



业绩承诺和稳定现金流业务明显提升公司价值

公司评级

买入 增持 中性 减持 (维持)

施红梅

纺织服装行业资深分析师

目标价

7.5 元

63325888×6076

报告日期

2009 年 3 月 10 日 星期二

shihongmei@orientsec.com.cn

调研背景:公司于 09 年年初通过向实际控制人常州高新技术产业开发区发展(集团)总公司(以下简称“常高新”)定向增发 357151900 股人民币普通股(每股增发价格 6.51 元)购买其持有的常州高新城市建设投资有限公司(以下简称“高新城投”)100%的股权和常州火炬置业有限公司(以下简称“火炬置业”)100%股权完成业务重组,重组后公司在原有纺织服装业务基础新增加了城市综合功能开发业务。我们对公司未来的业务发展进行新的调研。

我们的观点:

- 公司纺织服装业务主要包括牛仔布、牛仔服装和色织布三项,产能分别为 6000 万米、450 万件和 800 万米,产品 80%以上出口,其盈利能力受成本价格(主要是棉花)变动和国外需求影响较大。近年来受棉花价格波动、人力成本上升、前期人民币快速持续升值、出口退税率下调、周边国家竞争力提升等因素影响,公司业绩从 06 年开始持续下滑,08 年前三季度更是在股票投资亏损和棉价上升、国际需求下降等负面因素之下亏损 3530 万元。主业的持续低迷正是公司进行重组的触发因素之一。
- 根据调研获得的信息,公司纺织服装主业受棉花原料价格下降和产品质量提升带来的售价上升因素影响,08 年第四季度比上半年明显好转,09 年一季度目前接单稳定,开工率较为充足,预计 09 年该业务能实现盈利。当前人民币汇率的相对稳定、出口退税率的提高对公司纺织业务的好转也将产生一定推动作用,当然真正的景气来临还有赖于外围实体经济好转带来的需求增加。我们认为公司在牛仔布行业具有多年积累的技术和规模优势,一旦行业需求好转,公司纺织业务将逐步走出低谷。08 年是公司纺织业务最低迷的时期,而公司在上市以后纺织业务最好的业绩曾达到 1.2 亿元左右(2005 年)。
- 公司通过向实际控制人定向增发收购的两家子公司高新城投和火炬置业分别从事常州市新北区市政基础设施业务(道路、管道、桥梁等基础设施及商业配套设施的建设开发)和新北区安置房及配套设施投资建设、商业地产开发业务。两家公司原先均是公司大股东常高新的子公司,而常高新是新北区财政局出资组建的国有独资企业,是新北区的投、融资建设平台。本次重组后,上述两家公司仍然主要从事一级开发业务(火炬置业有部分二级商品房开发),即每年根据新北区政府的建设规划,签定相关项目合同(约定项目质量、工期、回购价格、毛利率、工程款支付方式等),然后组织社会公开招标确定施工单位,负责项目建设管理,在项目竣工验收合格后由新北区或其下设机构负责回购。由于上述两个子公司的市政基础设施业务和安置房及配套设施业务收入与新北区建设密切相关,而毛利率又由政府锁定(毛利率分别为 10%和 15%),经过本次重组,公司置入的城市开发业务实际是一项盈利稳定、几乎无周期性、无销售风险的现金流业务。鉴于常州市多年来持续 10%以上的 GDP 增长增长速度、新北区又是常州市未来发展的重中之重(已成为新的行政中心、同时又是高新技术产业区所在地)、未来又面临京沪高铁、机场扩建、太湖流域改造、常州——泰州通道建设等大型投资项目的机遇,开发空间巨大。新北区目前行政面积 439 平方公里,初步测算未来该区合计需投入建设资金 1780 亿元。依托于新北区经济的蓬勃发展,公司城市综合功能开发业务未来发展空间巨大。
- 另外,在本次重组前,公司实际控制人向火炬置业注入约 1500 亩商业用地,土地成本在 100 万元/亩,明显低于当前市场价格(08 年 12 月底相近地段商业用地的起拍价格为 158 万元/亩)。该部分商业用地分为两块,分别位于市政府附近(新北区)和规划中的京沪高铁常州站附近,是新北区为数不多地理位置优越的大块商业地产资源之一。我们预计该部分商品房用地将于 09 年底前完成建设规划的制定,未来随着项目的逐步开发,将为公司提供新的盈利来源。
- 在公司的重组及资产收购报告书明确预测 2009 年公司的盈利为 36156 万元,折合定向增发后的每股收益为 0.456 元。并承诺 09 年业绩若达不到上述预期,则大股东常高新将以现金方式无偿补足该期间实现的利润与承诺的利润数的差额部分。根据资

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。

产收购报告书的预测，2009 年高新城投和火炬置业将分别实现盈利 6613 万元和 25196 万元左右，由此倒推公司纺织服装主业 09 年的盈利目标在 4000——5000 万元左右。根据本次调研获得的信息，公司 09 年当年实现盈利预测可能性很大。

