

丝绸出口龙头企业

嘉欣丝绸 (002404)

新股定价

2010年4月23日 星期五

消费品小组

张先萍

021-50586660-8633

zxp@longone.com.cn

服装及商贸行业

执业证书编号: S0630207110042

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

投资要点

- 公司为丝绸行业龙头企业,拥有产业链配套、客户渠道优势、产品定位高端盈利能力较强的优势。
- 丝绸行业为我国的传统优势行业。10年丝绸出口在外部需求回暖的情况下逐步复苏,而国内丝绸消费在消费升级的大背景下稳步增长。
- 募投项目分析:公司计划发行3350万股,募投资金3.41亿元用于产能扩张,预期11年后将逐步达产,公司的面料和成衣产能将会大幅增加,高档丝绸服装的占比将会提高,毛利率会有所上升。
- 盈利预测和估值:我们预期公司10/11年的收入分别为16.69亿/21.37亿元,分别增长16%/28%,归属于母公司净利润分别为7500万/1.08亿元,分别增长17.5%、43.1%,摊薄每股收益0.56元、0.81元。参考近期中小板上市公司和联发股份发行情况,我们建议询价区间14-16.8元(对应10年P/E25-30倍)。
- 风险因素:人民币升值的风险;国外经济波动的风险

盈利预测及市场重要数据	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1,510	1,439	1,669	2,137
增长率	-12.9%	-4.7%	16.0%	28.0%
营业利润(百万元)	82	97	118	169
增长率	-20.8%	18.9%	21.0%	43.1%
净利润(百万元)	55	64	75	108
增长率	-11.8%	15.7%	17.5%	43.1%
每股收益(元)	0.55	0.64	0.56	0.81

1. 公司竞争力分析

1.1 公司基本情况

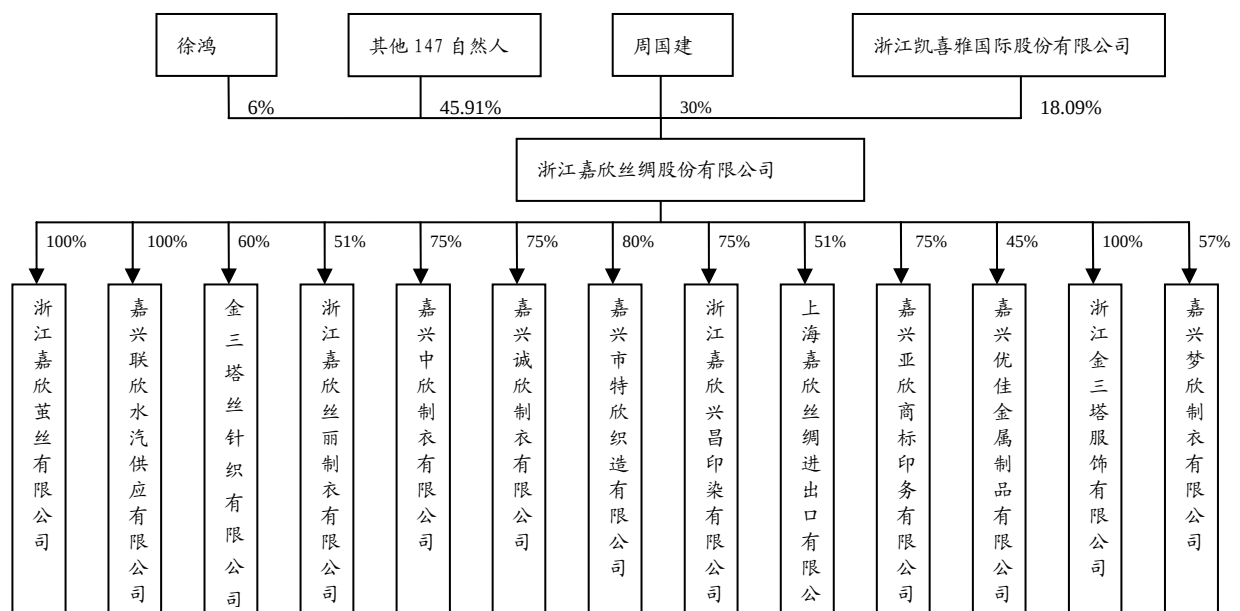
嘉兴丝绸成立于1999年，从事丝、绸、服装等产品的研发、生产和销售业务，是丝绸行业内的龙头企业。09年公司75%的产品销往国外。公司的控股股东和实际控制人为周国建先生。

