

消费品及服务 - 纺织服装

2010 年 4 月 13 日

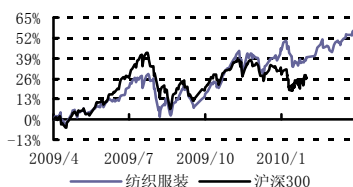
重要资料

总股本 (百万股)	107.90
流通股 (百万股)	27.00
募集资金总额	约 13 亿
行业 PE (X)	约 20
定价区间 PE (X)	25-30
第一大股东	孔祥军
公司网址	http://www.lianfa.cn

财务数据

	2007	2008	2009
营业收入 (百万)	1221.9	1422.3	1528.7
增长率%	N/A	16.40	7.48%
净利润 (百万)	114.46	91.18	161.13
增长率%	N/A	-20.34	76.73
毛利率%	18.50	18.19	22.78
净利率%	9.73%	6.89%	11.78
ROE	42.80	25.42	31.00
ROA	18.74	15.24	20.05
资产负债率	61.85	60.67	55.11

行业一年期行情比较



表现	1m	3m	12m
纺织服装	9.55%	8.65%	61.00%
沪深 300	3.66%	-5.19%	29.12%

执业证书号:

S1060200010017

周宽

0755-83199424

zhouchong@csc.com.cn

分析师声明

本人, 周宽, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

色织布行业的领先企业

—联发股份 (002394) 新股定价报告

询价区间: 39-47

定价区间: 46-55

预测指标

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	1528	1673	1891	2234
净利润 (百万元)	161	177	200	237
每股收益 (元)	1.99	1.64	1.85	2.19
净利润增长率%	76.73%	10.0%	12.8%	18.3%

资料来源: 世纪证券研究所

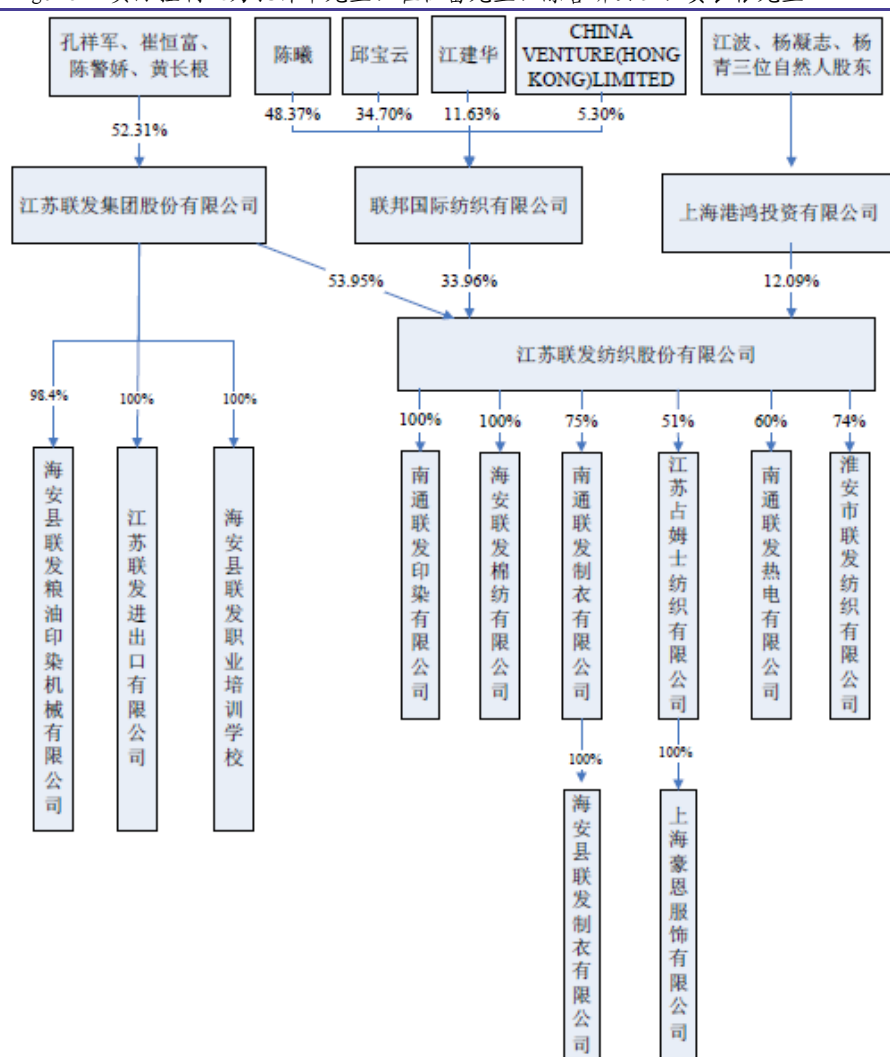
- 公司主营为色织布及衬衫, 色织布占收入及利润的 75%以上, 公司 70%以上产品出口欧美等国。具有年产 6,600 万米色织布、衬衫 600 万件的生产能力。据中国棉纺织行业协会统计, 公司 06-08 年连续三年主要经济指标列 “全国色织行业十强”。在 08 年全国色织行业主要经济效益指标排名中, 出口交货值排名第三。
- 竞争力表现在公司拥有全球一流的设备和领先的技术优势。公司 70%以上的关键生产设备从日本、意大利、德国、瑞士、香港等纺织技术发达的国家和地区引进, 在可比公司中, 公司设备的成新率最高。
- 公司未来发展方向, 一是扩大色织布及衬衫产能; 二是打造推广自己的衬衫品牌 “James&K”。募股项目将使色织布产能扩大到 7500 万米, 衬衫能力扩大到 1180 万件, 不过, 对于品牌扩张, 我们认为, 品牌推广在国内难度较大, 近几年来难以看到自有品牌衬衫对业绩的贡献。
- 盈利预测及估值。预计公司 10-12 年 EPS 分别为 1.64 元、1.85 元和 2.18 元。公司与鲁泰较为相似, 表现在产品均以色织布和衬衫为主, 发展也以建造自有品牌衬衫为未来方向, 目前鲁泰 A 的 10 年 PE 不到 20 倍, 不过, 综合考虑新上市中小板公司以及公司基本面情况, 我们认为给予联发股份公司 2011 年 25-30 倍市盈率较为合理, 公司合理估值区间为 46—55 元。考虑发行价比合理价值有一定幅度折价, 我们建议选取 15%的折价, 询价区间对应为 39-47 元, 对应 09 年摊薄后每股收益的市盈率区间为 27 倍-33 倍。
- 风险因素: 公司产品出口为主, 存在人民币升值的风险; 主要原料价格变动的风险; 订单流失的风险。

