

技术领先, 未来行业增长受益者

报告要点

■ 精纺呢绒产业正在由发达国家向我国转移

精纺呢绒行业属于技术壁垒较高的纺织子行业, 我国主要竞争对手为欧洲及日韩, 经过多年积累我国部分优秀企业技术水平与其相当, 劳动力成本优势决定未来该产业向国内转移的趋势仍将继续。

■ 山东如意在国内具有较大优势

国内主要生产企业中, 山东如意工艺技术水平处于领先地位, 2009 年末新增产能投产后公司规模与江苏阳光相当, 跻身龙头企业之列。山东如意的面料设计开发能力属业内佼佼者, 已获得法国 PV 展参展商资格, 公司销售面料均为自主设计, 这是公司始终保持较强盈利能力的主要原因。我们认为公司在经济低迷时布局有助于市场复苏后实现业绩的飞跃。

■ 未来业绩增长点

“如意纺”技术。该技术经过设备改造后将降低纺纱成本, 提高公司业绩。

产能扩张。2010 年产能扩张一倍, 如果接单情况良好则会快速提高业绩。

资产注入。公司未来可能会将集团服装资产注入上市公司, 该资产盈利能力强于目前资产, 因此会为公司业绩带来一次性增厚。

■ 给予“谨慎推荐”评级

我们预计未来 2008-2010 年 EPS 为 0.31、0.35、0.46 元, 经过近期上涨估值已基本合理, 鉴于公司未来良好的发展前景, 给予“谨慎推荐”评级。

当前股价: 7.87 元

**行业评级: 中性

公司基本数据

总股本(万股)	1.6 亿股
流通 A 股/B 股(万股)	8226 万 A 股
资产负债率	43.58%
每股净资产(元)	3.58
市盈率(当前)	25
市净率(当前)	2.1
12 个月内最高/最低价	

市场表现对比图 (近 12 个月)

资料来源: Wind 资讯

相关研究

分析师: 程雪婷

联系人:

杨靖凤

(8621) 63217917

yangjf@cjsc.com.cn

主要财务指标

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	494	511	465	715
增长率(%)	11.2%	3.5%	-9%	53.7%
归属母公司所有者净利润(百万元)	43.9	49.2	55.2	73.7
增长率(%)	22.4%	11.5%	11.9%	33.5%
每股收益(元)	0.55	0.31	0.35	0.46
净资产收益率(%)	7.9%	8.3%	8.5%	10.4%
每股经营现金流(元)	0.16	0.58	0.84	0.75
现金分红收益率(%)				

正文目录

投资机会与估值.....	4
产能扩张、资产注入	4
估值与风险提示.....	5
我国羊毛精纺子行业仍处于上升期	5
自欧洲向我国的产业转移仍在继续.....	5
国内精纺呢绒行业格局.....	7
山东如意将成为行业增长的最大受益者	8
技术与人工优势.....	8
设计优势	9
经济危机对公司的影响.....	10
财务分析	12

图表目录

图 1: 山东如意股权结构图	5
图 2: 纺织产业全球性转移	6
图 3: 国内主要精纺呢绒企业产能	7
图 4: 相关上市公司精纺呢绒毛利率	10
图 5: 精梳羊毛及其织物出口金额及同比变化	10
图 6: 精梳羊毛及其织物出口单价	11
图 7: 公司近两年单季度销售收入及毛利率	12
图 8: 山东如意资产结构	12
图 9: 山东如意流动资产结构	13
图 10: 销售毛利率与现金毛利率比较	14
表 1: 公司产能变化	4
表 2: 全球纺织服装市场份额分布	6
表 3: 中高档纺织品进出口价格比较	6
表 4: 山东如意研发费用投入	8
表 5: 公司非专利技术	8
表 6: 山东如意员工年龄分布	9
表 7: 相关上市公司财务指标比较	13
公司财务报表及指标预测	15

投资机会与估值

产能扩张、资产注入

公司新项目及搬迁工作下半年完成，新增产能预计明年体现效益

公司原有 3.6 万锭 700 万米产能，IPO 项目增加 400 万米产能，2008 年公司自筹资金又增加 400 万米产能，这两个项目共增加 3.6 万锭 800 万米的产能，新增项目投产后公司未来产能将达到 1500 万米。由于我国纺纱、织造产能庞大，且技术壁垒不高，因此完全可以通过外包增加产量。后整理技术要求较高，因此制约公司产量的是后整理能力，如果按后整理产能看，公司未来最大产能可达 1800 万米，在规模上将与江苏阳光相当，成为国内精纺呢绒面料产能最大企业之一。

此次 IPO、产能扩张项目和厂址搬迁同时进行。新增 800 万米产能建于工业园区，目前纺纱设备已经开始安装，同时 3 月份老厂的 700 万米设备开始搬迁至工业园，如果顺利的话搬迁和新投项目将于 6 月份竣工。搬迁工作以不影响生产为前提。由于存在达产期，预计 2009 年产量比 2008 年不会有较多增加。

综合考虑产能扩张对 09 年影响不大，2010 年将会带来业绩爆发。

公司此次搬迁预计会得到 1 亿元土地出让金，由于土地价格下跌，低于原来 2 亿元的预期，不足部分将通过银行贷款获得。

表 1: 公司产能变化

	纺纱能力(万锭)	织造能力(万米)	染色能力(吨)	整理能力(万米)
2007	3.6	700	3000	1000
2008	3.6	700	3000	1000
2009	7.6	1560	5600	1800