表1. 公司在行业的排名情况

年度	相关行业的排名情况
2008	全国梭织丝绸服装出口收入第2 名
2008	母公司、金三塔丝针织分别为全国针织丝绸服装出口收入第7 名、第49 名
2007-2008	全国丝绸行业纺织服装销售收入第3 名
2004-2009	连续五年获全国丝绸行业竞争力前10 名

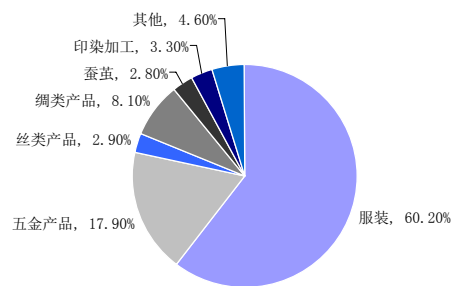
资料来源：招股说明书、东海证券研究所

图 1、公司股权结构



资料来源：招股说明书、东海证券研究所

图 2、公司收入的业务构成



资料来源：招股说明书、东海证券研究所

1.2 公司的竞争优势

产业链配套

公司已建立了从中档到高端、从生丝到丝绸服装的较为完整的产品系列，其中，服装出口额占公司出口总额的比例达到75%左右，主要销往欧美高端市场。公司具备较强的上下游一体化优势。

客户渠道优势

经过近20年的积累，公司拥有了一批稳定优质的客户资源。公司主要诱两类客户，一类是品牌终端经销商，此类客户占比超过70%；一类是中间商。目前公司与BCBG（美国）、ALAIN MANOUKIAN（法国）、MICHAEL KORS（美国）、DERHY（法国）、MAXSTUDIO（美国）、NICOLE MILLER（美国）、MASSIMO DUTTI（西班牙）、ZARA（西班牙）、MARC JACOBS（法国）等众多国际知名服装品牌经销商都建立了长期而稳定的合作关系。

产品高端、盈利能力较强

由于公司的服装终端客户多为欧美中高档品牌客户，公司中高档丝绸服装的工艺复杂，产品具有一定的差异性，因而公司的毛利率较高，高于丝绸行业平均水平近8个百分点，也高于同为丝绸类上市公司的新名科技。不过公司的期间费用率高于行业平均水平6个百分点，主要原因在于公司外协加工量较大，产生了较高的销售和管理费用。但随着新建产能的扩充，这部分费用将会减少。

表2. 08年行业公司财务数据比较

	行业平均	新民科技	嘉欣丝绸
毛利率（%）	9.35	10.26	17.31

销售费用率 (%)	1.09	2.47	3.99
管理费用率 (%)	2.95	2.47	5.5
财务费用率 (%)	1.72	2.55	2.33
净资产收益率 (%)	7.93	5.64	17.71
资产负债率 (%)	64.67	45.50	63.18

资料来源: CEIC、wind 资讯、招股说明书、东海证券研究所

2. 行业发展情况

丝绸行业是我国的传统优势行业。我国是丝绸的发源地,也是世界上最大的丝绸原料出口国。

出口情况逐步复苏。09年我国纺织服装行业的出口受到了国外需求下滑的冲击,不过在10月份后随着美国服装零售探至谷底起稳回升,目前的纺织品服装出口呈现复苏,其中丝绸产品的出口也在今年呈现增长之势。

国内丝绸消费出现升级之势。丝绸以其雍容华贵、飘逸轻柔的特征被称为“人体的第二肌肤”,国内丝绸行业的消费结构也出现了转变,转向了内衣、家纺及装饰品等消费领域。针织T恤、真丝涂层面料服装等已经进入高端品牌消费,而丝绸家纺、装饰用品、丝毛混纺、丝针织内衣等丝绸产品的出现,使得国内丝绸消费在消费升级的大背景下稳步增长。

