

中银绒业（000982）：后期将得益于渠道拓展

中性（维持）

纺织服装行业

当前股价：12.45 元

报告日期：2010 年 3 月 12 日

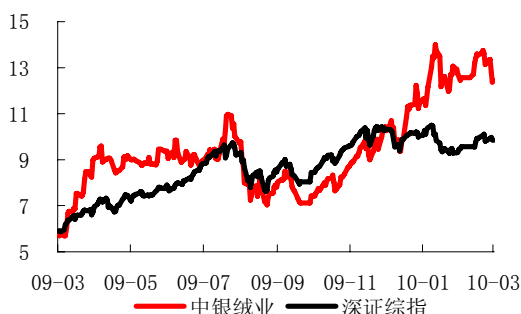
主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	746	765	881	968
(+/-)	91.6%	2.6%	15.2%	9.8%
营业利润	26	29	64	73
(+/-)	254.1%	9.2%	123.1%	12.9%
归属于母公司的净利润	36	39	44	50
(+/-)	-64.0%	9.6%	13.6%	12.1%
每股收益（元）	0.21	0.23	0.27	0.30
市盈率（倍）	59	53	47	41

公司基本情况（2009 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	16600/8600
流通市值（亿元）	10.99
每股净资产（元）	2.04
资产负债率（%）	79.05

股价表现（最近一年）



分析师—天相纺织服装组

010-66045573 sunyu@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2009年，公司实现营业收入7.7亿元，同比增长2.6%；营业利润2864.3万元，同比增长9.2%；归属母公司净利润3898.2万元，同比增长9.6%；摊薄后每股收益0.23元。
- **利润大幅增长。**公司主要从事羊绒类产品的生产及销售。09年公司业绩大幅提升，利润总额达到5934万元，上年同期为2564万元，这主要得益于公司羊绒制品出口量的激增，其中出口羊绒衫由08年的57万件增长至110万件；另外，受益于政府的大额补助（09年政府补助3083万元，占利润总额的52%），公司营业外收入上涨是拉动利润增长的又一贡献点。
- **四季度进入销售旺季，公司经营稳健。**从原材料季节性产出和公司以往外销订单的订购特点来看，公司主营业务季节性明显，四季度进入销售旺季以来，实现营业收入2.9亿元，环比增长20.72%，同期产品综合毛利率环比增加7.29个百分点，至26.13%。但受费用大幅提升及后半年羊绒价格上涨的影响，公司四季度营业利润出现了下滑，仅为484万元，三季度为2140万元。
- **资产注入，期间费用提升。**由于09年原材料成本较上年同期有所下降，公司综合毛利率由16.02%增加至21.96%，其中，纱线毛利率涨幅最大，由16.2%上涨至25.73%，提升了9.53个百分点，另外，其他各项产品毛利率涨幅也均在3个百分点以上，共同拉动综合毛利率提升5.94个百分点。但同期费用率增长6.2个百分点，抵减了由毛利率提升带来的盈利增长，这主要是由于英国邓肯纱厂资产的注入，人员工资的增加，以及购入邓肯纱厂时所需的中介费用造成管理费用提升了4.24个百分点。
- **后期产能释放将有助于推动公司业绩增长。**报告期内，英国邓肯纱厂资产顺利完成交割，公司在羊绒产品的产能及品质上得到了提升；凭借邓肯纱厂原有的销售渠道及品牌效益，公司的海外销售渠道将被进一步拓展；同时，结合公司现有的自主品牌“Philosophie”，羊绒衫的内销市场份额也将逐步扩大。另外，公司与道森公司签订的关于未来四年购买羊绒制品协议，也为公司后期业绩增长给予一定的保证，预计每年将为公司带来约1500

万美元的收入和约1500万元人民币的毛利。此外，随着公司无毛绒二期及年产100万件羊绒衫改造在2010年投入生产，公司无毛绒和羊绒衫年新增产能将分别达到1100吨和150万件。

- **盈利预测预估值：**预计公司2010年和2011年的EPS分别为0.27元和0.30元，以最新收盘价12.45元计算，对应的动态市盈率分别为47倍和41倍，作为出口制造型企业，估值已偏高，维持“中性”的投资评级。
- **风险提示：**1) 对境外子公司管理难度加大的风险；2) 汇率波动的风险。

附表： 中银绒业盈利预测（万元）

报告期间	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	74,560	76,510	88,105	96,752
营业收入增长率	91.64%	2.61%	15.16%	9.82%
减：营业成本	62,615	59,709	68,219	74,070
综合毛利率	16.02%	21.96%	22.57%	23.44%
营业税金及附加	112	91	102	111
资产减值损失	200	-147	0	0
销售费用	1,115	1,983	1,938	2,322
销售费用率	1.50%	2.59%	2.20%	2.40%
管理费用	1,914	5,211	4,405	5,321
管理费用率	2.57%	6.81%	5.00%	5.50%
财务费用	5,990	6,807	7,048	7,643
财务费用率	8.03%	8.90%	8.00%	7.90%
期间费用合计	9,019	14,001	13,392	15,287
期间费用率	12.10%	18.30%	15.20%	15.80%
投资净收益	9	8	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
二、营业利润	2,623	2,864	6,391	7,285
营业利润率	3.52%	3.74%	7.25%	7.53%
加：营业外收入	248	3,133	500	500
减：营业外支出	307	64	70	70
其中：非流动资产处置净损失	15	-	-	-
三、利润总额	2,564	5,934	6,821	7,715
减：所得税费用	-650	2,028	2,387	2,700
四、净利润	3,214	3,906	4,434	5,015
净利润率	4.31%	5.10%	5.03%	5.18%
归属母公司净利润	3,558	3,898	4,429	5,010
归属母公司净利润增长率	-64.05%	9.58%	13.61%	13.12%
少数股东权益	-344	7	5	5
EPS (全面摊薄/元)	0.21	0.23	0.27	0.30

资料来源：公司年报、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：深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040
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