

宜科科技 (002036.SZ)

纺织行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

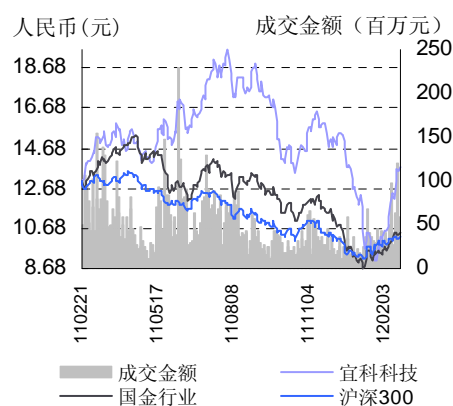
市价(人民币): 13.71元

目标(人民币): 18.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	194.88
总市值(百万元)	2,772.83
年内股价最高最低(元)	19.61/9.03
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



## 军民结合之蓝海, 汉麻产业之先锋

## 公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.038	0.049	0.096	0.720	1.151
每股净资产(元)	1.64	1.59	1.68	2.30	3.35
每股经营性现金流(元)	0.07	-0.00	0.66	1.27	1.90
市盈率(倍)	200.90	293.36	193.25	25.68	16.06
行业优化市盈率(倍)	45.62	42.28	40.41	40.41	40.41
净利润增长率(%)	-55.06%	26.69%	96.18%	652.44%	59.89%
净资产收益率(%)	2.34%	3.07%	5.68%	31.23%	34.30%
总股本(百万股)	202.25	202.25	202.25	202.25	202.25

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **军民融合之蓝海, 汉麻利国利民利军:** 汉麻具有无可比拟的优势, 由它制成的服装服饰具有吸湿、透气、舒爽、散热、防霉、抑菌、抗辐射、防紫外线、吸音等多种功能, 既可军用又可用。大面积推广种植, 可有效缓解我国纤维紧缺的现状, 为解决“三农”问题闯出一条高附加值的新路, 其优良特性将为未来军人吃穿住用带来革命性变化。总后军需研究所与公司合作, 创新汉麻种植、脱胶和纺纱技术, 目前汉麻产业规模化生产是“万事俱备, 只欠东风”。
- **公司聚焦汉麻产业, 技术壁垒长期存在:** 公司多年和总后研究所共同研究开发汉麻, 我们预测 2012 年军品业务将出现重大突破, 同时公司与总后研究所研发的汉麻的种子、设备、创新的生产工艺均为双方共有专利, 新进入者短时间内很难进入产业链规模化生产。军方所需求的汉麻总量, 我们估算 2013 年将达 5000 吨左右, 2015 年将达 1.2 万吨左右, 稳定的军品需求将为汉麻业务提供安全边际。最后根据汉麻产业布局, 公司未来将先后发展汉麻板材和汉麻生物科技, 充分利用汉麻籽芯和汉麻籽。因此公司将会是唯一汉麻产业的受益者, 3-5 年内公司业绩高速增长有保证。
- **传统业务强强联手, 业务增长可期:** 衬布业务公司跟法国霞日集团形成战略合作关系, 成立了宁波霞日宜科纺织品商贸有限公司; 宾霸里布业务, 公司与日本旭化成公司合资成立宜阳宾霸公司, 两家合作公司均是国际服装辅料的巨头, 强强联手保证公司国内外业务良性发展, 传统业务盈利有保证。

## 估值

- 我们根据公司整体发展战略, 我们预测公司的 2012 年的 EPS 可能为人民币 0.72 元。所有的盈利预测的假设前提是军品订单按时下达, 最后我们预测 2012-2014 年营业收入分别为人民币 1422、1975 和 2638 百万元, 净利润分别为人民币 145.53, 232.69 和 331.26 百万元; EPS 分别为 0.72, 1.15 和 1.64 元。

## 投资建议

- 由于公司未来的业绩爆发式增长属于大概率事件, 我们参考纺织行业与新材料行业的估值水平, 给予公司 25 倍 PE, 18 元人民币的目标价, 给出“买入”评级。 **风险:** 公司的军品订单存在不确定性, 可能汉麻产业化步伐缓慢。

魏萌

分析师 SAC 执业编号: S1130511110002  
(8610)66216932  
weim@gjzq.com.cn

董亚光

分析师 SAC 执业编号: S1130511030005  
(8621)61038289  
dongyaguang@gjzq.com.cn

## 内容目录

汉麻，一种高值特种生物 .....	4
“国纺源头，万年衣祖”——汉麻 .....	4
工艺落后淡出视野 .....	4
技术工艺革新，汉麻欲“华丽转身” .....	5
高值特种生物——汉麻，或将改变未来生活 .....	6
麻织物，将面临行业发展机遇 .....	9
汉麻产业化后，或将帮助落后地区建设 .....	10
汉麻，军民结合技术创新的蓝海 .....	10
军民融合，寓军于民是军工行业发展新战略 .....	10
汉麻——军民结合的产物，军队装备必要性 .....	11
国防军费大幅增加，保障军队装备汉麻 .....	11
军民汉麻产业将助公司创辉煌 .....	12
公司聚焦民用汉麻产业链 .....	12
绿色环保新材料——汉麻杆芯 .....	13
汉麻籽——具有创新的生物资源 .....	14
汉麻军品保证安全边际，民品+传统业务提升业绩空间 .....	16
传统业务强强联合拓展盈利空间 .....	16
盈利预测与估值 .....	16
盈利预测 .....	16
估值 .....	16
风险提示 .....	17
附录：三张报表预测摘要 .....	错误！未定义书签。

