

冬天到了，春天还会远吗

推荐维持

投资逻辑：

- **2011 年，纺织业经历冬天。**2011 年，在原材料价格快速回落、生产成本持续上升、出口形势不佳等多重因素叠加作用下，纺织业景气持续下滑，用行业入冬来形容这种较为极端的情况并不为过。
- **2012 年，行业春天值得期待。**站着目前时点，我们对于未来的行业投资机会并不悲观，因为从行业成本端、需求端及宏观环境等诸方面看，2012 年行业有望迎来一个复苏的春天。

1) 成本端改善：我们判断，2011 年原材料价格暴涨暴跌的历史已经成为过去，2012 年棉花等原材料价格将呈现底部震荡的走势，这对于行业顺利完成去库存，生产经营活动步入正轨将起到积极作用。

2) 需求端重新企稳：原材料成本的下降有助于缓和终端服装定价过高对于需求的抑制作用，未来终端价格有望调整，而以量补价的形式更有利于行业下游需求量的改善。

3) 宏观环境趋于宽松：近期物价的回落及存准率的下调都在释放一个积极信号，即 2012 年宏观环境趋于宽松，经济形势的好转及信贷环境的改善有助于加速行业的复苏进程。

投资策略：

- **寻找冬日里的阳光。**我们认为，纺织大行业的不景气并不意味着完全没有投资价值，相反，在行业景气底部，寻找那些细分子行业相对景气度高，企业盈利增长好于市场预期，而又被大势拖累估值的投资标的，在行业转暖后，有望获得高于市场的投资回报。
- **纺织板块启动的催化剂：**1)棉价底部确认，出现趋势性反弹；2)欧美出口形势不佳的担忧有效缓解。
- **近期值得关注的积极信号：**人民币贬值。
- **风险提示：**欧债危机及欧美经济若进一步恶化，将对纺织业需求造成直接冲击，行业盈利预期也将更趋恶化。

纺织服装行业研究组

联系人：

李振亚

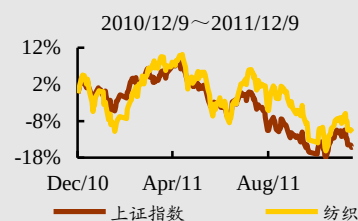
电话：021-51782239

Email: lizhenya@hysec.com

分析师：

郇彬 (S1180511050001)

市场表现



相关研究

- 1 《宏源证券 * 公司深度研究报告 * 鲁泰 A: 用黑色的眼睛寻找光明 * 000726 * 纺织服装行业 * 李振亚》，2011.11

目录

我们对 2012 年纺织行业投资价值的核心观点.....	4
一、2011 年回顾：多重负面因素叠加，行业景气逐步下行.....	5
负面因素 1：原材料价格快速回落	5
负面因素 2：劳动力及资金成本压力持续上升	5
负面因素 3：欧美需求不振	6
二、2012 年展望：最坏的时间正在过去，行业将逐步恢复常态化运营.....	6
改善因素 1：棉价经历一轮“过山车”，未来将逐步震荡企稳	6
改善因素 2：成本上升促进产业升级，资源向优势企业集中	9
改善因素 3：宏观环境趋于宽松，量价切换有望带来需求回升	10
三、投资建议：寻找冬日里的阳光.....	11
附：我们对 2012 年服装板块的观点：静候最佳买点.....	11

插图

图 1: 2011 年纺织业工业增加值增速显著回落.....	5
图 2: 2011 年纺织业收入、利润同比增速有所下滑.....	5
图 3: 2011 年原材料价格自高位快速回落 (元/吨).....	5
图 4: 2011 年纺织业库存继续呈较快增长态势.....	5
图 5: 2011 年我国纺织业劳动力成本继续快速上升.....	6
图 6: 2011 年纺织业融资成本进一步上升.....	6
图 7: 2011 年我国纺织品及服装出口增速受欧美需求影响明显放缓.....	6
图 8: 国内外棉花价格影响因素.....	7
图 9: 棉价暴跌、用工荒等问题将导致 2012 年棉花种植面积明显下降.....	7
图 10: 2006-2010 年我国棉花产值、成本、收益情况.....	8
图 11: 2010 年我国棉花成本构成.....	8
图 12: 2011 年每亩棉花总成本及产值预测.....	9
图 13: 近期国家放量收储改善当前市场悲观预期.....	9
图 14: 纺织业前十家企业销售收入增速与行业整体收入增速比较.....	10
图 15: 2011 年 11 月 CPI、PPI 开始显著回落.....	10
图 16: 2011 年 11 月衣着服装 CPI、PPI 开始回落.....	10
图 17: 当前纺织制造业整体估值水平接近历史底部区间.....	11
图 18: 公司分产品盈利预测.....	13
公司财务报表预测 (百万元)	14

