

服装辅料业绩快速下滑，汉麻项目尚未产生收益

——宜科科技 2008 年年报和 2009 年一季报点评

报告关键点：

- 2008年报：衬布业务收入和毛利率下滑明显
- 2009年一季报：订单不足，业绩下滑趋势不改
- 维持“中性-B”投资评级

报告摘要：

- 2008年报：衬布业务收入和毛利率下滑明显：**2008年报显示，公司实现营业总收入和归属于上市公司股东的净利润分别为2.91亿元和1731.54万元，同比增速分别为-3.08%和4.44%，EPS为0.13元，扣除非经常损益后的每股收益为0.04元。2008年利润分配预案为：向全体股东每10股派发现金股利1.00元（含税）；以资本公积向全体股东拟每10股转增5股。受消费放缓影响，公司传统服装辅料业务订单量和价格均受到影响，特别是收入主要来源的衬布业务，收入和毛利率均出现较大幅度的下滑，使得产品的综合毛利率由07年的20.86%下滑至18.15%。此外，云南汉麻投资控股公司的开办和苏州宜新织造的正式运营，使得公司的管理费用率有07年大幅提高2.52个百分点至11.48%。公司利润的主要来源是政府补助和所得税优惠政策。
- 2009年一季报：订单不足，业绩下滑趋势不改：**2009年一季报显示，公司实现营业收入和归属于上市公司股东的净利润分别为5493.06万元和185.86万元，同比增速分别为-24.78%和-70.31%；EPS为0.01元。预计今年1-6月份公司净利润同比将下滑50%-70%，我们预计中报EPS约为0.03元。08年四季度以来的订单下滑的趋势在今年一季度没有改变，产品的综合毛利率也持续下滑至17.05%，服装辅料业务在今年将面临很大的压力。
- 维持“中性-B”投资评级：**在09年消费放缓的整体背景下，公司中高档的衬布里布业务面临订单不足和产品价格下滑的风险，传统的服装辅料业务将继续呈现下滑的趋势。汉麻项目将成为公司09年业绩改善的关键。我们维持公司09-11年EPS0.24元、0.38元和0.51元，对应的动态PE分别为42.63X、26.92X和20.06X，维持“中性-B”的投资评级，6个月目标价9元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	299.8	290.6	436.7	575.7	739.5
Growth(%)	18.3%	-3.1%	50.3%	31.8%	28.4%
净利润	16.6	17.3	43.8	59.0	78.9
Growth(%)	-72.9%	4.4%	152.9%	34.7%	33.7%
毛利率(%)	20.9%	18.1%	26.6%	29.5%	31.4%
净利润率(%)	5.5%	6.0%	10.0%	10.2%	10.7%
每股收益(元)	0.12	0.13	0.24	0.38	0.51
每股净资产(元)	3.72	4.00	3.50	4.54	5.29
市盈率	83.2	79.7	43.2	26.9	20.1
市净率	2.7	2.6	2.9	2.3	1.9
净资产收益率(%)	6.3%	4.9%	10.4%	14.0%	16.0%
ROIC(%)	10.4%	6.9%	13.6%	15.7%	18.4%
EV/EBITDA	33.4	44.1	29.8	15.9	11.8
股息收益率	1.6%	0.0%	0.5%	0.7%	1.0%

评级：

中性-B

上次评级：中性-B

目标价格：

9.00 元

期限：6 个月 上次预测：9.00 元

现价：10.23 元

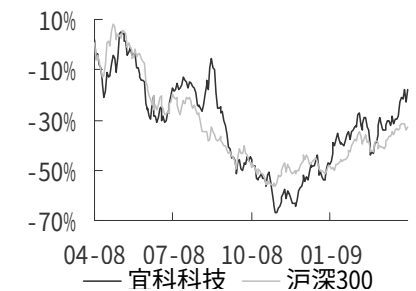
报告日期：

2009-04-10

市场数据

总市值(百万元)	1,379.34
流通市值(百万元)	880.00
总股本(百万股)	134.83
流通股本(百万股)	86.02
12 个月最高/最低	3.87/13.58 元
十大流通股东(%)	21.09%
股东户数	13,726

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.10	12.61	14.76
绝对收益	15.46	43.85	(18.19)

