

鹿港科技 (601599.sh)

纺出毛纺行业的精彩

马涛 分析师

电话: 010-59136695

eMail: mt@gf.com.cn

执业编号: S0260511010001

毛纺纱线的行业龙头

公司为一家集产品研发、设计、生产与销售为一体,主要从事各类针织毛纺纱线以及高档精纺呢绒面料生产与销售的公司。仿羊绒纱线(腈纶以及腈纶与羊毛混纺纱线)的生产规模和产能都居行业前列,据公司测算2009年其仿羊绒纱线市场占有率达到11.59%。

行业格局变化为公司带来机遇

近几年来由于极端天气以及畜牧耕地减少,从而使得羊毛产量降低、价格不断攀升,仿羊绒纱线的市场不断扩大,并被越来越多的消费者所接受和认可。而毛纺行业新技术的发展也为行业带来了新活力,半精纺技术正是其中的代表,由于其产品风格的时尚性以及可选原料的广泛性,其产品的应用范围也不断扩大。与此同时,作为传统产业行业的集中度也不断提高,这也给行业中的龙头企业提供了巩固优势,做大做强的机遇。

传统行业的精耕细作者

虽然处于传统制造业,但公司通过多年在行业的精耕细作,凭借诸多优势已经成为行业的领先者。而成功登陆资本市场将为公司未来发展提供资金实力、品牌号召力等多方面的支持从而进一步增强公司的实力。

盈利预测与评级

我们预计公司2011-2013年EPS分别达到0.53元、0.78元和0.92元,对应当前价2011-2013年PE分别为21.5倍、14.6倍和12.4倍。基于公司未来募投项目带来的盈利增加和未来的长期成长性,我们给予公司2011年25倍PE,对应合理价值13.25元。

风险提示

经济持续低迷,外需疲软会直接影响公司销售状况。

上游原料的波动会对公司毛利率带来不确定影响。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1213.87	1558.47	1877.95	2450.73	2823.24
增长率(%)	4.37%	28.39%	20.50%	30.50%	15.20%
EBITDA(百万元)	113.38	172.95	212.73	285.31	340.58
净利润(百万元)	57.53	89.28	112.90	166.35	194.90
增长率(%)	8.32%	55.19%	26.45%	47.35%	17.16%
每股收益(元)	0.36	0.56	0.53	0.78	0.92
市盈率	0.00	0.00	23.38	15.87	13.54
市净率	0.00	0.00	2.54	2.19	1.88
EV/EBITDA	1.76	1.41	10.58	8.19	6.46

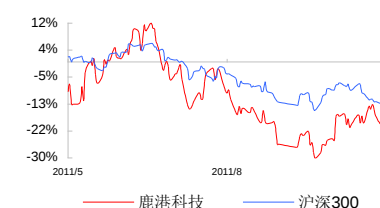
数据来源:江苏鹿港科技股份有限公司财务报告 广发证券发展研究中心

公司评级



当前价格	11.38
合理价值	13.25元
前次评级	无

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	9.11	-11.26	
沪深300	-3.71	-8.56	-18.23

股票数据

总股本/流通A股(百万股)	212/53
主要股东:	钱文龙
主要股东持股比例	22.79
流通A股比例	25.00%

财务比率

ROE	21.7904
ROA	8.6402
资产负债率	61.6021

2010 年报数据

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易,亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考,请务必阅读正文之后的免责声明。

本报告联系人: 袁立 020-87555888-8091 yuanli@gf.com.cn

目录索引

一、公司概况.....	3
1、主营业务：毛纺纱线行业龙头.....	3
2、公司股本情况.....	4
3、公司发展战略.....	5
二、行业情况.....	5
1、羊毛依赖进口，仿羊绒产品市场空间逐步扩大.....	5
2、半精纺-毛纺新技术带来行业新亮点.....	6
3、行业集中度逐步提升，强者愈强.....	7
三、公司竞争优势分析.....	8
1、品牌营销控制终端.....	8
2、创新设计能力.....	9
3、丰富产品线满足客户一站式采购需求.....	9
4、严格的质量控制，优异的产品质量.....	10
5、募投项目强化规模效应，优化产品结构.....	10
四、盈利预测及估值.....	11
五、风险提示.....	11

图表索引

图1：公司主要产品.....	3
图2：主要毛纺企业精纺呢绒产品收入对比.....	3
图3：2010年中期公司公司主营各产品占比.....	3
图4：公司主要收入和净利润情况.....	4
图5：公司仿羊绒纱线市场占有率.....	4
图6：公司股权结构情况.....	4
图7：04-10年全球羊毛产量.....	5
图8：04-11年澳毛价格走势.....	6
图9：04-11年国内腈纶价格走势.....	6
图10：半精纺工艺路线.....	6
图11：00-10年规模以上毛纺企业数量及增速.....	7
图12：公司终端营销模式.....	8
图13：08-10年公司品牌指定销售占比.....	8
图14：不同销售方式毛利率对比.....	8
图15：08-10年公司研发费用.....	9
图16：08-10年各产品毛利率情况.....	10
图17：08-10年各产品对综合毛利率的贡献.....	10
图18：08-10年半精纺产品销量.....	11
图19：2010年各产品销售占比.....	11

一、公司概况

1、主营业务：毛纺纱线行业龙头

公司为一家集产品研发、设计、生产与销售为一体，主要从事各类针织毛纺纱线以及高档精纺呢绒面料生产与销售的公司。其主导产品为“鹿港牌”精纺纱线（腈纶仿羊绒系列纱线、全羊绒纱、全毛纱、毛腈纱、混纺纱）及半精纺纱（全羊绒纱、丝羊绒纱、各种纤维混合纱）以及呢绒面料。

