

服装 II
中银绒业 (000982.SZ) / 13.80 元

中银绒业 10 年报业绩亮丽

事项

10 年公司实现营业收入 117,699.82 万元，同比增长 53.84%；归属于母公司的净利润为 7,676.89 万元，同比增长 96.93%。摊薄每股收益为 0.28 元；11 年 1 季度净利润同比增长 160%-200%。

主要观点

1、收入高于预期，净利润低于预期

公司收入高于预期，主要是羊绒纱收入高于预期，净利润低于我们预期，主要是我们预期的毛利率偏高，实际毛利率为 20.91%，而我们的预期毛利率为 24%。其中的偏差主要是预期的羊绒纱和羊绒衫毛利率偏高。10 年公司收入和净利润增长主要是来源于过去一年羊绒价格上升和销量增长，公司也如期迎来了业绩拐点。

11 年 1 季度净利润同比增长 160-200%，估计每股收益为 0.06-0.07 元。公司发展趋势基本符合我们的预期。1 季度业绩增长除了产品价格上升之外，公司纱线一般是年底接单，1-7 月份是交单期所以收入增加。

2、量增——两公司合并报表

因公司 2010 年度全年均纳入合并英国邓肯有限公司，新增 340 吨羊绒纱；10 年 1 月 29 日集团 360 吨羊绒纱资产过户到上市公司。所以 10 年公司羊绒纱产能扩大 700 吨。

11 年纱线接单量已超过产能。未来公司的纱线和羊绒衫需求量在不断的增加，促使公司通过定增提升原绒收购能力以及无毛绒加工库存能力。公司将投建多组份特种纤维高档纺织品纺纱技改项目，主要是 720 吨粗纺和 260 吨精纺纱线。项目建设期为 17 个月，估计将在 12 年 6 月建成投产；公司非公开增发的 5000 吨羊绒采购及初加工项目将于 11 年 5 月份建成投产，届时公司的原料采购和控制能力将进一步提升，公司的各项业务将获得进一步均衡和匹配。

3、价升——供应减少需求增加的结果

随着国内、国际羊绒市场的逐渐回暖，公司各类羊绒产品价格随之上涨，销售数量、销售额较上年度均有较大幅度提升，其中羊绒纱线的销售较上年增加 135.82%。我们在以往的报告中已经分析过羊绒涨价的因素主要来自供应减少和需求增加。并且认为增加供应的周期将在 3 年左右，未来两年羊绒价格继续上涨的可能性极大。目前羊绒价格维持稳步上升，折合成无毛绒价格为 90 万元/吨左右。

证券分析师：区志航
执业编号：S0850209050634
Tel：0755-82828559
Email：ouzhihang@hczq.com

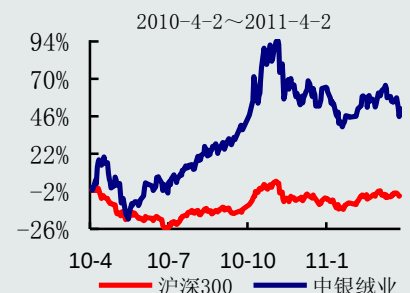
投资评级

投资评级：强推
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	27800
流通 A 股/B 股(万股)	12900/0
资产负债率(%)	80.89
每股净资产(元)	1.64
市盈率(倍)	49.97
市净率(倍)	8.41
12 个月内最高/最低价	19.45/10.23

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

- 《中银绒业跟踪报告：寒冬和资源属性催生高估值》 2010-10-25
- 《中银绒业中报点评：羊绒纱放量+羊绒涨价》 2010-08-31
- 《中银绒业调研跟踪报告：量增价升刺激业绩复合增长 30%以上》 2010-08-06
- 《中银绒业调研简报：垄断上游拓展下游提升竞争力》 2010-06-07