我们对 2012 年纺织行业投资价值的核心观点

- **2011 年，纺织业经历冬天。**2011 年，在原材料价格快速回落、生产成本持续上升、出口形势不佳等多重因素叠加作用下，纺织业景气持续下滑，无论从成本端、需求端还是宏观环境，都在往不利于行业的方向发展，我们认为，用行业入冬来形容这种较为极端的情况并不为过。
- **2012 年，行业春天值得期待。**站着目前时点，我们对于未来的行业投资机会并不悲观，因为无论从行业成本端改善、需求端企稳还是宏观环境趋于宽松等方面看，当前极端恶劣的行业环境并不会持续太久，2012 年行业有望迎来一个复苏的春天。
 - ◆ **成本端改善：**我们判断，2011 年原材料价格暴涨暴跌的历史已经成为过去，2012 年棉花等原材料价格将呈现底部震荡的走势，这对于行业顺利完成去库存，生产经营等活动步入正轨将起到积极作用。
 - ◆ **需求端重新企稳：**原材料成本的下降有助于缓和终端服装定价过高对于需求的抑制作用，未来终端价格有望调整，而以量补价的形式更有利于行业下游需求量的改善。
 - ◆ **宏观环境趋于宽松：**近期物价的回落及存准率的下调都在释放一个积极信号，即 2012 年宏观环境趋于宽松，经济形势的好转及信贷环境的改善有助于加速行业的复苏进程。
- **投资策略：寻找冬日里的阳光。**
 - ◆ 我们认为，纺织大行业的不景气并不意味着完全没有投资价值，相反，在行业景气底部，寻找那些细分子行业相对景气度高，企业盈利增长好于市场预期，而又被大势拖累估值的投资标的，在行业转暖后，有望获得高于市场的投资回报。
 - ◆ **推荐标的：鲁泰 A。**1)公司所在中高端色织布行业到目前为止受出口下滑的影响并不明显；同时，棉价下滑对于行业的影响属于周期性扰动因素，2012 年该负面因素也将基本消化；2)公司具备优良的管理经营能力，抵御风险的能力强，未来业绩增长稳定，而当前较低的估值水平为投资公司提供了较好的介入时机。
- **纺织板块启动的催化剂：**1)棉价底部确认，出现趋势性反弹；2)欧美出口形势不佳的担忧有效缓解。
- **近期值得关注的积极信号：人民币贬值。**对于绝大部分产出品用于出口的纺织业而言，若人民币贬值成为一种趋势，将有助于改善行业的盈利水平，贬值因素值得我们近期重点关注。
- **风险提示：**欧债危机及欧美经济若进一步恶化，将对纺织业需求造成直接冲击，行业盈利预期也将更趋恶化。

一、2011 年回顾：多重负面因素叠加，行业景气逐步下行

- 2011 年，纺织业在原材料价格快速回落、劳动力及财务成本持续上升、出口形势不佳等多重因素影响下，行业景气度不断下行。

图 1：2011 年纺织业工业增加值增速显著回落



资料来源：WIND、宏源证券

图 2：2011 年纺织业收入、利润同比增速有所下滑

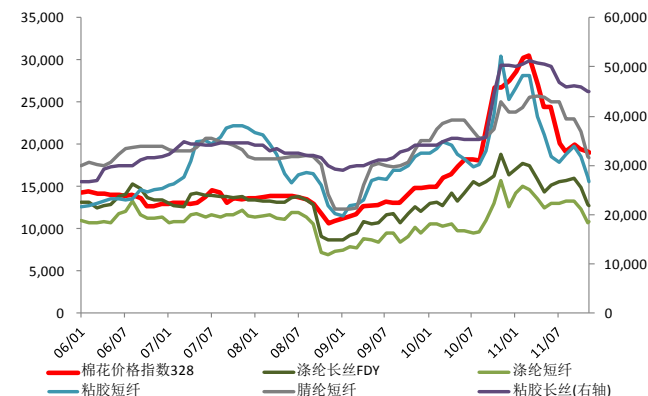


资料来源：WIND、宏源证券

负面因素 1：原材料价格快速回落

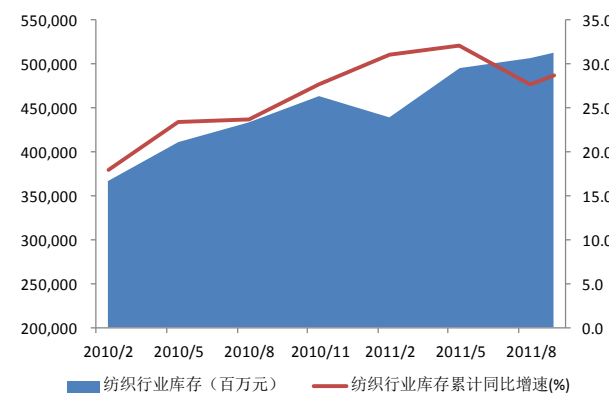
- 棉花及其他化纤原材料价格大幅波动，并从年初高点快速回落，导致纺织产业链上下游企业生产经营活动受到明显影响：
 - ◆ 一方面，原材料成本的大幅波动增加了纺织企业的经营风险；
 - ◆ 另一方面，下游客户的观望情绪也对订单造成冲击，业态环境整体趋于恶化。

