

湘财证券研究所
纺织服装行业
吴晓宇

Tel: 021-68634518-8227

E-Mail: wxy2898@xcsc.com

刘正

Tel: 021-68634510-8078

E-Mail: lz2941@xcsc.com

股本结构:

发行股本(万股): 5,200

发行后总股本(万股): 20,800

股票价格:

合理价值区间(元): 7.8-9.1

建议询价区间(元): 7.7-9.0

发行情况

网下发行(万股): ≤1040

网下发行时间: 2010/09/27

网上发行(万股): ≥4160

网上发行时间: 2010/09/27

申购资金解冻日: 2010/09/30

主承销商: 财富里昂证券

投资要点

□ **世界知名户外品牌的核心面料供应商。**公司主要致力于起绒类面料、纬编羊毛面料以及运动型功能面料等高档织物的开发与生产,主要客户包括 Polartec (世界户外运动面料品牌知名度最高、市场份额最大的公司之一)、Icebreaker (世界知名新西兰纯羊毛户外品牌)、Callaway、Adidas 以及 Nike 等国际知名公司。

□ **三大核心竞争力: 精细化管理、高端客户资源优势以及强大的供应量控制能力。**公司是中国大陆首家通过 Bluesign (目前世界上标准最严格的纺织品环保标准之一) 认证的体系合作伙伴。此外,公司与 Icebreaker 合作的成衣身份识别系统于 2008 年 6 月投入使用,成为世界上首家采用该类系统的成衣供应商。公司面向全球 12 个知名户外运动和高尔夫球品牌商、6 个高端大众运动品牌商提供拥有自主知识产权的针织面料,相互间战略合作关系稳定。公司还建立了国内纺织行业首个布匹成品自动化立体物流仓库。该仓库与普通仓库相比,自动化仓库的使用率提高 12 倍,自动化程度、准确率、容量均大幅提高。

□ **募投项目达产将有效解决产能瓶颈问题。**公司目前具备年产织物面料 1200 万米、加工成衣 300 万件的生产能力。本次募投项目达产后,公司高档织物面料产能将增加至 1880 万米。产能瓶颈问题将得到有效解决,且对于稳定公司现有优质高端客户群的同时继续开发国际客户具有重要意义。

□ **盈利预测。**我们预计公司 10-12 年核心 EPS 分别为 0.26/0.30/0.38 元,结合同类公司估值比较,测算公司合理价值为 7.8-9.1 元。建议询价区间为 7.7-9.0 元

□ **风险提示。**客户集中风险;人民币升值风险。

公司盈利预测

单位: 万元	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	48,932	60,123	76,239	102,512
YoY		22.87%	26.81%	34.46%
核心净利润	4,382	5,418	6,280	7,866
YoY		23.64%	15.91%	25.25%
核心 EPS	0.21	0.26	0.30	0.38

数据来源: 湘财证券研究所

目录

一、公司概况.....	3
1.1 公司介绍.....	3
1.2 公司股本情况.....	3
二、公司核心竞争力.....	4
2.1 精细化管理.....	4
2.2 高端客户资源优势.....	4
2.3 强大的供应链控制能力.....	5
三、公司主营业务情况.....	5
四、财务分析.....	6
五、募投项目分析.....	7
六、盈利预测与估值.....	8
6.1 盈利预测.....	8
6.2 估值.....	8
七、风险提示.....	9
湘财证券投资评级体系.....	10
重要声明.....	10

图表目录

图表 1: 全球主要运动品牌按售价分类.....	4
图表 2: 公司向前五名客户销售统计.....	6
图表 3: 公司收入及核心净利润	
图表 4: 公司三项费用率逐年上升.....	7
图表 5: 公司盈利水平稳步提升	
图表 6: 公司偿债能力有所加强.....	7
表格 1: 公司本次发行前后股本情况.....	3
表格 2: 公司募投项目情况.....	7
表格 3: 公司盈利预测表.....	8
表格 4: 可比公司估值表.....	8

一、公司概况

1.1 公司介绍

公司主要致力于起绒类面料、纬编羊毛面料以及运动型功能面料等高档织物的开发与生产，主要客户包括 Polartec（世界户外运动面料品牌知名度最高、市场份额最大的公司之一）、Icebreaker（世界知名新西兰纯羊毛户外品牌）、Callaway、Adidas 以及 Nike 等国际知名公司。在高端双面绒产品方面，09 年 Polartec 近 30% 的产品供应来自公司；在纬编羊毛面料方面，09 年 Icebreaker 有 90% 以上的服饰产品由公司提供。稳定的客户关系，使公司得以按照订单化的方式安排采购、生产，高效控制生产成本。公司目前具备年产织物面料 1200 万米、加工成衣 300 万件的生产能力。本次募投项目达产后，公司高档织物面料产能将增加至 1880 万米。

