

宜科科技 (002036): 汉麻产业有望带动盈利回升

中性 (维持)

纺织服装行业

当前股价: 10.23 元

报告日期: 2009 年 4 月 10 日

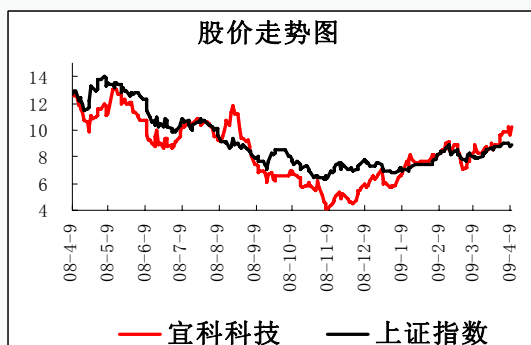
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	300	291	396	570
(+/-)	18.31%	-3.08%	36.42%	43.70%
营业利润	29	13	49	96
(+/-)	-64.98%	-54.48%	272.66%	96.71%
归属于母公司的净利润	17	17	29	53
(+/-)	-72.89%	4.44%	70.07%	81.65%
每股收益 (元)	0.12	0.13	0.22	0.40
市盈率 (倍)	85	79	47	26

公司基本情况 (2008 年 12 月 31 日止)

总股本/非限售流通股 (万股)	13,483/8,602
非限售流通市值 (亿元)	7.91
每股净资产 (元)	3.99
资产负债率 (%)	12.27

股价表现 (最近一年)



天相消费品组

联系人一天相纺织服装组

010-66045720 shenll@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2008 年报显示, 公司全年实现营业收入 2.91 亿元, 同比减少 3.08%; 营业利润 1309 万元, 同比减少 26.78%; 归属母公司所有者的净利润 1732 万元, 同比增长 4.44%; 摊薄 EPS 0.13 元; 分配预案: 每 10 股派发现金股利 1 元 (含税), 每 10 转增 5 股。
- 09 年一季报显示, 一季度公司实现营业收入 5493 万元, 同比减少 24.78%; 营业利润 87 万元, 同比减少 80.80%; 归属母公司所有者的净利润 186 万元, 同比减少 70.31%; 摊薄每股收益 0.01 元, 同时, 不考虑汉麻项目, 公司预计 09 年上半年归属母公司所有者的净利润同比下滑 50%-70%。
- 毛利率下降和费用率上升拉底 08 年盈利。08 年度各类衬布收入均有下滑, 但里布增长 225%, 使营业收入基本持稳。而营业利润大幅下滑, 原因一方面在于原料、能源价格上涨, 产品价格下调, 综合毛利率下降 2.71 个百分点, 另一方面, 汉麻项目开办费用增加, 以及子公司苏州宜新织造正常经营增加管理费用。另外, 公司接受政府补助, 高新技术企业认定使所得税率下调至 15%, 及所得税汇算清缴差异使实际所得税率大幅下降, 公司净利润不降反增。
- 08 年四季度业绩下滑加速, 09 年一季度下滑延续。作为辅料生产企业, 08 年四季度全球金融危机对公司影响开始加深, 订单大幅萎缩, 毛利率持续下降, 单季出现亏损。进入 09 年, 下滑趋势继续, 同时由于管理费用率和财务费用率的增加, 营业利润和净利润大幅下滑。
- 原有主业下滑将持续。公司衬布和里布均属中高档产品, 相对需求弹性大, 易受外部经济因素冲击。目前衬布业务收入占比超过 50%, 由于各方面限制, 法国霞日集团产能转移速度缓慢, 考虑到下游需求低迷, 预计 09 年将有 15% 左右的下降空间, 中长期内衬布盈利寄希望于霞日集团的产能和订单转移。里布项目自 08 年第二阶段投产以来, 盈利有明显改观, 报告期内毛利率提升 8.47 个百分点, 由于基数较低, 并且生产的宾霸里布属全球著名高档里布, 理论毛利率达到 50% (当前毛利率 11.19%), 与日本旭日成公司的合作, 在生产和市场销售领具有排他性, 预计 09 年里布收入将有平稳增长, 并且毛利率有进一步提升空间。综合来看, 公司衬布和里布业

务发展空间较大，但受制于经济下滑，09年整体下滑趋势将延续。

- **汉麻项目有望促成公司业绩拐点。**前期公司完成2000吨汉麻纤维生产线，4月初已投入生产，至2010和2011年，产能将分别扩建至3500吨和5000吨。背靠总后技术支持，公司麻皮梳成率达到50%，业内规模和技术优势明显。市场需求方面，公司与总后有20年的合作协议，能消化50%-60%的订单，同时大股东雅戈尔正积极推广汉麻产品，目前在上海、北京等地建有4所汉麻生活馆，预计至2010年将增加至10家，雅戈尔的品牌和渠道优势将为公司在民用汉麻市场打开通道。汉麻项目有望成为公司盈利增长主要推动力。
- **风险提示：**1) 公司衬布超过30%出口欧美、日本，里布大部分出口欧洲，全球经济衰退对公司影响加深；2) 汉麻项目受高端产品市场波动影响，盈利可能不达预期。
- **盈利预测与评级：**假设09-10年衬布收入分别下滑15%、上升20%，里布收入分别增加30%，同时里布毛利率每年提升5个百分点，预计09-10年原有主业实现每股收益0.08元和0.12元。汉麻项目进展顺利，军用和民用占比分别为50%，军用棉麻混纱和汉麻纯纱比为9:1，民用为6:4，按36支纯纱和30支棉麻混纱市场均价测算，汉麻项目分别增厚公司09-10年每股收益0.14元和0.28元。综合测算，预计公司09-10年每股收益为0.22元和0.40元，对应上一日收盘价10.23元，两年动态市盈率为47倍和26倍，估值偏高，维持“中性”评级。

附表：宜科科技盈利预测

报告期间	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业收入	25,344	29,985	29,061	39,644	56,967
增长率	17.55%	18.31%	-3.08%	36.42%	43.70%
减：营业成本	19,698	23,729	23,786	29,338	39,567
毛利率	22.28%	20.86%	18.15%	25.99%	30.54%
营业税金及附加	64	161	62	75	114
销售费用	814	392	231	278	399
管理费用	2,573	2,689	3,337	4,757	6,836
财务费用	212	-41	52	317	456
投资净收益	6,343	-295	-95	-	-
二、营业利润	8,211	2,876	1,309	4,878	9,596
增长率	203.85%	-64.98%	-54.48%	272.66%	96.71%
营业利润率	32.40%	9.59%	4.50%	12.30%	16.84%
加：营业外收入	648	775	1,416	1,000	1,000
减：营业外支出	25	30	74	100	100
三、利润总额	8,835	3,621	2,651	5,778	10,496
增长率	170.83%	-59.01%	-26.78%	117.93%	81.65%
利润率	34.86%	12.08%	9.12%	14.58%	18.42%
减：所得税费用	2,429	479	18	867	1,574
四、归属母公司所有者的净利润	6,117	1,658	1,732	2,945	5,349
增长率	170.48%	-72.89%	4.44%	70.07%	81.65%
净利润率	25.27%	10.48%	9.06%	12.39%	15.66%
少数股东权益	288	1,484	902	1,967	3,572
五、EPS(全面摊薄/元)	0.54	0.12	0.13	0.22	0.40

资料来源：天相投资顾问有限公司

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：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100