公司概况

公司是一家专业化生产销售色织布、服装、纺织品的外向型棉纺企业，是集纱线、染色、织造、整理、制衣于一体的大型企业，具有年产 6,600 万米色织布、衬衫 600 万件的生产能力。公司主要生产 40-160S 纯棉、莱卡、天丝、麻类等十大系列 1,500 多种色织布，近万个花色。据中国棉纺织行业协会统计，公司 06-08 年连续三年主要经济指标列“全国色织行业十强”。在 08 年全国色织行业主要经济效益指标排名中，出口交货值排名第三。

公司的控股股东为江苏联发集团股份有限公司，实际控制人为共同控制人孔祥军先生、崔恒富先生、陈警娇女士、黄长根先生。

Figure 1 实际控制人为孔祥军先生、崔恒富先生、陈警娇女士、黄长根先生



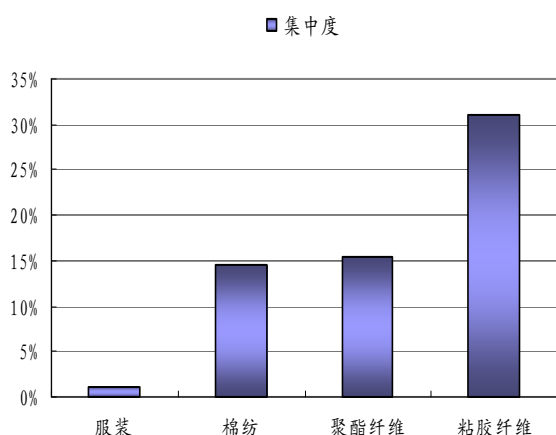
资料来源：招股书

公司所处行业背景

世界纺织服装业与经济发展保持同步的增长态势。纺织服装是人类生存最基本的需求之一，随着全世界人口数量的不断增长和人们对于高质量生活品味的追求，纺织服装也以数量和质量的不断提高来满足人们的需求，世界纺织服装业将与经济发展保持同步的增长态势。

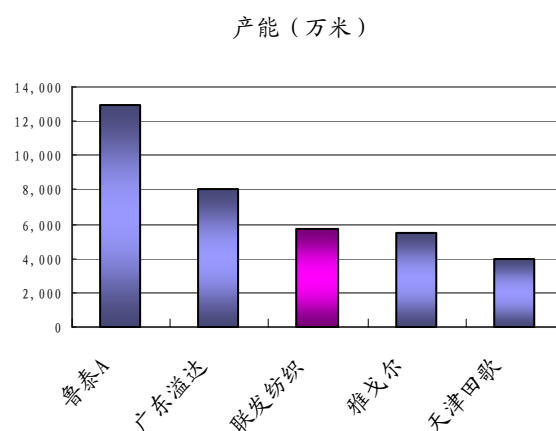
纺织产品结构性特点突出，色织布等高端产品供应不足。低档纺织品产能过剩、供大于求，而高档产品供应不足的趋势依然延续。发展中国家的纺织工业依靠其低廉的资源 and 劳动力优势，在低端纺织品市场形成了较强的竞争能力；美欧等发达国家凭借技术、品牌、高端市场消费能力等优势，占据纺织服装价值链的高端，具有突出的竞争优势。色织布属于较高档次的纺织品，目前，全球高档色织布产能约 7 亿米左右，我国高端色织布目前的年产量约在 2.8 亿米左右，我国的市场份额约为 40% 左右。我国色织布产能约为 28 亿米，约 90% 为中低端产能，其中还不包括家庭作坊式的产能。国内色织布产能最大的是鲁泰，联发纺织位于行业第三。