图 3：2011 年原材料价格自高位快速回落（元/吨）



资料来源：WIND、宏源证券

图 4：2011 年纺织业库存继续呈较快增长态势

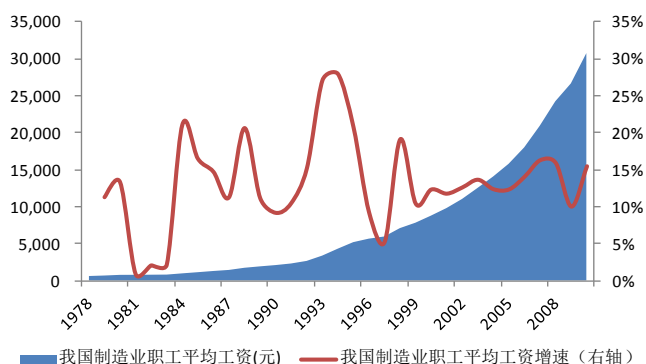


资料来源：CEIC、宏源证券

负面因素 2：劳动力及资金成本压力持续上升

- 2011 年，招工难及融资难的问题持续影响着 2011 年纺织业的盈利水平。

图 5：2011 年我国纺织业劳动力成本继续快速上升



资料来源：WIND、宏源证券

图 6：2011 年纺织业融资成本进一步上升

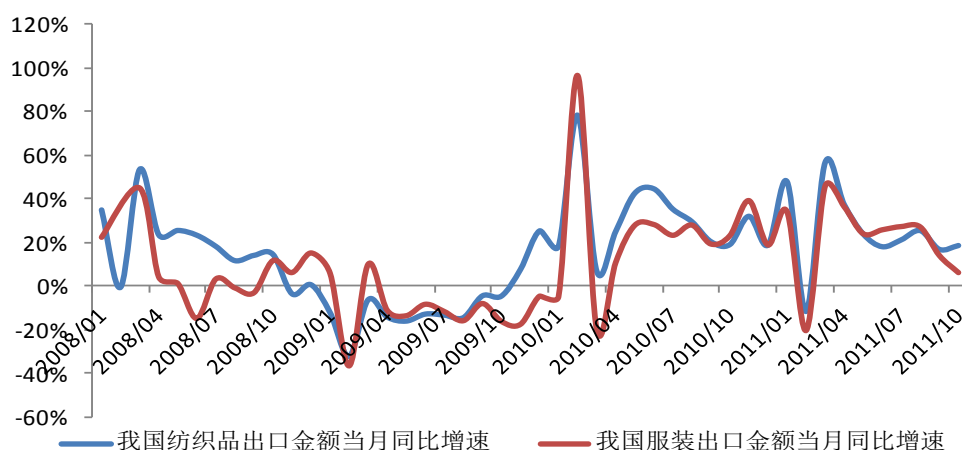


资料来源：WIND、宏源证券

负面因素 3：欧美需求不振

- 2011 年欧债危机呈现不断恶化的趋势，明显影响到了欧美客户的采购积极性，对出口依存度很高的纺织业构成直接影响。

图 7：2011 年我国纺织品及服装出口增速受欧美需求影响明显放缓



资料来源：WIND、宏源证券

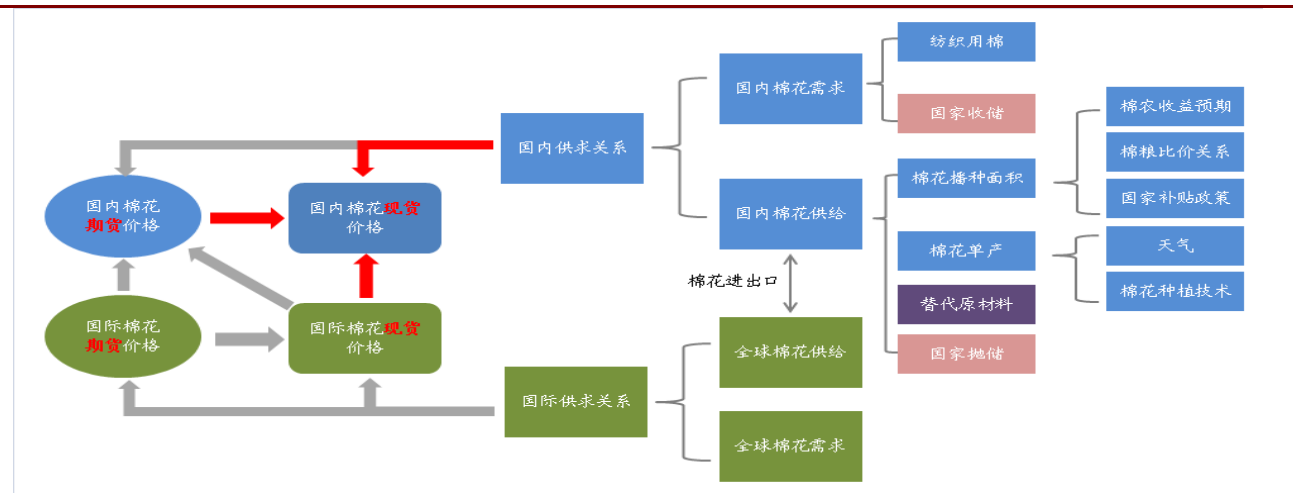
二、2012 年展望：最坏的时间正在过去，行业将逐步恢复常态化运营

- 尽管当前纺织业面临诸多负面因素影响，但目前时点，我们对于 2012 年纺织业的投资机会并不全盘悲观，相反我们认为，2012 年纺织业较之 2011 年在诸多方面都存在改善机遇，2012 年纺织业步入复苏周期是大概率事件。

改善因素 1：棉价经历一轮“过山车”，未来将逐步震荡企稳

- 对于未来棉价的判断：我们认为当前棉花价格已经处于底部区间，2012 年棉价将逐步震荡企稳，棉价向上波动的概率大于向下波动的概率。

图 8：国内外棉花价格影响因素



资料来源：宏源证券

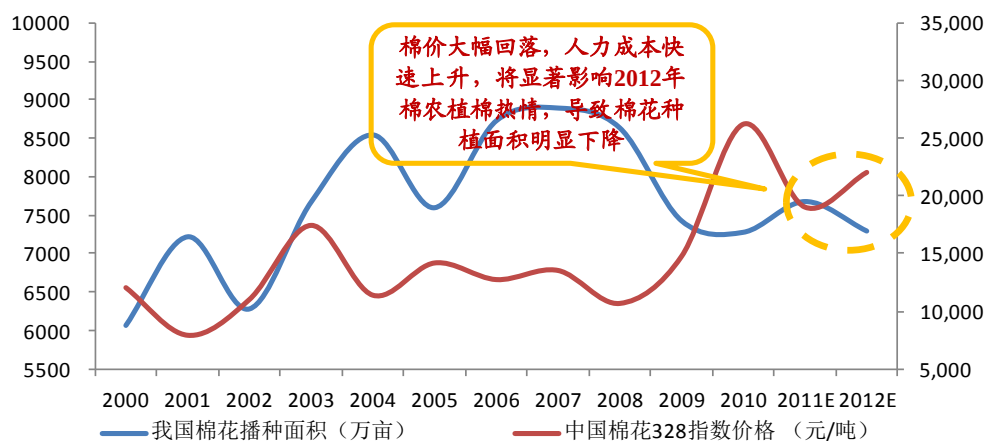
- 我们对棉价做出上述判断的主要依据：1) 2012 年种植面积将大幅下降；2) 未来较长时期内，植棉成本将持续上升；3) 国家收储价的强力支撑。

1) 我们判断，2012 年棉花种植面积大幅下降的概率非常大，这也意味着，12-13 年棉花供需形势有可能再度紧张。

◆ 从历史数据上看，每当第一年棉价出现快速回落，第二年都会影响棉农植棉的积极性，进而导致第二至第三年的棉花供给量明显减少。考虑到 2011 年棉花价格自高位快速回落，使得原本希望通过增加棉花种植面积获利的棉农失望而归，这势必会严重影响棉农在 2012 年的植棉积极性。