图 3、丝绸出口逐步复苏

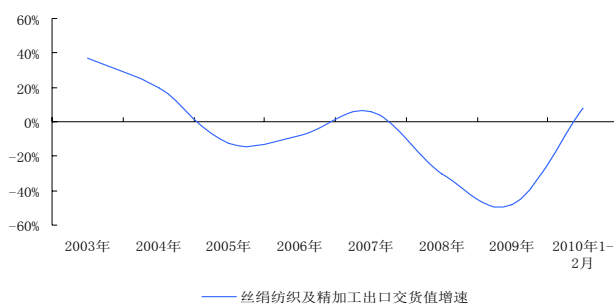
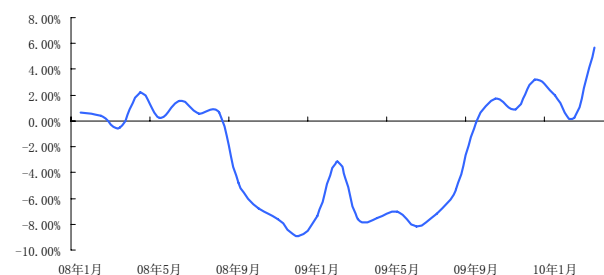


图 4、美国服装零售逐步回升



资料来源: CEIC、东海证券研究所

3. 盈利预测

募投项目分析: 公司计划发行 3350 万股 (发行前总股本 1 亿股, 占发行后总股本的 25%), 募投资金 3.41 亿元, 用于投资以下项目:

表3. 募投项目计划

序号	项目名称	投资金额 (万元)	建设期	预期年销售收入 (万元)	预期年净利润 (万元)
1	年产 600 吨天然纤维针织面料及 90 万件无缝针织内衣	9700	1 年	17350.43	2030.50
2	真丝宽幅面料及特种绣花装饰绸技改	9300	1 年	24888.89	1790.66
3	高档真丝梭织服装技术改造	6050	1 年	26709.40	1394.47
4	年产 110 万件高档丝针织服装	9052	1 年	10021.37	1872.12
	合计	34102		78970.09	7087.75

资料来源: 招股说明书, 东海证券研究所

募投项目主要是增加公司的产能, 缓解产能瓶颈, 此外, 公司的高档丝绸服装的销售比例将有所提升, 提升公司整体的盈利水平。

盈利预测:

我们预期公司 10/11 年的收入分别为 16.69 亿/21.37 亿元, 分别增长 16%/28%, 归属于母公司净利润分别为 7500 万/1.08 亿元, 分别增长 17.5%、43.1%, 摊薄每股收益 0.56 元、0.81 元。

利润表(百万元)	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	1510	1439	1669	2137
增长率	-12.9%	-4.7%	16.0%	28.0%
营业成本	1248	1155	1340	1714
营业成本/营业收入	82.7%	80.3%	80.3%	80.2%
营业税金及附加	3	3	3	4
销售费用	60	69	92	124
销售费用/营业收入	4.0%	4.8%	5.5%	5.8%
管理费用	83	96	112	128
管理费用/营业收入	5.5%	6.6%	6.7%	6.0%
财务费用	35	18	5	(1)
投资收益	5	(0)	0	0
资产减值及公允价值变动	3	1	1	1
其他收入	(6)	(2)	0	0
营业利润	82	97	118	169
增长率	-20.8%	18.9%	21.0%	43.1%
营业外净收支	4	4	0	0

利润总额	86	101	118	169
所得税费用	17	21	24	34
少数股东损益	13	16	19	27
归属于母公司净利润	55	64	75	108
增长率	-11.8%	15.7%	17.5%	43.1%

4. 估值

参考近期中小版上市公司和联发股份发行情况，我们建议询价区间14-16.8元（对应10年P/E25-30倍）。

5. 风险因素

人民币升值的风险；国外经济波动风险

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

张先萍: 纺织及轻工行业分析师, 东华大学服装工程学士、复旦大学经济学硕士, 法国 EDHEC 商学院交流学习一年, 三年行业工作经验

重点跟踪公司: 七匹狼, 报喜鸟, 美邦服饰, 鲁泰 A, 雅戈尔, 罗莱家纺, 伟星股份, 富安娜, 鄂武商, 合肥百货, 大厦股份

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122