资料来源：公司公告

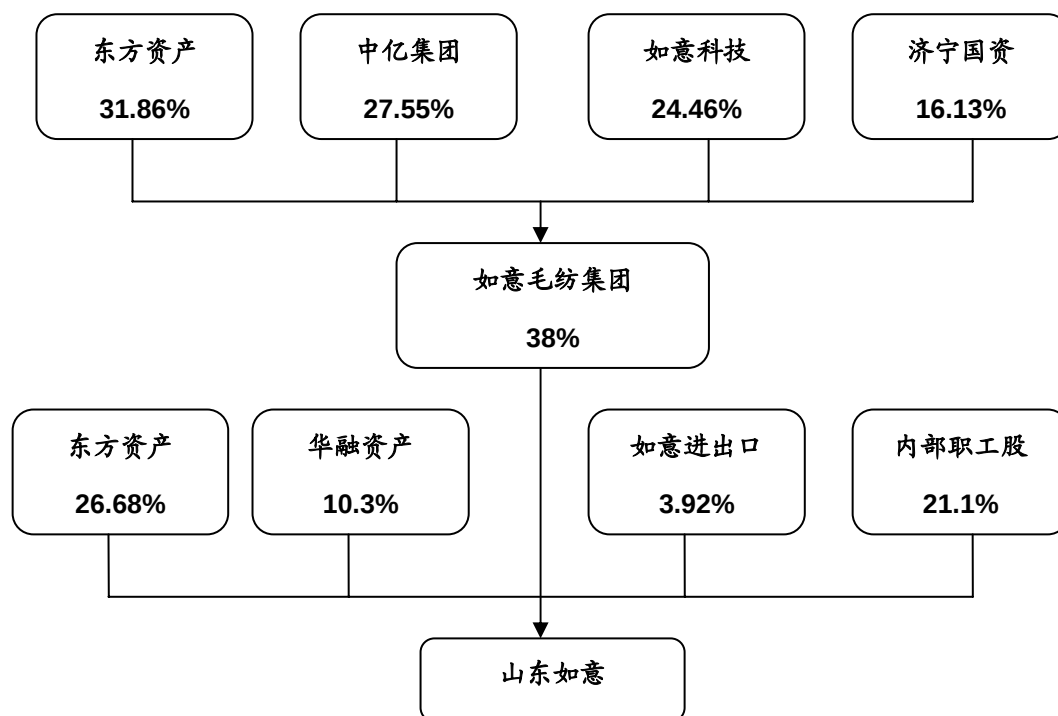
未来可能的服装资产注入将会使公司产业链更加完整

山东如意大股东是如意集团，如意科技是如意集团的股东之一，也是上市公司的实际控制人。拥有棉、毛、针织、印染、服装等多项资产，是国内排名第二的毛纺织集团公司，仅次于江苏阳光。如意科技拥有 120 万件的西装产能的服装公司，是上市公司下游，每年均从上市公司购买面料，为减少关联交易，预计今明两年在合适的时候该资产将注入上市公司。

据了解，该服装公司产品 80% 以 OEM 形式出口，内销部分则以团购为主，净资产收益率在 10% 以上，盈利能力优于目前上市资产。据了解，该服装公司目前是集团中受金融危机影响最小的行业，欧美订单比去年同期有一定的增加。

如果该资产注入上市公司，将会带来两方面的好处：一是使上市公司产业链向下游延伸形成从羊毛加工、纺纱、织造、整理到制衣完整的产业链；二是注入资产盈利能力优于上市公司，将会增厚上市公司业绩。

图 1：山东如意股权结构图



资料来源：公司公告

估值与风险提示

估值

我们预计公司 2008-2010 年业绩分别为 0.31、0.35、0.46 元，按 3 月 2 日收盘价计算，对应 PE 分别为 25、23、17 倍，经过近日连续上涨股价已相对合理。目前发达国家经济危机仍没有过去，未来两年存在接单不足的风险，但考虑到公司较好的长远发展趋势，给予“谨慎推荐”评级。

风险提示

2010 年公司新增产能扩张一倍，如果届时受经济危机影响，订单不饱满，新增的贷款利率和折旧都会对 2010 年的业绩造成较大压力。

我国羊毛精纺子行业仍处于上升期

自欧洲向我国的产业转移仍在继续

现代纺织行业起源于英国，随后扩散到美国和欧洲大陆。在上世纪 70 年代转移到日本，随着亚洲四小龙的腾飞，向韩国、台湾、香港转移。90 年代开始向我国转移，2000 年之后我国纺织业取得迅猛发展。同时，东南亚纺织业也开始发展起来。

