

众和股份 (002070): 成本和费用压力导致增收不增利

中性 (维持)

纺织服装行业/印染

当前股价: 6.47 元

报告日期: 2009 年 03 月 18 日

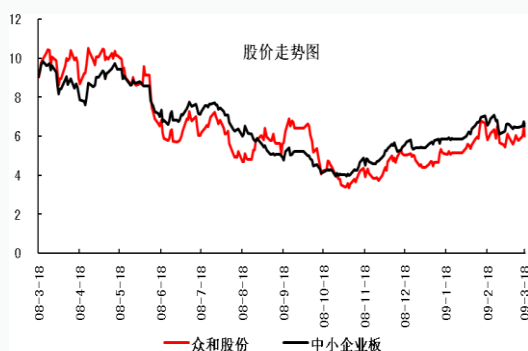
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	470	670	853	1042
(+/-)	32%	43%	27%	22%
营业利润	31	22	31	42
(+/-)	-18%	-30%	42%	35%
归属母公司净利润	47	34	43	52
(+/-)	-12%	-27%	26%	21%
每股收益 (元)	0.28	0.20	0.25	0.31
市盈率 (倍)	23	32	25	21

公司基本情况 (2008 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	16,848/8,392
流通市值 (亿元)	5.43
每股净资产 (元)	3.01
资产负债率 (%)	64.81%

股价表现 (最近一年)



天相消费组

联系人一天相纺织服装组

021-58824282-804 liuyi002@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- **增收不增利。**公司 2008 年实现营业收入 6.70 亿元, 同比增长 42.52%; 营业利润 2179 万元, 同比下降 29.75%; 归属母公司净利润 3397 万元, 同比下降 27.48%, 基本每股收益 0.20 元。公司 08 年度分配预案: 不进行现金分红、以资本公积金每 10 股转增 3.5 股。
- **公司 08 年净利润下滑的主要原因有三点: 成本压力导致毛利率下滑、财务费用大幅上涨、福利企业优惠政策调整。**
 - **并表因素导致收入增长。**公司于 07 年 12 月实现对厦门华印股权的 100% 收购, 将其纳入合并报表。厦门华印印染加工能力强大, 这也是公司 08 年加工业务大幅增长的主要原因。
 - **毛利率下滑。**由于人民币升值和原材料、能源、环保等成本上涨, 公司产品提价不足以完全对冲其负面影响, 08 年综合毛利率下降 1.37 个百分点至 20.59%。其中, 自营业务毛利率下滑幅度较大 (2.36 个百分点)。
 - **财务费用上涨。**由于银行借款大幅增加、平均利率亦有所上升, 公司 08 年利息支出同比增长 79.56%; 同时, 公司 08 年汇兑损失和银行手续费支出也大幅增加; 这些因素共同导致财务费用率上涨 1.77 个百分点至 6.56%。
 - **优惠政策调整。**自 07 年 7 月 1 日起, 公司所享受的福利企业优惠政策, 由“增值税先征后返、所得税全额免征”变更为“增值税按实际安置残疾人员的人数限额退税、所得税采取工资成本加计扣除”, 此项调整导致公司营业收入减少 (4.61%) 和所得税支出增加 (28.34%)。
- **公司 09 年净利润将有所回升, 主要理由有以下三点: 募投项目贡献加大、毛利率下跌趋势缓解、财务费用上涨趋势放缓。**
 - **募投项目贡献加大。**服装面料开发及染整项目 09 年达产率有望提高, 公司营业收入增长有保障。
 - **毛利率下跌趋势缓解。**随着原材料价格、染料价格和能源价格的下降, 公司毛利率有望保持相对稳定; 面料织造项目投产将增加公司坯布的自给率, 有利于成本控制。
 - **财务费用上涨趋势放缓。**贷款利率下降和人民币汇率相对稳定将使得公司财务费用涨势放缓。

- **公司未来的成长动力：**1、继续做强主业；2、向上游织造环节和下游服装环节延伸，完善产业链布局。
- **盈利预测和评级。**我们预计公司 2009-2010 年的基本每股收益分别为 0.25 元和 0.31 元，以昨日收盘价 6.47 计算，对应的动态市盈率分别为 26X 和 21X，无明显估值优势，维持“中性”的投资评级。
- **风险提示：**行业景气下降可能继续导致“增收不增利”的尴尬。

表一：众和股份盈利预测

单位：万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业收入	35561	47026	67023	85314	104201
营业收入增长率	14.93%	32.24%	42.52%	27.29%	22.14%
减：营业成本	28203	36698	53226	68129	83118
营业成本增长率	13.60%	30.12%	45.04%	28.00%	22.00%
综合毛利率	20.69%	21.96%	20.59%	20.14%	20.23%
税金及附加	153	209	177	200	250
资产减值损失	88	-115	293	300	400
销售费用	1417	2057	2726	3839	4689
管理费用	1090	3205	4026	5545	6773
财务费用	1095	2254	4396	4200	4800
期间费用率	10.13%	15.98%	16.63%	15.92%	15.61%
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	283	383	0	0	0
二、营业利润	3797	3101	2179	3100	4171
营业利润增长率	17.80%	-18.34%	-29.73%	42.27%	34.55%
加：营业外收入	1522	2125	2027	2200	2200
减：营业外支出	23	79	197	200	200
三、利润总额	5296	5147	4009	5100	6171
减：所得税	-10	478	614	816	987
所得税率	-	9.29%	15.30%	16.00%	16.00%
四、净利润	5307	4669	3396	4284	5184
归属母公司净利润	5307	4685	3397	4279	5179
净利润增长率	27.44%	-11.72%	-27.48%	25.96%	21.03%
少数股东损益	0	-16	-2	5	5
EPS（基本、元）	0.31	0.28	0.20	0.25	0.31

资料来源：公司公告、天相投顾整理

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜华园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002