1.2 公司股本情况

本次发行前总股本为 15,600 万股，本次发行股份为 5,200 万股，占发行总股本 25%。本次发行后，由于上海国骏投资有限公司为公司董事长兼总经理黄伟国先生独资控股，因此他仍为公司实际控制人。

表格 1：公司本次发行前后股本情况

股东名称	股权性质	发行前		发行后	
		持股数量（万股）	持股比例	持股数量（万股）	持股比例
一、有限售条件流通股		15,600.00	100.00%	15,600.00	75.00%
上海国骏投资有限公司	境内社会法人股	4,691.81	30.08%	4,691.81	22.56%
兼松纤维株式会社	外资股	3,912.00	25.08%	3,912.00	18.81%
株式会社日阪制作所	外资股	1,820.25	11.67%	1,820.25	8.75%
嘉乐进出口有限公司	外资股	1,563.94	10.03%	1,563.94	7.52%
天津泰达科技风险投资股份有限公司（国有股权）	境内国有法人股	1,171.50	7.51%	1,171.50	5.63%
上海约利商贸有限公司	境内社会法人股	1,062.00	6.81%	1,062.00	5.11%
厦门朴实投资顾问有限公司	境内社会法人股	1,050.00	6.73%	1,050.00	5.05%
上海裕复企业管理咨询有限公司	境内社会法人股	328.50	2.11%	328.50	1.58%
全国社会保障基金理事会				520.00	2.50%
二、本次发行流通股				5,200.00	25.00%
合计		15,600.00	100.00%	20,800.00	100.00%

资料来源：公司招股说明书

二、公司核心竞争力

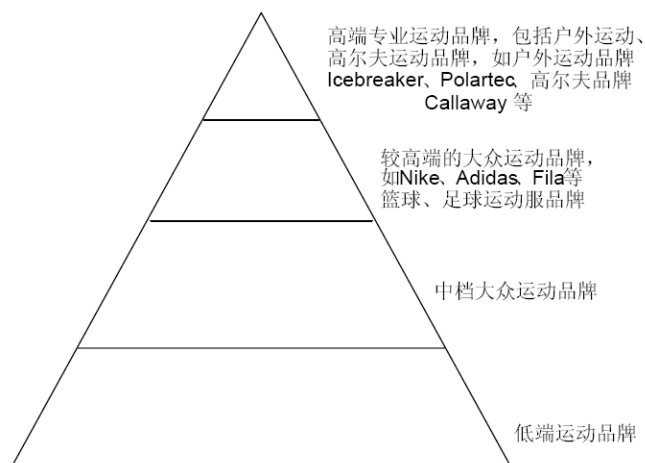
2.1 精细化管理

公司从计划的角度实行拉动式作业，努力实现生产环节零库存，并成为中国大陆首家通过Bluesign（目前世界上标准最严格的纺织品环保标准之一。3M公司、美国Nike公司、鲁道夫化工公司等众多跨行业的国际知名公司是该标准的共同制定者）认证的体系合作伙伴。公司的FTP 服务器和主要客户Polartec、Icebreaker 在约定的格式下自动进行各种数据交换，一方面公司及时得到了订单和出货指令，另一方面客户能进行产品检索，订单进程查询，以根据生产进度情况及时做出修改指令，克服了时差，语言交流等问题，大大提高了效率，降低了商务成本。此外，公司与Icebreaker 合作的成衣身份识别系统于2008 年6 月份投入使用，成为世界上首家采用该类系统的成衣供应商。该项目整合了从牧场到成衣商的供应链各个环节的信息，让最终消费者可以根据每件衣服上唯一的识别码查询到该衣服原料和生产商的所有信息（包括企业的环保、社会责任情况等）。

2.2 高端客户资源优势

目前，公司面向全球12 个知名户外运动和高尔夫球品牌商、6 个高端大众运动品牌商提供拥有自主知识产权的针织面料。因深度参与客户面料与成衣设计、与主要客户共享信息系统，公司与主要客户Polartec、Icebreaker、Kathmandu等公司形成了深度合作与相互依存的战略关系，这些企业在公司的采购量近年始终保持增长，并声明在公司产能保证的情况下未来保持持续增长。稳定的客户关系，使公司得以按照订单化的方式安排采购、生产，高效控制生产成本。此外，公司充分发挥综合管理优势，不仅为客户提供高档面料产品，还深度参与其面料设计、仓储配货等服务。作为面料制造商，公司与品牌商之间形成了一种稳定的战略合作关系。因此在当前金融危机的背景下，公司的经营波动依然较小。