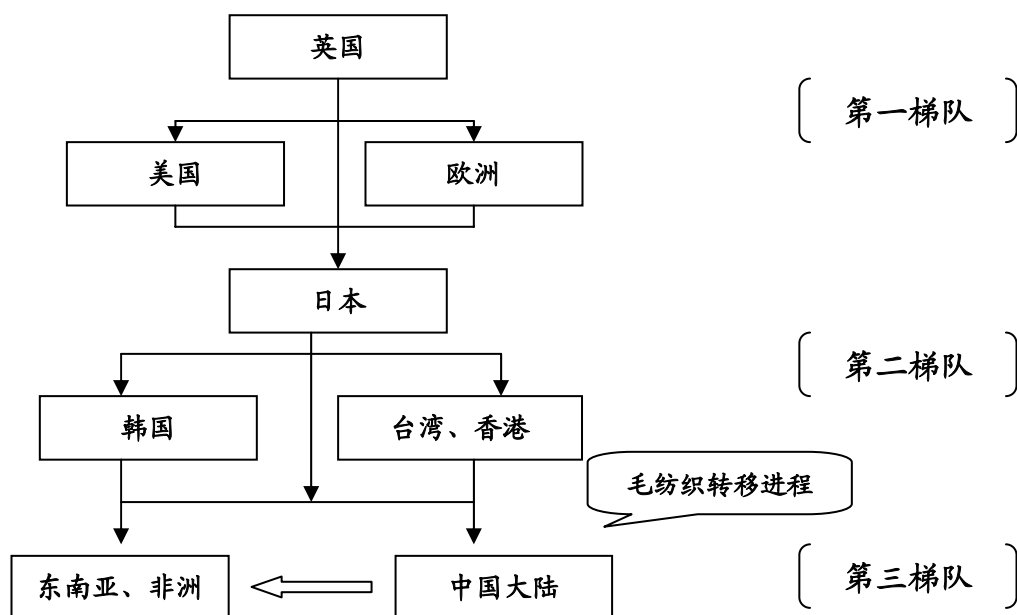
产业在全球范围内转移原因：比较成本优势。

我国纺织业的发展起源于低档纺织品生产及服装制造业，原因在于廉价的劳动力资源及丰富

的原材料资源。当劳动力不再廉价、由于产能过大造成原材料价格上涨后，则比较优势不复存在。

纺织各子行业由于其劳动密集程度、技术壁垒差距较大，因此在产业转移过程中分别处于不同的位置。那些劳动密集程度高、资金投入少、技术壁垒低的子行业，由于产能过剩及我国人工成本的提高，已经开始由中国大陆向东南亚及非洲转移，这在我们以往的行业报告中多次论证，这里不再赘述。

图 2：纺织产业全球性转移



资料来源：长江证券研究部

从全球市场份额来看，纺织工业仍是发达国家，即第一、二梯队占据较大份额，中国略逊。纺织行业中高端产品制造仍掌握在发达国家手中，我国纺织工业大部分仍是依靠低成本竞争。经过 30 年的发展，我国已经掌握了部分中高端纺织品的生产技术，因此未来中高端纺织品生产由发达国家向我国转移也是大势所趋。

表 2：全球纺织服装市场份额分布

	07 年纺织品出口额 (亿美元)	07 年服装出口额 (亿美元)	07 年出口额 (亿美元)
中国大陆	407.49	794.78	1202.27
孟加拉等 7 国	282.58	465.08	747.65
意大利等 5 国	475.22	255.69	730.9

注：7 国包括孟加拉、土耳其、印尼、巴基斯坦、印度、越南、墨西哥；5 国包括意大利、英国、日本、越南和台湾地区。

资料来源：国研网

我们找出那些进口价格高于出口价格的纺织品，这些纺织品中的大部分将通过国内企业技术创新，缩短与国外技术差距，从而在未来将产能由发达国家转向国内。

表 3：中高档纺织品进出口价格比较

	出口价格	进口价格	进口价格高于出口价格比例
精梳毛机织物(米/千克)	6.96	9.33	33.97%
薄棉布(米/千克)	1.11	1.71	54.84%

专门技术用途纺织品(千克)	7.05	38.44	444.96%
---------------	------	-------	---------

资料来源：国研网

精纺呢绒产品作为高档服装面料，其生产设计由意大利、英国、德国、日本、韩国、台湾等国家和地区所控制，其中尤以意大利、英国最为突出，无论从生产总量、产品设计到产品质量、引导流行趋势等各方面都占据着世界精纺呢绒行业的前列。

随着经济全球一体化进程和国际化分工带来的行业调整，意大利、英国等国家企业的产品已经从高、中、低端产品向具有竞争优势的中高端产品集中。而日本、韩国及台湾地区的毛纺企业数量逐步减少，并向其它行业和地区转移。近年来，我国毛精纺企业不断进行技术改造和创新，逐渐具备了生产中、高档产品的技术实力和工艺水平，并且以劳动力成本较低逐渐取得竞争优势，且这种优势仍在继续。