Figure 2 我国棉纺行业集中度低，进入壁垒低



资料来源：招股书

Figure 3 色织布行业排名



资料来源：招股书

我国是世界快速增长的服装消费市场，也是世界最大的服装生产国和出口国。纺织工业起源于英国，随后向美、欧转移，二十世纪五、六十年代日本成为当时主要的纺织品生产国，七十年代纺织重心转移到韩国、新加坡等东南亚国家。从上世纪八十年代开始，由于劳动力成本低、供应充足、上下游发展均衡等原因，我国以及东南亚等国家的纺织工业开始迅速发展。特别是进入二十世纪九十年代以后，欧美等发达国家由于产业结构调整、劳动力成本负荷不断加大等原因，已经基本停止大规模

模的棉纺工业生产，进一步促进了我国及东南亚地区纺织工业的发展。2008 年，我国纺织品服装出口 1,851.55 亿美元，同比增加 8.17%；棉及棉织品出口 106.92 亿美元，同比增长 14.24%；纯棉色织布出口 22.1 亿美元，同比增长 13.69%。（数据来源：第一纺织网）。

我国企业两极分化现象日益加剧。2007 年以来，在出口退税率下调、人民币持续升值、金融货币政策趋紧的大背景下，许多中小企业生存遇到了很大困难，大量的中小企业原有的市场份额正在被少数强势企业所挤占。据中国纺织工业协会对规模以上企业统计，纺织企业两极分化的趋势正在加剧。2008 年 1-11 月，占规模以上企业户数 6.88%的 3,251 户纺织骨干企业累计实现利润总额 403.33 亿元，同比增长 53.6%，占全行业利润的 38.7%，平均利润率达到 15.4%，比 2007 年同期提高了 2.5 个百分点，高于行业平均水平 11.95 个百分点。

目前国内消费主体正由中低档向中高档转变。消费者的消费心理逐渐成熟，购买取向呈现三个重大趋向：消费主体正由中低档向中高档转变，中高档需求所占的份额逐渐增大，而低档需求正在减少；对服装时尚的追求越来越强烈，对产品的款式、质量和知名度有较高要求；服装消费紧跟国际流行时尚，购买力流向名优品牌。

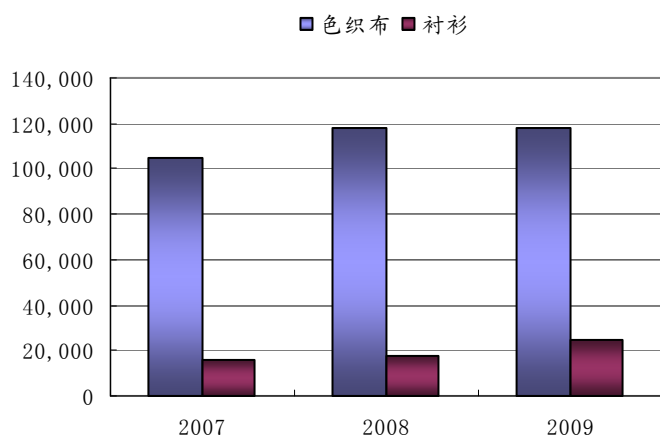
公司主营业务分析

色织布及衬衫是公司收入和利润的主要来源，色织布的收入和毛利占比维持在 75%以上。公司实现了从纺纱、织布到制衣出口一条龙生产，具有高度的纵向一体化公司。公司产品结构及工序是：先购进棉花，经纺纱工序根据需要生产出纯棉纱，一部分市场附加值高的品种，如精梳 40S 等，推向市场，占据一定的市场份额；另一部分，由公司加工成各种中高档色织面料。色织面料大部分出口，一部分经缝纫工序加工成衬衫、服装、家用纺织品等。衬衣绝大部分出口。外销色织布料主要采用“接受订单”方式将产品出售到国际市场。公司外销衬衫采用“贴牌”方式，国外品牌商提供产品设计、图纸等产品方案，公司根据品牌商订单生产，最终由品牌商销售。

07-09 年，公司营业收入由 12.22 亿元增长至 15.29 亿元，年均复合增长 11.85%；净利润由 1.14 亿元增长至 1.61 亿元，年均复合增长

