

增持 首次

江苏三友 (002044)

2010 年 1 月 11 日

主业平稳，副业等待招标

纺织服装行业分析师：区志航

ouzh@htsec.com

021-23219407

江苏三友概况

公司是国内最大的 OEM 和 ODM 高档女装制造商之一，主要销售客户是日本服装品牌商，公司致力于高档女装的设计与制造，与生产中低档服装的出口企业相比存在明显的差别化竞争优势。

主业并未受影响

目前公司服装 ODM 和 OEM 业务各一半，主业表现非常平稳，产品单价没有降低，订单大概增长了 25%，前三季度收入增长 24.88%，净利润增长 16.02%。原因如下：公司以日本市场为主，结算货币是美元。2009 年平均汇率为 6.831，升值幅度仅 1.71%，汇兑损失不大；公司上市后调整能力加强，订单下降速度比国内服装企业消失速度要慢，公司产品以中高档为主，危机下的影响不算大，同时，小厂倒闭订单流到公司，表现为全年订单较多仍有增长；公司采取即期信用证结算（凭提单给国内银行再递给日本的银行，见单付款），应收账款周转率三季度达到 14.3，接近历史新高；公司产品差异化经营相对成功，高档的订单自己做，中档的订单外包，产品线延伸了，结果就是公司产能应用 100%，按照订单生产基本没有存货；公司差别化竞争优势明显，通过调整产品出口的贸易形式及优化产品结构，使一般贸易（国外品牌指定公司在国内采购面料辅料，期后公司进行设计。附加值较高）的出口占比提高，增加了产品的附加值，经营形势较好，产品订单同比增长。

南通当地存在很多服装加工厂，公司计划通过部分订单外包并输出人员进行管理来解决产能瓶颈问题。近期公司公告终止了 IPO 项目中的高档仿真面料生产线技术改造项目。

江苏北斗横空出世

1. 江苏北斗历史。2007 年 12 月，公司与星宇科技共同投资，设立江苏北斗科技有限公司，主要从事北斗卫星系统应用设备研发、制造、销售工作。江苏北斗科技有限公司注册资本 500 万元，其中江苏三友出资 375 万元（占 75%，而其国防科学技术大学机电工程与自动化学院在北斗科技享有 10% 的股东权益），星宇科技以技术作价出资 125 万元（由江苏三友列支技术受让现金 125 万元）。2008 年增资，江苏三友出资 1500 万元（维持 75% 持股），星宇科技以技术作价出资 500 万元（由江苏三友列支技术受让现金 500 万元），注册资本增加到 2000 万元。

2. 产品简介。江苏北斗主要研制开发 BDT-DW-01 北斗/GPS 双模同步系统装置与 BDT-1 北斗/GPS 双模授时站间时间同步设备（下面简称“北斗/GPS 双模授时系统”）。该产品的优势在于占据了一定技术垄断地位，该设备主要应用于运营商的基站中，使两套系统（GPS 和北斗）同时工作成为可能。一套系统工作，一套系统作为备份，如果信号差就自动切换到另一个系统，起到提高信号质量的作用。如果一个基站只有一个系统，就无法备份，没有信号基站相当于瘫痪。也就是说北斗/GPS 双模授时系统可以做到两个模块同时工作相互切换备份。

3. 导航定位系统产业链。中国的北斗卫星导航定位系统，是中国自行研制开发的区域性有源三维卫星定位与通信系统（CNSS），是继美国的全球定位系统（GPS）、俄罗斯的 GLONASS 之后第三个成熟的卫星导航系统。该系统由三颗（两颗工作卫星、一颗备用卫星）北斗定位卫星（北斗一号）、地面控制中心为主的地面部份、北斗用户终端三部分组成。北斗/GPS 双模授时系统其实是第二部分地面控制中心里面的一个关键设备，主要功能是做到时间同步，否则通话过程将都会出现掉话现象，未来的趋势则是替代 GPS。目前全球基本用 GPS，美国的 GPS 目前是无偿提供的，但也没有承诺永久开放。所以中国政府决定推进自己的卫星系统（也是出于国家安全的考虑），中国自主研制的北斗二号系列卫星 2009 年起进入组网高峰期，预计在 2015 年形成覆盖全球的卫星导航定位系统，“北斗”系统建成后，将使我国在卫星应用方面摆脱对国外卫星导航系统的依赖。根据“中国全球定位系统技术应用协会”统计及预测，我国 GPS 市场规模由 2000 年前

的 10 亿元左右发展到 2008 年 300 亿以上，增长了 30 倍以上，并预计 2010 年将达到 500 亿元产值，2004-2010 年复合增长率近 40%。意味着未来中国北斗替代美国 GPS 的市场空间巨大。

4.通过试验，等待招标

公司在 2008~2009 年 7 月分别公告了系列入网测试数据，实现了和 CDMA 设备厂商的配套，验证了北斗信号用于各运营商基站同步的可行性，表明公司产品基本符合要求。同时，也表明产业化在即，运营商的招标启动就是该产品进入商业化产业化的开始。而且，江苏北斗的专利在国内是最早的，技术基础来源于国防科技大学，先发优势比较明显，所以目前是性能最好的产品，断线率最低，在市场竞争中将会取得较好的市场份额。

表 1 系列试验或认证

时间	试验或认证单位	结果
2008 年 3 月 12 日	中国联通广西有关分公司	获得现网试验报告
2008 年 4 月 22 日	中华人民共和国工业和信息化部	收到《电信设备进网试用批文》；顺利完成了三个区域的现网试验
2008 年 8 月 12 日	联通公司	北斗用于 CDMA 无线同步的技术试验工作基本完成，北斗信号能够满足 CDMA 基站无线同步授时的要求
2009 年 7 月 3 日	江苏省经贸委	出具《新产品新技术鉴定验收证书》

资料来源：公司公告、海通证券研究所

美国 GPS 历史较长所以量化生产后成本较低，北斗双模单价将远高于一个 GPS 授时模块，所以在应用上推广上处于价格劣势位置上，但鉴于国家安全，我们认为国家将可能采取补贴的方式去推广应用北斗，将为北斗双模提供了政策支持。

盈利预测与投资建议。我们认为公司的主业相当平稳已经进入成熟期，未来难以有更多惊喜；2009 年三季度末账上现金余额高达 2.38 亿元，不排除未来投向新的项目（如北斗产业化进程加快需要扩大产能，不排除增资）；而可以肯定可以预期的是公司业绩增长点在其子公司江苏北斗，一旦运营商或者电网等单位启动招标，北斗/GPS 双模授时系统将进入产业化阶段并带来订单。所以我们认为可以密切跟踪江苏三友（近期股价表现较强主要和国内整个 TMT 板块连续走强有关）。暂时不考虑北斗/GPS 双模授时系统带来的业绩贡献，公司主业 2009-2011 年业绩将分别为 0.13、0.15 和 0.20 元。首次给予“增持”评级。

主要不确定因素。招标的不确定性。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

区志航：纺织服装行业分析师

重点研究上市公司：伟星股份、宜科科技、报喜鸟、七匹狼、美邦服饰、雅戈尔、金鹰股份、孚日股份、鲁泰 A、大杨创世、常山股份、东方市场、宜华木业、星期六、罗莱家纺、探路者、富安娜和江苏三友等。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。