## 图表目录

图表 1: 西汉马王堆麻织物.....	4
图表 2: 现代汉麻产品.....	4
图表 3: 汉麻纤维制造流程图.....	5
图表 4: 机械脱胶工艺.....	5
图表 5: 生物脱胶工艺.....	5
图表 6: 闪爆脱胶工艺.....	6
图表 7: 化学脱胶工艺.....	6
图表 8: 汉麻织物的抑菌性测试结果.....	6
图表 9: 汉麻织物对各种细菌抑菌和杀菌指标.....	6
图表 10: 汉麻主要性能和突出优势.....	7
图表 11: 汉麻与其他作为化肥农药使用对比.....	7
图表 12: 汉麻与其他麻织物抗紫外线对比数据.....	7
图表 13: 汉麻作物生长周期.....	8
图表 14: 汉麻对溶液中金属离子的吸附能力.....	8
图表 15: 汉麻和其他作物的“碳汇效益”对比（单位：吨/公顷）.....	9
图表 16: 四大天然纤维的现状.....	9
图表 17: 百亩汉麻产业园规划.....	10
图表 18: 中国历年军费支出.....	11
图表 19: 汉麻产业链分布.....	12
图表 20: 汉麻杆芯板材的应用.....	13
图表 21: 汉麻杆芯的应用方向.....	14
图表 22: 汉麻籽的综合应用.....	15
图表 23: 汉麻籽和汉麻籽油营养价值丰富.....	15
图表 24: 对比四家纺织新材料公司的 PE 预测.....	17
图表 25: 对比四家纺织新材料公司的 PEG 预测.....	17
图表 26: 汉麻纤维制成成本分解图（以含 33%的汉麻纤维的混纺纱为例）.....	18
图表 27: 公司分项业务预测.....	19

## 汉麻，一种高值特种生物

### “国纺源头，万年衣祖”——汉麻

- 汉麻，又名线麻、寒麻、火麻等，别名称谓多达十余种。据史书载，麻起源于中国，是人类最早用于织物的天然纤维，有“国纺源头，万年衣祖”美誉，其种植历史至少有 8000 多年。早在 2000 多年前的西汉，我国麻纺织技术就已成熟。马王堆汉墓出土的“素色蝉衣”等大量麻纺精品，已成为麻纺工艺发展史的里程碑。西汉时期，麻纺精品与丝织精品沿着“丝绸之路”进入中东、地中海、欧洲，继而走向世界。麻，作为天然纤维中的皇后，其自身的透气、吸汗、对肌肤柔和、干松、舒爽的特性，使其明显有别于棉花、羊毛，更适合作为服装家纺材质，虽然麻织品的售价较高，依然受到很多人的热爱，麻纺织物在欧美国家一直受到极大的追捧和热爱。

图表1: 西汉马王堆麻织物



来源：百度，国金证券研究所

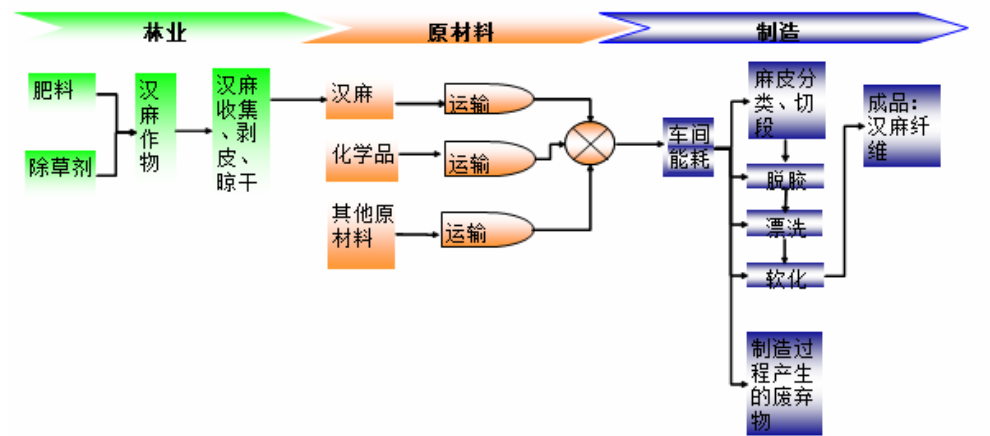
图表2: 现代汉麻产品



### 工艺落后淡出视野

- 汉麻早在 8000 年前起源于中国，是世界上最早应用的纺织纤维之一。但长期由于加工技术落后，受粗硬、刺痒、褶皱等缺点的限制，近代以来，随着棉花种植的推广，以及工业合成纤维的出现，古老的麻渐渐淡出了人们的视野。汉麻在 20 世纪产量萎缩，主要是以下几个原因：
  - 1、较粗糙、较硬，穿着舒适度低；
  - 2、纤维提取较困难，工艺复杂，稳定性差；
  - 3、由于对四氢大麻酚（THC）的研究不深入，被较多国家禁止种植；
  - 4、产品价格较高昂。

图表3: 汉麻纤维制造流程图



来源: 总后汉麻研究中心, 国金证券研究所

### 技术工艺革新, 汉麻欲“华丽转身”

- 随着技术的进步, 汉麻的脱胶工艺、纤维提取工艺均已完善, 做出的汉麻产品与棉质衣服差别不大。虽有于工艺特点及还未规模化生产, 汉麻产品的价格暂时还比较高, 但是随着汉麻产业的不断发展, 汉麻将会以高性价比引领世界, 由它制成的服装衣饰具有吸湿、透气、舒爽、散热、防霉、抑菌、抗辐射、防紫外线、吸音等多种功能, 既可军用又可用。大面积推广种植, 可有效缓解我国纤维紧缺的现状, 为解决“三农”问题闯出一条高附加值的新路, 其优良特性将为未来军人吃穿住用带来革命性变化。