图1：公司主要产品：精纺纱线、半精纺纱线、精纺呢绒



数据来源：公司网站、广发证券发展研究中心

有别于目前上市的毛纺企业（山东如意、江苏阳光），公司虽然也有部分精纺呢绒但其规模和产能相比上述企业都较少，目前年产精纺呢绒大约300万米。而公司主营中主要产品是毛纱线，尤其以仿羊绒纱线（腈纶以及腈纶与羊毛混纺纱线）的生产规模和产能都居行业前列，据公司测算在2009年其仿羊绒纱线市场占有率达到11.59%。

图2：A股毛纺织企业精纺呢绒产品收入对比

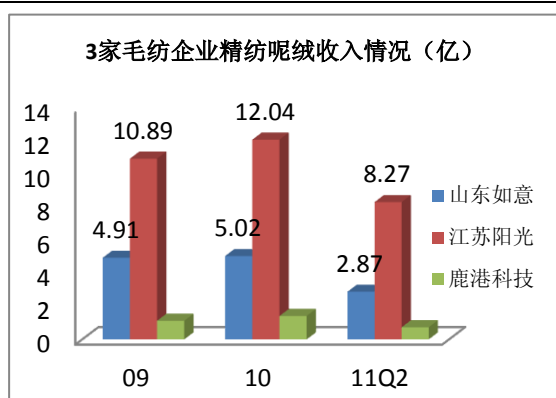
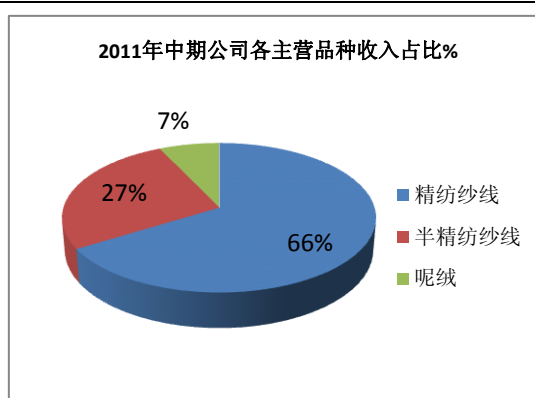


图3：2011Q2公司主营分品种占比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

从上述公司与其他毛纺上市公司对比中我们可以看到，公司真正的优势在于毛纺纱线的生产和制造，我们可以看到公司精纺纱线和半精纺纱线销售收入基本占据公司主营收入的90%以上，所以我们在对公司的研究中应该充分考虑公司主营产品与其他毛纺企业主营产品不同之处。而公司的毛纺纱线更多的下游应用是在针织毛衫的应用上，所以我们看到公司产品的客户包含很多休闲服饰的品牌客户（如ZARA、H&M、GAP、M&S等）。得益于公司在细分市场的专注，公司主要产品仿羊绒纱线的市场占有率保持稳步攀升的趋势，其主营收入和净利润也稳定上升。

图4：公司主营收入和净利润情况

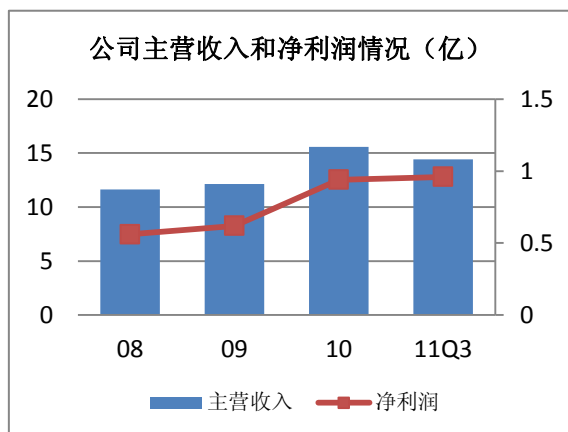
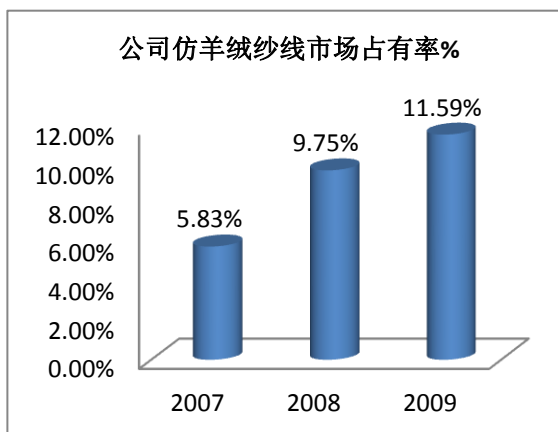