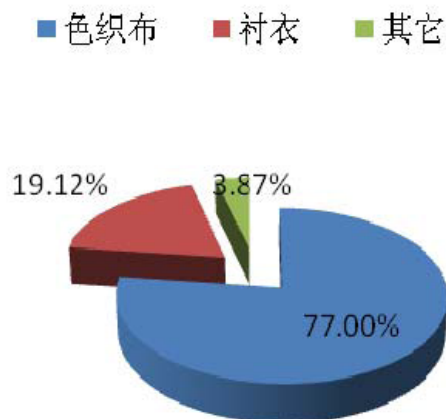
18.65%；综合毛利由 226 亿元增长至 348 亿元，毛利率由 18.50%增长至 22.78%。净利润增速高于收入增速表明公司盈利能力稳步提升。盈利能力的改善主要是因为生产效率提高、原料价格趋降、出口退税率上调，以及 09 年人民币汇率波动较小。

Figure 4 主营收入构成——色织布占 75%以上



资料来源：招股书

Figure 5 2009 年利润构成



资料来源：招股书

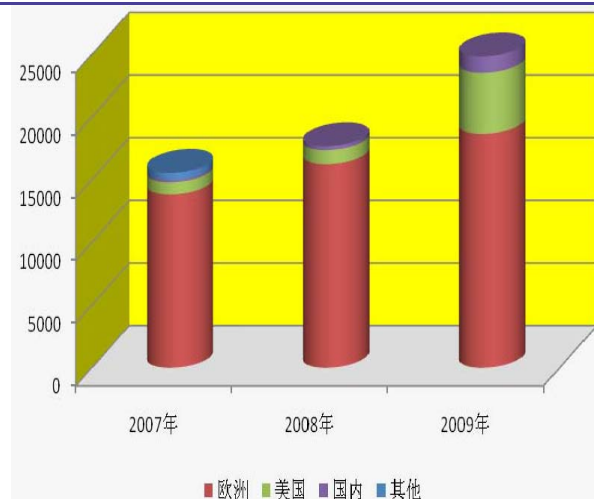
目前公司产品主要出口，比例在 70%以上，出口地主要为欧洲。出口销售收入占公司总收入的比例约在 70%以上。出口收入中大部分销往欧美地区。公司实行“以客户为中心、有效利用国内国际两个资源”和“小批量、多品种、高质量、快交期”的销售方针，积极拓展国际市场。产品销往全国 20 多个省市，出口日本、美国、英国和意大利等 36 个国家和地区。过去三年，受益于国内消费需求的逐渐释放，公司外销收入占比逐年小幅走低。

Figure 6 色织布销售区域



资料来源：招股书

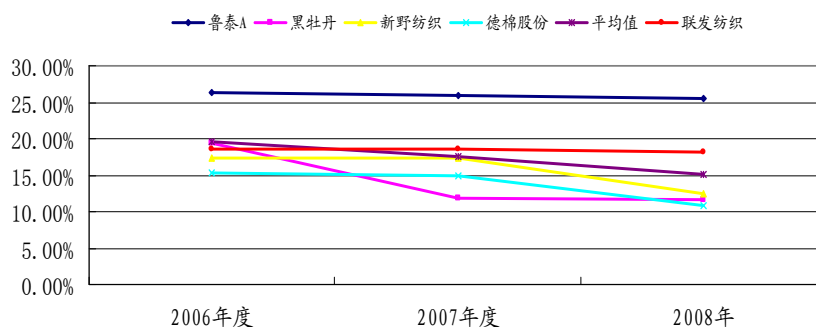
Figure 7 衬衫销售区域



资料来源：招股书

与同类上市公司相比，公司的毛利率处于较高水平，反映出公司在产品档次、成本控制方面有较强的优势。07-09 年，公司毛利率处于行业较好水平，且基本保持稳定。08 年，公司毛利率为 18.19%，仅次于鲁泰 A，高于可比公司 15.13% 的均值。毛利率较高的原因在于：产品附加值高、议价能力强、产业链优势有效消化成本等。随着投产项目的逐步建成，预计公司的产能将大幅提升，规模经济将进一步提升公司的议价能力和盈利水平。

