



## 产品提价和结构调整再次提升毛利率

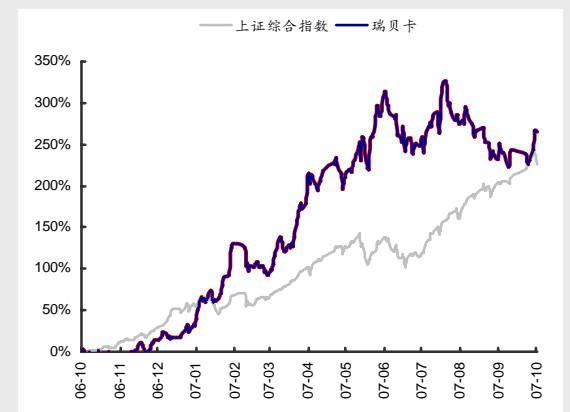
- 公司 07 年前三季度主营收入和净利润同比分别增加了 11.88% 和 72.41%，其中第三季度主营收入和净利润同比分别增加了 15.94% 和 99.96%。公司 07 年盈利的同比大幅上升主要来自于产品提价带来的毛利率上升和期间费用的有效控制。
- 三季报显示，由于产品一次性提价效应的充分显现和高附加值产品比重的提高，公司第三季度主营毛利率由中期的 26.09% 进一步提高到 30.97%，这也是公司第三季度盈利远高于前两个季度的主要原因，也验证了我们在公司中报简评中的判断。
- 季报显示，机构持仓依然十分坚定，前十大非限售流通股股东持股总数占公司非限售流通股总数的 35%。
- 根据最新获得的信息，公司化纤发原料项目也在积极推进之中，未来可能在公司本部和东北同时进行部分原料的生产，顺利的话预计 08 年一季度公司首批自主研发的化纤发原料能够部分投产。
- 公司“国内营销网络建设项目”正在积极推进之中，我们一直认为国内品牌零售业务的开展和对业绩的贡献将呈现一个逐步释放的过程，但其对公司的战略意义重大，将带领公司逐步摆脱生产加工型企业的经营模式，真正成长为一家以品牌和渠道体现价值并实现盈利持续增长的时尚消费品龙头企业。
- 在对公司国内市场销售采取了更谨慎的估计后，我们预计公司 07、08 和 09 年的每股收益分别为 0.78 元、1.11 元和 1.59 元，维持“买入”评级。
- 公司主要的投资风险是国内品牌零售市场拓展过程中存在的时间和效益发挥不确定性。

**施红梅** 纺织服装及奢侈品行业资深分析师  
8621 - 63325888 × 6076  
[shihongmei@orientsec.com.cn](mailto:shihongmei@orientsec.com.cn)

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价 (2007 年 10 月 18 日)	40.67 元
目标价格 (6 个月)	47 元
总股本/A 股 (万股)	23711/9150
A 股市值 (百万元)	3721.30
国家/地区	中国
行业	其他纺织业
报告日期	2007 年 10 月 19 日

### 股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	3.96	1.80	190.29
相对表现 (%)	-3.41	-46.42	-35.66

### 财务预测

	2006A	2007E	2008E	2009E
主营收入 (百万)	1183	1419	1775	2223
主营利润 (百万)	234	349	506	736
净利润 (百万)	101	186	264	377
每股收益 (元)	0.53	0.78	1.11	1.59
市盈率(X)	76.74	52.14	36.64	25.58