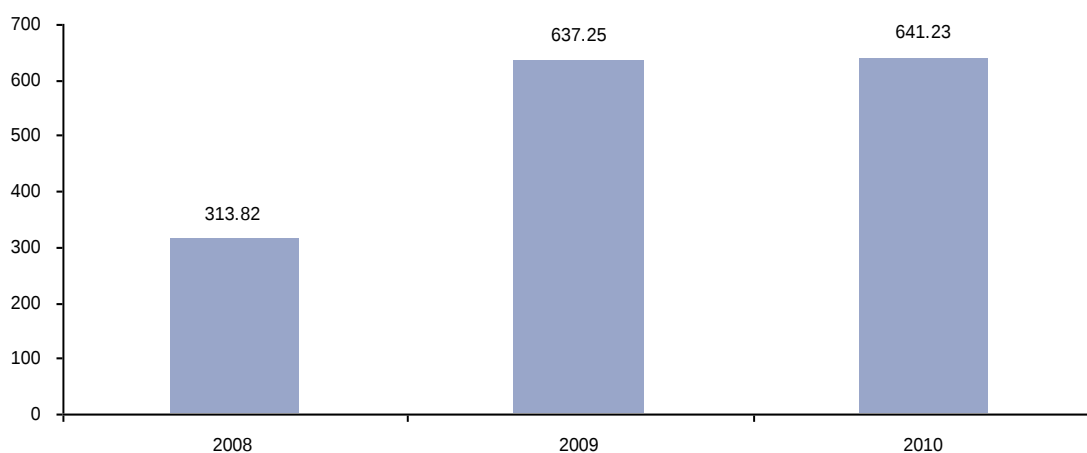
4、盈利预测和建议

我们依然看好公司垄断上游拓展下游的策略，公司在原绒采购上的控制力进一步加强，营销网络的铺开也将进一步提升公司羊绒衫的盈利能力。公司年底原材料库存为 6.41 亿元，同比略有增长，当然低价库存的故事基本结束，但仍可预期公司在原料控制上的决心和努力；10 年菲洛索菲品牌合计 37 家店，收入约 3000 多万元，基本达到盈亏平衡。根据谨慎原则，我们下调 11 年综合毛利率为 22%，下调 11-12 年每股收益为 0.52 和 0.86 元，未来依然是价升量增带来业绩增长，维持“强烈推荐”评级。

