

未来业绩依然取决于房产和投资收入确认

研究结论

- 公司 2008 年营业收入同比增长 53.26%、利润总额和净利润同比分别下降 35.65% 和 36.05%，全年每股收益为 0.71 元。随同年报公司推出了 10 派 3 元的分配预案。
- 报告期公司营业收入的增长主要来自于合并新马带来的服装销售收入增长（同比增长了 96%）和房地产确认收入的增加（同比增长了 58%）。利润总额和净利润同比减少的主要原因是公司持有的海通证券和金马股份股价持续下跌公司计提资产减值损失 13 亿元左右，导致当期资产减值损失增加 6254%；同时报告期公司抛售部分海通证券股权亏损 4.7 亿元左右导致投资收益总额同比下降 19% 左右，正是资产减值损失的剧增和投资收益的减少导致了公司盈利的下降。08 年公司扣除非经常性损益后的净利润实际同比增长了 22.68%。
- 年报显示，公司服装内销业务受宏观经济影响相对较小，服装出口业务和纺织业务均受行业和宏观经济影响出现了不同程度的毛利率下降，而房地产业务毛利率同比上升了 11.59 个百分点（其中有一定的税收因素）。我们认为 2009 年起房地产业务毛利率将恢复到 06 年左右的水平。
- 我们认为公司服装业务未来仍将保持稳定增长，同时新马业务将随着产能逐步向内地迁徙毛利率将有所回升，纺织业务短期以稳定为主，房地产业务方面，公司 2009 年的收入没有问题（年报显示 08 年底预收房款 54 亿元左右，大部分将在 09 年交付），按照目前项目的进度，我们预计 2010 年和 2011 年是公司房产收入确认的高峰，但是公司也将面临前期拿地成本过高带来的压力和行业的整体的不确定性。至于股权投资方面，我们认为对海通证券的计提（08 年底股价相对低点）为公司未来抛售实现收益提供了充分的空间，同时根据前期的公告推断，公司 09 年一季度至少已经可以确认中信证券抛售的投资收益 4.6 亿元左右。
- 由于公司未来的收入和盈利与房地产业务的收入确认和中信、海通股权的择机抛售存在很大的关联，因此公司未来的盈利预测具有很大的可变性和弹性。我们在假设未来公司服装业务同比增长 10%、纺织业务稳定发展、房地产 2009 年和 2010 年收入分别为 40 亿元和 50 亿元的情况下，同时不考虑未来任何的股权抛售（尽管可能性很小），预计公司 2009 年和 2010 年的每股收益分别为 0.65 元和 0.63 元左右。
- 关于公司的估值，我们认为对三项业务进行分部估算较为合理，以 2010 年盈利为例（基本未考虑投资收益），其中纺织服装和房地产每股收益分别为 0.25 元和 0.38 元左右，分别给予 20 倍和 15 倍的估值，对应的价值为每股 10.7 元左右。再加上公司所持金融资产的每股隐含价值至少在 1—2 元左右，我们认为公司的合理价值在 12 元左右。维持“增持”评级。在大盘走好的情况下，公司股价具有较大弹性。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

纺织服装行业资深分析师

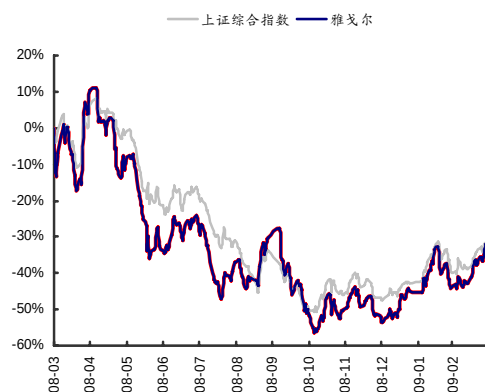
8621-63325888 × 6076

shihongei@orientsec.com.cn

投资评级 **买入 增持 中性 减持（维持）**

股价（2009 年 3 月 30 日）	10.37 元
目标价格（6 个月）	12 元
总股本/A 股（万股）	222661/123172
A 股市值（百万元）	12772.94
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告日期	2009 年 3 月 31 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	19.06	40.14	-35.23
相对表现 (%)	5.86	11.49	-3.12

资料来源：WIND

财务预测

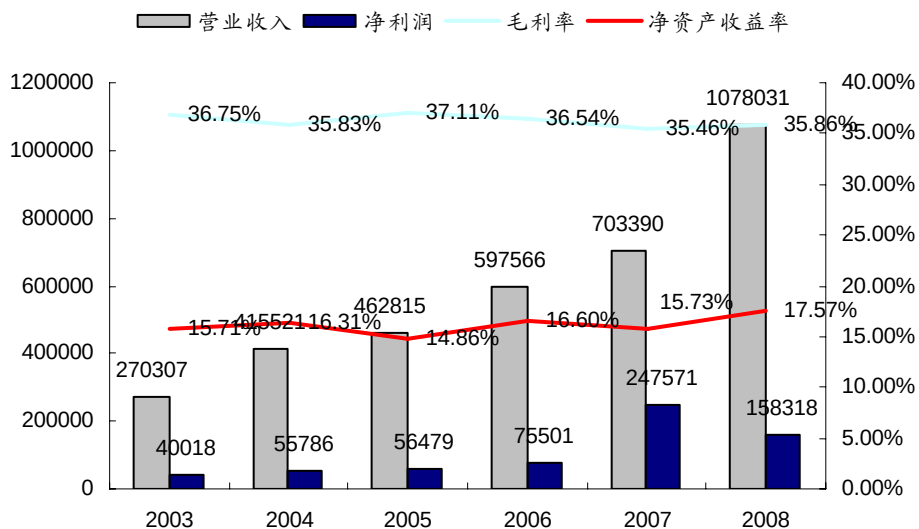
	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入（百万）	7034	10780	11828	13774
营业利润（百万）	3643	2193	2119	2070
净利润（百万）	2476	1583	1453	1393
每股收益（元）	1.11	0.71	0.65	0.63
市盈率(X)	9.34	14.61	15.95	16.46

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

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。

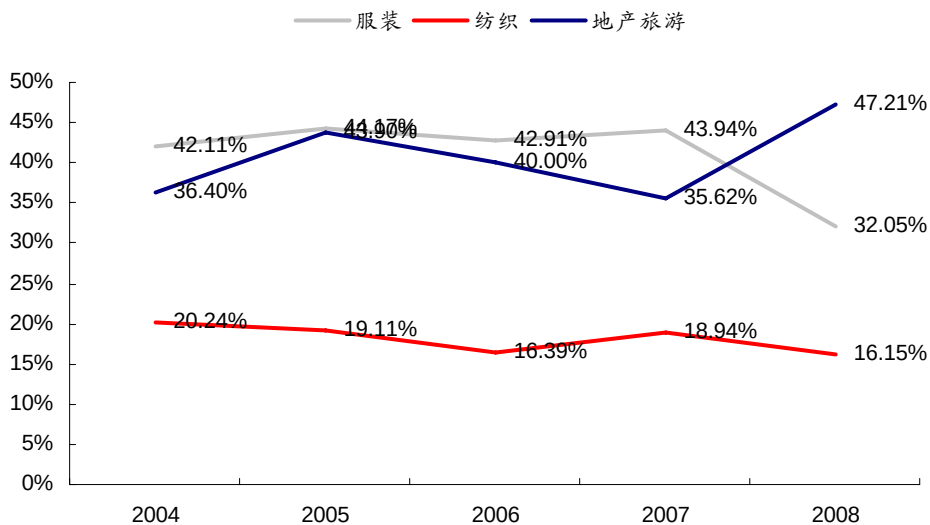
敬请参阅最后一页之重要声明。

图 1：公司近 5 年经营业绩变动（单位：万元）

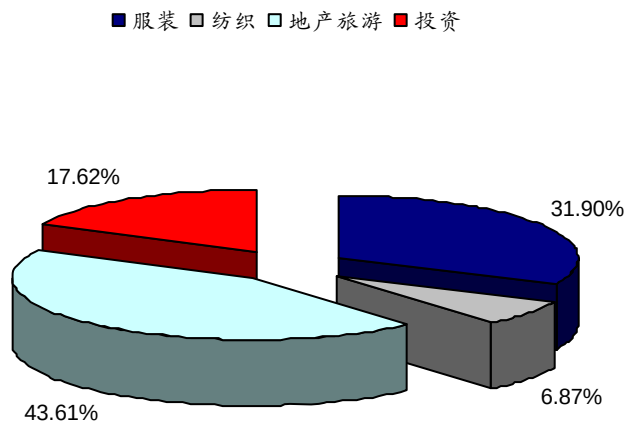


资料来源：东方证券研究所

图 2：公司三大主业盈利能力的变动



资料来源：东方证券研究所

图 3：公司 08 盈利的分部构成


资料来源：东方证券研究所

表 1：公司盈利预测表（万元）

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
营业收入	612794	703390	1078031	1182758	1377391
营业成本	390428	453946	691461	780865	902562
营业税金及附加	13461	15167	25469	26021	30303
销售费用	68275	78178	97825	100534	117078
管理费用	32726	55069	80061	82793	96417
财务费用	8496	10040	45146	30000	27000
资产减值损失	3525	2216	140802	2000	2000
公允价值变动收益	68	125	(131)	0	0
投资收益	5285	275422	222204	51350	5000
营业利润	101236	364322	219340	211894	207030
营业外收入	18416	9069	20883	9000	9000
营业外支出	3963	4261	2702	3000	3000
利润总额	115689	369130	237521	217894	213030
所得税	27434	104071	58368	50116	48997
少数股东损益	10998	17488	20835	22502	24752
净利润	77257	247571	158318	145277	139281
每股收益（元）	0.42	1.11	0.71	0.65	0.63

资料来源：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