图表4: 机械脱胶工艺



来源: 总后军需装备研究所, 国金证券研究所

图表5: 生物脱胶工艺



图表6: 闪爆脱胶工艺



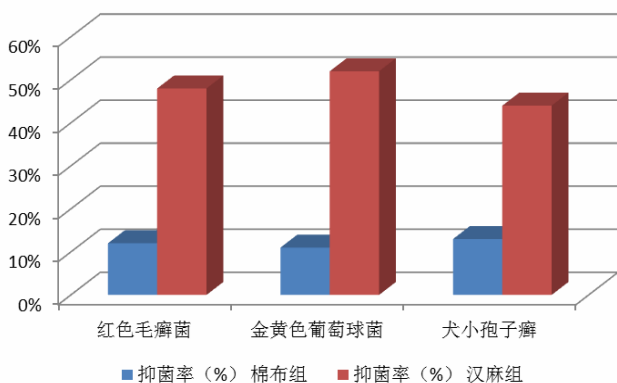
来源: 总后军需装备研究所, 国金证券研究所

图表7: 化学脱胶工艺



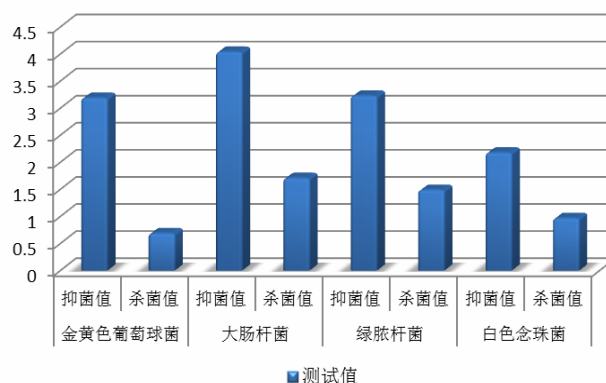
- 利国:** 有效缓解我国纤维紧缺, 需要大量进口的现状; **利民:** 汉麻在我国各地都能种植, 特别适合于山坡地、荒地和盐碱地等, 不与粮、棉、油争地。汉麻种植简单, 省工省时, 病虫害少, 抗自然灾害, 抗杂草。汉麻生长异常迅猛。100 天可以生长到 4-5 米高, 所以不要要除草剂。对化肥农药需求也极少。并且可以改善土壤板结, 适合与粮油作物轮作。汉麻韧皮纤维产量可达 100 公斤/亩以上, 比棉花高 50%。农民种植汉麻每亩收入可达到人民币 1000 元以上; **利军:** 提高官军生活质量; 明显减少皮肤病等疾病发生。

图表8: 汉麻织物的抑菌性测试结果



来源: 总后军需研究所, 国金证券研究所

图表9: 汉麻织物对各种细菌抑菌和杀菌指标



### 高值特种生物—汉麻, 或将改变未来生活

- 根据总后军需研究所研究表明汉麻广泛应用于纺织、造纸、食品、医药、建筑、交通运输、国防军工等领域。作为一种传统的经济作物, 它的纤维具有优异的吸湿排汗性、天然的抗菌保健性、优良的吸附性、卓越的抗紫外性和独特的吸波消音性。它的秆芯木质化程度高, 可用于生产高价值生物添加剂、黏胶纤维、高档卷烟纸、木质陶瓷等, 它的叶、花可用于生产多种药品, 它的籽可榨取高档食用油, 或生产高档保健食品。通过几年的研究表明, 汉麻作为一种可综合利用的高值生物物质资源, 具有以下特点:

图表10: 汉麻主要性能和突出优势

性能指标	描述
抗静电能力	其电击穿性能比棉纤维高30%，也好于丝绸和化纤
拉伸性能	汉麻单纤强度优于亚麻，低于苧麻，远高于棉纤维
吸湿、透气性	汉麻吸湿、导湿、快干、凉爽性能良好，再加上刚度良好、爽身、利汗、不粘贴身体，因此穿着凉爽不贴身，不会出现静电积聚现象，穿着大麻服装，与棉织物相比，人体的感觉度要低5度左右
散湿性	远高于棉纤维
防紫外线	光线大部分形成漫反射，使汉麻织物看上去光泽柔和；韧皮层中很多价键具有吸收紫外线辐射的功能。普通汉麻织物，无需整理就可屏蔽95%以上的紫外线，汉麻帆布可达到100%。
耐腐蚀性能	具有极佳的耐海水腐蚀性能，远高于其他纤维
耐热性	汉麻纤维素的分解度在300-400℃之间，高于苧麻。在200℃或之内受热时间小于30分钟，纤维强力可保持在80%以上，能承受370度的高而不变色，优于所有纤维
抑菌性	汉麻纤维中的一些天然化学成分抑制了细菌的生长，具有抗菌、防霉、防臭、防腐的功能，尚含有10多种对人体健康十分有益的化学物质和微量元素，其中大麻酚类物质对金黄色葡萄球菌、大肠杆菌和白色念珠菌有明显的抑制作用
吸音消波性	由于复杂横截面和纵向结构，及其较高比刚度、较宽直径范围等特殊的物化性能导致，吸音消波性能明显优于其他纤维
刺痒感	抗弯刚度低，较易避免其它麻制品的粗硬感和刺痒感，比较柔软适体，明显优于其他麻类纤维，但较棉纤维略重

来源：纺织工业协会、国金证券研究所

**(1) 汉麻的生态性。**汉麻在我国种植已有数千年历史,在我国各地均可生长,与其它植物有良好的共生性,对地质要求不高,山坡地、荒地和盐碱地等都能种植,不与粮、棉、油争地。汉麻种植简单,病虫害少,抗自然灾害的能力强,各种气候条件下均可实现高产稳产。

图表11: 汉麻与其他作为化肥农药使用对比

	有机肥 (kg/亩)	杀虫剂 (kg/亩)	化肥 (kg/亩)			
			氯化钾	尿素	过磷酸钙	硫酸钾
汉麻	0	0	0	20-35	9	4.5
黄红麻	50-100		20	35	30-45	0
棉花	50-100	1.6	15	20-35	45-50	0

来源：西双版纳农业局，国金证券研究所

图表12: 汉麻与其他麻织物抗紫外线对比数据

项目	UVA透射比	紫外线防护系数UPF
汉麻	<5%	>30%
亚麻	<5%	<30%
苧麻	>5%	>30%

来源：总后军需研究所，国金证券研究所

**(2) 汉麻的资源性。**汉麻生物产量高,特别适合于和其它作物轮作间作。一季汉麻生长期仅为120天左右,但其生物产量就相当于一年速生林,汉麻韧皮纤维产量可达100公斤/亩以上,最高可达200公斤/亩。汉麻的韧皮、秆芯、花、叶和根均有很高的利用价值,是一种高值特种生物资源。

