

分析师： 雷玉 (8621)68751072 leiyu@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490511040005

联系人： 雷玉 (8621)68751072 leiyu@cjsc.com.cn

毛利率大幅下滑，业绩略低于预期——众和股份中报点评

事件描述

众和股份发布 2011 年半年报，主要经营业绩如下： 2011 年上半年公司实现营业总收入 66,189.22 万元，比上年同期增长 27.73%；实现营业利润 4,485.16 万元，比上年同期略降了 8.08%；实现净利润 4,094.76 万元，比上年同期下降 9.44%；归属于母公司的净利润为 4,095.02 万元，比上年同期下降 9.49%，摊薄后每股收益为 0.1089 元。

主要观点如下：

1. 上半年销售收入同比增长 27.73%，归属母公司净利润略低于预期；
2. 期间费用率小幅下降，由于毛利率大幅下滑，致使净利率下降 2.54 个百分点；
3. 预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 13.71 亿、16.85 亿，每股收益分别为 0.262 元、0.344 元，对应 8 月 25 日收盘价的 PE 分别为 21.66、16.52 倍，给予“谨慎推荐”评级。

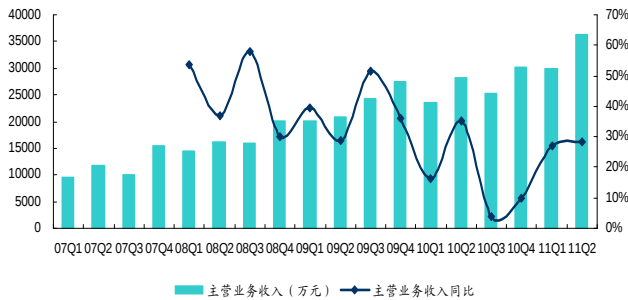
事件评论

第一， 上半年销售收入同比增长 27.73%，归属母公司净利润略低于预期

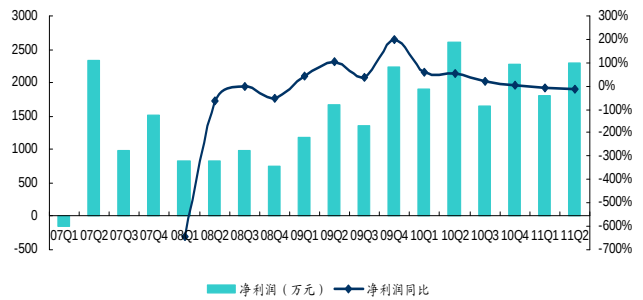
2011 年上半年公司实现营业收入 66,189.22 万元，比上年同期增长 27.73%，实现归属于母公司净利润 4,095.02 万元，比上年同期下降 9.49%，摊薄后每股收益为 0.1089 元。归属母公司净利润略低于市场预期。主要是让售部分储备的常规原材料。上半年经营订单增幅趋缓，剔除原材料让售部分后的营业收入比上年同期增长 16.45%。

从销售区域看，中国国内内需拉动、外贸出口加快恢复，公司境内、外销均取得较快增长，公司境外销售比例不断提高，且增长迅速。2011 年上半年，境外销售 13,483.82 万元，比上年同期增长 65.03%。

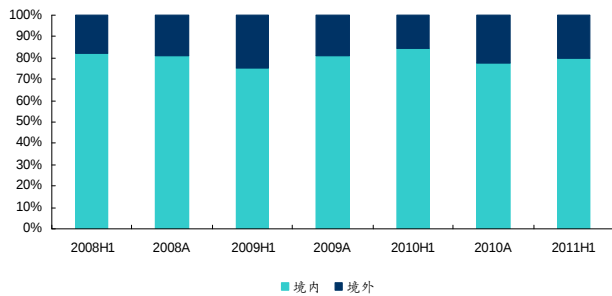
从业务上看，自营业务稳定发展，贸易业务增长迅速。2011 年上半年，自营业务销售 52,456.66 万元，比上年同期增长 25.18%，贸易业务销售 8,989.32 万元，比上年同期增长 174.28%。

图 1: 07Q1-11Q2 单季度营业收入 (万元) 及同比增速


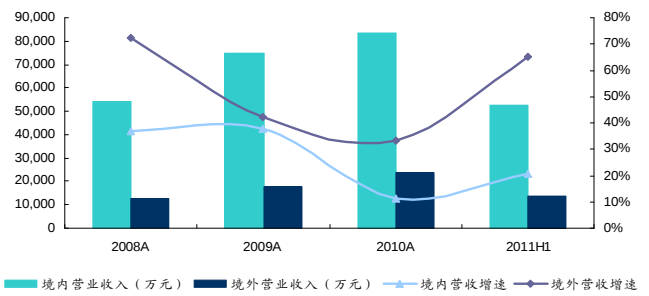
资料来源: 公司报告, 长江证券研究部

图 2: 07Q1-11Q2 单季度净利润 (万元) 及同比增速


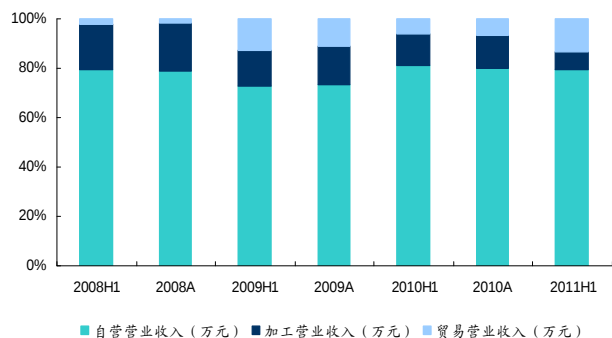
资料来源: 公司报告, 长江证券研究部

图 3: 境外销售比例不断提高


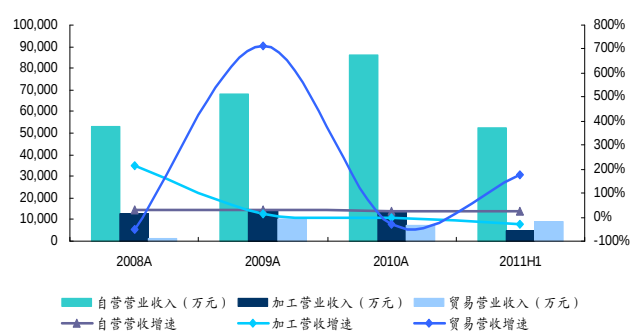
资料来源: 公司报告, 长江证券研究部

图 4: 境外销售增长迅速


资料来源: 公司报告, 长江证券研究部

图 5: 贸易业务比重不断增大


资料来源: 公司报告, 长江证券研究部

图 6: 贸易业务保持较好的增长


资料来源: 公司报告, 长江证券研究部

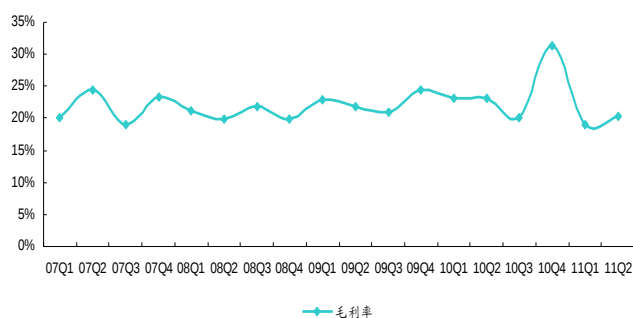
第二， 原材料价格大幅波动，导致毛利率上半年同比下降 3.42 个百分点，预计下半年或略上升

公司综合毛利率为 19.71%，同比下降 3.42 个百分点。主要是公司处于纺织产业链的中游，行业集中度低，不具备强的议价能力，2011 年原材料价格经历了过山车行情，大大增加了公司的成本控制难度及成本转嫁程度。另外，贸易毛