国内与发达国家精纺呢绒优势比较：

技术水平：相差不多

国内企业优势：劳动力成本低

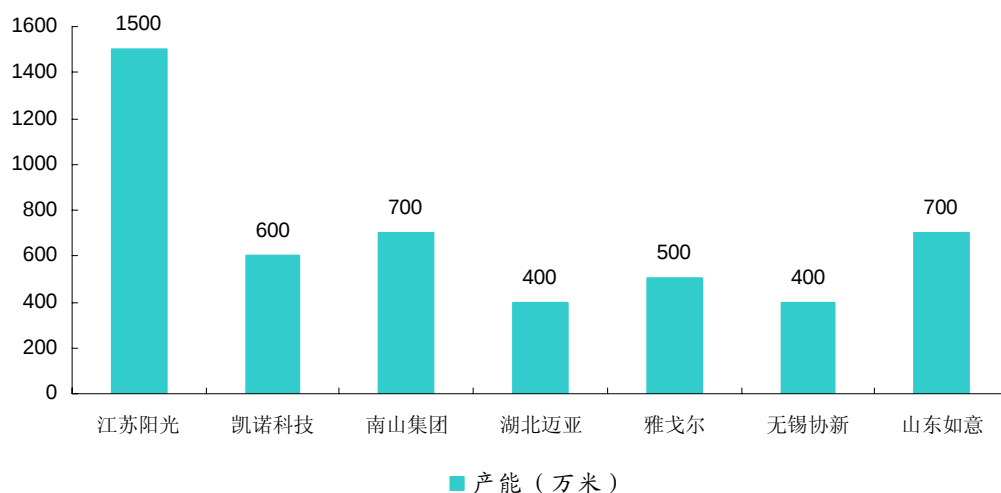
欧洲企业优势：设计能力强、品牌美誉度高、管理精细质量稳定

精纺呢绒行业由于其较高的技术壁垒，其它发展中国家还不具备竞争优势，随着我国企业技术及品牌设计能力的提高，依据其成本优势将逐渐扩大市场份额，该子行业由发达国家向我国转移的趋势是确定的。

国内精纺呢绒行业格局

国内产能较大的精纺呢绒企业是江苏阳光、凯诺科技、南山纺织、湖北迈亚、雅戈尔、无锡协新、山东如意，其余的企业相比还比较落后，主要原因在于开发投入不足。从规模上看江苏阳光是龙头企业，其技术水平也比较高。从技术水平上看，湖北迈亚做的较好，但由于其重组使公司主业改变，造成技术人员流失。南山纺织与凯诺科技均有服装下游，因此具有产业链优势。山东如意技术水平在业内处于领先地位，且其面料开发设计能力是其它企业无法相比的。此次产能扩张之后，山东如意将在规模上与阳光相当，跻身国内龙头企业之列。

图 3：国内主要精纺呢绒企业产能



资料来源：公司公告

山东如意将成为行业增长的最大受益者

技术与人工优势

毛纺行业属于技术壁垒较高的纺织子行业，精纺呢绒对工艺技术水平要求更高，因此具有长期投资价值的公司必需在行业内具有技术领先优势。

多年来山东如意一直专注于主业的发展，十分重视技术创新工作，每年的研发费用占收入比较达 5% 以上，远高于纺织行业不到 1% 的平均水平。

表 4：山东如意研发费用投入

年份	研究开发投入（万元）	营业收入（万元）	比率（%）
2004 年	2,152.87	42,180.74	5.1
2005 年	2,221.74	36,547.04	5.53
2006 年	2,483.15	44,439.42	5.59

资料来源：山东如意招股意向书

公司与多个科研机构合作，并取得了工艺技术的不断突破。在国际上与英国皇家艺术学院、曼彻斯特大学、布莱顿大学合作，与澳大利亚羊毛创新组织、研究机构继续合作进行毛纺的纺织染整项目研究；在国内已有毛纺新产品开发基地的基础上，与中国纺织工业协会建立国际权威的第三方中国防止工业山东检测中心，并与多所大学长期保持技术合作。

公司还拥有 3 项国家专利，5 个产品获国家科技进步奖，10 多个产品获山东省科技进步奖，20 多类产品通过国家级技术鉴定。公司承担了大量国家、省、市科研项目，在已完成的众多科研项目中，有很多填补了国内空白，有些达到国际先进水平。

表 5：公司非专利技术

技 术 名 称	技术来源	先进程度
单纱可织造技术的引进和产业化	自行开发	国际先进
单纱可织造技术应用及超薄毛纺面料开发	自行开发	国际先进
多组份毛精纺产品开发与生产技术	自行开发	国际先进
赛络菲尔（sirofil）纺纱技术	自行开发	国际先进
可溶性 PVA 伴纺羊毛技术	自行开发	国际先进
赛络纺纱（sirospun）技术	自行开发	国际先进
精纺毛织物的印花和烂花技术	自行开发	国际先进
精纺高支轻薄易护理产品开发与生产技术	自行开发	国际先进
永久性防紫外线毛织物的开发	自行开发	国际先进
远红外线毛织物的研制与开发	自行开发	国际先进
丝绸羊毛织物的研制与开发	自行开发	国际先进
自然弹性毛织物的研制开发	自行开发	国际先进
热湿舒适性毛织品开发与生产技术	自行开发	国际先进
永久性抗电防电磁波毛织物的研制	自行开发	国际先进
天然香味毛织物面料的开发与生产技术	自行开发	国际先进
TENCEL 纤维与羊毛混纺织物	自行开发	国际先进

大豆纤维毛织物的研制与开发	自行开发	国际先进
抗菌毛织物的开发与生产技术	自行开发	国际先进
拒水防油防污毛织品开发与生产技术	自行开发	国际先进
毛织品面料防蛀功能的开发与生产技术	自行开发	国际先进

资料来源：公司公告

“如意纺”技术奠定了公司业内技术领先地位

日前我们参加了公司举办的“高效短流程嵌入式复合纺织技术推广会”，几百家纺织企业参加并对该技术表现出极大的兴趣。山东如意集团与武汉科技学院、西安工程大学合作开发“嵌入式系统定位纺纱方法”，在传统环锭、平行纺设备中添加了一种“加捻三角区”装置。该技术一是突破了原有环锭纺纱的极限，棉、毛纺均可达 500 支、纯羊绒 200 支、纯兔绒 90 支；二是突破了原有纺纱对纤维长度、细度等性能要求，使原本无用的下脚料落毛等均可再利用，即可用低档纤维纺出高档纱线；三是减少工序降低成本。据公司测算如果全面实行该技术可降低成本 20%。