图表 1：全球主要运动品牌按售价分类



资料来源：公司招股说明书

2.3 强大的供应链控制能力

针对零售商为避免滞货而不愿意多进货以减少物流成本的问题，公司积极扩展价值链，承担起零售商仓储和物流的职能。公司投资2,000余万元向世界一流的自动化仓储设备、系统集成商日本大福公司采购国际先进的自动仓库系统，建立了国内纺织行业首个高26米，储物能力8.4万立方米的布匹成品自动化立体物流仓库。该仓库出入库均实行全自动、数字化管理，所有货物按照出口地、产品类别等信息分类堆放，可以在极短的时间内检索到相应的货物并迅速出货。与普通仓库相比，自动化仓库的使用率提高12倍，自动化程度、准确率、容量均大幅提高。据初步测算，自动化仓库为企业节约仓库租借费用220万元/年、人工成本100万元/年。

三、公司主营业务情况

公司主要采取ODM的业务模式，95%以上产品出口，其面料产品包括三大类（起绒类面料、纬编羊毛面料以及运动型功能面料）1,000多个品种。公司生产模式包括自产和委托加工两种，不过由于公司目前生产能力已接近极限，尤其是加工成衣300万件的生产能力远远满足不了市场需求，因此公司将部分起绒类成衣和运动型功能成衣的缝制、绣印工序委托给其他工厂生产。2007年、2008年、2009年和2010年1-6月，成衣缝制外发委托加工占成衣总产量的比重分别为24%、25%、23%和41%。公司客户非常集中，2010年中期向前五名客户销售占总收入比重高达80.48%。

图表 2：公司向前五名客户销售统计

期间	主要产品类型	客户名称	销售金额（万元）	占营业收入比例（%）
2010 年 1-6 月	起绒类面料	Polartec	8,975.47	30.33
	纬编羊毛成衣	Icebreaker	8,040.82	27.17
	运动型功能成衣	Kathmandu	2,384.73	8.06
	运动型功能成衣	兼松纤维	2,300.33	7.77
	运动型功能成衣	SHIMAMURA CO.,LTD (株式会社岛村)	2,118.72	7.16
	合计		23,820.07	80.48
2009 年	纬编羊毛成衣	Icebreaker	18,641.63	38.10
	起绒类面料	Polartec	10,278.11	21.00
	运动型功能成衣	Kathmandu	3,671.85	7.50
	起绒类成衣	兼松纤维	2,421.91	4.95
	运动型功能成衣	兼松商社	2,323.07	4.75
	合计		37,336.57	76.30
2008 年	纬编羊毛成衣	Icebreaker	19,904.05	40.63
	起绒类面料	Polartec	13,703.84	27.97
	运动型功能成衣	兼松商社	3,352.54	6.84
	起绒类成衣	Kathmandu	3,151.65	6.43
	运动型功能成衣	Mitsubishi	1,706.27	3.48
	合计		41,818.36	85.36
2007 年	纬编羊毛成衣	香港嘉乐	12,959.34	34.07
	起绒类面料	Polartec	9,437.33	24.81
	运动型功能成衣	兼松商社	5,556.27	14.61
	起绒类成衣	Kathmandu	3,020.24	7.94
	纬编羊毛成衣	Icebreaker	1,249.47	3.28
	合计		32,222.64	84.71