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

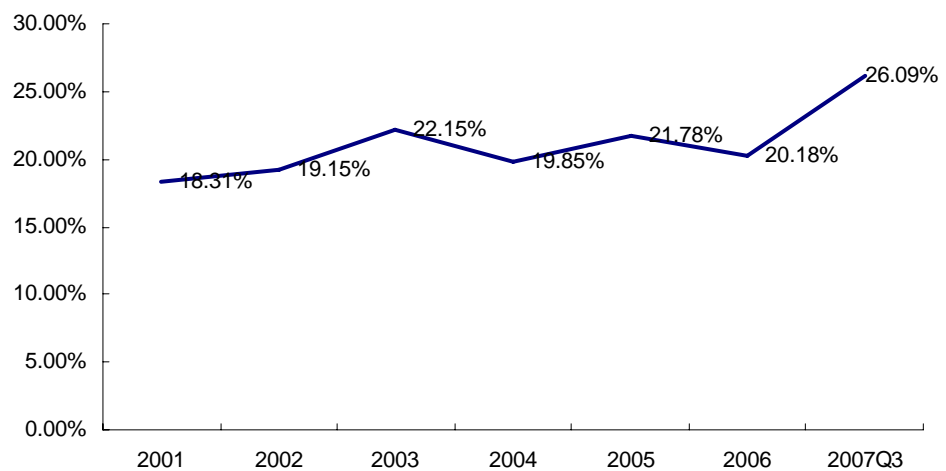
### 相关研究报告

- 《产品提价推升业绩 下半年影响更显著》2007 年 7 月 19 日
- 《高速增长时尚消费品龙头》2007 年 5 月 30 日
- 《出口依然保持高速增长》2006 年 10 月 19 日
- 《继续看好公司长期发展前景》2006 年 7 月 25 日
- 《概念独特的行业龙头》2006 年 2 月 20 日

## 三季度主营毛利率显著上升

公司是全球发制品行业的龙头企业，主导产品在国际市场具有很强的议价能力。目前在可批量生产的产品领域，全球基本没有综合竞争力可与公司抗衡的企业。公司近年来在人民币持续升值、生产成本不断提高的情况下，主营毛利率始终保持上升态势充分体现了公司在行业内的超强竞争力。特别是今年二季度主导产品的一次性提价和产品结构的优化调整使得公司三季度主营毛利率显著上升。中报显示，公司 07 年上半年主营毛利率为 23.51%，季报显示公司第三季度毛利率快速上升至 30.97%，这也是公司第三季度盈利明显好于前两个季度的主要原因。

图 1：2001 年以来公司主营毛利率的变化情况



资料来源：公司历年定期报告

## 盈利预测和投资建议

三季报显示，以易方达为主的机构对公司的持股依然十分坚定，前十大非限售流通股股东持股总数占公司非限售流通股总数的 35%，反映了机构对公司长期发展的肯定。

我们依然看好公司的长期发展前景，认为在出口市场的持续快速增长、高毛利率的国内市场全面铺开、原料的自主生产和全球人发资源控制等因素推动之下，公司的行业龙头地位将获得进一步巩固，公司获取盈利的能力将得到大大提升。而 08 年起所得税率的统一又将进一步推动公司盈利的增长。

根据对公司基本面的跟踪调研，我们对公司国内市场销售采取了更谨慎的预计，估计公司 08 年和 09 年国内市场的销售收入分别为 7200 万元和 18000 万元。我们预计公司 07、08 和 09 年的每股收益分别为 0.78 元、1.11 元和 1.59 元。我们认为该盈利预测已经大部分反映了公司内销市场拓展过程中面临的挑战和曲折。公司目前股价对应 08 年和 09 年的动态市盈率分别为 37 倍和 25 倍左右，未能充分反映公司未来的高成长性，目前维持“买入”评级。

我们认为人民币升值和生产成本上升均不是影响公司未来盈利和投资价值的最关键因素——据悉未来公司出口产品仍存在 20%左右的提价空间，而生产成本上升可以通过工业化比重的提高和产品附加值的提升化解。公司最大的投资风险主要是国内品牌零售市场拓展过程中存在的时间和效益发挥不确定性，对此我们将保持密切跟踪。

表 1: 公司盈利预测表 (单位: 万元)

	06 年	07 年	08 年	09 年
主营收入	118256	141907	177489	222346
主营成本	94388	106430	126156	147860
主营毛利	23868	35477	51332	74487
主营税金	491	568	710	889
主营利润	23377	34909	50622	73597
其他业务利润	41	40	40	40
营业费用	1294	1500	4952	8446
管理费用	4020	4000	7857	12337
财务费用	3734	2900	3000	3000
营业利润	14368	26549	34853	49854
投资收益	294	300	300	300
营业外净收入	-37	-30	-30	-30
补贴收入	86	80	80	80
利润总额	14710	26899	35203	50204
所得税	4620	8339	8801	12551
少数股东权益	0	0	0	0
净利润	10088	18560	26402	37653
每股收益 (元)	0.53	0.78	1.11	1.59

资料来源: 东方证券研究所

## 投资评级说明

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 公司投资评级的量化标准

买入: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

增持: 相对强于市场基准指数收益率5% ~ 15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

- 行业投资评级的量化标准

看好: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动;

看淡: 相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

**重要事项:** 本报告版权归东方证券研究所所有。未获得东方证券研究所书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于东方证券研究所及其研究员认为可信的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证, 也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。东方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, 敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

## 东方证券研究所

地址: 上海市中山南路 318 号新源广场 2 号楼 26 楼

电话: 021-63325888\*6054

网址: [www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

联系人: 寿岚

传真: 021-63326786

shoulan@orientsec.com.cn