17 日，中国纺织工业协会会长杜钰州、副会长许坤元与十几位国内外顶级专家、中国工程院院士等组成的专家组对该技术进行了鉴定，对该项创新给予调试的评价，目前准备申请国家科技进步一等奖。

该技术需要对设备进行部分改造，目前已经有两家国内纺机制造商与公司洽谈合作事宜。公司现有设备中部分进行了改造，在新投入的 800 万米产能设备中，将全面实行该项技术改造。该项技术专利权属于集团公司，上市公司专利使用费问题还未确定。

人工优势

我们从山东如意职工年龄结构上可以看到一个不同于其它纺织企业的现象，大部分员工均在 30 至 50 岁之间，而一般纺织企业以 30 岁以下员工为主。经过调研，公司员工大部分均是本地员工，在公司工作多年。公司对员工的福利待遇也较好，低于市场价的福利分房、以及工资之外的福利均使员工对公司有较强的归属感。我们知道毛纺行业技术壁垒较高，对操作工人的技能要求较高，因此，稳定的员工队伍是公司保持业内工艺技术领先的前提。

与其它发达地区相比，山东省相对稳定，人员流动性不强，以本地工为主，这对于发展技术壁垒相对较高的纺织业是有益的。这类公司除山东如意外，还有鲁泰、山东海龙等均是如此。

表 6：山东如意员工年龄分布

年 龄 区 间	人 数	占员工总数比例
30 岁以下	375	21.85%
31 至 40 岁	599	34.91%
41 至 50 岁	710	41.38%
51 岁以上	21	1.86%
合 计	1716	100%

资料来源：山东如意 2007 年报

设计优势

多年来公司一直非常注重面料设计开发工作，与国家纺织产品开发中心合作建立新产品开发基地、与中国流行色协会联合建立中国流行色研发基地，设计开发国际、国内市场所需的产品。经过多年努力，公司设计能力不仅得到了国内市场的认可，而且也得到了

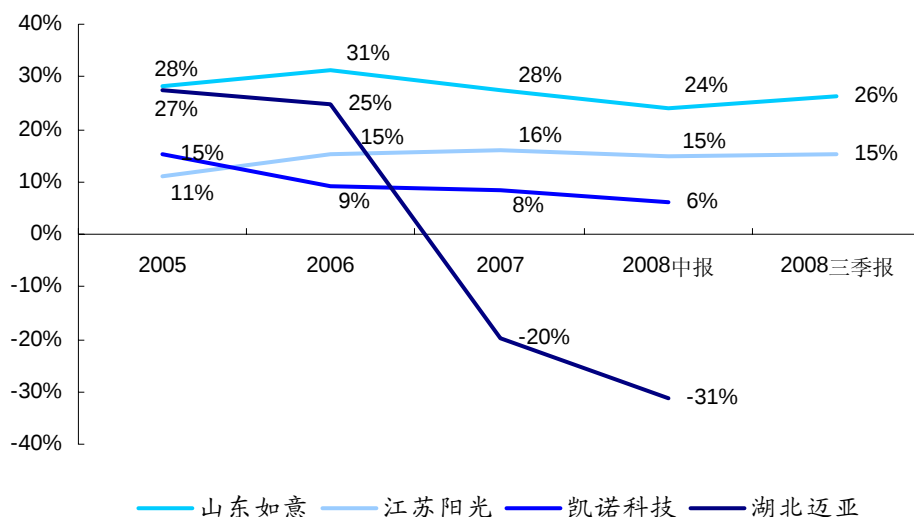
国际市场的认可。

目前公司已经获得了法国 PV (Premiere Vision) 面料参展商的资格。第一视觉创建于 1973 年, 以 900 家欧洲纺织商为实体, 面向全世界的顶尖面料博览会。它分为春夏及秋冬两届, 2 月为春夏面料展, 9 月为秋冬面料展, 并发布下一年度的流行趋势。每年有 4 万多来自 100 多个国家和地区的专业人士与欧洲最优秀的纺织商相聚。同时, 它已成为欧洲最具权威的最近面料和流行趋势的发布气象台。

第一视觉之所以是有独创性和权威性的, 与它极具特点的组织运作方式是不可分的。首先是前期工作的充分准备, 与会者皆为各国选派的发言人, 事先在各自国内召开了汇集众多时装设计师、风格设计室的全国性研讨会。第二点与众不同之处是 PV 对参展商的挑选非常苛刻, 要求有较高的创新能力。第三点是对流行情报的收集, PV 总是专门往世界各地派观察员, 全方位观察世界各地流行趋势。

前面已经提到, 中国精纺呢绒企业与发达国家相比技术水平相差不多, 但设计能力有较大差距, 因此限制了国内企业在国际市场的品牌影响力, 盈利能力自然较差。山东如意设计能力是国内佼佼者, 销售的布料均为自行开发, 因此公司一直拥有高于同行业的毛利率水平。