◆ 此外，由于棉花是整个大宗作物中最费时、费工的品种，人工成本占到植棉总成本约 50%(见下图 11)，在全社会劳动力成本大幅上升背景下，棉花种植将受明显影响(如用工荒问题在今年 10-11 月份的棉花采摘季变的非常突出，山东、新疆部分植棉基地甚至出现大面积棉花无人可采的局面)。

图 9：棉价暴跌、用工荒等问题将导致 2012 年棉花种植面积明显下降



资料来源：国家统计局、宏源证券

2) 我们判断, 未来较长时间内, 植棉成本将呈上升趋势, 进而对棉价构成长期支撑。

- ◆ 近几年, 植棉成本快速上升, 成为侵蚀棉农收益的一个重要因素。2010 年棉花种植总成本达到 1242 元/亩, 较之 09 年上涨 17.5%, 较之 2006 年上涨约 40%, 棉花种植成本呈逐年攀升态势。

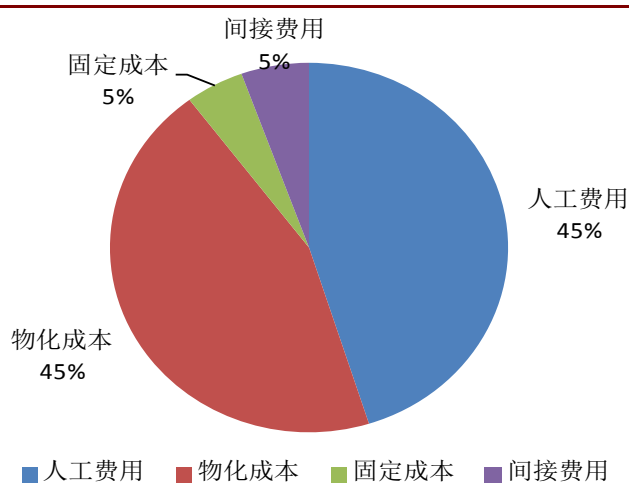
图 10: 2006-2010 年我国棉花产值、成本、收益情况

年份	样本产量 (千克/亩)	主产品产值 (元/亩)	总成本 (元/亩)	物化成本 (元/亩)	收益 (元/亩)
2006	95.4	1325.5	884.9	467.8	441.0
2007	92.4	1498.5	1005.1	452.5	493.4
2008	90.8	1150.9	1149.0	531.5	1.9
2009	92.9	1583.8	1057.5	482.8	545.2
2010	83.3	2433.2	1242.6	554.5	1190.6
平均值	91.0	1598.4	1067.8	497.8	534.4

资料来源: 全国棉花生产预警监测数据、宏源证券

- ◆ 在棉花总成本中, 人工成本、物化成本(包括肥料、农药、除草剂、地膜、种子费、机械作业费、灌溉费等)合计占比约 90%。2010 年人工费用部分上升最快, 达到 561 元/亩, 上涨 21.7%; 物化成本为 560.8 元/亩, 上涨 13.5%, 这两部分成为棉花成本上涨的主要贡献力量。

图 11: 2010 年我国棉花成本构成



资料来源: 全国棉花生产预警监测数据、宏源证券

- ◆ 我们假设 2011 年每亩棉花产量上涨 4.9% (与前部分预测一致), 棉花种植成本较 2010 年上涨 15%, 棉农收益达到近 5 年平均水平 500 元/亩, 则得出 2011 年同口径下每亩棉花的种植成本约为 1430 元, 每亩棉花产值约为 1930 元。

图 12: 2011 年每亩棉花总成本及产值预测

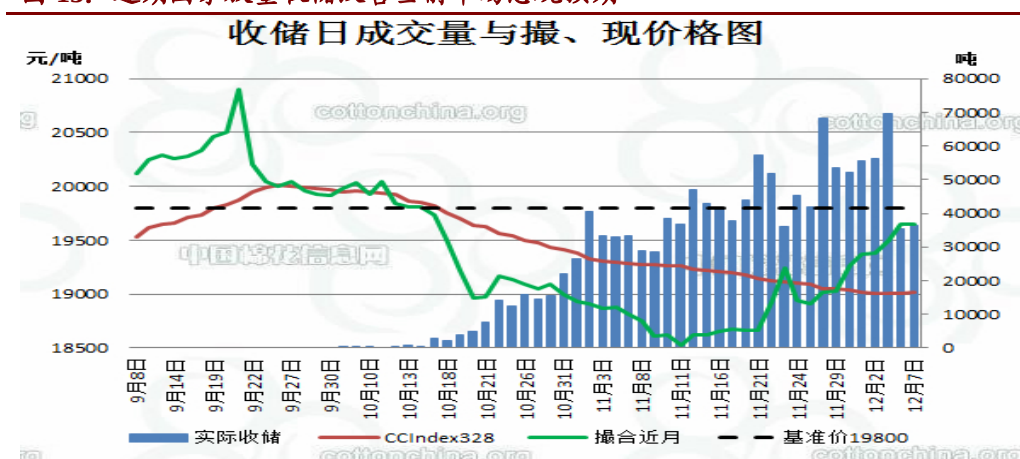
年份	样本产量 (千克/亩)	主产品产值 (元/亩)	总成本 (元/亩)	收益 (元/亩)
2010	83.3	2433.2	1242.6	1190.6
(2006-2010) 平均值	83.3	2433.2	1242.6	534.4
2011E	87.4	1929.0	1429.0	500.0

资料来源: 全国棉花生产预警监测数据、宏源证券

- ◆ 按照上述假设, 从成本角度大致推算, 2011 年标准级皮棉的种植成本价约在 15000-16000 元/吨, 扣除棉花收购等流通环节成本, 已经与当前皮棉 328 售价 (19000 元/吨) 相接近;
- ◆ 如果棉农以当前价位出售棉花, 盈利将非常有限, 故而在今年的棉花收购季节, 相当一部分棉农选择了惜售。如果未来棉价继续下行, 则棉农的惜售情绪将进一步上升, 使棉花供给继续减少。
- ◆ 综上, 植棉成本对当前棉价构成较强支撑作用, 且未来随着人工及物化成本的进一步上升, 棉花将在成本推动下步入高棉价时代。