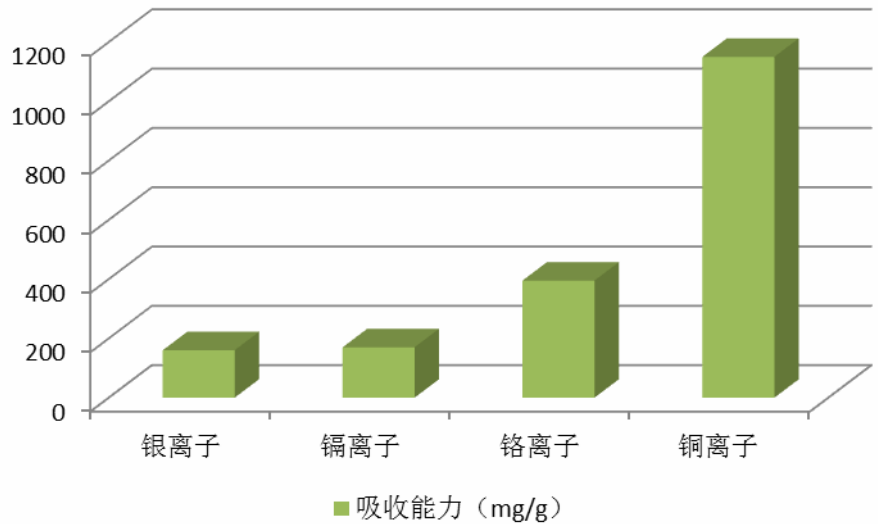
图表13: 汉麻作物生长周期



来源: 西双版纳农业局, 国金证券研究所

**(3) 汉麻的环保性。**汉麻植物对重金属有很强的耐受力,总后军需研究所研究表明,当土壤中镉含量达到 800mg/ kg 时,对汉麻的生长没有明显的影响。汉麻对溶液中的铬离子、铜离子、银离子、镉离子的单层吸附能力分别为 367mg/g、1157mg/g、89mg/g、140mg/g。因此,汉麻植物与汉麻纤维都是优秀的天然金属吸附剂对水体和土壤起到了有效的自清洁作用。

图表14: 汉麻对溶液中金属离子的吸附能力

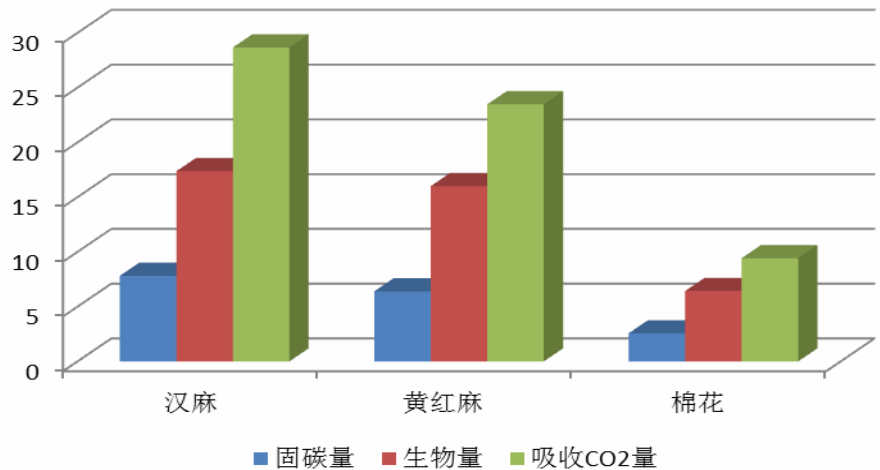


来源: 总后军需研究所, 国金证券研究所

**(4) 汉麻的低碳性。**汉麻是一种优异的“碳汇”植物。根据云南当地环保部门测算结果显示,1公顷汉麻在100天的生长期内CO<sub>2</sub>碳汇可达25t,远高于棉花(11t)。汉麻种植还具有显著的低碳性,从种植到收获,每吨汉麻排放CO<sub>2</sub>仅为544kg,而棉花为1680kg,合成纤维生产过程中CO<sub>2</sub>排放量比天然纤维高10—20倍。



图表15: 汉麻和其他作物的“碳汇效益”对比 (单位: 吨/公顷)



来源: 西双版纳农业部, 国金证券研究所

### 麻织物, 将面临行业发展机遇

- 根据麻纺织行业协会预测“十二五”期间, 麻纺织纤维使用量年均增长 8%, 2015 年预期达到 125 万吨 (含其他麻类纤维), 2020 年预期达到 200 万吨。其中 2015 年苧麻纺织纤维使用量达到约 30 万吨, 亚麻纺织纤维使用量达到约 35 万吨, 2020 年预期国产亚麻纤维比重达到 50%左右。大力发展大麻、黄 (红) 麻纤维纺织。麻纺织及麻制品制造业 (规模以上, 不含服装) 销售产值 2015 年预期达到 450 亿元, 2020 年预期达到 570 亿元; 出口 (不含服装) 2015 年预期达到 15 亿美元, 2020 年达到 20 亿美元; 麻制服装及服饰 (含麻 30%以上) 出口 2015 年预期达到 135 亿美元, 2020 年出口达到 200 亿美元。

图表16: 四大天然纤维的现状

种类	现状
棉	国内棉花一直处于供不应求状态, 每年约1/3 需要进口; 种棉的土地均为粮食宜种土地, 棉花产量不可能无限扩大
毛	我国羊毛产量和质量难以满足国内要求, 每年进口折合洗净毛均在30万吨左右
蚕丝	由于土地资源严重奇缺, 丝产品附加值低, 发展受到很大限制, 总产量逐年递减
麻	苧麻、亚麻、汉麻可用于纺织纤维, 其它麻类纤维大多用于麻袋和麻绳等包装材料。过去10年国内亚麻自给率不足, 每年须进口亚麻纤维4万吨以上。
其中: 汉麻	1、我国各地均可以大面积种植, 对土地和气候要求不高, 北方可种一季, 南方如云南可种3季, 较为贫瘠的土地如荒山、坡地均可种植; 2、亩产量高; 3、抗虫, 病虫害少, 抑制杂草生长, 种植过程不需要杀虫剂和除草剂, 环保与天然优于棉花和亚麻纤维 (棉花及亚麻均需要施肥); 4、汉麻作物在生长过程中可以吸收土壤中的重金属元素, 对土壤改良具有积极作用。