图 4: 相关上市公司精纺呢绒毛利率

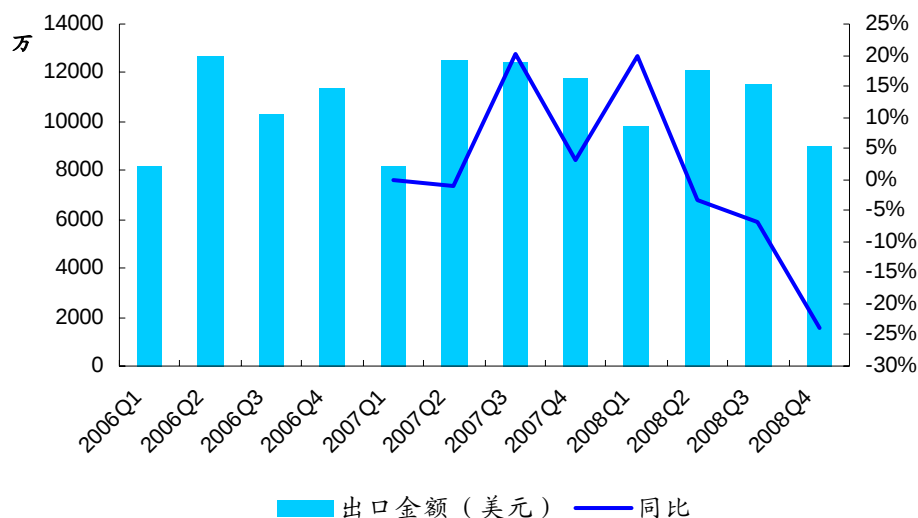


资料来源: WIND

经济危机对公司的影响

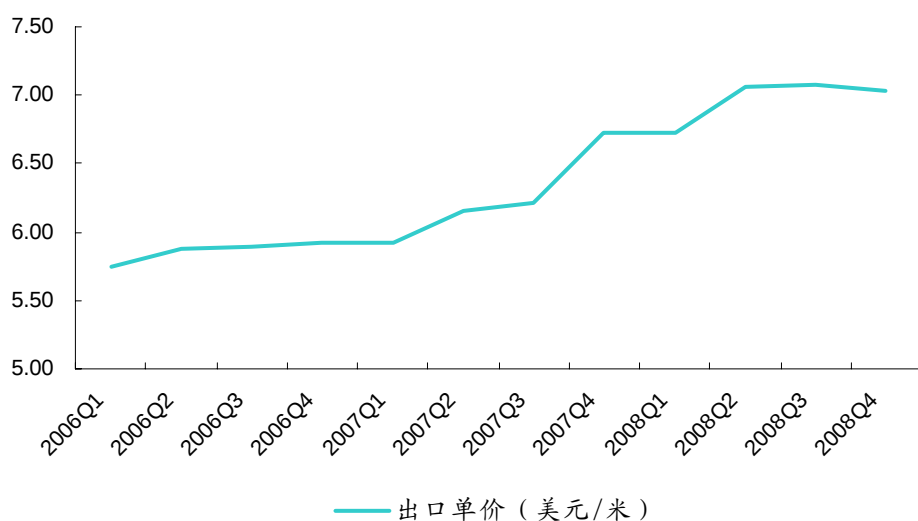
从我们监测的数据来看, 08 年第四季度精纺羊毛行业出口急剧下滑, 精梳羊毛及其织物出口数量同比下降 27.08%, 而出口金额同比下降 23.76%。因此此次调研我们重点了解公司外销订单情况的变化。

图 5: 精梳羊毛及其织物出口金额及同比变化



资料来源：国研网

图 6: 精梳羊毛及其织物出口单价

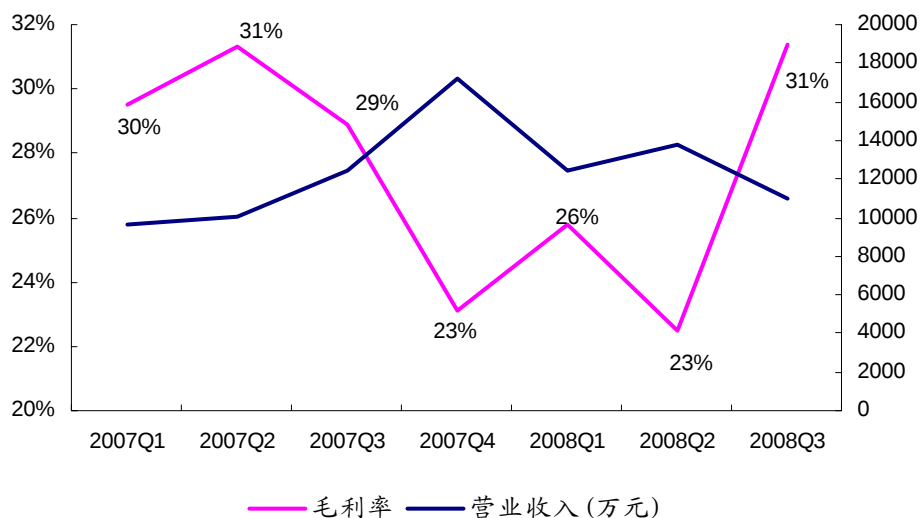


资料来源：国研网

从公司接单情况看，此次金融危机对外销影响明显地体现在 08 年后 2 个月和 09 年初，但目前公司 3 月份订单已经排满，且客户主动来下订单情况增多。我们与参会其它精纺呢绒企业交流情况也如此，认为羊毛价格的下跌、出口退税率上调使成本下降是订单增多的主要原因。