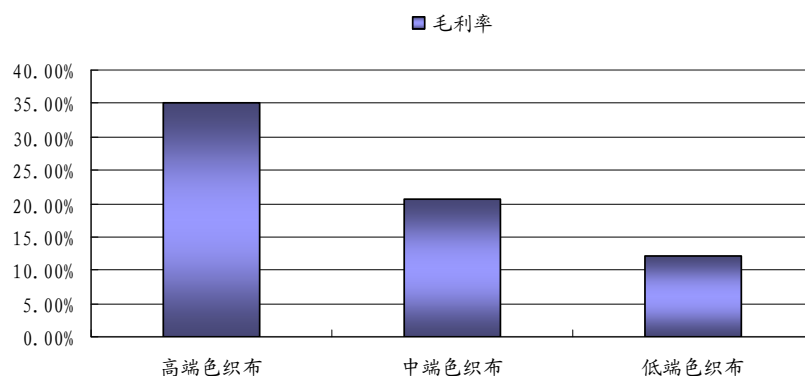
Figure 8 毛利率对比



资料来源：招股书、世纪证券

作为全国出口前三的色织布企业，公司的主要产品是中高档色织面料。高、中、低档占色织布产品的比重分别为 17%、78% 和 5%。不同档次的色织布毛利率相差较大，高端色织布毛利率达到 35%，也是未来公司主要的发展方向。

Figure 9 不同品质的色织布毛利率相差较大

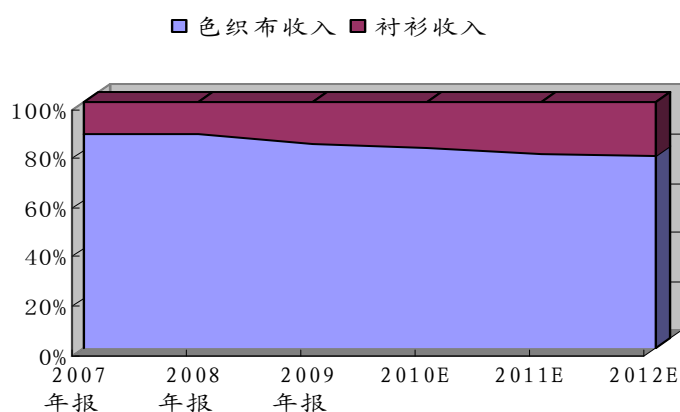


资料来源：招股书、世纪证券

衬衫未来收入和利润占比将不断提高。2007 年公司通过整合产业链，逐步加大对衬衫生产的投入，2009 年度衬衫业务强劲增长 40.57%，增长速度高于色织布增长速度，有效地拉动了公司整体收入的增长。随

着公司对产业链的进一步整合，高毛利率的衬衫业务有望成为公司增长点。公司在维护与现有国外经销商良好合作关系的基础上，已开始自主建立销售网络，通过两种方式：一是与大型百货连锁企业结成战略联盟，直接向百货公司供货，目前，公司正与英国最大的百货企业英国玛莎百货公司 (Marks & Spenser) 开始合作，通过了对方的人权技术认证，开始了批量供货；二是正与美国客商进行洽谈，计划联合成立销售公司，不仅为公司的产品提供销售服务，还可代理其他企业的产品，掌控销售终端市场。不过，与纺织生产不同，建立自己的渠道是个漫长的过程，也不定会有效果，因此，对于自有渠道的衬衫销售，我们并没有在预测中考虑。公司衬衫翻倍的扩产，主要还是用于贴牌加工。

Figure 10 色织布及衬衫的收入占比

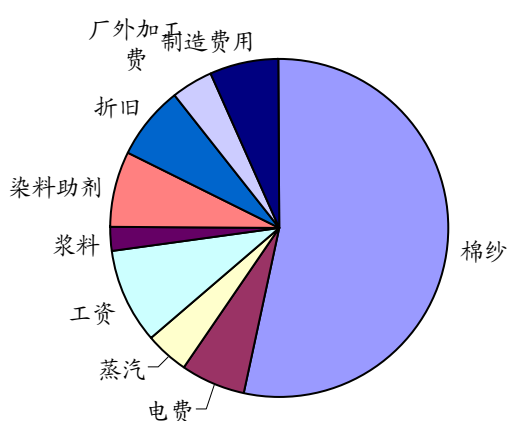


资料来源：世纪证券

成本结构分析

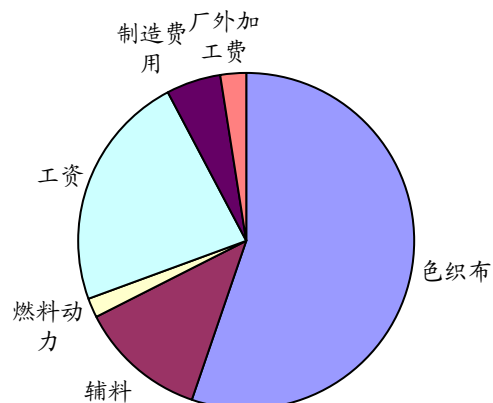
原料成本主要为棉纱，约占色织布成本的 55% 左右。棉纱价格主要受棉花市场价格波动影响，棉花价格一方面受当地气候、消费需求、产业政策、棉花储备情况、人民币对美元的汇率变动等诸多因素影响；另一方面进口棉花价格受国家进口关税配额管理的影响。为此，公司不断加强与主要棉纱供应商的联系，与主要供应商建立长期稳定的供应关系，并促使供应商不断提高棉纱质量、降低棉纱供应价格；同时，公司进一步提高全资子公司海安联发棉纺有限公司的产能和产品档次，逐步增加棉纱的自给率，控制原料风险。

