力。且经历前期的行业整合，规模较小、经营实力相对较弱的企业退出市场竞争，行业集中度有望整体提升，订单等资源向龙头企业聚集后，预计将明显提高龙头纺企的市占率。

3) 在公司层面,海外产能布局以及订单增量逐步消化前期投入的扩建产能,预计将带来规模效应的显著提升,从而利好盈利空间的进一步释放。公司自上市以来,产能建设投入保持稳健增长,2010-2013年固定资产规模增速均值15%,以满足多批量、小批次订单的灵活供应需求,并保证核心客户集中订单的承接能力;2014年公司收购AMM制衣(柬埔寨)67%股权,进一步扩充成衣加工业务规模,也为未来中低端制造环节的海外转移打下基础。产能扩大的同时,公司继续加大产品销售力度,挖掘潜在客户,并且凭借多年与核心客户建立的稳固合作关系,预计将充分受益于下游品牌集中度提升为龙头企业带来的订单量增长。

公司专注于产品设计研发,加速成果转化,在新纤维、工艺、助剂开发领域成果显著,不断加强工程技术创新,提升核心竞争力;伴随海外市场的开拓和国内新客户的开发,预计成衣面料市场占有率有望进一步提升。预计公司2014-16年实现归属于母公司净利润分别为2.94、3.43、4.03亿元,同增4.76%、16.62%、17.55%,对应EPS分别0.91、1.06、1.24元。考虑到相关可比公司15年PE在9-17x区间,给予公司2015年13xPE,对应目标价13.76元,增持评级。

主要不确定因素:海外复苏不达预期,国内需求继续恶化等。

表2 棉纺类公司估值比较

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	市值 (亿元)	2014E 营业 收入 (亿 元)	每股收益(元/股)				市盈率(X)			
					2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
鲁泰A	000726.SZ	11.48	109.72	67.58	1.04	1.14	1.29	1.44	11.04	10.04	8.88	8.00
华孚色纺	002042.SZ	6.22	51.81	69.52	0.24	0.30	0.38	0.47	25.92	20.98	16.52	13.36
百隆东方	601339.SH	11.34	85.05	47.05	0.68	0.62	0.74	0.82	16.68	18.16	15.23	13.83
均值									17.88	16.39	13.54	11.73

资料来源:WIND,海通证券研究所,股价为1月26日收盘价,每股收益及14年收入均为WIND一致预期值

表 3 联发股份分项主营收入及成本预测

色织布	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入 (百万元)	2095.14	1928.76	1992.60	1992.60	2092.23	2301.45
增长率 (YOY)	21.66%	-7.94%	3.31%	0.00%	5.00%	10.00%
毛利率	22.77%	21.54%	22.83%	22.00%	23.00%	24.00%
销售成本 (百万元)	1618.08	1513.24	1537.60	1554.23	1611.02	1749.11
增长率 (YOY)	18.66%	-6.48%	1.61%	1.08%	3.65%	8.57%
毛利 (百万元)	477.05	415.52	455.00	438.37	481.21	552.35
增长率 (YOY)	33.10%	-12.90%	9.50%	-3.65%	9.77%	14.78%
占总销售额比重	78.06%	74.17%	68.35%	64.71%	61.42%	58.80%
占主营业务利润比重	78.22%	74.04%	71.24%	67.91%	64.82%	63.10%
衬衣	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入 (百万元)	316.67	368.70	393.35	393.35	413.02	433.67
增长率 (YOY)	-2.01%	16.43%	6.68%	0.00%	5.00%	5.00%
毛利率	28.94%	28.24%	24.65%	22.00%	23.00%	23.00%
销售成本 (百万元)	225.01	264.60	296.39	306.81	318.02	333.92
增长率 (YOY)	-4.27%	17.59%	12.02%	3.51%	3.65%	5.00%
毛利 (百万元)	91.66	104.11	96.95	86.54	94.99	99.74
增长率 (YOY)	4.02%	13.58%	-6.87%	-10.74%	9.77%	5.00%
占总销售额比重	11.80%	14.18%	13.49%	12.78%	12.12%	11.08%
占主营业务利润比重	15.03%	18.55%	15.18%	13.41%	12.80%	11.40%
印染布	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入 (百万元)	215.81	240.16	414.26	559.25	727.02	945.13
增长率 (YOY)	210.84%	11.28%	72.49%	35.00%	30.00%	30.00%
毛利率	16.42%	15.37%	16.15%	17.00%	17.00%	17.00%
销售成本 (百万元)	180.38	203.26	347.35	464.18	603.43	784.46
增长率 (YOY)	170.82%	12.68%	70.89%	33.63%	30.00%	30.00%
毛利 (百万元)	35.43	36.91	66.91	95.07	123.59	160.67
增长率 (YOY)	1155.42%	4.17%	81.30%	42.09%	30.00%	30.00%
占总销售额比重	8.04%	9.24%	14.21%	18.16%	21.34%	24.15%
占主营业务利润比重	5.81%	6.58%	10.48%	14.73%	16.65%	18.36%
棉纱	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入 (百万元)	34.72	28.95	65.02	58.52	61.44	64.52
增长率 (YOY)	-42.34%	-16.60%	124.56%	-10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	5.39%	4.31%	6.44%	5.00%	5.00%	5.00%
销售成本 (百万元)	32.85	27.71	60.83	55.59	58.37	61.29
增长率 (YOY)	-40.32%	-15.65%	119.56%	-8.61%	5.00%	5.00%
毛利 (百万元)	1.87	1.25	4.19	2.93	3.07	3.23
增长率 (YOY)	-63.81%	-33.27%	235.62%	-30.18%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	1.29%	1.11%	2.23%	1.90%	1.80%	1.65%
占主营业务利润比重	0.31%	0.22%	0.66%	0.45%	0.41%	0.37%
热电	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入 (百万元)	21.84	33.85	50.22	75.33	112.99	169.49
增长率 (YOY)	25.71%	55.01%	48.37%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利率	17.74%	10.19%	31.20%	30.00%	35.00%	35.00%
销售成本 (百万元)	18.0	30.4	34.6	52.73	73.44	110.17
增长率 (YOY)	37.86%	69.23%	13.66%	52.61%	39.29%	50.00%
毛利 (百万元)	3.87	3.45	15.67	22.60	39.55	59.32
增长率 (YOY)	-10.76%	-10.96%	354.27%	44.25%	75.00%	50.00%
占总销售额比重	0.81%	1.30%	1.72%	2.45%	3.32%	4.33%
占主营业务利润比重	0.64%	0.61%	2.45%	3.50%	5.33%	6.78%
合计	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入 (百万元)	2684.17	2600.43	2915.45	3079.04	3406.70	3914.25
增长率 (YOY)	22.44%	-3.12%	12.11%	5.61%	10.64%	14.90%
主营业务成本 (百万元)	2074.29	2039.20	2276.73	2433.54	2664.28	3038.94
毛利 (百万元)	609.88	561.23	638.72	645.51	742.42	875.31
平均毛利率	22.72%	21.58%	21.91%	20.96%	21.79%	22.36%

资料来源: 公司 2011、2012、2013 年报、2014 中报, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

焦娟：纺织服装行业高级分析师
唐苓：纺织服装行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：森马服饰、美邦服饰、富安娜、罗莱家纺、梦洁家纺、探路者、朗姿股份、卡奴迪路、七匹狼、九牧王、报喜鸟、奥康国际、鲁泰 A、百隆东方、华孚色纺、航民股份、美盛文化、浔兴股份、天华超净

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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，未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。