● 由于公司 2009 年的业绩基本锁定，对公司 2009 年以后的盈利预期将更为关键。根据调研获得的信息，基于常州市及新北区的发展规划，未来 3—4 年公司新置入的城市综合功能开发业务（市政建设和安置房及配套业务）收入规模和盈利仍将保持稳定发展态势。相比 2009 年，安置房及配套业务后续将缺少一部分商铺出售业务，但公司下属牡丹广景置业有限公司（控股 50%，以下简称“牡丹广景”）的商品房业务也将从 2010 年逐步进入交付阶段，预计该公司开发的“东城明居”项目全部结算可实现盈利 5000——6000 万元左右，可以部分弥补商铺出售缺少带来的与 09 年相比的盈利缺口。

● 另外，随着公司纺织服装业务由城区逐步搬入建成的黑牡丹纺织工业园（占地 900 多亩），公司分散在城区的办公和生产用地（多在市区中心位置）将陆续空出用于不用的商业用途开发，尽管具体的实施需要一定过程，但这些稀缺土地资源的开发利用无疑将为公司注入新的盈利增长点。

● 我们认为，公司原有的纺织服装业务目前正处于从最低谷期逐步走出的阶段，未来随着出口需求的好转，公司在子行业的竞争力将重新发挥作用，该业务盈利也将逐步回升。而新置入的城市综合功能开发业务将为公司未来至少 3—4 年提供稳定的盈利和现金流。现有的土地资源和商品房业务尽管短期无法实现丰厚的盈利，但也将构成公司资产价值的基础，同时是公司潜在的盈利增长点。而大股东雄厚的实力背景也为公司未来可持续发展提供了巨大的空间。

● 根据调研获得的信息，在假设 2010 年、2011 年公司城市综合功能业务收入规模与 2009 年基本持平、纺织服装销售收入同比分别增长 5%和 10%的前提下，我们初步预测公司 2009——2011 年每股收益分别为 0.46 元、0.34 元和 0.35 元。**其中对 2010 和 2011 年的预测更多地是从谨慎角度考虑，未来不排除超过预期。**我们认为对公司的估值从谨慎角度考虑可以分部测算——其中对公司纺织服装和稳定的城市综合功能开发业务（市政建设和安置房业务）进行 PE 估值，对未来商品房业务暂不考虑其盈利，而仅以土地成本最做保守的资产价值估算。我们预计公司未来 3——4 年每年纺织服装和城市综合功能开发业务的盈利中值水平分别在 4500 万元和 20000 万元左右，考虑目前市场可比估值水平，分别给予 10 倍和 15 倍的 PE，折合每股价值为 4.34 元。再加上常州火炬置业有限公司旗下 1500 亩商品房用地的成本价值 1.89 元（1500 亩*100 万元/亩/79522 万股=1.89 元/股），我们认为公司的谨慎估值在 6.23 元左右。再考虑到公司后续纺织业务的逐步回升、商品房开发业务盈利的逐步实现和城市综合功能业务规模的增长，公司估值至少还有 20%左右的上升空间，我们判断公司合理价值在 6.23 元——7.48 元之间。维持对公司的“增持”评级。

表 1：公司盈利预测表（单位：万元）

	2007	2008	2009	2010	2011
营业总收入	98377	86546	363150	387500	396635
营业成本	86518	76160	304221	329290	336963
营业税金及附加	501	433	1816	1938	1983
销售费用	1921	1731	2430	5206	5388
管理费用	6020	8222	5910	12852	13400
财务费用	(127)	(700)	(20)	(20)	(20)
公允价值变动净收益	(1029)	(1200)	0	0	0
投资净收益	6076	800	0	0	0
营业利润	8599	300	48793	38236	38921
营业外收入	893	600	200	200	200
营业外支出	268	400	100	100	100
利润总额	9225	500	48893	38336	39021
所得税	678	125	12223	9584	9755
少数股东损益	97	3	57	1523	1529
净利润	8450	372	36612	27229	27737

每股收益（元）	0.19	0.01	0.46	0.34	0.35
---------	------	------	------	------	------

资料来源：wind 资讯 东方证券研究所

表 2：2009——2010 年公司盈利的业务构成（单位：万元）

业务	2009	2010	2011
纺织服装	4275	5168	5676
市政建设（“高新城投”）	6890	4881	4881
安置房及配套业务（“火炬置业”）	25447	15718	15718
商品房（“牡丹广景”）	0	1463	1463

资料来源：东方证券研究所

● **提示：**（1）2009 年 4 月公司第二大股东常州市国有资产投资经营总公司（大股东常州高新技术产业开发区发展（集团）总公司的子公司）和常州市新发展实业公司（职工持股）将分别有 2192 万股股份解禁。按照股改承诺，减持价格不低于 8 元。（2）本次资产重组后，公司董事、监事和高管股东自愿承诺将其所持股份自 09 年 2 月 4 日起再锁定 3 年，该部分股份总计 4520 万股左右。

分析师承诺

施红梅：纺织服装行业分析师

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