图5：公司仿羊绒纱线市场占有率

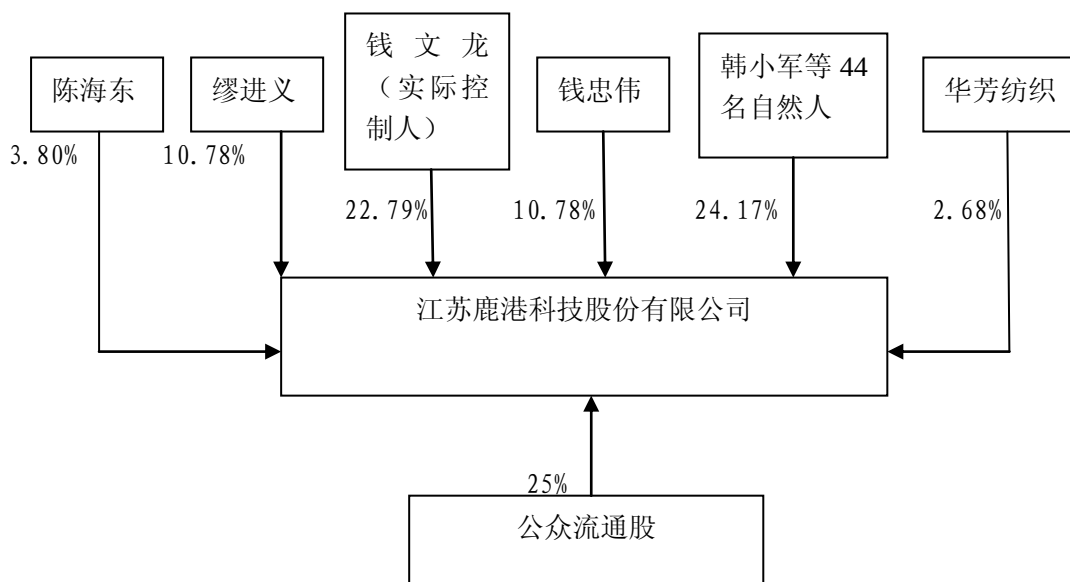


数据来源：Wind、公司招股说明书、广发证券发展研究中心

2、 公司股本情况

目前公司总股本为2.12亿股，其中1.59亿股为限售股，公司公开发行5300万股占发行后总股本的25%，其第一大股东为钱文龙（系公司董事长）持有公司22.79%的股份，公司十大股东中除华芳纺织（持有公司2.68%的股份）外其余均为原始自然人股东，而这些自然人均为公司高管或管理人员。按上市承诺前四大股东合计持有的公司48.15%的股份将于2014年5月27日流通，而其余24.17%的自然人股东持股以及华芳纺织持有的公司2.68%股份将于2012年5月28日流通。

图6：公司股权结构情况



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

从公司目前的股权结构我们可以看到公司实际控制人为公司董事长钱文龙，整个公司的管理团队合计持有公司72.32%的股份。由于公司股权高度集中，公司管理团队对公司拥有绝对的控制权，其利益与公司的利益高度统一，所以股东在经营管理中体现出更高的积极性，更强的责任心。同时由于股权集中也能有益于稳定公司的股权结构，从

而对上市公司管理层形成有效地监督和管理机制，也能根据公司情况进行合理的激励措施从而为公司未来长期稳定发展。

3、公司发展战略

通过我们的了解在未来发展上公司将借助上市的契机秉承“攻坚克难、务实创新”的核心价值观，未来2-3年，公司仍将以各类多种纤维混纺纱线（半精纺）、腈纶仿羊绒纱以及高档精纺呢绒面料的设计、生产和销售为主要经营方向。通过不断改革企业内部机制，增强企业持续发展的动力和活力；通过不断推进技术进步，努力提高装备水平，大力搞好新产品开发，增强企业核心竞争力，把公司建设成具有世界先进水平的企业，使公司产品档次、技术装备、产品质量达到国际一流水平。与此同时公司还将积极开拓国际市场，在巩固原有优势客户的基础上，通过不断的推出新品，以及贴近品牌设计从而保持产品的附加值，并获取更大的市场份额。

我们认为在短期内公司主营业务不会有大的变化，但公司会借助上市的契机（资本实力加强，品牌知名度提升）在巩固原有优势的基础上，通过规模化，产品创新，品牌知名度的进一步提升其市场占有率和盈利能力。

二、行业情况

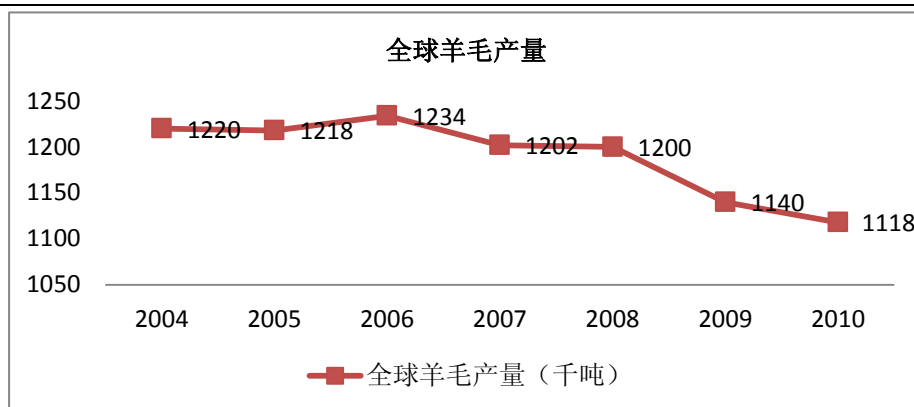
作为纺织行业的细分子行业也毛纺是相对于棉纺而言，主要是指把毛纤维加工成纱线的纺纱工艺过程。毛纤维以羊毛为主，也包括山羊绒、兔毛、马海毛、牦牛毛等特种动物毛。毛纺过程也可用于毛型化纤纯纺（涤纶、腈纶等）、混纺以及与其他天然纤维混纺。

1、原料依赖进口，仿羊绒产品市场空间逐渐扩大

伴随我国毛纺行业的快速发展，我国不但承接了全球毛纺织工业的产业转移，而且还为相关产业提供了广阔的市场。我国是世界最大的羊毛制品加工国和羊毛进口国。同时，国际发达国家如英国、意大利，诸多顶级水平厂家，由于劳动力成本高，正在进行新一轮的产业整合，逐步退出中低档产品生产领域，世界毛纺织工业中心也不断向东亚、东南亚转移，从而为我国毛纺织行业的发展提供了难得的历史机遇。

与此同时，我们也看到我国毛纺织业使用的羊毛60%以上依赖进口，全国呢绒年产量已达5亿米，但每年仍然要进口7,000万米高档呢绒。由于世界范围内的羊毛产量受制于多种因素的影响不断减少，这在一定程度上影响了毛纺业的发展。

图7：04-10年全球羊毛产量



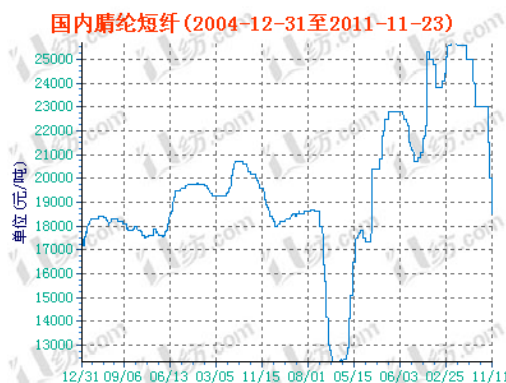
数据来源：日本纤维局、广发证券发展研究中心

由于羊毛产量的逐渐减少，其价格也不断上升。而另一方面由于合成纤维技术的快速发展，腈纶已经以其质轻保暖、染色鲜艳而坚固，酷似羊毛，故被称为是人造羊毛，在很多产品上很好地替代了羊毛，同时由于其价格远远低于羊毛因此作为仿羊绒的腈纶和毛腈混纺纱线被越来越多的消费者所接受。

图8：04-11年澳毛价格走势



图9：04-11年国内腈纶价格走势



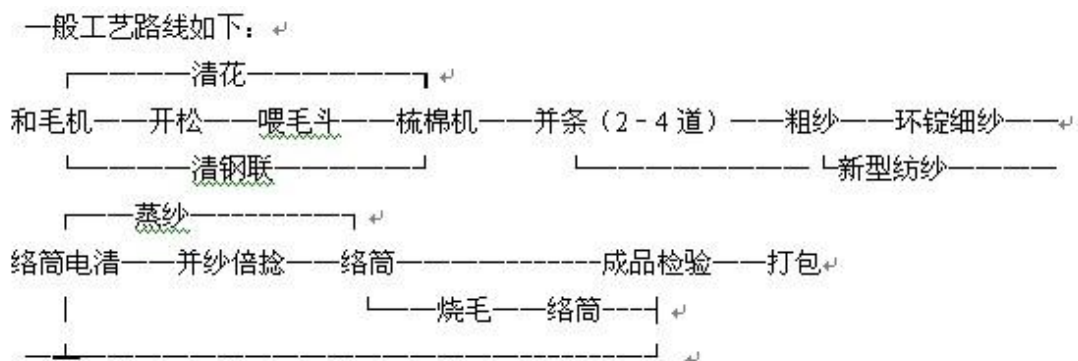
数据来源：第一纺织网、广发证券发展研究中心

从上述腈纶和澳毛的价格对比上我们可以看到腈纶的价格远远低于羊毛的价格，在未来羊毛由于诸多影响（产量、汇率等）价格仍将维持在较高位置的背景下，仿羊毛的纱线的市场空间将因其高性价比会得到进一步拓宽。而且从消费者的需求来看，传统的天然纤维品种，如羊绒、羊毛、棉、麻、丝等，就其单一品种而言。已经远远不能满足消费者对多样化的需求，多种纤维的混纺成为纺织产业时尚化的主流。

2、半精纺-毛纺新技术带来行业新亮点

半精纺是指它的产品介于精纺和粗纺之间，这是由它的设备配置和使用原料的特殊性决定的。在设备配置上，将棉纺技术与毛纺技术融为一体，形成了一种新型纺纱工艺。

图10：半精纺工艺路线图



数据来源：广发证券发展研究中心

从上面的工艺过程我们可以看出半精纺工艺跨越了毛、麻、丝、棉、化纤等传统行

业的界限，可以实现多种纤维成分的混合纺纱，而且依据所开发的产品性能将棉纺设备和毛纺设备进行有机结合，充分发挥各类纤维的潜质。其产品结构也异常丰富，外观新颖。同时半精纺还适合短纤维纺高支纱，尤其是多品种，多颜色混纺的创新型纺纱工艺。

原料适应性强：通过半精纺工艺只要长度25-55mm范围内的纺织纤维均可作为半精纺原料，并可根据产品的风格和要求将毛、绒、棉、丝、麻及各种化学纤维进行合理选配和混纺，其产品手感蓬松柔软、纤维混合均匀、色泽亮丽，特别适合针织产品生产。

流程短成本低：半精纺所用工艺流程仅为精纺工艺流程的一半，所以用工相对较少从而能比较快见效。

生产柔性化：半精纺工艺生产模式灵活，便于进行市场化运作，既能适用于单一产品的大规模生产，也能进行多品种、小批量加工，还可以进行多品种，大批量的混合生产，能极大配合目前下游服装市场要求产品多变，交货快的要求。

产品风格独特：由于半精纺纱线原料来源广泛，以其为原料的服装力学性能及外观、质感、舒适度等都有很大改善。其面料既有精纺织物的细腻、挺括、悬垂性好的特点，又有粗纺织物弹性好、绒毛丰厚的特点，其产品各个时节都可以选用。

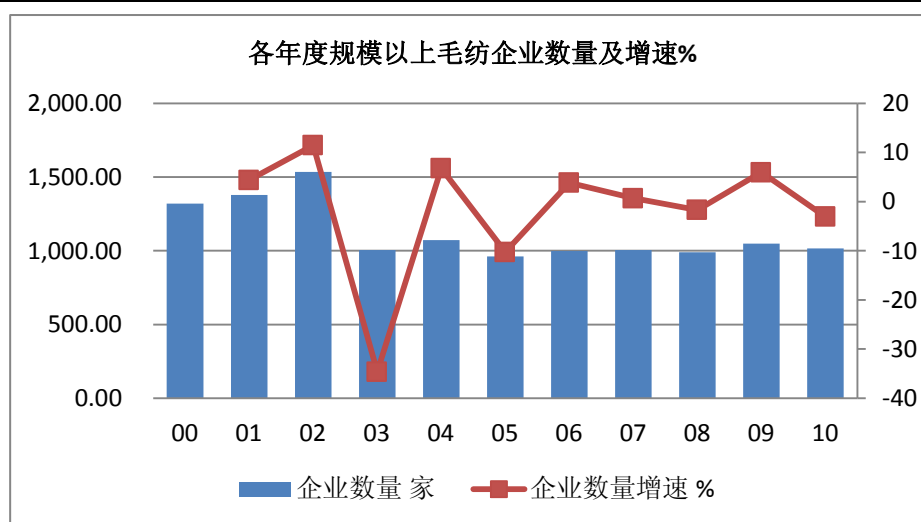
目前全国生产半精纺纱线的产能已超过50万锭，按照2009年我国全年毛纱线需求量65万吨，而半精纺每万锭纱线年产能可为1000吨左右（公司数据），我们可以测算出目前半精纺占全部毛纺纱线的产能仅为7.69%，伴随市场对半精纺产品的优势其产品的市场空间还存在很大机会。

3、行业集中度将逐步提升，强者愈强。

相比于棉纺行业由于产品属性不同，毛纺产品在技术上的难度最高，有“技术纺织”之称，具有明显的技术密集型特点；同时，毛纺产品生产工序多，周期长，原材料价格昂贵，设备水平要求高，具有明显的资金密集型特点；因此，能够生产高技术含量、高附加值的大中型毛纺织企业较少，绝大部分为中小企业，产品多集中在低端。

但伴随我国相关成本的不断提升，低附加值产品的竞争日趋激烈，不少企业在竞争中逐步被淘汰，从而促使订单向技术好、有实力的企业集聚，而这些企业也通过持续的，品牌、质量、创新、营销和服务等非价格竞争手段不断巩固市场份额并不断提升其企业实力，从而最终促使行业集中度逐步提升。

图11：00-10年规模以上毛纺企业数量及增速%



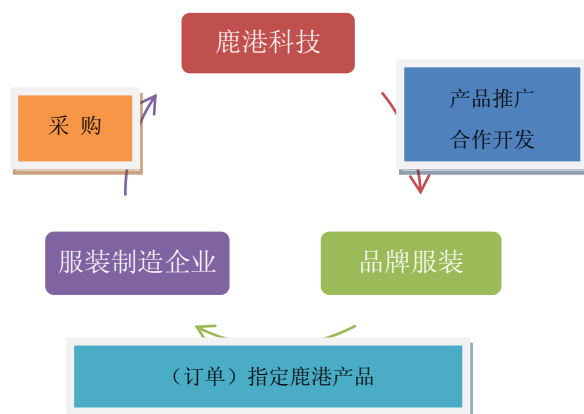
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

三、公司竞争优势分析

1、品牌营销控制终端

公司经过在行业中的多年耕耘，积累了一大批优质客户（纱线方面如：ZARA、GAP、H&M、M&S、NEXT、美邦等；面料方面如：HUGO BOSS、RALPH LARSEN、MARK&SPENCER等）。除了拥有优质客户，公司更重要的是积极进行品牌营销，公司会定期或不定期根据对流行的判断设计开发产品。并将这些产品推荐给品牌服装的设计师，再根据反馈形成系统的预测。品牌设计师选定公司产品后，由品牌服装企业直接下订单给服装OEM加工厂及面料生产商（这个订单中已经指定了选用那个公司的纱线）。然后面料生产商向鹿港进行采购。这一流程中，公司的重点营销对象并非下游客户，而是品牌服装企业，真正在纺织纱线这一工业产品上深深地烙上了流行的印记，成功的品牌营销使得公司确立了行业先机，行业其他公司无法比拟。

图12：公司终端营销模式



数据来源：广发证券发展研究中心

通过品牌营销公司很好的控制了终端，从而有效地确保了其市场份额，并在一定程度上摆脱了陷入价格战的竞争，保持了相对较高的毛利率。从下面的对比中我们可以看到通过品牌营销的产品毛利率在各个时期都高于直接销售的毛利率，而公司品牌营销的占比也一直处于相对稳定的水平，这也确保了公司稳定的盈利和发展。

图13：08-10年公司品牌指定销售占比%

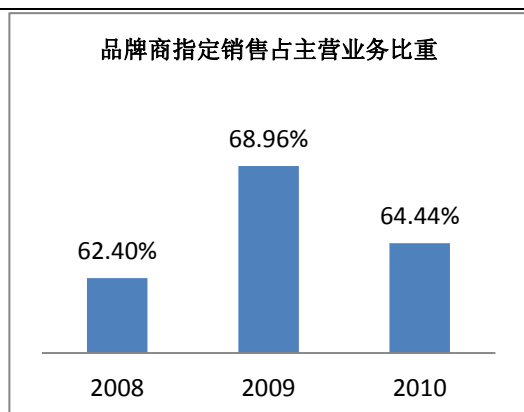
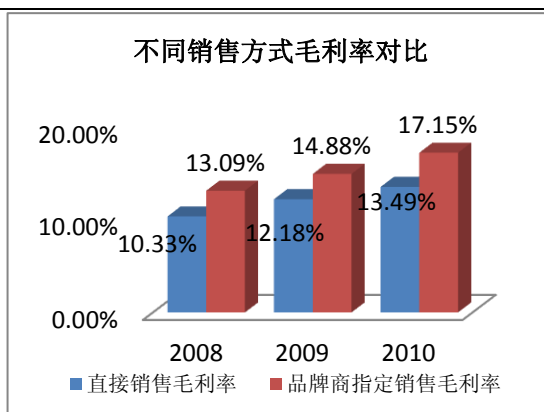


