

09 年一季度出口形势有所好转

- 公司昨日公告大股东近日减持 1250 万股，占公司总股本的 2.64%，平均减持价格为 10.60 元，减持后大股东仍持有股份公司 39.05% 的股本。受此影响，公司昨日股价出现较大跌幅，我们对公司的最新情况进行了跟踪。
- 我们判断公司大股东本次减持股份所得资金主要是用于多元化投资的急需，后续不排除资金情况改善后的增持，短期再减持的可能性较小，从中长期看大股东也不会放弃对公司的控股权。
- 公司昨日董事会公告拟发行不超过 5 亿元的公司债，债券期限不少于 6 年。根据我们的了解，本次公司债年利率估计在 3% 左右，募集资金主要用于公司总部后续 4 条 PVC 化纤发丝生产线建设、收购抚顺化纤发原料公司（偿还前期银行贷款）、非洲大辫生产线、总部化纤发和女装假发扩产项目。
- 公司 09 年开局经营情况尚好，出口形势环比 08 年第四季度有所好转，主要是对北美出口有所恢复，从品种看主导产品工艺发条的订单有所上升，公司产品对非洲出口依然保持强劲增长。我们预计公司 09 年一季度盈利有望与去年同期基本持平。
- 据悉，公司许昌总部的化纤发丝生产线项目目前进展顺利，已经有一条生产线进入正常生产，产品完全可以替代进口，我们粗略估计公司自产原料与原先进口日本原料相比可节约 2 万元/吨左右的生产成本。目前在产的第一条生产线年设计产能为 1000 吨，另外第二条年产 1000 吨的生产线近期也将投产，因此我们预计 09 年公司自产 PVC 化纤发丝的产量有望超过 1000 吨。另外公司 09 年还规划 4 条 PVC 化纤发丝生产线的建设（近期将开始土建，预计 09 年底基本完成）。
- 我们对公司维持此前的看法，短期看受国外经济危机的影响，公司出口面临一定压力，09 年公司的增长主要来自于化纤发原料的量产和对非洲出口的增长。未来随着外围经济的企稳和复苏，公司出口有望逐步好转，但公司要维持前些年的高速增长和真正的估值提升还有赖于国内品牌零售业务的放量。
- 我们维持对公司 2008——2010 年每股收益 0.48 元、0.58 元和 0.73 元的预测。我们认为大股东的此次减持对公司二级市场股价会有一定冲击，但不会从根本上改变公司的价值，基于公司在子行业内的中长期竞争力，目前维持“增持”评级。但短期可能缺乏上涨的催化剂。
- 公司的投资风险在于出口形势的可能反复。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

纺织服装行业资深分析师

8621-63325888 × 6076

shihongmei@orientsec.com.cn

投资评级 **买入 增持 中性 减持 (维持)**

股价 (2009 年 2 月 17 日) 10.65 元

目标价格 (6 个月) 12 元

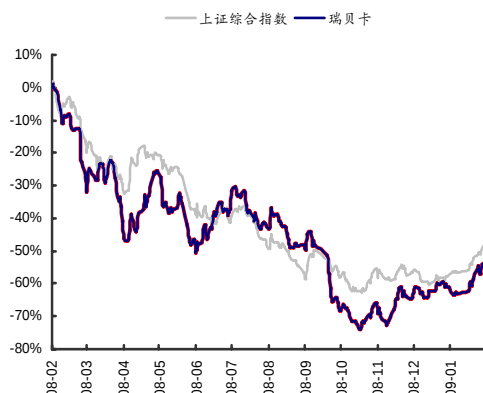
总股本/A 股 (万股) 47423/47423

国家/地区 中国

行业 其他制造业

报告日期 2009 年 2 月 18 日

股价表现



财务预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入 (百万)	1360	1402	1482	1778
营业利润 (百万)	261	270	323	410
净利润 (百万)	191	228	274	348
EBITDA (百万)	309	326	376	467
每股收益 (元)	0.40	0.48	0.58	0.73
每股经营现金流 (元)	0.08	0.31	0.55	0.45
市盈率(X)	26.42	22.12	18.41	14.51
EV/EBITDA(X)	17	16	14	11

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《全球消费需求放缓压力开始显现》	2008.10.29
《非一般出口企业》	2008.8.19
《出口不惧次贷影响 产品提价仍在进行》	2008.5.20
《相对垄断和自我创新奠定高成长基础》	2008.1.4