研究员

赵梅玲

助理行业分析师

021-68765110

zhaoml@essence.com.cn

前期研究成果

宜科科技：未来五年看汉麻

2009-03-10

1. 2008 年报点评：服装辅料业绩快速下滑，汉麻项目尚未产生收益

1.1. 2008 年报业绩概述：收入和净利润增速分别为-3.08%和 4.44%

2008 年年报显示，公司实现营业总收入为 2.91 亿元，同比增速为-3.08%；实现营业利润 1308.99 万元，同比增速为-54.48%；实现归属于上市公司股东的净利润为 1731.54 万元，同比增速为 4.44%；扣除非经常损益后，归属于上市公司股东的净利润为 577.11 万元，同比增速为-52.33%。基本每股收益为 0.13 元，扣除非经常损益后的每股收益为 0.04 元。

2008 年利润分配预案为：以现有总股本 13,483.26 万股为基数，向全体股东拟以每 10 股派发现金股利 1.00 元（含税）；以资本公积向全体股东拟每 10 股转增 5 股。

1.2. 服装辅料业务收入和毛利率下滑明显

由于汉麻项目在 08 年尚未实现收益，因此公司业绩主要来自于传统的服装辅料业务，即衬布和里布业务。

公司传统的服装辅料业务拓展较为缓慢，而受金融危机影响，订单量和价格影响，衬布业务的收入和毛利率均出现了比较明显的下滑，分产品来看，黑炭衬收入同比下滑-31.00%，毛利率同比下滑 1.2 个百分点；粘合衬收入同比下滑 19.15%，而毛利率同比下滑 5.47 个百分点；军工衬收入与 07 年基本持平，但毛利率下滑 1.65 个百分点。而公司的里布业务，收入同比增长 225.33%，主要是由于子公司苏州宜新织造有限公司的里布坯布产能逐步释放，但里布业务拓展依然缓慢。总体而言，公司传统的服装辅料业务的业绩自 07 年以来下滑的趋势没有改变。

表 1：2008 年公司主要产品的收入和毛利率情况表

	营业收入（元）	同比	毛利率	同比
黑炭衬	65,046,357.41	-31.00%	22.32%	-1.20%
粘合衬	86,758,719.88	-19.15%	19.76%	-5.47%
军工衬	34,295,234.09	-0.56%	16.85%	-1.65%
配套辅料	42,182,535.61	-0.50%	18.63%	6.61%
里布	58,048,039.80	225.33%	11.19%	8.47%

数据来源：公司 2008 年年报，安信证券研究中心

表 2：2008 年公司各子公司营业情况表

	营业收入	同比	净利润	同比	对公司合并净利润的影响
宁波莱龙宝马衬布有限公司	13290.07	44.92%	2047.38	38.88%	62.38%
宁波宜科宝马纺织品有限公司	4646.20	-46.57%	91.18	-93.12%	4.56%
宁波宜科服饰辅料有限公司	2465.95	23.72%	296.41	-4.82%	7.38%
宁波牦牛服装衬料有限公司	277.85	-7.01%	1.54	-86.34%	0.06%
宁波宜阳宾霸纺织品有限公司	1810.00	104.35%	114.65	152.39%	4.97%
苏州宜新织造有限公司	4524.14	740.20%	-102.75	-	-356.00%
汉麻产业投资控股有限公司	-	-	-216.51	-	-6.38%
宁夏莱宝纺织有限公司	1589.52	8.75%	-287.80	-	-9.97%
宁波汉麻工业产品开发有限公	98.99	-	-25.93	-	-0.76%
宁波霞日宜科纺织品商贸有限公司	19078.96	-3.68%	-340.88	-	-549.00%

数据来源：公司 2008 年年报，安信证券研究中心

1.3. 净利润的小幅增长主要来源于政府补助和所得税率的优惠

2008 年，公司在营业利润同比下滑 54.48%的同时，实现净利润的微幅增长。我们仔细分析 2008 年公司净利润的构成，我们发现其主要的利润来自于政府补助和优惠的

所得税率。

2008 年，公司获得各项政府补助 1403.95 万元，扣除所得税影响后，占归属于上市公司股东的净利润的比重达到 68.63%。

此外，公司本部被认定为“宁波市 2008 年第一批高新技术企业”，即 2008—2010 年，公司将所得税率为 15%，同时，公司下属子公司“宁波莱龙宝马衬布有限公司”为公司营业收入和利润的主要来源，该公司为中外合资企业，2008 年免交所得税。上述所得税率的优惠措施，使得公司 2008 年的实际所得税率仅为 0.66%，大幅低于 07 年 13.24%的水平。

2. 2009 年一季报点评：利润主要来自于政府补助

2009 年一季报显示，公司实现营业收入为 5493.06 万元，同比增速为 -24.78%；实现营业利润 87.16 万元，同比增速为 -80.80%；实现归属于上市公司股东的净利润为 185.86 万元，同比增速为 -70.31%，折合每股收益为 0.01 元。

公司一季度的利润主要来自于政府补贴收入 197.85 万元，若扣除该部分非经常性损益后，公司一季度勉强维持盈亏平衡。

一季报还同时对公司 2009 年中报业绩作了预测，预计今年 1—6 月份归属于上市公司股东净利润将同比下滑 50%—70%，我们预计中报 EPS 约为 0.03 元。

3. 期待 09 年汉麻项目改善公司业绩

在 09 年消费放缓的整体背景下，公司中高档的衬布里布业务面临订单不足和产品价格下滑的风险，传统的服装辅料业务将继续呈现下滑的趋势。汉麻项目将成为公司 09 年业绩改善的关键。目前，云南汉麻生产基地已经进入汉麻韧皮纤维的试生产，预计 4 月中旬正式投产，09 年产量有望达到 2000 吨。

4. 维持“中性—B”投资评级

2008 年年报和 2009 年一季报的业绩符合我们对公司服装辅料业务的业绩判断，我们坚持前期调研报告的判断，认为公司未来五年业绩提升主要取决于汉麻项目的顺利展开（详见 2009 年 3 月 6 日调研报告“宜科科技：未来五年看汉麻”）。我们维持公司 09—11 年 EPS0.24 元、0.38 元和 0.51 元，对应的动态 PE 分别为 42.63X、26.92X 和 20.06X，维持“中性—B”的投资评级，6 个月目标价 9 元。

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-4-10**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	299.8	290.6	436.7	575.7	739.5	成长性					
减:营业成本	237.3	237.9	320.5	405.6	507.5	营业收入增长率	18.3%	-3.1%	50.3%	31.8%	28.4%
营业税费	1.6	0.6	2.2	2.9	3.7	营业利润增长率	-65.0%	-54.5%	303.5%	83.9%	43.4%
销售费用	3.9	2.3	4.4	5.8	7.4	净利润增长率	-72.9%	4.4%	152.9%	34.7%	33.7%
管理费用	26.9	33.4	48.0	63.3	81.3	EBITDA 增长率	-55.3%	-18.8%	102.0%	66.2%	36.1%
财务费用	-0.4	0.5	-0.1	0.3	-0.8	EBIT 增长率	-66.4%	-52.0%	287.5%	84.6%	42.1%
资产减值损失	-1.2	1.9	7.8	2.7	3.2	NOPLAT 增长率	-53.1%	-13.4%	150.6%	46.4%	32.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	30.7%	27.6%	26.7%	13.1%	11.0%
投资和汇兑收益	-3.0	-1.0	-1.0	2.0	2.0	净资产增长率	22.2%	7.4%	20.2%	8.7%	16.4%
营业利润	28.8	13.1	52.8	97.1	139.2	利润率					
加:营业外净收支	7.5	13.4	17.0	14.0	16.0	毛利率	20.9%	18.1%	26.6%	29.5%	31.4%
利润总额	36.2	26.5	69.8	111.1	155.2	营业利润率	9.6%	4.5%	12.1%	16.9%	18.8%
减:所得税	4.8	0.2	2.5	12.8	23.8	净利润率	5.5%	6.0%	10.0%	10.2%	10.7%
净利润	16.6	17.3	43.8	59.0	78.9	EBITDA/营业收入	14.3%	12.0%	16.1%	20.3%	21.5%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	9.5%	4.7%	12.1%	16.9%	18.7%
货币资金	124.4	58.2	84.9	96.1	109.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	210	253	198	176	147
应收帐款	53.9	64.1	94.6	124.7	160.1	流动营业资本周转天数	98	140	162	178	174
应收票据	11.4	6.2	12.0	15.8	20.3	流动资产周转天数	317	324	263	265	253
预付帐款	28.5	60.4	82.9	107.2	132.6	应收帐款周转天数	76	72	64	69	70
存货	45.5	70.7	103.3	125.2	149.9	存货周转天数	60	73	73	73	68
其他流动资产	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	总资产周转天数	632	734	566	507	446
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	411	547	463	418	364
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	19.3	27.1	20.0	20.0	20.0	ROE	6.3%	4.9%	10.4%	14.0%	16.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.5%	4.3%	8.9%	11.4%	13.6%
固定资产	194.8	213.6	267.5	296.1	308.4	ROIC	10.4%	6.9%	13.6%	15.7%	18.4%
在建工程	32.1	54.2	33.1	20.5	12.9	费用率					
无形资产	59.6	58.3	54.5	51.0	47.7	销售费用率	1.3%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
其他非流动资产	1.3	1.6	6.2	6.6	6.8	管理费用率	9.0%	11.5%	11.0%	11.0%	11.0%
资产总额	570.7	614.4	758.9	863.0	967.7	财务费用率	-0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	-0.1%
短期债务	11.1	15.0	29.9	55.4	17.7	三费/营业收入	10.1%	12.5%	12.0%	12.0%	11.9%
应付帐款	44.1	45.9	64.1	81.1	101.5	偿债能力					
应付票据	10.0	7.3	10.5	13.3	16.7	资产负债率	12.1%	12.3%	14.6%	18.4%	15.3%
其他流动负债	3.9	4.0	7.3	10.6	13.5	负债权益比	13.8%	14.0%	17.2%	22.5%	18.0%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.82	3.60	3.50	3.02	3.96
其他非流动负债	-	3.3	3.3	3.3	3.3	速动比率	3.15	2.60	2.52	2.20	2.90
负债总额	69.0	75.4	111.1	158.7	147.7	利息保障倍数	-68.52	26.07	-695.19	352.41	-163.43
少数股东权益	164.8	199.8	223.3	262.7	315.2	分红指标					
股本	134.8	134.8	185.0	155.0	155.0	DPS(元)	0.17	-	0.05	0.08	0.10
留存收益	202.1	204.4	239.4	286.6	349.7	分红比率	135.5%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	501.7	539.0	647.8	704.3	820.0	股息收益率	1.6%	0.0%	0.5%	0.7%	1.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	31.4	26.3	43.8	59.0	78.9	EPS(元)	0.12	0.13	0.24	0.38	0.51
加:折旧和摊销	15.9	22.8	17.5	19.3	20.5	BVPS(元)	3.72	4.00	3.50	4.54	5.29
资产减值准备	-1.2	1.9	7.8	2.7	3.2	PE(X)	83.2	79.7	43.2	26.9	20.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.7	2.6	2.9	2.3	1.9
财务费用	2.7	0.7	1.7	-0.1	0.3	P/FCF	-20.4	-16.0	-25.8	643.0	-43.1
投资收益	3.0	1.0	1.0	-2.0	-2.0	P/S	4.6	4.7	4.3	2.8	2.1
少数股东损益	14.8	9.0	23.6	39.3	52.6	EV/EBITDA	33.4	44.1	29.8	15.9	11.8
营运资金的变动	2.3	-39.5	-73.3	-59.8	-66.5	CAGR(%)	46.3%	70.9%	27.1%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	52.1	11.1	20.3	58.8	85.8	PEG	1.8	1.1	1.6	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-86.8	-92.0	-46.0	-30.1	-20.1	ROIC/WACC	1.1	0.7	1.4	1.6	1.9
融资活动产生现金流量	41.9	14.8	56.4	-16.6	-52.6	REP	3.5	4.4	2.4	1.6	1.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

赵梅玲，武汉大学经济学硕士，2007 年 7 月加入安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,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。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

王远洋

0755-82558087

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

南方

021-68765206

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王昊文

0755-82558069

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wanghw@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034