图14：不同销售方式毛利率对比



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

2、创新设计能力

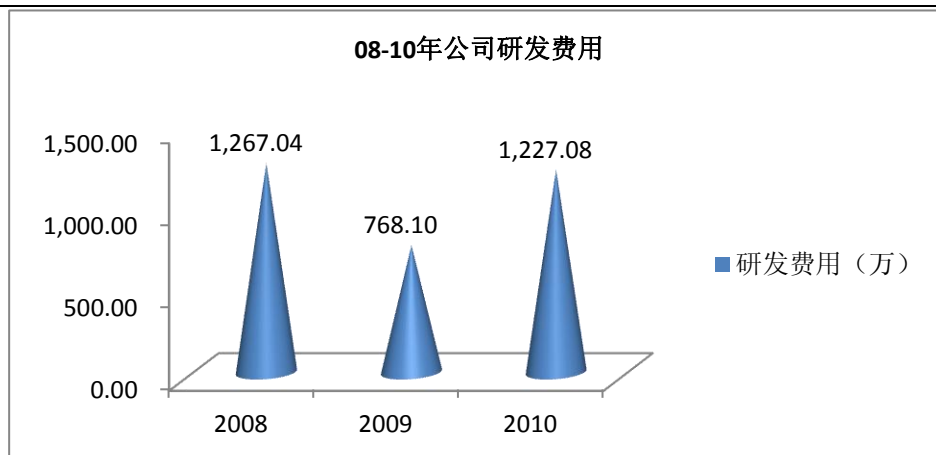
伴随服装行业越来越盛行的“快时尚”之风，作为其上游纺织品对于流行趋势的预测、研究及应用进而通过创新开发出新的产品、避免过度恶性竞争是提高纺织企业核心竞争力的关键环节。公司通过建立完善的产品自主研发机制，提升以市场为导向的创新能力，以此作为公司产品定位的切入点，实现了从“量的扩张”到“质的飞跃”。

公司连续多年参加世界顶级的服装面料展会以及各个国家的国际纺织博览会，不断收集、吸收最流行的时尚元素，同时公司还重金聘请意大利设计师进行品牌设计，从而确保公司不断向客户提供最新最时尚的产品。与此同时，公司还积极与相关研究机构 and 高等院校合作，不断拓宽公司的信息渠道和提升公司的研究实力，始终使公司保持旺盛的创新能力。

目前公司已经拥有22项专利（其中1项发明专利），尚有多项专利正在申请之中。

公司还拥有专业的技术开发部，由公司高管直接负责，可以针对客户的个性化需求进行专业的开发工作，使产品能够最大限度地满足客户的需求，避免出现大量重复、滞销的产品，缩短了产品生产、投放市场的周期，也为公司赢得了长期持久的客户。在研发费用方面公司也一直保持了比较高的投入，虽然有所波动但在传统制造业中也算比较高。

图15：08-10年公司研发费用



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

3、丰富的产品线满足客户一站式采购要求

现代服装越来越注重色彩的配搭，流行趋势的变化也是丰富多样，设计师在服装面料的选材上也不再仅仅局限于棉、毛、丝、麻等常规纤维。对于混合纤维面料、功能性纤维面料的应用也日渐广泛，往往一组订单所需要的色纺纱品种少则好几种，多则几十种。由于在色纺纱行业中，各企业间产品无通用性，无统一的产品标准，所以产品间的相互匹配在一定程度上影响着客户的选择。

公司不仅拥有毛纺纱线而且还有精纺呢绒产品，丰富的纱线产品系列包含了280S全羊绒、高支纯马海毛、羊驼毛亚麻混纺、羊毛羊绒绢丝混纺等高档系列、半精纺系列以及新型功能纤维环保系列。这些产品可以同时满足客户的多种需求，客户一站式采购的要求，从而大大减少客户原材料采购所需要花费的时间，以及由于不同原料供应商所带

来的差异导致的损失，为客户生产和争取订单提供了可靠的保证，从而增强客户对公司的依存度，进而提升企业竞争优势。

与此同时，公司也正积极力求从产品的供应商向服务商的转变，持续为客户提供从“色彩、纱线、面料到服装设计”的全程服务支持。

4、严格的质量控制，优异的产品质量

作为传统制造型企业，能否为客户提供持久可靠的高质量产品对于企业的发展至关重要，是否拥有一整套完善可行的质量监管体系也是衡量一家制造型企业是否具有核心竞争力的关键。公司对于产品制定了严格的质量考核标准，公司通过了ISO9001质量管理体系、ISO14001环境管理体系，通过欧洲环保纺织品OEKO-TEXStandard100标准认证等多重体系认证。公司产品生产严格执行GB、日本JIS、英国M&S、美国AATCC等质量标准，优等品率始终保持在99%以上，实现了产品的国际化、标准化和规范化

公司的质量检测共分三大中心，12个功能区，检测中心拥有世界领先的检测设备，通过层层质量把关从而实现从原料、半成品到成品的全程检测和控制，测试手段和控制标准达到或接近国际先进水平。依托公司严格的品质控制，公司在多年的经营中从未与客户发生过重大质量纠纷。

5、募投项目强化规模效益，提升产品结构

公司募投项目为多种纤维混合纺纱项目（实质为半精纺项目），募投项目投产后将新增半精纺3000吨/年，是目前半精纺产能的1.5倍。项目建设周期12个月，从目前了解的情况来看目前项目进展顺利，基建项目已经进入后续施工阶段。设备已经完成订购将于明年3月进场。

关于半精纺的行业前景及产品优势我们在前面行业分析中已经给予论述，为进一步印证项目的前景，我们也对目前公司半精纺项目的情况进行了梳理。

图16：08-10年各品种毛利率情况

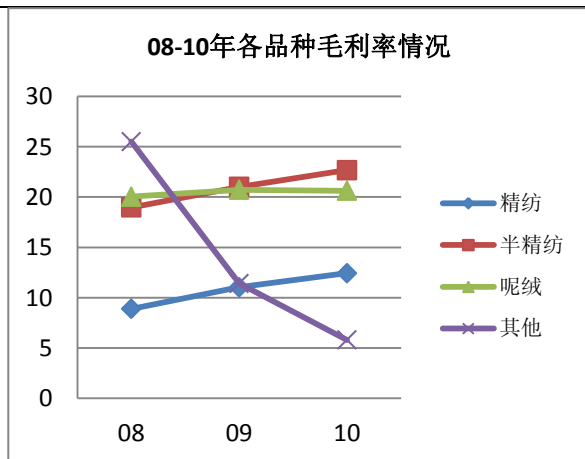
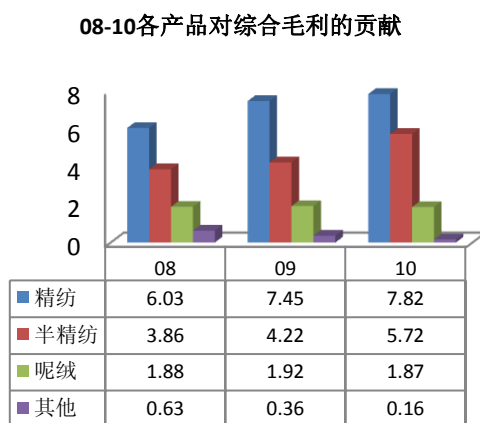


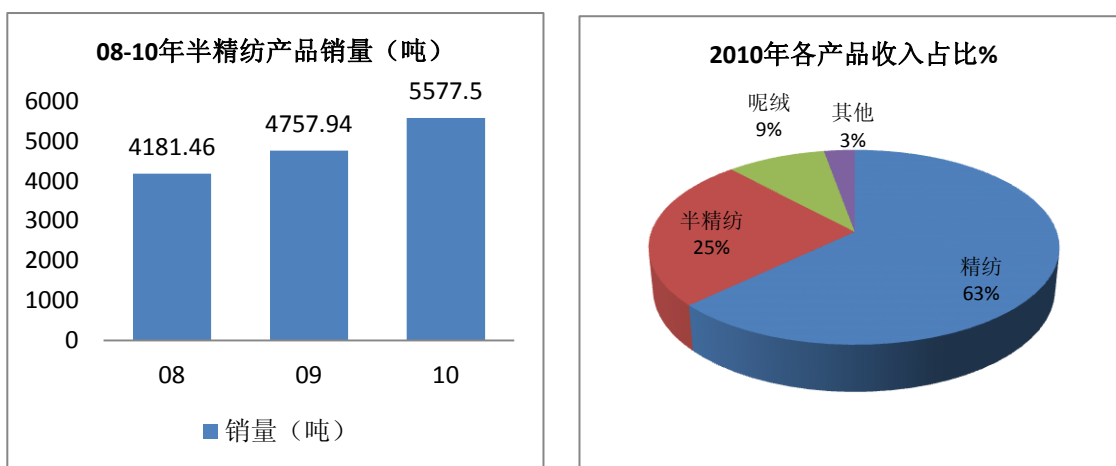
图17：08-10年各产品对综合毛利率的贡献



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图18：08-10年半精纺产品销量

图19：2010年各产品销售占比



数据来源：Wind、公司招股说明书、广发证券发展研究中心

从上面的数据我们可以看到从08-10年公司半精纺产品毛利率不仅保持较高水平，而且还一直处于上升趋势，其对于整个公司的综合毛利率的贡献也持续增长。与此同时公司半精纺产品销量远远大于其自有产能，通过我们的了解超出产能部分的产品公司主要是通过委外加工和贴牌生产得以完成，所以公司半精纺项目的投产将会缓解公司产能不足，并能通过规模效应进一步提升公司半精纺产品的毛利率，所以募投项目投产将进一步增强公司盈利能力。

四、盈利预测及估值

考虑公司作为细分行业龙头所具有的管理、规模、设备，营销渠道的优势，公司产品（仿羊毛纱、半精纺）具有的良好前景以及公司募投新建项目投产带来收入增长。我们预计公司2011-2013年EPS分别达到0.53元、0.78元和0.92元，对应当前价2011-2013年PE分别为21.5倍、14.6倍和12.4倍。基于公司未来募投项目带来的产能增加和未来的长期成长性，我们给予公司2011年市盈率25倍，对应合理价值13.25元，首次评级给予公司“买入”评级。

五、风险提示

- 1、经济持续低迷，外需疲软会直接影响公司销售状况。
- 2、上游原料的波动会对公司毛利率带来不确定影响。

资产负债表

单位：百万元

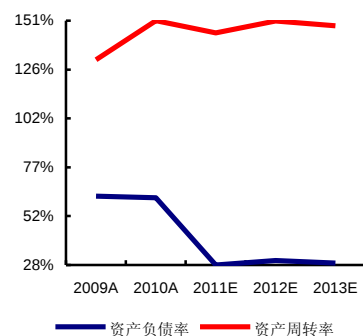
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	534	676	956	1,116	1,335
货币资金	97	139	404	318	455
应收及预付	154	160	219	306	327
存货	283	378	334	492	554
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	414	442	522	661	697
长期股权投资	27	27	27	27	27
固定资产	326	344	403	526	547
在建工程	14	22	30	29	34
无形资产	45	48	62	79	90
其他长期资产	3	2	0	0	0
资产总计	949	1,118	1,478	1,777	2,032
流动负债	581	674	396	518	568
短期借款	284	368	0	0	0
应付及预收	297	303	395	518	568
其他流动负债	0	2	2	0	0
非流动负债	12	15	15	15	15
长期借款	12	15	15	15	15
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	593	689	411	533	583
股本	159	159	212	212	212
资本公积	74	74	539	539	539
留存收益	107	177	290	456	651
归属母公司股东权益	340	410	1,041	1,207	1,402
少数股东权益	15	20	26	36	48
负债和股东权益	949	1,118	1,478	1,777	2,032

利润表

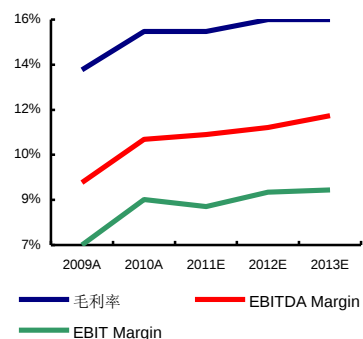
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1214	1558	1878	2451	2823
营业成本	1044	1316	1585	2056	2369
营业税金及附加	4	3	5	6	6
销售费用	36	47	59	75	87
管理费用	49	58	72	95	108
财务费用	21	25	14	1	1
资产减值损失	-2	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	-1	0	0
营业利润	62	111	143	218	252
营业外收入	23	9	8	9	9
营业外支出	4	0	2	2	2
利润总额	81	119	149	224	260
所得税	19	25	29	48	54
净利润	62	94	120	177	206
少数股东损益	4	5	7	10	11
归属母公司净利润	58	89	113	166	195
EBITDA	113	173	213	285	341
EPS (元)	0.36	0.56	0.53	0.78	0.92

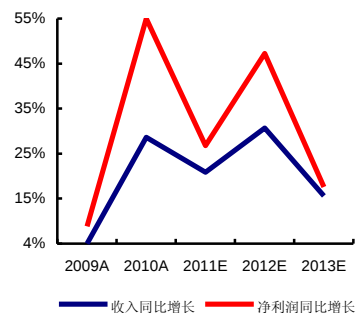
资产负债率趋势



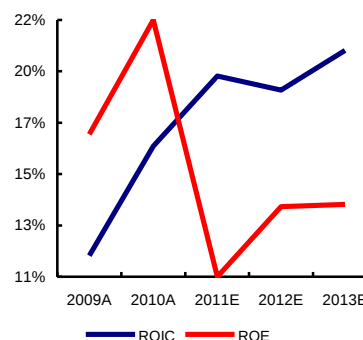
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

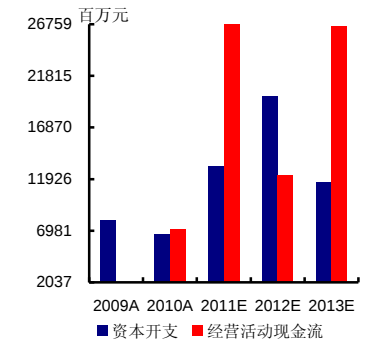
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	20	71	261	113	255
净利润	62	94	120	177	206
折旧摊销	33	39	56	66	87
营运资金变动	-80	-83	75	-124	-32
其它	6	21	10	-6	-6
投资活动现金流	-7	-66	-132	-198	-116
资本支出	-80	-66	-132	-198	-116
投资变动	0	0	-1	0	0
其他	73	0	0	0	0
筹资活动现金流	-16	44	137	-1	-1
银行借款	500	565	-368	0	0
债券融资	-491	-478	0	0	0
股权融资	0	0	518	0	0
其他	-25	-43	-14	-1	-1
现金净增加额	-2	49	265	-86	137
期初现金余额	97	97	139	404	318
期末现金余额	95	146	404	318	455

主要财务比率

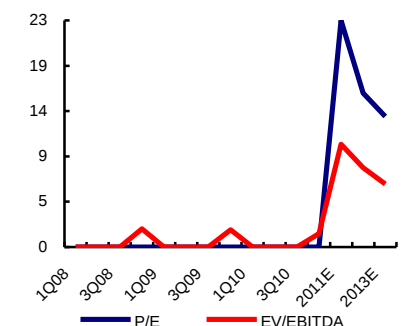
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	4.4%	28.4%	20.5%	30.5%	15.2%
营业利润	33.7%	78.6%	29.1%	52.6%	15.9%
归属于母公司净利润	8.3%	55.2%	26.5%	47.3%	17.2%
获利能力					
毛利率	14.0%	15.6%	15.6%	16.1%	16.1%
净利率	5.1%	6.0%	6.4%	7.2%	7.3%
ROE	16.9%	21.8%	10.8%	13.8%	13.9%
ROIC	11.7%	16.4%	19.4%	18.8%	20.5%
偿债能力					
资产负债率	62.5%	61.6%	27.8%	30.0%	28.7%
净负债比率	56.1%	56.9%	-36.4%	-24.3%	-30.3%
流动比率	0.92	1.00	2.41	2.15	2.35
速动比率	0.37	0.41	1.48	1.11	1.29
营运能力					
总资产周转率	1.31	1.51	1.45	1.51	1.48
应收账款周转率	11.78	14.55	15.41	13.73	14.53
存货周转率	3.90	3.98	4.75	4.18	4.28
每股指标 (元)					
每股收益	0.36	0.56	0.53	0.78	0.92
每股经营现金流	0.13	0.45	1.23	0.53	1.20
每股净资产	2.14	2.58	4.91	5.69	6.61
估值比率					
P/E	0.0	0.0	23.4	15.9	13.5
P/B	0.0	0.0	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	1.8	1.4	10.6	8.2	6.5

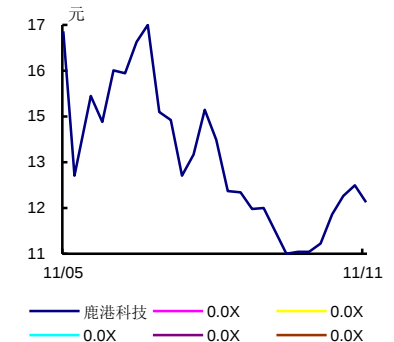
资本支出与经营活动现金流



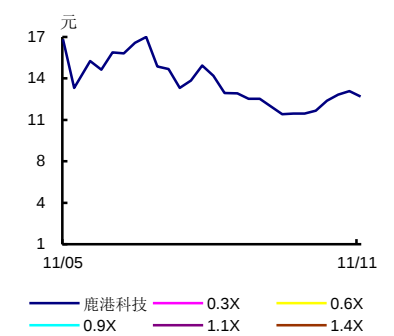
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发纺织服装行业研究小组

马涛，分析师，电子科技大学 MBA，3 年证券从业经历，2009 年进入广发证券发展研究中心。

林海，分析师，浙江大学经济学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

袁立，研究助理，上海财经大学 MBA，多年纺织企业工作经验，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：yuanli@gf.com.cn，电话：020-87555888-8091

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。