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					单位:百万元					利润表					单位:百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	1225	1509	1691	1928	营业收入	1360	1402	1482	1778	营业成本	1003	1023	1052	1246	营业收入	1360	1402	1482	1778
现金	461	582	679	703	营业税金及附加	8	6	6	7	营业费用	19	34	36	43	营业利润	261	270	323	410
应收账款	173	179	190	228	管理费用	40	32	34	41	财务费用	32	42	37	39	营业外收入	3	2	0	0
其它应收款	10	10	10	12	资产减值损失	1	0	0	0	投资净收益	4	5	6	7	营业外支出	0	3	0	0
预付账款	95	72	74	87	公允价值变动收益	0	0	0	0	净利润	191	228	274	348	利润总额	263	269	323	410
存货	486	665	737	897	营业利润	261	270	323	410	所得税	72	40	48	61	归属于母公司净利润	191	228	274	348
其他	0	2	2	1	营业外收入	3	2	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	EBITDA	309	326	376	467
非流动资产	293	394	461	507	营业外支出	0	3	0	0	EPS (元)	0.40	0.48	0.58	0.73	主要财务比率				
长期投资	21	27	32	39	利润总额	263	269	323	410	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	成长能力				
固定资产	183	255	289	309	归属于母公司净利润	191	228	274	348	营业收入	14.7%	3.1%	5.7%	20.0%	营业收入	14.7%	3.1%	5.7%	20.0%
无形资产	73	93	118	145	EBITDA	309	326	376	467	营业利润	78.1%	3.3%	19.7%	26.9%	营业利润	78.1%	3.3%	19.7%	26.9%
其他	16	20	22	15	EPS (元)	0.40	0.48	0.58	0.73	归属于母公司净利润	86.5%	19.5%	20.1%	26.9%	归属于母公司净利润	86.5%	19.5%	20.1%	26.9%
资产总计	1518	1903	2152	2436	主要财务比率					获利能力					毛利率	26.2%	27.0%	29.0%	29.9%
流动负债	279	496	517	548	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	净利率	14.1%	16.3%	18.5%	19.6%	净利率	14.1%	16.3%	18.5%	19.6%
短期借款	91	300	300	300	成长能力					ROE	17.8%	17.8%	18.2%	19.8%	ROE	17.8%	17.8%	18.2%	19.8%
应付账款	51	55	51	63	营业收入	14.7%	3.1%	5.7%	20.0%	偿债能力					资产负债率	29.1%	32.7%	29.9%	27.7%
其他	137	141	166	185	营业利润	78.1%	3.3%	19.7%	26.9%	净负债比率					净负债比率				
非流动负债	163	126	127	127	归属于母公司净利润	86.5%	19.5%	20.1%	26.9%	流动比率	4.39	3.04	3.27	3.52	流动比率	4.39	3.04	3.27	3.52
长期借款	150	115	115	115	获利能力					速动比率	2.65	1.70	1.85	1.88	速动比率	2.65	1.70	1.85	1.88
其他	13	11	12	12	毛利率	26.2%	27.0%	29.0%	29.9%	营运能力					总资产周转率	0.96	0.82	0.73	0.78
负债合计	442	622	644	674	净利率	14.1%	16.3%	18.5%	19.6%	总资产周转率	0.96	0.82	0.73	0.78	应收账款周转率	9	8	8	8
少数股东权益	0	0	0	0	ROE	17.8%	17.8%	18.2%	19.8%	应收账款周转率	9	8	8	8	应付账款周转率	26.89	19.23	19.93	21.96
股本	237	474	474	474	偿债能力					每股指标 (元)					每股收益	0.40	0.48	0.58	0.73
资本公积	420	183	183	183	资产负债率	29.1%	32.7%	29.9%	27.7%	每股经营现金流	0.08	0.31	0.55	0.45	每股经营现金流	0.08	0.31	0.55	0.45
留存收益	420	625	852	1105	净负债比率					每股净资产	2.27	2.70	3.18	3.71	每股净资产	2.27	2.70	3.18	3.71
归属母公司股东权益合计	1076	1281	1508	1761	流动比率	4.39	3.04	3.27	3.52	估值比率					P/E	26.42	22.12	18.41	14.51
负债和股东权益	1518	1903	2152	2436	速动比率	2.65	1.70	1.85	1.88	P/B	4.69	3.94	3.35	2.87	P/B	4.69	3.94	3.35	2.87
现金流量表					营运能力					EV/EBITDA	16	15	13	10	EV/EBITDA	16	15	13	10
经营活动现金流	39	147	260	216	总资产周转率	0.96	0.82	0.73	0.78										
净利润	191	228	274	348	应收账款周转率	9	8	8	8										
折旧摊销	16	13	17	19	应付账款周转率	26.89	19.23	19.93	21.96										
财务费用	32	42	37	39															
投资损失	-4	-5	-6	-7															
营运资金变动	-174	-129	-63	-184															
其它	-21	-3	1	1															
投资活动现金流	-26	-113	-79	-59															
资本支出	26	90	50	28															
长期投资	0	5	6	7															
其他	0	-18	-23	-24															
筹资活动现金流	-61	86	-83	-133															
短期借款	-160	209	0	0															
长期借款	115	-35	0	0															
普通股增加	47	237	0	0															
资本公积增加	-47	-237	0	0															
其他	-15	-88	-83	-133															
现金净增加额	-47	121	98	24															

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

施红梅：纺织服装行资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

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。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn