

短期经营难有明显起色

- 公司 08 年营业收入同比增长了 42.52%，而净利润同比下降了 27.48%，全年每股收益为 0.20 元，比我们下调后的预期还有进一步的降低。年报推出 10 转 3.5 股的分配预案。
- 报告期公司营业收入的增长主要来自于收购厦门华印带来的全面合并报表（上年仅合并 12 月单月），扣除厦门华印的影响，公司营业收入基本与上年持平。而报告期公司业绩的明显下滑主要由于各项成本上升带来的毛利率下降、前期利率提高带来的财务费用增加以及后期国际金融危机带来的行业压力。
- 年报显示，公司全年营业毛利率同比下降了 1.37 个百分点，主要原因是收购厦门华印后加工业务比重增加拖累整体毛利率，同时自营业务受行业低迷影响毛利率同比下降了 2.36 个百分点也是重要的因素。
- 年报显示，由于收到其他与经营活动有关的现金同比大幅增加。公司经营活动净现金同比增长了 241%。但期末公司资产负债率高达 65%，大额的短期借款和长期借款、较低的流动比率和速动比率显示公司未来资金压力仍然较大。同时报告期应收帐款周转率和存货周转率也呈下降趋势。
- 随同 2008 年年报公司公告放弃原先收购福建翔升股权的决定，这也是公司前期计划增发未能及时实施带来的结果。我们认为公司再融资的未能及时开展、较重的负债压力和行业低迷带来的盈利下滑严重影响了公司原有经营计划的开展，未来公司经营的好转还要依赖于内外部实体经济的逐步好转。
- 根据我们的了解，公司目前订单同比较为稳定，但订单结构也在发生变化——订单更分散，单个客户订单量更小，公司也在接一些附加值相对较低的单子。鉴于公司在子行业内的竞争能力，我们预计公司 09 年的销售收入仍能保持稳定或小幅增长，但订单质量的下降会在一定程度上拖累公司的盈利能力。相比 08 年，随着利率的多次下调和人民币升值步伐的相对放缓，公司未来在利息支出和汇兑损失方面会有所好转。
- 我们依然看好公司在子行业内的竞争力特别是其技术研发能力，但其较小的收入和盈利基数使得其在宏观和行业压力之下的抗风险能力较弱。短期公司经营很难有明显的起色。根据年报报情况及目前的宏观环境和行业形势，我们下调公司的盈利预测，预计公司 2009 年和 2010 年每股收益分别为 0.22 元和 0.24 元，对应目前股价 09 年的动态市盈率为 31 倍左右，维持“中性”评级。
- 公司更多的投资机会来自于未来市场环境好转带来经营业绩提升和发展战略（再融资和并购等事项）的重新启动。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

纺织服装行业资深分析师

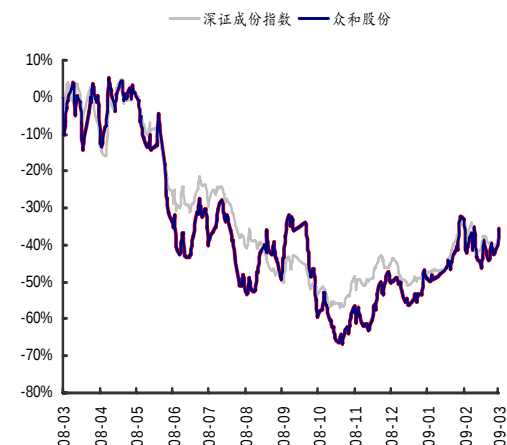
8621-63325888 × 6076

shihongmei@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 **中性** 减持 (维持)

股价 (2009 年 3 月 17 日) 6.47 元
目标价格 (6 个月) 6 元
总股本/A 股 (万股) 16848/8392
A 股市值 (百万元) 542.96
国家/地区 中国
行业 纺织
报告日期 2009 年 3 月 18 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	5.89	29.14	-35.43
相对表现 (%)	6.73	14.01	1.05

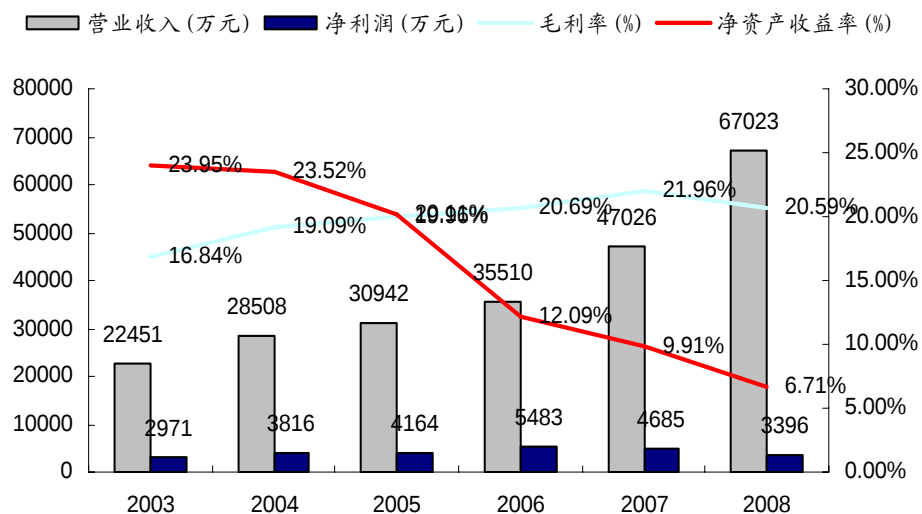
资料来源: WIND

财务预测

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入 (百万)	470	670	684	718
营业利润 (百万)	31	22	28	33
净利润 (百万)	47	34	35	39
每股收益 (元)	0.36	0.20	0.21	0.23
市盈率(X)	17.97	32.35	30.81	28.13