从公司已经公布的财务数据上看，08 年第一、二季度订单很好，销售收入分别增长 29%、36%，但由于羊毛成本较高，因此毛利率走低，分别为 26%、23%。而 08 年第三季度应该是销售旺季，但受经济危机影响，公司销售收入却同比下降 12%，但由于羊毛成本下降，毛利率水平上升至 31%。预计公司 08 年第四季度和 09 年第一季度的订单情况将会受经济危机的影响，而 09 年第二季度应该有所回升。但由于公司已经入选国家高新技术企业，因此从 08 年开始享受 15% 的所得税率，08 年净利率达到 4900 万元。

图 7：公司近两年单季度销售收入及毛利率



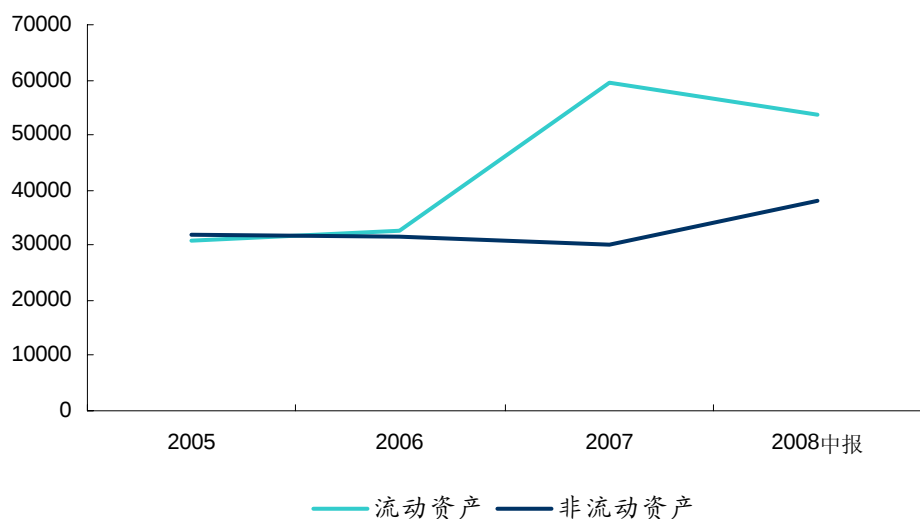
资料来源：公司年报

财务分析

山东如意资产结构中，流动资产与非流动资产均等。2007 年 IPO 后，流动资产增加，但陆续投入到项目建设中，2008 年中期公司有近 1 亿的在建工程，预计项目投资完毕后，非流动资产比重有所增加。

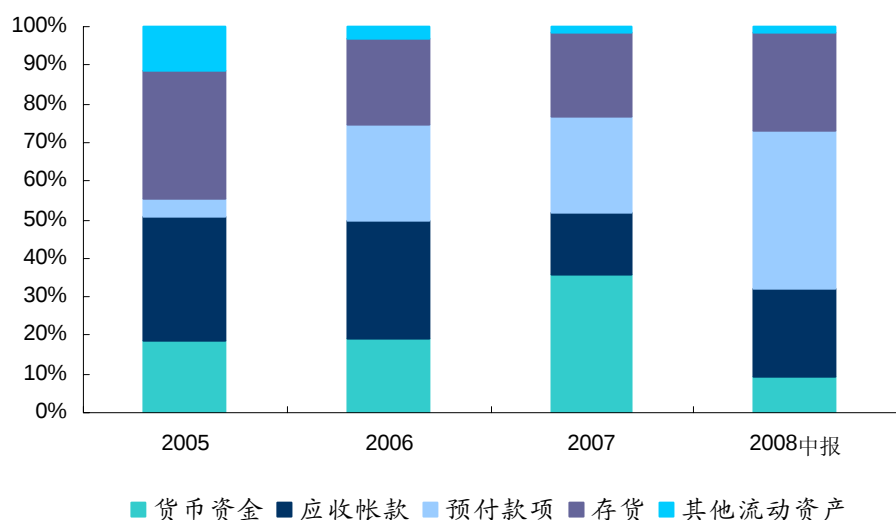
公司流动资产主要是应收、预付及存货，2007 年货币资金增加是由于募集资金到账，2008 年预付款项增加、货币资金减少主要是由于项目投入所致。

