

# 联发股份 (002394)

## 2021 年业绩承压, 2022 年有望改善

2022 年 04 月 23 日

中性 (首次)

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书: S0600120100009

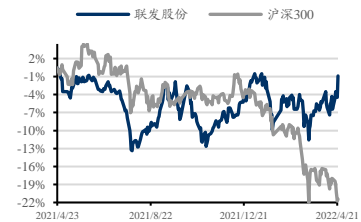
zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	3,897	4,171	4,522	4,904
同比	1%	7%	8%	8%
归属母公司净利润 (百万元)	182	244	276	305
同比	-61%	34%	13%	11%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.55	0.74	0.84	0.93
P/E (现价&最新股本摊薄)	15.00	11.19	9.89	8.94

### 投资要点

- **色纺纱龙头, 业绩仍承压。**国内色织布龙头, 进行包括棉花种植的纺织全产业链覆盖, 拥有产能包括纺纱 32 万锭、色织布 1 亿米 (同比-2000 万米)、家纺布 7800 万米 (+1000 万米)、印染布 7200 万米 (持平)、服装 700 万件 (-50 万套)、针织纺与针织布染色各 6000 吨 (持平), 其中面料产能位于国内江苏省、服装产能国内/柬埔寨各占 61%/39%。2014 年以来营收增速小幅波动、利润端波动较大。2021 年营收 38.97 亿元/yoy+0.61%/较 2019 年-0.35%、归母净利润 1.82 亿元/yoy-61.33%/较 2019 年-53.7%, 利润端下滑较多主要受到毛利率下滑 2.92pct、以及非经常性损益影响 (公司持有交易性金融资产 (主要为基金) 收益 0.02 亿元、较 2020 年减少约 2.86 亿元)。22Q1 营收 11.45 亿元/yoy+22.23%、归母净利润 1236 万元/yoy-25.63%, 收入端呈较快增长、利润端下滑主因所得税增多 (20Q1 营业利润下滑较多、产生退税)。
- **21 年主导产品面料收入增速提升。**1) 2021 年纺织服装/热电/其他收入分别占比 87%/2.3%/10.7%、收入分别同比+5.06%/+34.12%/-27.92%。纺织服装中面料/棉纱/服装/棉花收入分别占比 57.7%/15.5%/8.3%/5.5%、收入分别同比+21.55%/-60.33%/+53.05%/-3.52%, 面料、服装贡献主要增长, 其中主导产品面料主要来自销量增长贡献、服装主要来自价格提升贡献。2) 面料产品包含色织布 (2020 年收入占面料的 51%)、印染布 (占 38%)、家纺布 (占 11%), 2016-2020 年面料收入呈波动收缩趋势 (CAGR 为-5.8%), 其中色织布、印染布、家纺布收入 CAGR 分别为-14.8%、+5.7%、+127%。色织布 (主要用于商务衬衫) 呈现下滑主要受到消费趋势向休闲变化影响。3) 从销售区域上看, 2021 年公司收入结构符合国内经济整体内需偏弱、外需强劲的特征, 国内/美国/欧洲/日本收入分别同比-3.48%/+10.38%/+80.82%/-60.44%、收入占比分别为 62%/15.7%/12.1%/0.3%。
- **海外产能布局推进、产能利用率回升, 有望推动收入增长。**2019 年 5 月公司公告计划在印尼投资建设年产 6600 万米高档梭织服装面料项目, 由于疫情影响进度较慢, 公司预计 2022 年中可试生产、2023Q1 投产。随着印尼扩产推进、同时为顺应市场需求 (如针织面料需求好于梭织、家纺面料好于服装), 相应国内产能进行优化调整, 2019-2021 年色织布从 1.6 亿减至 1 亿米、服装从 800 万减至 700 万套、家纺布从 6500 万增至 7800 万米。21 年由于江苏、东南亚均出现疫情反复, 公司产能利用率处于低位 (面料 74.59%/yoy-4.2pct, 服装国内 74.76%/+8pct、柬埔寨 65.84%/-13pct)。我们预计随着疫情得到控制、产能利用率有望回升, 同时海外产能布局推进亦有望贡献未来增长, 22Q1 收入增长提速、趋势已有所体现。
- **21 年毛利率呈现下滑、22 年有望回升。**2021 年公司毛利率同比-2.92pct 至 15.82%, 其中棉纱/面料/其他产品毛利率分别同比+6.46/-7.57/-11.55pct 至 18.59%/14.57%/6.01%。毛利率下滑主要受到人民币升值以及原材料成本上涨影响: 1) 公司出口占比近 40%, 2021 年人民币升值压缩毛利率空间; 2) 21 年国内/国际棉价分别上涨 48%/50%, 叠加其他原材料如煤炭 (动力煤价格年内最高涨幅达 272%)、助剂价格上涨, 拖累毛利率。22Q1 人民币升值压力缓解、棉价高位震荡, 公司毛利率同比+1.56pct 至 15.71%。我们判断, 2022 年人民币趋势将走弱、棉价继续大幅上涨概率不高, 公司毛利率有望继续回升。
- **盈利预测与投资评级:** 公司从色纺纱龙头逐步延伸至全产业链布局, 近年需求较为疲软, 主要受到行业消费趋势向休闲转移以及新疆棉事件影响。2021 年毛利率下滑及非经常性损益导致业绩承压, 22Q1 收入实现较好增长、毛利率亦有所提升, 22 年业绩有望在低基数基础上实现较快增长。预计 2022-24 年归母净利润分别同比增长 34%/13%/11%, EPS 分别为 0.74/0.84/0.93 元/股, 对应 PE 11/10/9X, 考虑到公司账上交易性金融资产数额较大, 可能造成业绩端波动, 首次覆盖给予“中性”评级。
- **风险提示:** 人民币汇率波动、棉价波动、疫情恶化等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	8.30
一年最低/最高价	7.25/8.67
市净率(倍)	0.72
流通 A 股市值(百万元)	2,682.12
总市值(百万元)	2,729.70