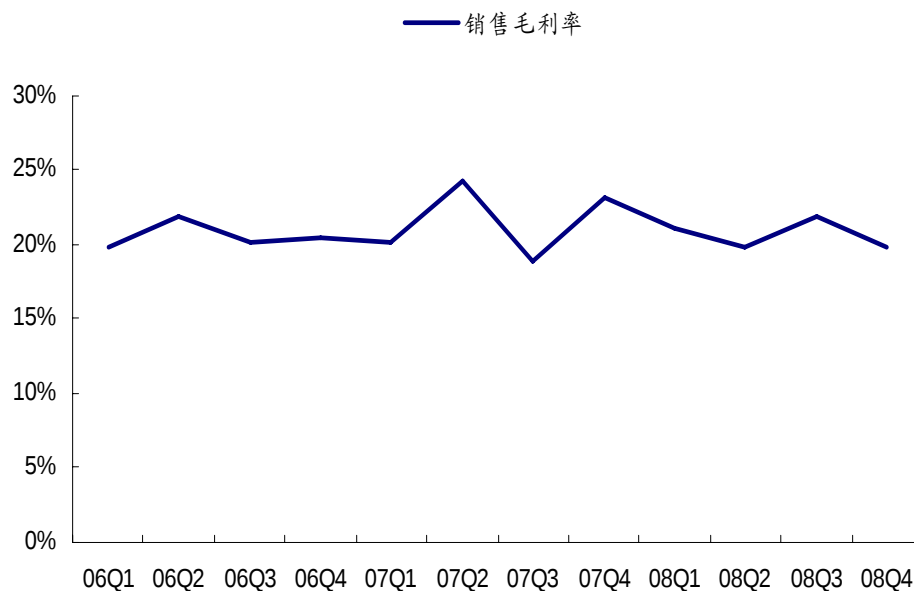
资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

图 1：公司历年主要经营指标变动



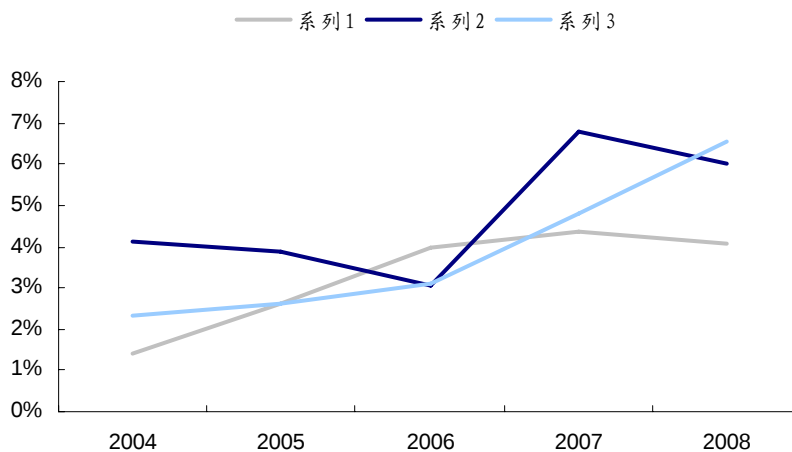
资料来源：公司历年年报，东方证券研究所

图 2：公司 2006 年以来单季度毛利率变动



资料来源：公司历年定期公告，东方证券研究所

图 3：公司 2004 年以来期间费用比率变动情况



资料来源：公司历年年报，东方证券研究所

表 1：公司盈利预测表（单位：万元）

	2006	2007	2008	2009	2010
营业总收入	35561	47026	67023	68363	71781
营业成本	28203	36698	53226	54690	57066
营业税金及附 加	153	209	177	219	228
销售费用	1417	2057	2726	2803	2943
管理费用	1090	3205	4026	4102	4307
财务费用	1095	2254	4396	3500	3700
资产减值损失	88	(115)	293	200	200
投资净收益	283	383	0	0	0
营业利润	3797	3101	2179	2849	3337
营业外收入	1522	2125	2027	1400	1400
营业外支出	23	79	197	100	100
利润总额	5296	5147	4009	4149	4637
所得税	(10)	478	614	613	767
少数股东损益	(0)	(16)	(2)	0	0
净利润	5307	4685	3397	3536	3870
每股收益(元)	0.50	0.36	0.20	0.21	0.23

资料来源：公司历年年报，东方证券研究所

分析师承诺

施红梅：纺织服装行业资深分析师

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