风险提示

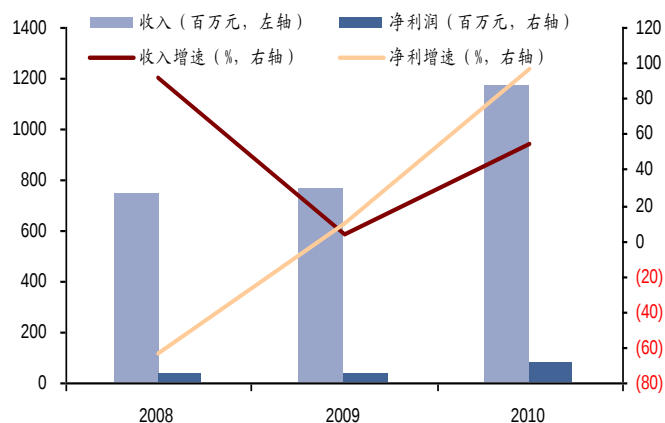
内销市场建设将带来较大的费用；羊绒价格的波动。

图表 1 原料库存维持高位（百万元）



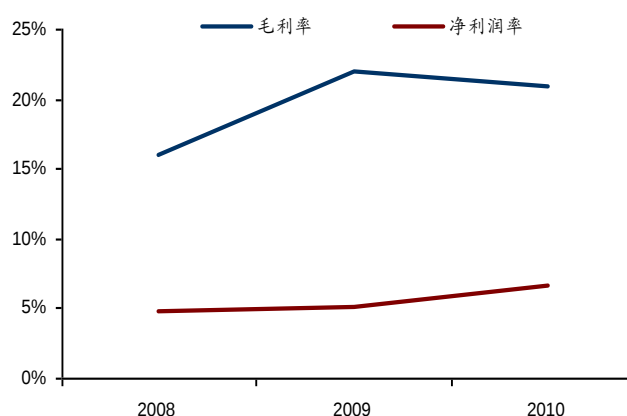
资料来源：华创证券

图表 2 10 年收入和净利润大幅提升



资料来源：华创证券

图表 3 盈利稳步提升



资料来源：华创证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1701	1635	2086	2597
现金	105	322	686	1161
应收账款	331	260	275	289
其它应收款	24	21	21	22
预付账款	59	92	80	77
存货	1181	938	1021	1047
其他	2	1	2	2
非流动资产	524	489	456	429
长期投资	1	1	1	1
固定资产	425	389	353	317
无形资产	37	41	47	55
其他	60	57	55	56
资产总计	2224	2123	2542	3026
流动负债	1613	1331	1443	1564
短期借款	1307	1057	1126	1163
应付账款	209	119	144	158
其他	97	154	173	242
非流动负债	186	224	293	336
长期借款	160	212	277	318
其他	26	13	17	18
负债合计	1799	1555	1737	1900
少数股东权益	17	15	13	12
股本	249	332	332	332
资本公积金	129	46	46	46
留存收益	39	185	423	745
归属母公司股东权益	409	554	792	1114
负债和股东权益	2224	2123	2542	3026

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	15	479	280	446
净利润	75	143	237	320
折旧摊销	38	38	38	38
财务费用	83	40	45	45
投资损失	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-174	263	-42	42
其它	-6	-5	2	0
投资活动现金流	-287	-5	-7	-9
资本支出	287	0	0	0
长期投资	-0	0	0	0
其他	-1	-5	-7	-9
筹资活动现金流	262	-256	91	38
短期借款	292	-250	69	37
长期借款	7	52	65	41
普通股增加	83	83	0	0
资本公积增加	-83	-83	0	0
其他	-37	-59	-43	-40
现金净增加额	-19	218	364	474

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1177	1660	2367	3142
营业成本	931	1312	1846	2444
营业税金及附加	5	7	9	13
营业费用	49	76	107	141
管理费用	58	91	121	160
财务费用	83	40	45	45
资产减值损失	13	4	5	8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	38	130	234	332
营业外收入	44	50	50	50
营业外支出	2	5	5	5
利润总额	79	175	279	377
所得税	4	31	42	57
净利润	75	143	237	320
少数股东损益	-2	-2	-1	-2
归属母公司净利润	77	145	239	322
EBITDA	159	207	317	415
EPS（元）	0.28	0.52	0.86	1.16

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	53.8%	41.0%	42.6%	32.7%
营业利润	31.2%	245.5%	80.4%	41.7%
归属母公司净利润	96.9%	89.1%	64.3%	35.0%
获利能力				
毛利率	20.9%	21.0%	22.0%	22.2%
净利率	6.5%	8.7%	10.1%	10.3%
ROE	18.8%	26.2%	30.1%	28.9%
ROIC	6.3%	9.1%	15.4%	21.8%
偿债能力				
资产负债率	80.9%	73.2%	68.3%	62.8%
净负债比率	83.20%	82.35%	81.58%	78.94%
流动比率	1.05	1.23	1.45	1.66
速动比率	0.32	0.52	0.74	0.99
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.76	1.01	1.13
应收账款周转率	4	6	9	11
应付账款周转率	5.93	7.98	14.01	16.18
每股指标(元)				
每股收益	0.28	0.52	0.86	1.16
每股经营现金	0.05	1.44	0.84	1.34
每股净资产	1.23	1.67	2.39	3.36
估值比率				
P/E	49.29	26.54	16.05	11.90
P/B	8.41	8.27	5.78	4.11
EV/EBITDA	33	25	17	13

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801