来源: 纺织工业协会, 国金证券研究所

### 汉麻产业化后，或将帮助落后地区建设

- 汉麻研发涉及到众多以生物资源利用为主体的产业,它的产业化将对国民经济建设产生深远的影响。一是在种植方面。汉麻种植简单,对土地要求不高,而且种植综合效益显著,大面积的汉麻种植可以帮助老少边穷地区农民脱贫致富,为国家的安全稳定,建设社会主义新农村做出贡献;二是纤维产量大,据估算种植 1000 万亩汉麻可生产 75 万吨麻纤维,可以替代 1/4 棉花的进口,大大缓解我国纺织原料不足的问题,并为纺织产业调整结构提供契机;三是工业产值大。汉麻秆芯、叶、花、根均具有很大的应用潜力。据纺织工业协会汉麻研究中心测算,1000 万亩汉麻全面综合利用后,每年可为国家提供 75 万吨纤维、500 万吨木材、250 万吨木浆、50 万吨高档食用油,实现工业产值人民币 1000 多亿元,利税 200 亿元人民币以上,并带动当地经济全面发展。

图表17: 百亩汉麻产业园规划



来源: 总后军需研究生, 国金证券研究所

### 汉麻，军民结合技术创新的蓝海

#### 军民融合，寓军于民是军工行业发展新战略

- 国家领导人根据新的形势,要求国防军工“军民结合、寓军于民、大力协同、自主创新”的方式谋求质的飞跃。根据国家战略,做大做强军民结合优势产品。利用军工能力和技术开发的具有与军品技术同源

性强的军民结合优势产品。这类产品的市场需求量大，属于国民经济新兴产业和成长性产业。汉麻是军民结合，寓军于民的典范。

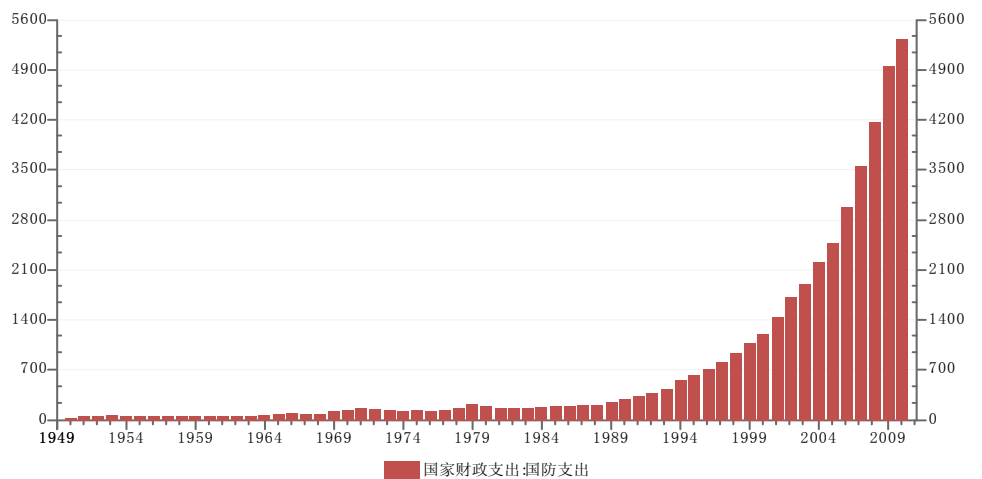
### 汉麻—军民结合的产物，军队装备必要性

- 总后军需装备研究所表明，“十二五”期间，中国人民解放军将加快军队装备的现代化步伐。对于军需品来说，研制开发新一代作战、训练、防护装备，是一个巨大的系统工程。它涉及到几百类、几千种不同类型的产品。所以，不能仅仅靠军队科研人员的努力，还要依靠全社会的力量，特别是中国纺织工业的科技进步和科技创新。通过军民融合发展战略合作这种形式，一定能够提高中国人民解放军的装备水平，实现中国军队高度现代化的战略目标。
- 从战略角度，军队装备汉麻具有必要性。张所长根据多年研究指出军服在保型性、悬垂性、保温性、舒适性、功能性等方面均有严格的要求。常服、礼服需要挺括，以保持军人英武的身姿；作战训练服除应具有防水、防风、防虫、防晒、抗菌等功能外，还应具有结实耐磨、防红外、阻燃的特性；二炮部队的服装要能防酸、防碱、防生化、防辐射，飞行员的服装要能抗负荷，在这些方面，汉麻产品的特性可以满足这些需要。

### 国防军费大幅增加，保障军队装备汉麻

- 2011年中国国防费预算大约为6011亿元人民币，较上年预算执行数增加约12.7%。2000年以来，十年内我国国防支出绝对规模再创新高，已接近5500亿元。但相对规模却一直在低位徘徊，国防支出占GDP的比重相对稳定，占财政支出的比重略有下降。

图表18: 中国历年军费支出



数据来源: wind 资讯

来源: wind, 国金证券研究所

- 从军费支出结构看，我国的国防经费主要包括人员生活费、训练维持费和装备费，这三项费用大约各占三分之一左右。人员生活费主要用于军官、文职干部、士兵以及部队聘用非现役公勤的工资、伙食、服装等；训练维持费主要用于部队训练演习、工程设施建设维护以及日常消耗性支出；装备费主要用于武器装备的科研、试验、采购、维修、运输和贮存等。到2010年，军费中这三部分占总军费的比例分别是人员生活费占33.1%、活