Figure 11 色织布成本构成



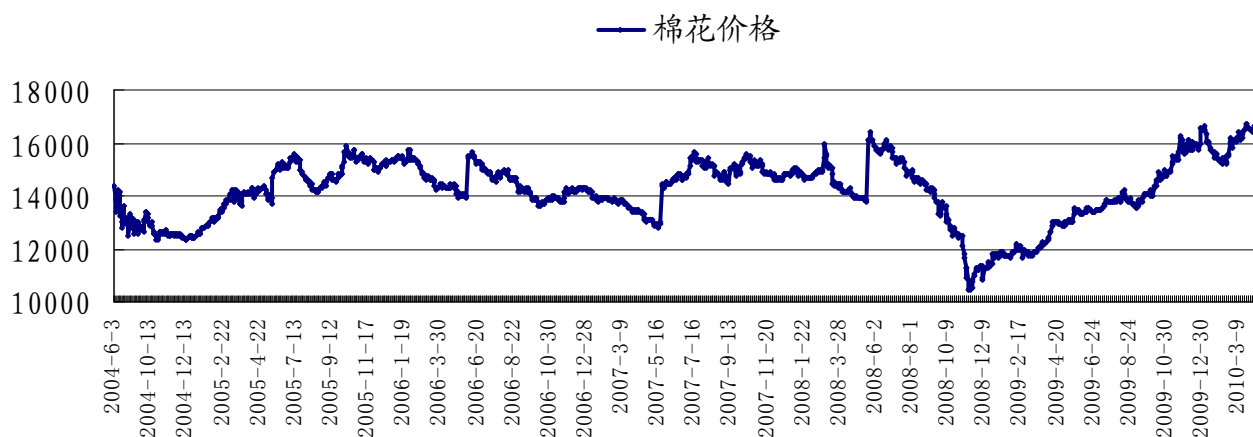
资料来源：招股书

Figure 12 衬衫成本构成



资料来源：招股书

Figure 13 棉花价格走势

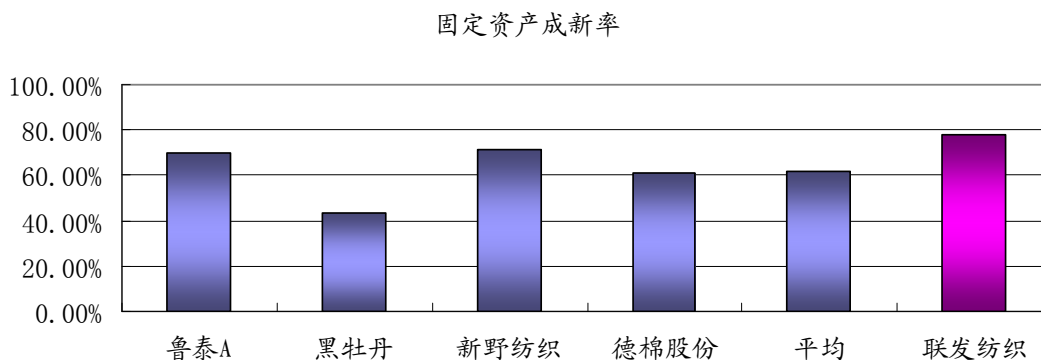


资料来源：WIND

公司竞争力分析

生产设备先进，技术优势明显。公司始终坚持高起点、高质量、面向高端市场的原则，主要设备都是同行业内使用的先进设备，其中 70% 以上的关键生产设备从日本、意大利、德国、瑞士、香港等纺织技术发达的国家和地区引进，在国内同行业中处于领先地位。

Figure 14 设备成新率对比



资料来源：招股书、世纪证券

规模优势。2008 年国内色织布产能约 28 亿米左右，发行人 2008 年的色织布年生产能力约为 5,700 万米，占全国的比重在 2.04% 左右。国内 2008 年度出口纯棉色织布约 11.56 亿米，公司出口约 0.62 亿米，占出口总量的 5.4% 左右；2009 年度出口纯棉色织布约 10.06 亿米，公司出口约 0.69 亿米，占出口总量的 6.86% 左右。（资料来源：中国棉纺织网、第一纺织网）

较强的盈利能力。联发股份与同行业四家上市公司（鲁泰 A、黑牡丹、新野纺织）相比，尽管公司人均资产略低于行业水平，但人均销售收入、人均利润和人均出口交货值均显著高于行业水平，表明公司强劲的盈利能力和良好的竞争优势。

Figure 15 主营业务收入、出口交货值

排名	企业名称	排名	企业名称
1	鲁泰集团	1	鲁泰集团
2	临清三和纺织集团有限公司	2	临清三和纺织集团有限公司
3	宁波雅戈尔日中纺织印染有限公司	3	江苏联发纺织股份有限公司
4	江苏联发纺织股份有限公司	4	宁波雅戈尔日中纺织印染有限公司
5	淄博兰雁集团有限责任公司	5	淄博兰雁集团有限责任公司
6	绍兴周针针织科技有限公司	6	张家港市金陵纺织有限公司
7	张家港市金陵纺织有限公司	7	浙江袁盛牛仔服饰织造有限公司
8	山东兰骏集团	8	天津田歌纺织有限公司
9	黑牡丹（集团）股份有限公司	9	黑牡丹（集团）股份有限公司
10	东莞市科纺纺织有限公司	10	德州元济纺织有限公司

资料来源：招股书

根据中国棉纺织行业协会统计，公司在 2008 年全国色织行业主要经济效益指标排名中，出口交货值排名第三、主营业务收入排名第四、社会贡献率排名第四、人均利税排名第五。

Figure 16 人均利税、社会贡献率

排名	企业名称	排名	企业名称
1	海宁八方布业有限公司	1	江苏顺远纺织科技有限公司
2	东莞市科纺纺织有限公司	2	临清三和纺织集团有限公司
3	绍兴国周针织科技有限公司	3	绍兴国周针织科技有限公司
4	浙江袁盛牛仔服饰织造有限公司	4	江苏联发纺织股份有限公司
5	江苏联发纺织股份有限公司	5	张家港市金陵纺织有限公司
6	鲁泰集团	6	福建省三明纺织有限公司
7	德州元济纺织有限公司	7	河北新大东纺织印染有限公司
8	临清三和纺织集团有限公司	8	宁波雅戈尔日中纺织印染有限公司
9	江苏顺远纺织科技有限公司	9	海宁八方布业有限公司
10	宁波雅戈尔日中纺织印染有限公司	10	浙江袁盛牛仔服饰织造有限公司

资料来源：招股书

由于尚未进入资本市场，在企业规模、资产状况等方面，尚有一些不可比因素，但在装备、工艺、用工、管理、技术创新能力、产品结构、盈利水平等方面具有自己独有的优势和特点，大部分指标超过上市公司平均水平。

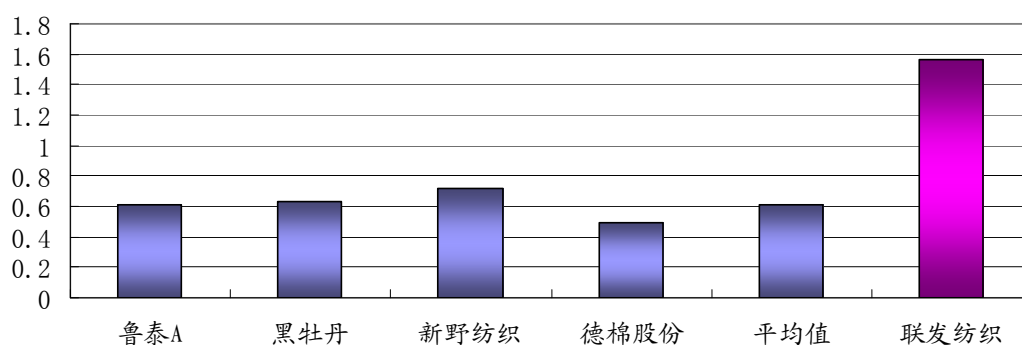
Figure 17 公司与纺织类上市公司 2009 年度主要指标比较情况表

财务指标	联发纺织	鲁泰A	黑牡丹	德棉股份	新野纺织
总股本（万股）	8,090	99486	79552	17600	28125
每股收益（元）	1.45	0.57	0.46	-0.62	0.11
每股净资产（元）	4.75	3.94	4.46	1.79	3.87
毛利率（%）	22.7	30.6	25.2	1.8	8.8
经营地域	江苏	山东	江苏	山东	河南

资料来源：招股书、世纪证券

公司总资产周转率明显高于同行业上市公司平均水平。主要原因：一是由于公司良好的管理效率，流动资产周转速度较快；二是由于固定资产成新率较高，利用率较高，生产效率良好，获取收入的能力较强。

Figure 18 总资产周转率



资料来源：世纪证券

募集资金投向分析

Figure 19 募投项目 (万元)

序号	项目名称	项目总投资 (万元)	建设投资 (万元)	流动资金 (万元)	建设期 (月)	回收期 (年)
1	高档织物面料织染及后整理加工技术改造项目	37,423	36,002	1,421	14	4.64
2	高档特种天然纤维纱线生产线技术改造项目	22,946	20,599	2,347	14	5.71
3	高档衬衫吊挂流水生产线技术改造项目	8,195	7,131	1,064	15	5.13
4	江苏省色织纺织品研究开发中心建设项目	5,000	4,324	676	24	
	合计	73,564	68,056	5,508		

资料来源：招股书

项目一：高档特种天然纤维纱线生产线技术改造项目。该项目拟引进国际先进的纱线染色设备、喷气织机和液氨整理机等进口设备 379 台套，购置国产倒筒机、脱水机等国产设备 39 台套，配套公司现有设施，生产高档纯棉色织面料、差别化纤维与竹纤维混纺高档功能性面料和天然棉混纺高档精梳缎条等产品。项目的全部测算期为 14 个月，投资利润率为 28.71%，税后投资回收期为 4.64 年。预计达产后，可形成年产高档织物面料 2,524 万米。

项目二：高档特种天然纤维纱线生产线技术改造项目。该项目拟引进国际先进的紧密纺纱机、检测仪器等进口设备 84 台套，购置粗纱机、梳棉机等国产设备 118 台套。生产 50S 纯彩棉精梳紧密纺筒纱、麻棉混纺精梳紧密纺筒纱和 Coolbst/Bamboo 65/35 40S 差别化纤维与竹纤维混纺紧密纺筒纱等产品。项目的建设期为 14 个月，投资利润率为 43.60%，税后投资回收期为 5.71 年。预计项目达产后，将形成年产高档天然纤维纱线 4,053 吨。

项目三：高档衬衫吊挂流水生产线技术改造项目。该项目拟引进国外先进的计算机集成体系和粘合机、高度自动化的整烫机、吊挂传输系统等装备，建设高档衬衫吊挂流水生产线。项目的建设期为 15 个月，投资利润率为 26.57%，税后投资回收期为 5.13 年。预计项目达产后，将形成年产 800 万件高档衬衫的生产能力。

项目四：江苏省色织纺织研究开发中心建设项目。该项目拟与东华大学在技术设备和人员等方面紧密合作，建造综合办公楼及购买关键仪器和设备，包括建设一个中试车间和六个与主营业务相关的实验室。项目建成后，将通过技术转让、成果转让、技术咨询服务、工程研究和成果产业化等方式为企业和社会提供各类服务。预计每年可获得直接经济收入 3000 万元，间接经济收入 4000 万元。

Figure 20 产能的变化

	募集资金实施前	2009 年度	募集资金实施后
棉纱 (吨)	4,000	6,440	8,000
色织布 (万米)	5,000	6,600	7,500
服装 (万件)	380	600	1,180

资料来源：招股书

盈利预测

盈利预测假设如下：

- 1、色织布及衬衫销量及单价假设条件如下表。
- 2、毛利率保持在 22% 左右。
- 3、所得税率为 25%。

Figure 21 销量及单价假设

色织布	销量 (万米)	7402	8828	9846	10500	11500	12500
	单价 (元/米)	14.12	13.40	11.96	13.00	13.00	14.00
	收入 (百万元)	1045	1183	1178	1365	1495	1750
衬衫	销量 (万件)	360	411	552.7	700	900	1100
	单价 (元/件)	43.33	43.07	44.87	44	44	44
	收入 (百万元)	156	177	248	308	396	484

资料来源：世纪证券

Figure 22 盈利预测 (百万元)

	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1222	1422	1529	1673	1891	2234
营业成本	996	1164	1181	1288	1456	1720
营业税金及附加	3	4	5	5	5	5
销售费用	37	49	55	61	69	81
管理费用	30	50	45	49	55	65
财务费用	26	36	24	16	18	20
营业利润	129	120	219	254	288	343
加：营业外收入	4	6	10	10	10	10

利润总额	133	125	229	264	298	353
减：所得税	14	27	49	66	75	88
净利润	119	98	180	198	224	264
减：少数股东损益	4	7	19	21	24	28
归属于母公司所有者的净利润	114	91	161	177	200	237
每股收益：（元）	1.06	0.85	1.49	1.64	1.85	2.19
总股本(万股)	10790	10790	10790	10790	10790	10790

资料来源：世纪证券

公司与鲁泰较为相似，表现在产品均以色织布和衬衫为主，发展也以建造自有品牌衬衫为未来方向，目前鲁泰A的10年PE不到20倍，不过，综合考虑新上市中小板公司以及公司基本面情况，我们认为给予联发股份公司2011 年25-30 倍市盈率较为合理，公司合理估值区间为46—55 元。考虑发行价比合理价值有一定幅度折价，我们建议选取15%的折价，询价区间对应为39-47元，对应09 年摊薄后每股收益的市盈率区间为27 倍-33倍。

风险因素分析

人民币升值的风险。公司作为一家棉纺织品外向型企业，2007 年、2008 年、2009 年外销收入占营业收入的比例分别达到 77.40%、73.36%、72.02%，人民币升值直接影响公司产品的竞争力，可能降低公司的盈利能力。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.