3) 短期内, 棉花临时收储价 (标准级皮棉到库价格) 19800 元/吨也将对稳定棉花市场预期及提振棉花价格起到重要作用。

- ◆ 截止今年 12 月 7 日, 棉花临时收储累计成交 128.96 万吨, 其中新疆累计成交 89.37 万吨, 内地累计成交 39.59 万吨。国家放量收储的兑现有助于改善当前市场悲观预期。

图 13: 近期国家放量收储改善当前市场悲观预期


资料来源: 中国棉花信息网、宏源证券

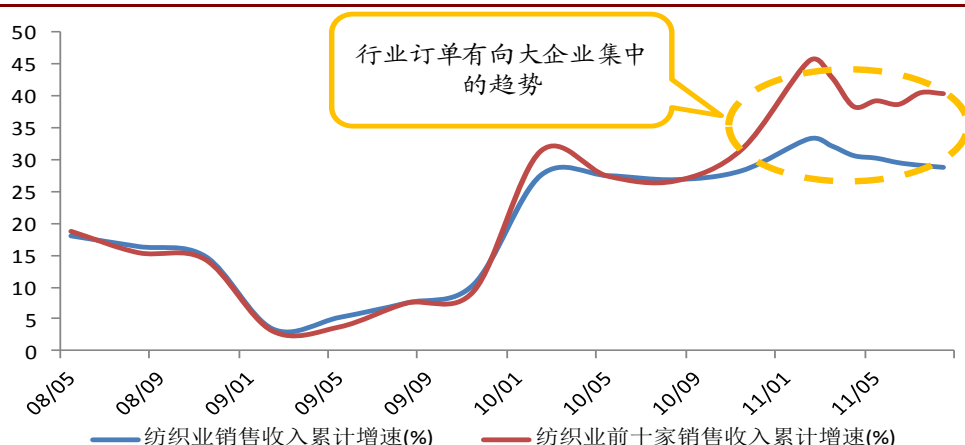
- 在我们判断棉价震荡企稳的基础上, 我们认为 2012 年纺企在订单及成本控制等方面较之今年都将有所改善, 这是我们判断未来纺织业盈利趋于改善的一个重要依据。

改善因素 2: 成本上升促进产业升级, 资源向优势企业集中

■ 伴随人力、物料等各项生产成本持续上升,我国纺织业的低成本优势正逐步弱化,欧美订单有向东南亚、印度等国家转移的趋势,这将对我国纺织业转型产生深远影响:

- ◆ 不具备规模、技术、渠道等优势的低端小企业将因成本优势的丧失而逐步退出市场;
- ◆ 行业向中高端升级将成为一种必然选择;
- ◆ 行业资源会进一步向具备核心竞争优势的大企业集中。

图 14: 纺织业前十家企业销售收入增速与行业整体收入增速比较

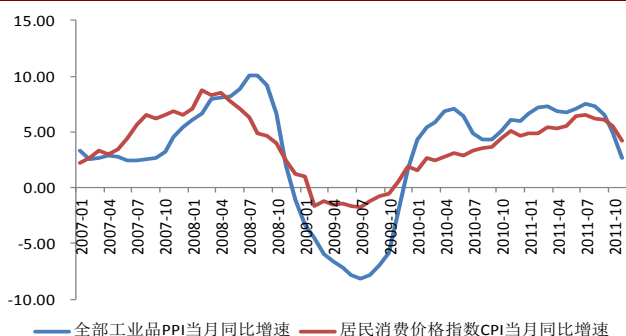


资料来源: 国家统计局、宏源证券

改善因素 3: 宏观环境趋于宽松, 量价切换有望带来需求回升

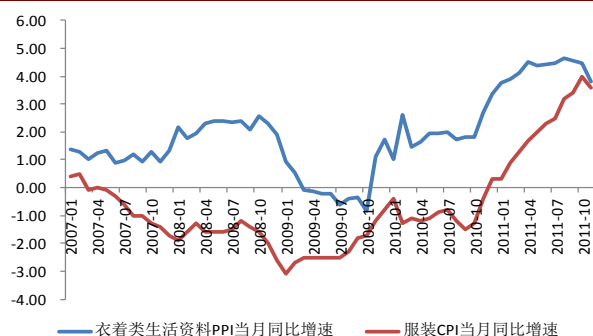
- 从宏观环境来看,我们认为 2012 年纺织业运行环境较之 2011 年会整体趋于宽松:
- ◆ **资金成本压力缓解:** 伴随物价的趋势性回落,宏观信贷层面有望防松,企业资金成本压力将有所缓解;
 - ◆ **量价切换带来需求回升:** 2011 年纺织原材料价格下降,传导至终端服装等消费品价格下降,需要滞后到 2012 年,而价格的下降有望换来销量的上升,进而带动行业需求回升。