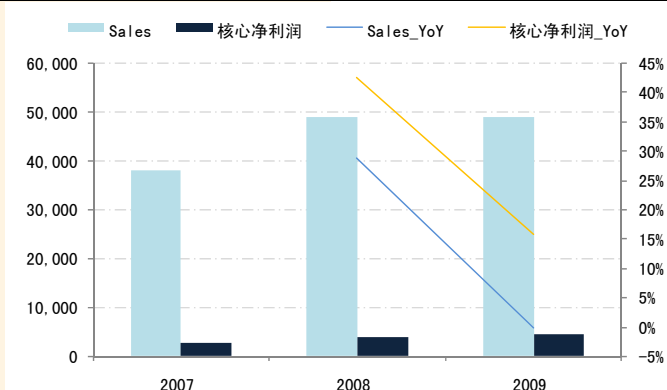
资料来源：公司招股说明书

四、财务分析

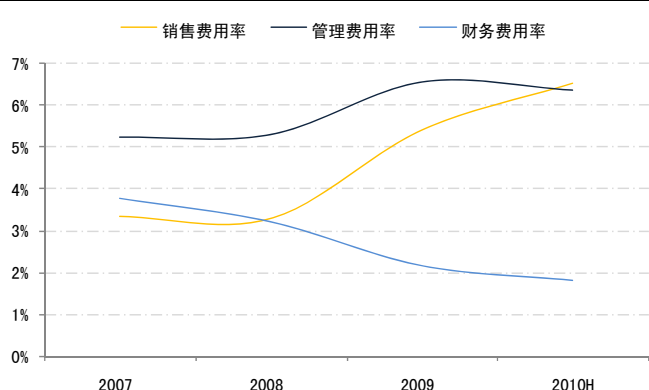
公司 2010 年中期收入同比增幅接近 30%主要系 09 年以来纺织服装行业逐步复苏带动行业景气度不断提升，其中公司通过在日本新设立子公司，推动运动型功能成衣在日本销量大幅提升以及加大了对 Polartec 的起绒类面料销售量都促使公司今年上半年业绩表现良好。公司 07-09 年收入增长主要系中高端运动休闲服装需求稳步增长以及产能和产能利用率有效提高。公司销售费用率有所上升是因为报告期内新设的日本子公司 SCT Japan 自 09 年 6 月开始营业以及加大对自有品牌建设的投入。管理费用率上升主要系管理人员薪酬上涨。09 年公司毛利率大幅上涨主要系国家出口退税率下降所致。公司负债主要以流动负债为主的主要原因是：为满足客户对产品的交货期要求，公司需大量采购原材料，流动资金占用较大。近年来公司通过增加长期银行借款来降低短期负债比率，财务结构得到一定优化。

图表 3: 公司收入及核心净利润

单位: 万元 图表 4: 公司三项费用率逐年上升



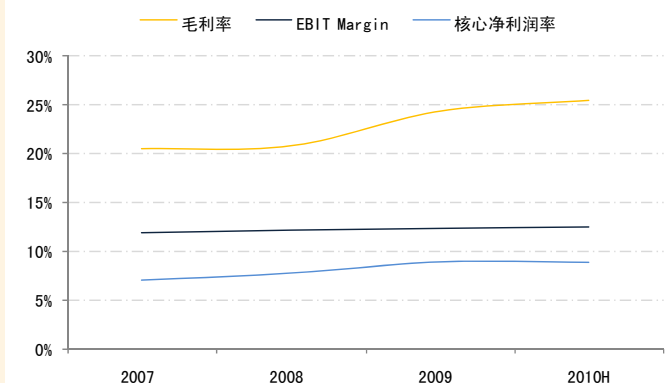
数据来源: 招股说明书, 湘财证券研究所



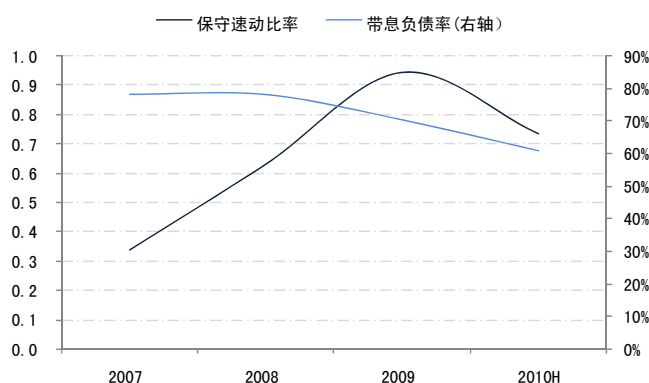
数据来源: 招股说明书, 湘财证券研究所

图表 5: 公司盈利水平稳步提升

图表 6: 公司偿债能力有所加强



数据来源: 招股说明书, 湘财证券研究所



数据来源: 招股说明书, 湘财证券研究所

五、募投项目分析

公司本次募集资金将投资于以下项目:

本次项目达产后, 公司产能瓶颈问题将得到有效解决, 且对于稳定公司现有优质高端客户群的同时继续开发国际客户具有重要意义。

表格 2: 公司募投项目情况

项目名称	预计总投资额	建设周期	年销售收入	利润总额	净利润	销售利润率 (税后)	投资回收期
高档织物面料生产技术改造项目	26,478	12 个月	27,185	5,546	4,160	15.30%	4.61 年

资料来源: 公司招股说明书

六、盈利预测与估值

6.1 盈利预测

根据公司募投项目建设安排以及未来平均单价在纬编羊毛面料及运动型功能面料的附加值的进一步提高下将有所上升，我们预计公司 10/11/12 年的核心 EPS 分别为 0.26/0.30/0.38 元。

表格 3：公司盈利预测表

单位：万元	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	48,932	60,123	76,239	102,512
YoY		22.87%	26.81%	34.46%
核心净利润	4,382	5,418	6,280	7,866
YoY		23.64%	15.91%	25.25%
核心 EPS	0.21	0.26	0.30	0.38

数据来源：湘财证券研究所

6.2 估值

根据可比公司的 PE，我们给予公司 30-35 倍的发行市盈率区间，对应的合理估值为 7.8-9.1 元，建议询价区间为 7.7-9.0 元。

表格 4：可比公司估值表

股票代码	股票简称	PE	
		2009	2010E
002193	山东如意	54	33
002042	华孚色纺	35	20
002070	众和股份	43	29
000726	鲁泰 A	16	13
002127	新民科技	64	33
002394	联发股份	30	26
平均		40	26

数据来源：湘财证券研究所

七、风险提示

客户集中风险；人民币升值风险。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。