动维持费占 33.6%和装备费占 33.3%，分别是 1765.82 亿元、1792.49 亿元和 1776.49 亿元。

- 根据“十二五”规划纲要，（我们保守预测 GDP 年均增长 7%为计算基准），预测 GDP 未来 2012-2015 分别为人民币 504573 亿元、547462 亿元、593996 亿元、644486 亿元。由于 2011 年中国国防预算大约为人民币 6011 亿元，如果要在“十二五”期末，即 2015 年实现国防支出占 GDP2%-3%的目标，我们保守预测平均占比 GDP 为 1.5%。2012-2015 年各年度国防支出应分别为人民币 7568 亿元、8211 亿元、8909 亿元、9667 亿元。总后专家预测在新增国防费用中，主要用于四个方面：提高军人待遇，发展军事科技，建设部队基础设施和加强抢险救灾、反恐、国际维和等非战争行动。我们预测 2012-2015 军费每年平均增长约 700 亿元。提高军人待遇的费用约占增加军费的 30%。增加的军费可以保证军队列装汉麻产品的资金需要。

### 军民汉麻产业将助公司创辉煌

- 除了服装，公司开展了全方位的汉麻军民用研究。以汉麻秆芯粉为原料，可制作新一代木质防弹陶瓷，防护能力高、重量轻；汉麻电磁屏蔽板材可用于指挥所电子信息屏蔽；汉麻秆做成的高效炭吸附材料可用于制作高档防毒面具；汉麻籽榨油后剩余的籽粕中可提取汉麻仁蛋白，可用于制作高营养价值的作战口粮；汉麻籽生物柴油经上百万公里坦克发动机和地面车辆行车试验，证明与现今军用柴油指标基本一致，可满足部队能源多样化的要求。军品业务的发展跟国防费用相关性高，因此除了服装，军品装备其汉麻他衍生产业还需要些时间。

### 公司聚焦民用汉麻产业链

- 随着科学技术的发展和人们对生活品质的追求，根据公司和总后汉麻研究中心的合作研究，汉麻全身的综合利用在不久的将来可以完全实现，这种综合的高值作物将会延伸至其他产业链。汉麻籽油含有丰富的不饱和脂肪酸和多种功能性活性成份和氨基酸，广泛用于食品、保健品和药品。

图表19：汉麻产业链分布

部位	用途	主要开发产品
皮	汉麻韧皮纤维是优良的纤维原料来源，产量高于棉、亚麻、苧麻等传统天然纤维	纺织服装用品、玻璃纤维、专用纸品、注塑产品
芯杆	汉麻芯杆具有类似硬木的特征，是造纸和加工粘胶的上佳原料	建材、保材料、动物垫草
麻籽	汉麻籽中含有丰富的营养物质，人体必须脂肪酸和氨基酸含量很高，除了加工食品外，还可以加工多种营养添加剂	甜食、糕点、色拉油、身体护理产品、动物饲料、食品添加剂、工业用油
麻油	汉麻油是优良的生物柴油加工原料	生物柴油
叶和花	可以药用	香水的基础油、药品和驱虫剂
根	可以根据需要药用或加工生物燃料等	酒精、燃料和饲料

来源：国金证券研究所

- 汉麻杆芯可以用于造纸和制作板材（可替代木材）、粘胶、合成革、涂层、防凝聚剂、防沉淀剂、油漆和涂料。这种用汉麻制成的板材是绿色环保材料，主要原因在于汉麻的特殊结构可以有效吸附甲醛等有害气体。由于环保、降解等特点，以汉麻杆为原料制造的汽车内饰板材已经试用于奥迪、现代等汽车上，奔驰、福特汽车已经在汉麻多用途开发方面走在了前列，推出的全麻内饰汽车已经在全世界进行巡回展出。

图表20：汉麻杆芯板材的应用



- 50% 秆芯粉 + 50%PP ———— 室外建材
- 50% 秆芯粉 + 50%PVC ———— 建筑内饰
- 汉麻木塑 + 树脂喷涂 ———— 包装材料
- 汉麻木塑 + 无纺布 ———— 汽车内饰

来源：总后汉麻中心，国金证券研究所

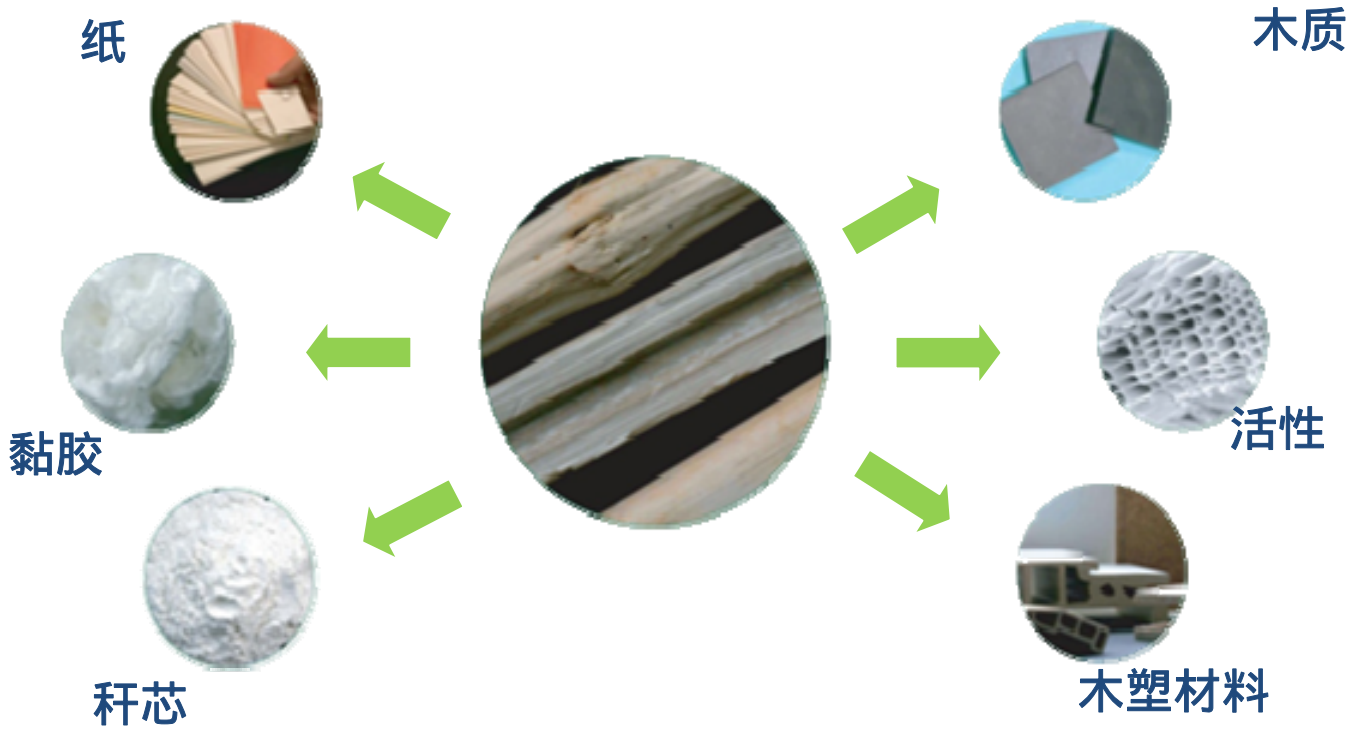
- 汉麻叶、花的提取物是很好的医药原料。国内外大量的营养学和医学研究证实，采用从汉麻籽和汉麻叶、花中提取的多种功能性成分制成的食品或药品，可以提高人体免疫力，并对艾滋病消瘦症、癌症化疗、青光眼、哮喘病、偏头痛、神经疼痛等有良好的治疗效果。