图 15: 2011 年 11 月 CPI、PPI 开始显著回落



资料来源: WIND、宏源证券

图 16: 2011 年 11 月衣着服装 CPI、PPI 开始回落

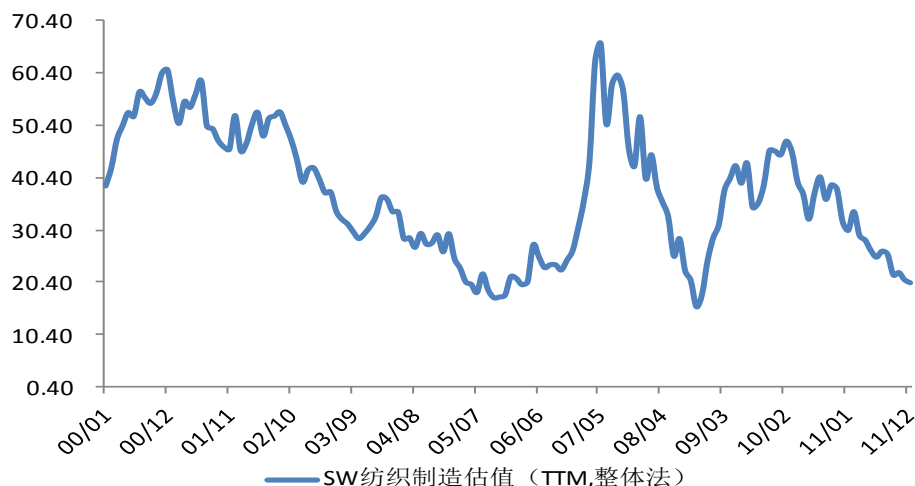


资料来源: WIND、宏源证券

三、投资建议：寻找冬日里的阳光

- 当前市场给予纺织板块较为悲观的预期，估值接近历史底部。

图 17：当前纺织制造业整体估值水平接近历史底部区间



资料来源：WIND、宏源证券

- 我们认为，从整体看，当前较低的估值水平反映了纺织行业景气下滑的预期，从这个层面看，当前估值是合理的。
- 然而，如果我们仅仅以行业层面自上而下的大逻辑来看待纺织板块，则可能会错失结构性的机会，因为：
 - ◆ 不同子行业间景气度有区别；
 - ◆ 行业内具有竞争优势的龙头企业与不具有竞争力的中小企业的经营情况的区别。
- 基于上述判断，在 2012 年纺织业整体环境趋于改善的背景下，我们认为，纺织大行业的不景气并不意味着完全没有投资价值，相反，在行业景气底部，寻找那些细分子行业相对景气度高，企业盈利增长好于市场预期，而又被大势拖累估值的投资标的，在行业转暖后，有望获得高于市场的投资回报。
- 推荐投资标的：鲁泰 A——“买入”评级（投资逻辑详见下页）。

附：我们对 2012 年服装板块的观点：静候最佳买点

- 我们坚定看好优质服装品牌的长期投资价值。
- 中短期看，市场对于品牌服饰企业乐观的增长预期有待经营数据进一步验证。
- 投资策略：静候买点再次邻近。

鲁泰 A (000726) / 深度报告

2011 年 11 月 19 日

用黑色的眼睛寻找光明

买入调高

目标价格：13.5 元

投资逻辑：

- **目前市场对鲁泰的惯性思维：**1)棉价下行风险影响公司业绩；2)欧美出口形势不佳影响公司订单；3)公司产能将达到极限，成长触及天花板；4)在产业转移的大背景下，纺织板块估值承压。
- **我们有别于大众的认识：**我们认为，市场过度关注我国低端纺织业的风险，却忽视了我国高端色织行业进入壁垒高、国际竞争力强的特殊行业环境，更忽视了鲁泰作为全球色织龙头，未来产能规模不断扩大、盈利能力持续提升、全产业链贯通等趋势中所蕴含的较大投资机会。
 - 1) **“棉价风险”释放殆尽：**棉价暴跌已成历史，我们认为未来棉价将逐步进入上行周期，目前时点，我们非但不应该再对棉价下行做悲观解读，而是应该在棉价的拐点区域给以公司更高的估值。
 - 2) **“外需不振”风险可控：**一是公司产品立足高档色织布及衬衣领域，需求呈长期稳定增长趋势；二是公司稳定的客户关系及多元化的出口结构保证了出口订单稳定性。我们总体认为风险可控。
 - 3) **“产能瓶颈”言之尚早：**需求的稳定增长及欧美色织布产能的陆续退出保证了公司传统高档色织布产能的持续扩张；产品线的不断丰富及衬衫品牌的逐步成熟为公司未来成长预留了广阔空间。
 - 4) **“产业转移”无需担心：**高档色织布行业拥有技术、人才、资金、品牌等多重行业壁垒，至少 5 年内东南亚等国家不具备产能承接能力，相反，发达国家产能向国内转移的进程仍将继续。
- **投资建议：**我们认为预期差的存在为低位战略建仓鲁泰提供良机。预计公司 2011~2013 年实现营业收入 59.5 亿元、66.8 亿元、78.7 亿元，实现净利润 9.1 亿元、10.4 亿元、12.7 亿元，对应 EPS 分别为 0.90 元、1.03 元、1.26 元，**上调评级至“买入”，目标价 13.5 元，对应 13*12PE、11*13PE，较当前股价有 40% 上涨空间。**
- **股价催化剂：**棉价触底回升，出口形势好转，市场重新认知公司价值。
- **风险提示：**棉价出现恐慌性下跌、欧美经济形势大幅恶化。

纺织服装行业研究组

联系人：

李振亚

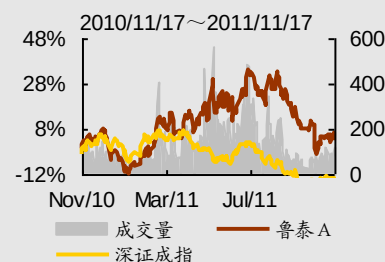
电话：021-51782239

Email: lizhenya@hysec.com

分析师：

邴彬 (S1180511050001)

市场表现



相关研究

- 1 《宏源证券 * 三季报点评 * 鲁泰 A：短期增长放缓不改长期稳健成长步伐 * 000726 * 纺织服装行业 * 李振亚》，2011.10.28
- 2 《宏源证券 * 棉花深度专题报告 * 棉价震荡企稳，纺织龙头机会渐近 * 纺织行业 * 李振亚》，2011.10.17

单位:百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4036.22	5025.62	5950.03	6683.03	7866.20
增长率	2.92%	24.51%	18.39%	12.32%	17.70%
净利润	570.22	739.09	909.28	1036.65	1272.11
增长率	11.17%	29.62%	23.03%	14.01%	22.71%
每股收益	0.565	0.733	0.901	1.027	1.261

图 18: 公司分产品盈利预测

项 目	2007	1H08	2008	1H09	2009	1H10	2010	1H11	2011E	2012E	2013E
衬衣面料											
销售收入 (百万元)	2,404.36	1,246.13	2,567.12	1,190.63	2,504.74	1,476.81	3,188.33	2,060.73	3,985.41	4,523.44	5,428.13
增长率 (YOY)	25.50%	10.42%	6.77%	-4.45%	-2.43%	24.04%	27.29%	39.54%	25.00%	13.50%	20.00%
毛利率	25.96%	29.71%	25.88%	27.34%	30.91%	34.82%	34.75%	35.91%	34.50%	35.00%	36.00%
销售成本 (百万元)	1,780.15	875.90	1,902.82	865.12	1,730.51	962.59	2,080.28	1,320.72	2,610.44	2,940.23	3,474.00
增长率 (YOY)	24.95%	4.35%	6.89%	-1.23%	-9.06%	11.27%	20.21%	37.21%	22.30%	17.60%	13.64%
毛利 (百万元)	624.21	370.23	664.30	325.51	774.23	514.23	1,108.05	740.01	1,374.97	1,583.20	1,954.13
增长率 (YOY)	27.10%	28.05%	6.42%	-12.08%	16.55%	57.98%	43.12%	43.91%	15.67%	9.85%	13.64%
占总销售额比重	63.10%	67.06%	65.46%	64.62%	62.06%	65.73%	63.44%	69.13%	67.64%	69.18%	70.42%
占主营业务利润比重	63.33%	68.62%	66.17%	62.60%	62.72%	67.70%	67.77%	72.97%	72.31%	72.99%	74.31%
衬衣											
销售收入 (百万元)	861.12	459.90	1,018.67	496.68	1,073.82	510.83	1,201.72	638.30	1,381.98	1,547.81	1,779.99
增长率 (YOY)	29.60%	24.25%	18.30%	8.00%	5.41%	2.85%	11.91%	24.96%	15.00%	12.00%	15.00%
毛利率	28.07%	31.03%	26.77%	31.60%	32.14%	35.30%	30.38%	34.37%	33.00%	33.50%	34.00%
销售成本 (百万元)	619.37	317.19	745.95	339.75	728.74	330.50	836.64	418.92	925.92	1,029.30	1,174.79
增长率 (YOY)	35.96%	21.45%	20.44%	7.11%	-2.31%	-2.72%	14.81%	26.75%	12.87%	10.55%	10.36%
毛利 (百万元)	241.75	142.71	272.73	156.94	345.08	180.32	365.08	219.39	456.05	518.52	605.20
增长率 (YOY)	15.72%	30.96%	12.81%	9.97%	26.53%	14.90%	5.80%	21.66%	5.65%	7.88%	7.67%
占总销售额比重	22.60%	24.75%	25.97%	26.96%	26.60%	22.74%	23.91%	21.41%	23.51%	22.96%	22.54%
占主营业务利润比重	24.53%	26.45%	27.17%	30.18%	27.96%	23.74%	22.33%	21.63%	21.76%	21.57%	20.81%
皮棉											
销售收入 (百万元)	38.48	14.72	35.62	33.57	72.55	77.98	230.33	65.53	149.72	157.20	180.78
增长率 (YOY)	-70.84%	-36.52%	-7.42%	128.05%	103.66%	132.31%	217.48%	-15.96%	-35.00%	5.00%	15.00%
毛利率	8.76%	15.82%	9.35%	15.70%	17.15%	25.80%	26.52%	14.58%	12.00%	15.00%	15.00%
销售成本 (百万元)	35.11	12.39	32.29	28.30	60.11	57.86	169.25	55.98	131.75	133.62	153.66
增长率 (YOY)	-69.73%	-41.14%	-8.02%	128.37%	86.14%	104.47%	181.57%	-3.25%	-46.82%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	3.37	2.33	3.33	5.27	12.44	20.12	61.08	9.55	17.97	23.58	27.12
增长率 (YOY)	-78.91%	8.91%	-1.16%	126.31%	273.48%	281.76%	391.02%	-52.51%	-83.63%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	1.01%	0.79%	0.91%	1.82%	1.80%	3.47%	4.58%	2.20%	1.77%	1.57%	1.41%
占主营业务利润比重	0.34%	0.43%	0.33%	1.01%	1.01%	2.65%	3.74%	0.94%	0.56%	0.52%	0.46%
电和汽											
销售收入 (百万元)	57.64	25.53	45.75	34.60	86.56	61.75	106.34	65.72	111.66	117.24	123.10
增长率 (YOY)	-17.55%	-19.84%	-20.63%	35.51%	89.19%	78.48%	22.86%	6.44%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	12.87%	-32.54%	-37.04%	16.05%	6.70%	-4.33%	0.63%	-1.90%	2.00%	2.00%	2.00%
销售成本 (百万元)	50.22	33.84	62.70	29.04	80.76	64.42	105.67	66.97	109.42	114.89	120.64
增长率 (YOY)	-20.69%	30.31%	24.84%	-14.17%	28.81%	121.81%	30.84%	3.96%	-10.10%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	7.42	-8.31	-16.95	5.55	5.80	-2.67	0.67	-1.25	2.23	2.34	2.46
增长率 (YOY)	12.73%	-241.22%	-328.38%	-166.84%	-134.20%	-148.15%	-88.45%	-53.30%	647.05%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	1.51%	1.37%	1.17%	1.88%	2.14%	2.75%	2.12%	2.20%	1.77%	1.57%	1.41%
占主营业务利润比重	0.75%	-1.54%	-1.69%	1.07%	0.47%	-0.35%	0.04%	-0.12%	0.28%	0.26%	0.23%
中成药											
销售收入 (百万元)	19.74	10.53	17.99	8.40	17.26	6.84	6.84	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率 (YOY)	13.79%	5.19%	-8.86%	-20.26%	-4.06%	-18.55%	-60.37%	-100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	23.56%	22.41%	18.57%	9.10%	8.57%	19.73%	19.73%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售成本 (百万元)	15.09	8.17	14.65	7.63	15.78	5.49	5.49	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率 (YOY)	7.64%	9.05%	-2.91%	-6.58%	7.71%	-28.07%	-65.21%	-100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	4.65	2.36	3.34	0.76	1.48	1.35	1.35	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率 (YOY)	39.68%	-6.27%	-28.16%	-67.62%	-55.70%	76.63%	-8.82%	-100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	0.52%	0.57%	0.46%	0.46%	0.43%	0.30%	0.14%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
占主营业务利润比重	0.47%	0.44%	0.33%	0.15%	0.12%	0.18%	0.08%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其它											
销售收入 (百万元)	429.33	101.39	236.68	78.49	281.30	112.65	292.07	150.53	321.28	337.34	354.21
增长率 (YOY)	1649.58%	143.78%	-44.87%	-22.58%	18.85%	43.51%	3.83%	33.63%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	24.28%	29.81%	32.62%	33.07%	33.88%	40.99%	33.82%	30.85%	32.00%	32.00%	32.00%
销售成本 (百万元)	325.07	71.17	159.47	52.54	185.99	66.47	193.28	104.09	218.47	229.39	240.86
增长率 (YOY)	1402.03%	194.51%	-50.94%	-26.18%	16.63%	26.53%	3.92%	56.59%	8.65%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	104.26	30.22	77.21	25.96	95.31	46.17	98.79	46.44	102.81	107.95	113.35
增长率 (YOY)	3498.90%	73.44%	-25.94%	-14.12%	23.44%	77.88%	3.65%	0.57%	-8.89%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	11.27%	5.46%	6.03%	4.26%	6.97%	5.01%	5.81%	5.05%	5.30%	4.72%	4.23%
占主营业务利润比重	10.58%	5.60%	7.69%	4.99%	7.72%	6.08%	6.04%	4.58%	5.08%	4.67%	4.18%
销售总收入 (百万元)	3810.67	1858.20	3921.84	1842.37	4036.23	2246.85	5025.62	2980.81	5950.03	6683.03	7866.20
销售总成本 (百万元)	2825.01	1318.66	2917.87	1322.37	2801.89	1487.33	3390.61	1966.68	3996.01	4447.44	5163.95
毛利 (百万元)	985.66	539.54	1003.97	519.99	1234.34	759.52	1635.01	1014.14	1954.03	2235.59	2702.25
平均毛利率	25.87%	29.04%	25.60%	28.22%	30.58%	33.80%	32.53%	34.02%	32.84%	33.45%	34.35%