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	11.51
资产负债率(% ,LF)	31.02
总股本(百万股)	328.88
流通 A 股(百万股)	323.15

表1: 公司近年来分产品产能变化情况

	2018	2019	2020	2021
<b>色织布</b>				
产能 (万米)	16,000	16,000	12,000	10,000
产能利用率		87.95%	86.39%	84.30%
<b>印染布</b>				
产能 (万米)	6,000	7,200	7,200	7,200
产能利用率		84.75%	74.27%	72.47%
<b>家纺布</b>				
产能 (万米)		6,500	6,800	7,800
产能利用率		75.23%	70.11%	64.11%
<b>服装</b>				
产能 (万套)	1,100	800	750	700
产能利用率		76.23%	71.48%	71.24%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 联发股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>3,344</b>	<b>3,366</b>	<b>3,652</b>	<b>4,011</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,897</b>	<b>4,171</b>	<b>4,522</b>	<b>4,904</b>
货币资金及交易性金融资产	1,532	1,919	2,039	2,225	营业成本(含金融类)	3,280	3,497	3,764	4,051
经营性应收款项	793	469	507	549	税金及附加	21	33	36	39
存货	955	852	918	989	销售费用	100	125	140	157
合同资产	0	0	0	0	管理费用	164	167	185	206
其他流动资产	65	127	187	248	研发费用	88	96	109	123
<b>非流动资产</b>	<b>1,950</b>	<b>2,137</b>	<b>2,306</b>	<b>2,456</b>	财务费用	32	25	28	39
长期股权投资	1	1	1	1	加:其他收益	1	0	0	0
固定资产及使用权资产	1,340	1,417	1,477	1,519	投资净收益	133	83	90	98
在建工程	196	196	196	196	公允价值变动	-129	0	0	0
无形资产	183	277	371	464	减值损失	-18	-10	-10	-10
商誉	1	1	1	1	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	43	48	53	58	<b>营业利润</b>	<b>198</b>	<b>301</b>	<b>340</b>	<b>377</b>
其他非流动资产	187	197	207	217	营业外净收支	3	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>5,294</b>	<b>5,504</b>	<b>5,958</b>	<b>6,466</b>	<b>利润总额</b>	<b>200</b>	<b>302</b>	<b>341</b>	<b>378</b>
<b>流动负债</b>	<b>860</b>	<b>829</b>	<b>1,010</b>	<b>1,216</b>	减:所得税	24	60	68	76
短期借款及一年内到期的非流动负债	163	147	291	457	<b>净利润</b>	<b>176</b>	<b>242</b>	<b>273</b>	<b>302</b>
经营性应付款项	300	268	289	311	减:少数股东损益	-6	-2	-3	-3
合同负债	33	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>182</b>	<b>244</b>	<b>276</b>	<b>305</b>
其他流动负债	365	413	430	448	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.55	0.74	0.84	0.93
非流动负债	656	656	656	656	EBIT	226	253	288	328
长期借款	501	501	501	501	EBITDA	426	481	535	594
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	15.82	16.16	16.78	17.39
租赁负债	5	5	5	5	归母净利率(%)	4.67	5.85	6.10	6.23
其他非流动负债	151	151	151	151	收入增长率(%)	0.61	7.03	8.42	8.45
<b>负债合计</b>	<b>1,517</b>	<b>1,485</b>	<b>1,666</b>	<b>1,872</b>	归母净利润增长率(%)	-61.33	34.11	13.06	10.69
归属母公司股东权益	3,769	4,013	4,289	4,594					
少数股东权益	9	6	3	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,777</b>	<b>4,019</b>	<b>4,292</b>	<b>4,594</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,294</b>	<b>5,504</b>	<b>5,958</b>	<b>6,466</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-37	762	334	378	每股净资产(元)	11.46	12.20	13.04	13.97
投资活动现金流	155	-631	-624	-616	最新发行在外股份(百万股)	329	329	329	329
筹资活动现金流	36	-45	111	123	ROIC(%)	4.59	4.44	4.73	4.93
现金净增加额	151	87	-179	-115	ROE-摊薄(%)	4.83	6.08	6.43	6.65
折旧和摊销	200	228	246	265	资产负债率(%)	28.65	26.98	27.96	28.95
资本开支	-261	-399	-399	-399	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.00	11.19	9.89	8.94
营运资本变动	-456	352	-94	-101	P/B(现价)	0.72	0.68	0.64	0.59

数据来源:Wind,东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