### 绿色环保新材料—汉麻杆芯

- 汉麻研究中心研究表明汉麻杆芯是极佳的木材替代品。汉麻生长迅速，其生物产量是速生杨树的 3~7 倍。采用现代加工技术，可以将汉麻杆芯制成高档文化用纸、现代木塑产品，从而大大减少木材的使用量。还可以应用汉麻杆芯生产汉麻板材和墙布，用它做装修材料可有效吸附甲醛等有害物质，同时还是可以呼吸的装修材料。汉麻杆芯还可用来生产超微粉，作为化工原料用于人造革、涂层布的生产，极大改善其防水透湿性能。用汉麻杆芯生产粘胶纤维，具有天然抗菌抑菌性，是一种新型功能性再生纤维素纤维。汉麻杆芯活性炭，因其特有

的蜂巢结构，具有比普通活性炭高 3 倍的比表面积，因此，吸附能力更强。

图表21: 汉麻杆芯的应用方向

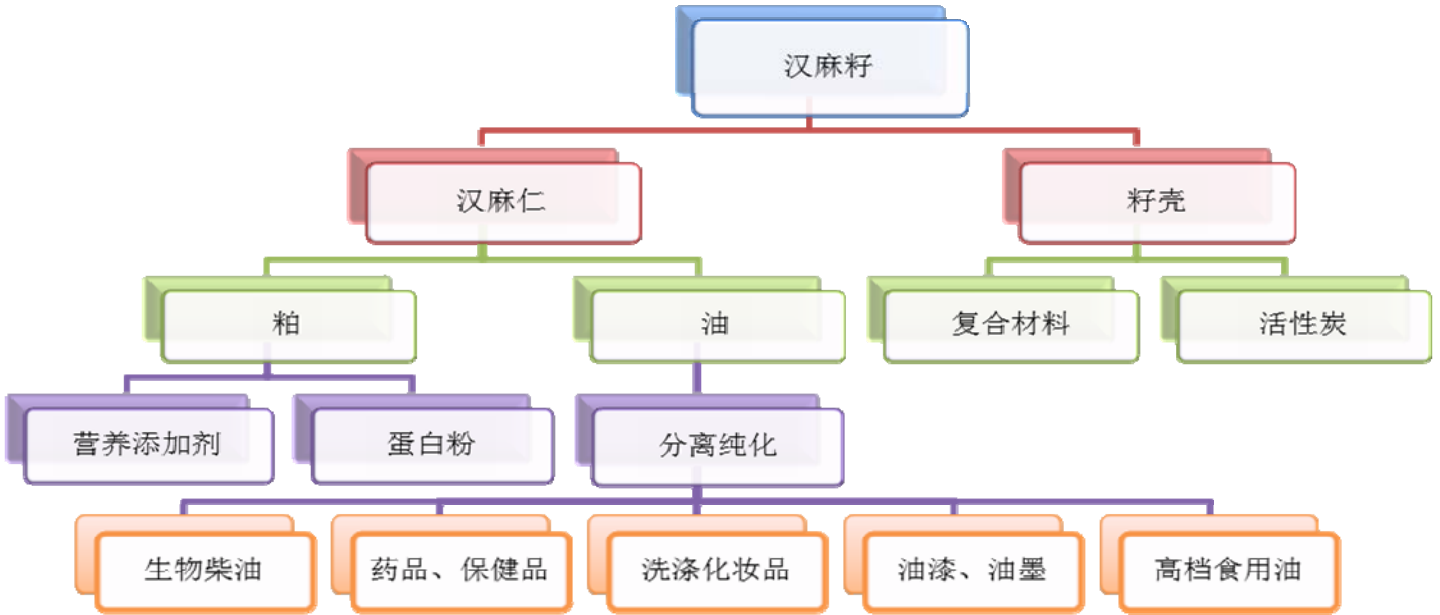


来源: 总后汉麻中心, 国金证券研究所

### 汉麻籽—具有创新的生物资源

- 根据总后勤军需研究所研究得出汉麻籽是食品用天然优质原料，汉麻籽仁中不仅含有丰富的必需脂肪酸和优质蛋白质，而且脱壳制油后获得的麻仁蛋白质中，含粗蛋白 57.1%，含氨基酸总量为 50.8%，其中必需氨基酸的含量高达 47.1%，属于“效价均衡的优质完全蛋白”，并含有其他多种天然生物活性成分，现代纯天然性植物蛋白食品中功能性有效成分含量最高和均衡的功能性植物蛋白的重要代表。提取优质保健食品油后的残余油脂，还可用于各种化妆品的生产和生物柴油的合成。