利率下降较快。

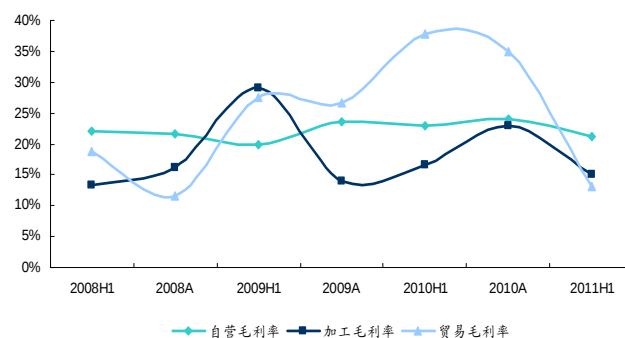
毛利率大幅下降，归属于母公司净利润减少 1,898.10 万元。未来，原材料价格相对稳定，毛利率可能小幅升高。

图 7: 07Q1-11Q2 公司单季度毛利率



资料来源：公司报告，长江证券研究部

图 8: 近几年公司分业务毛利率变化



资料来源：公司报告，长江证券研究部

第三，期间费用率小幅下降，由于毛利率大幅下滑，致使净利率下降 2.54 个百分点

2011 年上半年公司在稳步增长的同时，合理控制各种费用，总费用得到有效控制，期间费用率约为 11.97%，同比下降 0.78 个百分点。其中，管理费用比上年同期增长 44.01%，主要原因是母公司和子公司厦门华印上年同期研发支出是设立台账管理，分列费用与成本科目核算，本期将其统一列入管理费用，导致管理费用率的增加。

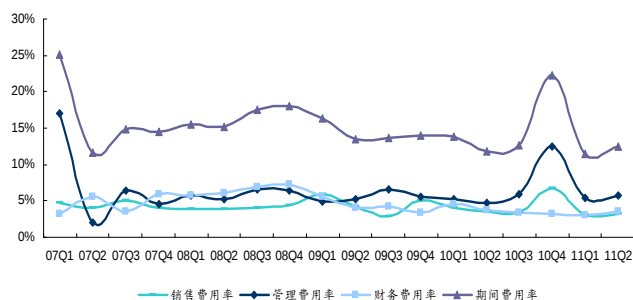
由于毛利率大幅下滑，净利率为 6.19%，同比下降 2.54 个百分点。

表 1: 公司期间费用率变动

	2010H	2011H	比上年增减	对净利润的贡献（万元）
销售费用率	3.73%	3.10%	-0.63%	349.40
管理费用率	4.93%	5.56%	0.63%	-349.47
财务费用率	4.10%	3.31%	-0.78%	436.06
期间费用率	12.76%	11.97%	-0.78%	436.06

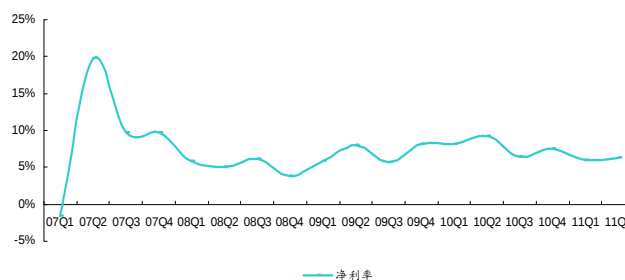
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 9: 07Q1-11Q2 公司单季度期间费用率



资料来源：公司报告，长江证券研究部

图 10: 07Q1-11Q2 公司单季度净利率



资料来源：公司报告，长江证券研究部

第四， 给予“谨慎推荐”评级

公司业务结构调整，除了收购厦门华印实现横向扩张外，还向产业链纵向延伸，收购品牌服装企业浙江雷奇。在增强印染主业的同时，向下游毛利率高的品牌服装企业渗透，不断增厚公司业绩，但是公司在零售业务这方面的经营管理能力有待进一步观察。

在国家宏观政策引导下，国家政策淘汰印染行业的落后产能，将为印染行业转变经济发展方式提供良好机遇，推动行业发展由资源数量型增长转向质量型增长，作为印染行业的龙头企业之一，公司也将面临更多的机会。同时，作为产业链的中游，面对原材料供应商和下游品牌商，议价能力较弱。因此，原材料、能源、人工等成本都将呈现上升趋势，这些因素都将增加企业运营风险。

表 2：公司主要业务营收及增速

	2008H1	2008A	2009H1	2009A	2010H1	2010A	2011H1
纺织印染							
营业收入（万元）	29,950.66	65,589.77	35,862.94	82,264.68	48,491.12	100,071.57	57,116.50
营收增速			19.74%	25.42%	35.21%	21.65%	17.79%
毛利率	20.35%	20.60%	21.46%	21.94%	22.09%	23.89%	20.63%
服装贸易							
营业收入（万元）	742.20	1,292.36	2,678.13	10,514.32	1,109.59	2,559.73	7,114.85
营收增速			260.84%	25.42%	-58.57%	21.65%	541.21%
毛利率	18.75%	11.61%	12.76%	6.30%	8.73%	6.81%	4.08%
品牌服装销售							
营业收入（万元）			2,508.58	5,095.07	2,167.87	4,594.45	1,874.47
营收增速					-13.58%	-9.83%	-13.53%
毛利率			43.48%	48.54%	52.73%	50.80%	47.90%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 13.71 亿、16.85 亿，每股收益分别为 0.262 元、0.344 元，对应 8 月 25 日收盘价的 PE 分别为 21.66、16.52 倍，给予“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1074	1371	1685	2006	货币资金	528	128	159	203
营业成本	809	1064	1308	1541	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	265	307	377	465	应收账款	158	197	244	166
% 营业收入	24.7%	22.4%	22.4%	23.2%	存货	448	581	714	841
营业税金及附加	3	4	5	6	预付账款	138	212	260	307
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	48	55	67	80	流动资产合计	1296	1153	1419	1532
% 营业收入	4.5%	4.0%	4.0%	4.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	78	103	126	150	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.3%	7.5%	7.5%	7.5%	长期股权投资	0	5	10	15
财务费用	39	24	22	23	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	3.7%	1.7%	1.3%	1.1%	固定资产合计	229	234	239	244
资产减值损失	7	4	3	-8	无形资产	33	33	32	32
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	5	5	5	5
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	13	1	0	0
营业利润	90	117	153	213	其他非流动资产	453	473	493	513
% 营业收入	8.4%	8.5%	9.1%	10.6%	资产总计	2028	1903	2199	2342
营业外收支	11	0	0	0	短期贷款	459	239	333	292
利润总额	101	117	153	213	应付款项	226	110	136	160
% 营业收入	9.4%	8.5%	9.1%	10.6%	预收账款	59	75	93	110
所得税费用	16	17	23	32	应付职工薪酬	10	26	33	38
净利润	84	99	130	181	应交税费	-1	0	0	0
归属于母公司所有者					其他流动负债	12	16	19	23
的净利润	84.6	98.6	129.3	180.1	流动负债合计	765	467	613	623
少数股东损益	0	1	1	1	长期借款	171	171	171	171
EPS (元/股)	0.22	0.26	0.34	0.48	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	20	20	20	20
经营活动现金流净额	6	-191	-20	202	负债合计	956	659	804	815
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1072	1170	1300	1480
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	-5	-5	-5	少数股东权益	0	1	2	3
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1072	1171	1301	1482
固定资产投资	-55	-34	-37	-40	负债及股东权益	2028	1830	2105	2297
其他	-10	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-64	-39	-42	-45		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.225	0.262	0.344	0.479
股权融资	419	0	0	0	BVPS	3.71	4.05	3.46	3.94
银行贷款增加 (减少)	-75	-219	93	-41	PE	25.25	21.66	16.52	11.85
筹资成本	39	-24	-22	-23	PEG	0.88	0.76	0.58	0.41
其他	-80	0	0	0	PB	1.53	1.40	1.64	1.44
筹资活动现金流净额	302	-243	71	-63	EV/EBITDA	12.57	14.26	12.01	8.83
现金净流量	245	-473	9	93	ROE	7.9%	8.4%	9.9%	12.2%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。