图 8：山东如意资产结构



资料来源：公司年报

图 9：山东如意流动资产结构



资料来源：公司年报

表 7：相关上市公司财务指标比较

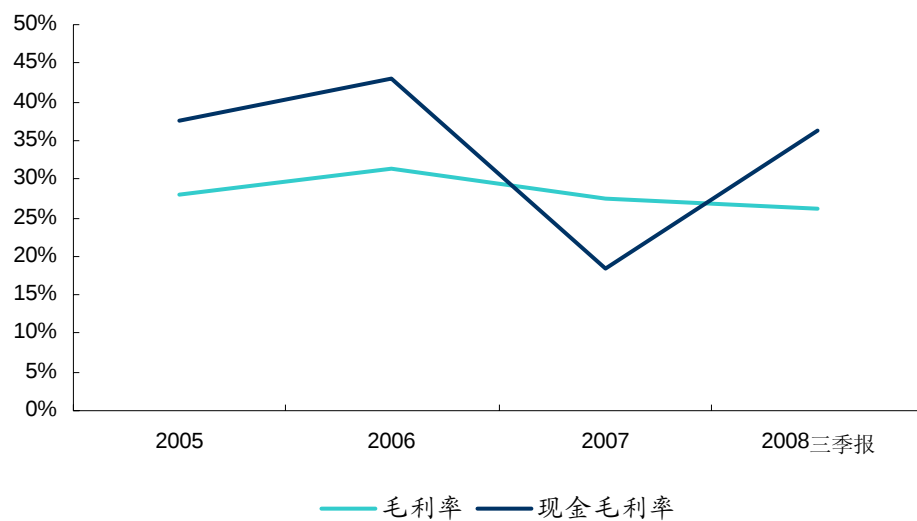
	2007 年报				2008 中报			
	山东如意	江苏阳光	凯诺科技	*ST 迈亚	山东如意	江苏阳光	凯诺科技	*ST 迈亚
总股本（亿股）	0.80	9.64	3.23	2.43	1.60	17.83	6.47	2.43
EPS	0.49	0.15	0.42	-0.57	0.09	0.03	0.07	-0.23
每股经营性现金流量	0.16	0.70	0.38	0.20	0.34	0.38	0.07	-0.61
ROE	7.09	5.37	7.78	-23.22	2.57	2.25	2.68	-22.35
销售毛利率	27.50	16.03	8.20	-19.82	24.07	14.77	5.91	-31.13
期间费用率	14.05	9.59	14.68	39.28	15.46	8.24	15.33	79.31
营业费用率	3.03	1.9	7.63	4.95	2.82	1.37	4.96	4.56
管理费用率	7.1	4.56	4.34	13.21	5.86	3.66	7.62	29.85
财务费用率	3.93	3.12	2.72	21.12	6.77	3.22	2.75	44.9
流动比率	1.75	1.33	2.35	0.4	1.5	1.18	2.67	0.37
速动比率	1.36	1.21	2.06	0.27	1.13	0.99	2.23	0.22
资产负债率	38.1	50.2	25.87	61.79	38.99	49.51	22.97	78.09
存货周转天数	102.79	40.94	87.85	156.56	120.22	57	115.97	270.15
应收账款周转天数	71.05	34.3	39.22	267.44	75.02	26.27	48.74	445.99

资料来源：WIND

从与相关上市公司财务数据比较来看，公司精纺呢绒面料的盈利能力较强，负债结构也比较合理，但运营能力弱于其它公司（迈亚因公司重组除外）。

从公司经营性现金流量看，现金毛利率一般高于销售毛利率，2007 年由于羊毛价格上涨，现金支出较多，现金毛利率下滑明显，但 2008 年中期看又回升到正常水平。

图 10: 销售毛利率与现金毛利率比较



资料来源: 公司年报

财务预测假设:

- 1、2009 年销量与 2008 年相当, 由于羊毛价格下降、出口退税率提高, 毛利率水平有所上升;
- 2、2010 年产能扩张, 销量增长 60%, 但毛利率水平略降;
- 3、所得税率为 15%;
- 4、此预测没有考虑服装资产注入。

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	494	511	465	715
营业成本	358	376	331	524
毛利	136	135	135	191
% 营业收入	27.5%	26.5%	28.9%	26.8%
营业税金及附加	5	5	4	7
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	15	15	14	21
% 营业收入	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	35	36	33	50
% 营业收入	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%
财务费用	19	23	20	23
% 营业收入	3.9%	4.5%	4.2%	3.2%
资产减值损失	0	0	-1	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	62	57	65	87
% 营业收入	12.5%	11.1%	14.0%	12.1%
营业外收支	6	1	0	0
利润总额	68	58	65	87
% 营业收入	13.7%	11.3%	14.0%	12.1%
所得税费用	24	9	10	13
净利润	44	49	55	74
归属于母公司所有者的净利润	43.9	49.2	55.2	73.7
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.27	0.31	0.35	0.46

现金流量表（百万元）

	2007A	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流净额	12	94	135	119
取得投资收益收回现金	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-67	-305	-255	-7
其他	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-66	-305	-255	-7
债券融资	0	0	0	0
股权融资	252	0	0	0
银行贷款增加(减少)	21	81	143	-54
筹资成本	22	-30	-28	-34
其他	-44	0	0	0
筹资活动现金流净额	250	51	115	-87
现金净流量	197	-161	-5	25

资料来源：长江证券研究所

资产负债表（百万元）

	2007A	2008E	2009E	2010E
货币资金	212	51	47	71
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	104	108	98	131
存货	132	133	116	165
预付账款	147	148	130	155
其他流动资产	0	1	0	1
流动资产合计	595	441	392	524
可供出售金融资产	5	2	2	2
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	3	3	3	3
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	214	496	675	619
无形资产	74	71	67	64
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	5	0	0	1
其他非流动资产	0	0	0	0
资产总计	896	1013	1139	1212
短期贷款	210	291	377	324
应付款项	30	35	30	48
预收账款	11	10	9	14
应付职工薪酬	9	10	9	14
应交税费	20	10	10	14
其他流动负债	59	63	56	88
流动负债合计	340	419	492	502
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	1	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	341	419	492	502
归属于母公司所有者权益	555	594	647	710
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	555	594	647	710
负债及股东权益	896	1013	1139	1212
基本指标				
EPS	0.275	0.307	0.345	0.461
BVPS	6.93	3.75	4.04	4.44
PE	28.66	25.4	22.80	17.08
PEG	2.30	1.83	1.21	0.91
PB	0.92	2.1	1.95	1.77
EV/EBITDA	9.76	11.85	13.88	8.60
ROE	7.9%	8.3%	8.5%	10.4%

分析师介绍

程雪婷，哈尔滨工业大学管理学博士，从事纺织服装行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。