资料来源: 宏源证券

公司财务报表预测 (百万元)

利润表						资产负债表					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4036	5026	5950	6683	7866	货币资金	363	324	1100	2500	3350
YOY	2.9%	24.5%	18.4%	12.3%	17.7%	应收和预付款项	506	755	738	863	962
营业成本	2802	3391	3996	4447	5164	存货	1229	1466	1864	1767	2364
毛利	1234	1635	1954	2236	2702	其他流动资产	0	40	0	0	0
% 营业收入	30.6%	32.5%	32.8%	33.5%	34.4%	长期股权投资	0	69	69	69	69
营业税金及附加	3	5	5	6	7	投资性房地产	0	0	0	0	0
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产和在建工程	3705	3712	3649	3751	3884
销售费用	138	141	149	167	197	无形资产和开发支出	250	314	281	249	216
% 营业收入	3.4%	2.8%	2.5%	2.5%	2.5%	其他非流动资产	0	0	0	0	0
管理费用	340	545	625	735	865	资产总计	6053	6681	7701	9199	10846
% 营业收入	8.4%	10.9%	10.5%	11.0%	11.0%	短期借款	1033	870	1357	1928	2601
财务费用	61	39	48	52	59	应付和预收款项	509	834	788	981	1055
% 营业收入	1.5%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	长期借款	93	86	86	86	86
资产减值损失	6	45	25	15	20	其他负债	231	149	85	85	85
公允价值变动收益	-42	100	0	0	0	负债合计	1865	1939	2316	3080	3827
投资收益	8	-52	0	0	0	股本	995	995	995	995	995
营业利润	652	908	1102	1261	1554	资本公积	1135	1130	1130	1130	1130
% 营业收入	16.2%	18.1%	18.5%	18.9%	19.8%	留存收益	1789	2279	2869	3543	4369
营业外收支	28	27	30	30	30	归属母公司股东权益	3920	4404	4995	5668	6494
利润总额	680	935	1132	1291	1584	少数股东权益	268	337	390	451	525
% 营业收入	16.8%	18.6%	19.0%	19.3%	20.1%	股东权益合计	4188	4742	5385	6119	7019
所得税费用	76	120	170	194	238	负债和股东权益合计	6053	6681	7701	9199	10846
净利润	604	815	962	1097	1346						
归属于母公司所有者的净利润	570.2	739	909	1037	1272						
少数股东损益	34	76	53	60	74						
现金流量表						财务指标					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流净额	1002	1208	1155	1918	1457	毛利率	30.6%	32.5%	32.8%	33.5%	34.4%
投资活动现金流净额	-163	-586	-499	-675	-775	三项费用/销售收入	13.3%	14.4%	13.8%	14.3%	14.3%
筹资活动现金流净额	-1399	-663	120	156	167	销售净利率	15.0%	16.2%	16.2%	16.4%	17.1%
现金净流量	-561	-45	776	1400	850	ROE	14.5%	16.8%	18.2%	18.3%	19.6%
						EBIT 增长率	14.5%	16.8%	18.2%	18.3%	19.6%
						流动比率	1.2	1.5	1.7	1.7	1.8
						速动比率	0.5	0.6	0.8	1.1	1.2
						应收账款周转率	13.7	17.2	15.4	18.8	15.2

资料来源：宏源证券

分析师简介:

李振亚: 宏源证券研究所纺织服装行业研究员, 复旦大学信息工程学院工学硕士, 2011 年加盟宏源证券研究所。曾任职于国金证券研究所, 先后从事建材、中小盘研究, 2009 年新财富第一名、2010 年新财富第二名团队成员。

机构销售团队

华北区域	郭振举	牟晓凤	孙利群
	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com
华东区域	张璐	王俊伟	赵佳
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	021-51782236 wangjunwei@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com
华南区域	崔秀红	贾浩森	雷增明
	010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085989 leizengming@hysec.com
重点机构	罗云	曾利洁	
	010-88085760 luoyun@hysec.com	010-88085991 zenglijie@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。