图表22: 汉麻籽的综合应用



来源: 总后汉麻中心, 国金证券研究所

图表23: 汉麻籽和汉麻籽油营养价值丰富



汉麻籽中人体必需的氨基酸含量

氨基酸	苏氨酸	缬氨酸	蛋氨酸	赖氨酸
含量mg/g	3.7	3.0	2.6	1.5
氨基酸	亮氨酸	色氨酸	异亮氨酸	苯基丙氨酸
含量mg/g	7.1	3.5	0.6	4.30



汉麻籽油中不饱和脂肪酸含量

不饱和脂肪酸	油酸 (ω-9)	亚油酸 (ω-6)	γ-亚麻酸 (GLA)	亚麻酸 (ω-3)
含量%	12.0	56.9	1.7	18.9

来源: 总后汉麻中心, 国金证券研究所

## 汉麻军品保证安全边际，民品+传统业务提升业绩空间

- 公司目前主要有两大类业务，传统业务和创新业务。创新业务我们预测是公司长期和总后军需研究所合作后，军品业务可能出现新的机会和发展。根据市场预测，如果 2012 年军品业务有所突破的话，第一年可能业绩会有大幅增长。但是随后军品业务我们预测会保持稳定增长，这种业务的稳定可以为公司的整体业绩提供一个安全边际。

### 传统业务强强联合拓展盈利空间

- 在传统业务上，公司一直从事服装辅料行业，其中衬布业务公司跟法国霞日集团形成战略合作关系，成立了宁波霞日宜科纺织品商贸有限公司，公司持股 49%，霞日集团控股 51%。通过交叉持股双方完全实现了利益共享，共同开拓和分享全球奢侈品消费的增长。我们预测如果目前衬布业务满产生产，保守估计将会产生 5000 万元人民币左右的净利润。
- 宾霸里布业务，公司与日本旭化成公司合资成立宜阳宾霸公司，当产能 1800 万米/年全部达产时，市场预测净利润可以达到 1 亿元。宾霸里布在柔软度、强力和吸湿性能等均好于其他里布，一般用于高档服装和箱包。而宾霸里布所用原料铜氨丝纤维由日本旭化成公司独家开发并拥有全球专利，公司是旭化成在全球范围内的三家合作伙伴之一，并且是国内唯一一家合作伙伴。公司宾霸里布的高速增长来自于两方面：一方面是取代原有的进口量，另一方面是分享由国际服装品牌不断向国内转移引发的就近采购需求。由于日本旭化成公司在宾霸里布的绝对垄断地位，且具有定价权，因此宾霸里布的毛利率市场普遍预测将维持在 60%左右。

## 盈利预测与估值

### 盈利预测

- 我们的盈利预测的假设前提是军需订单 2012 年能够按时取得，因为订单存在不确定性，我们的盈利预测仅供参考。根据市场价格，我们预测 40 支亚麻混纺纱人民币 8-10 万元/吨。根据亚麻的市场价格我们预测 60 支汉麻的混纺纱的价格约在人民币 13-14 万元/吨之间。
- 我们根据实地调研，测算每 10 万亩汉麻提取 0.7 万吨麻皮，麻皮价格约为人民币 1.1 万元/吨，2 吨麻皮制成 1 吨汉麻粗纤维，最后制成 0.35 吨汉麻纤维。纤维到纺纱制成率按 95% 计算不考虑损耗，我们预测混纺纱的毛利率约为 35-40% 之间。如果军品订单能取得突破的前提下，我们预测 2012-2014 年营业收入分别为人民币 1422.87、1975.2 和 2638.1 百万元，净利润分别为人民币 145.53、232.69 和 331.26 百万元；EPS 分别为人民币 0.72 元，1.15 元和 1.64 元。

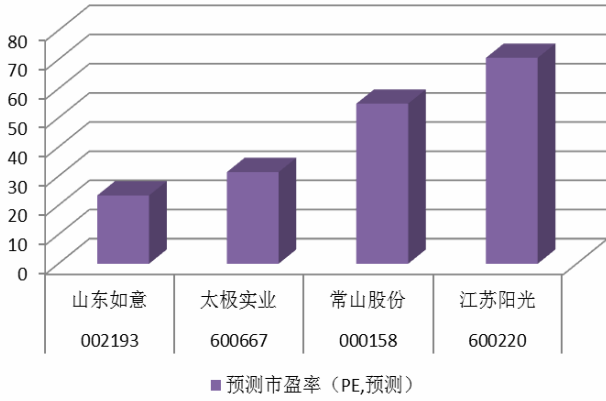
### 估值

- 公司的业务主要是传统服装辅料和汉麻业务，汉麻业务盈利预测我们是建立在军品订单和军队列装的假设前提下，汉麻业务增长订单下的第一年将会有爆发式的增长，第二年、第三年及未来若干年由于军品订单的稳定增长，业绩增长我们预测将会保持 40% 的年均增长。传统业务由于强强联手，使得业务我们保守预测将以年均 25% 的速度成

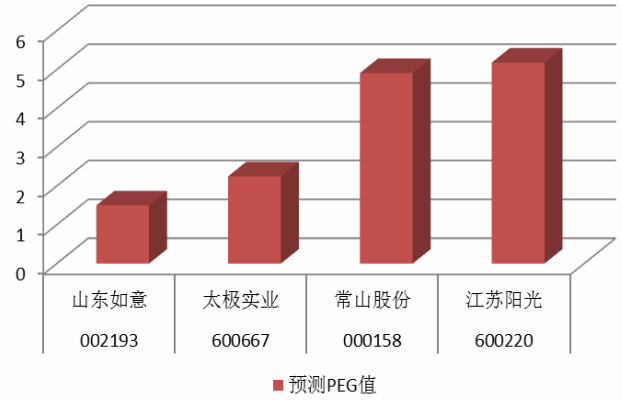


长。由于公司未来的业绩爆发式增长属于大概率事件，我们参考纺织行业与新材料行业的估值水平，给予公司 25 倍 PE，18 元的目标价，给出“买入”评级。

图表24: 对比四家纺织新材料公司的 PE 预测



图表25: 对比四家纺织新材料公司的 PEG 预测

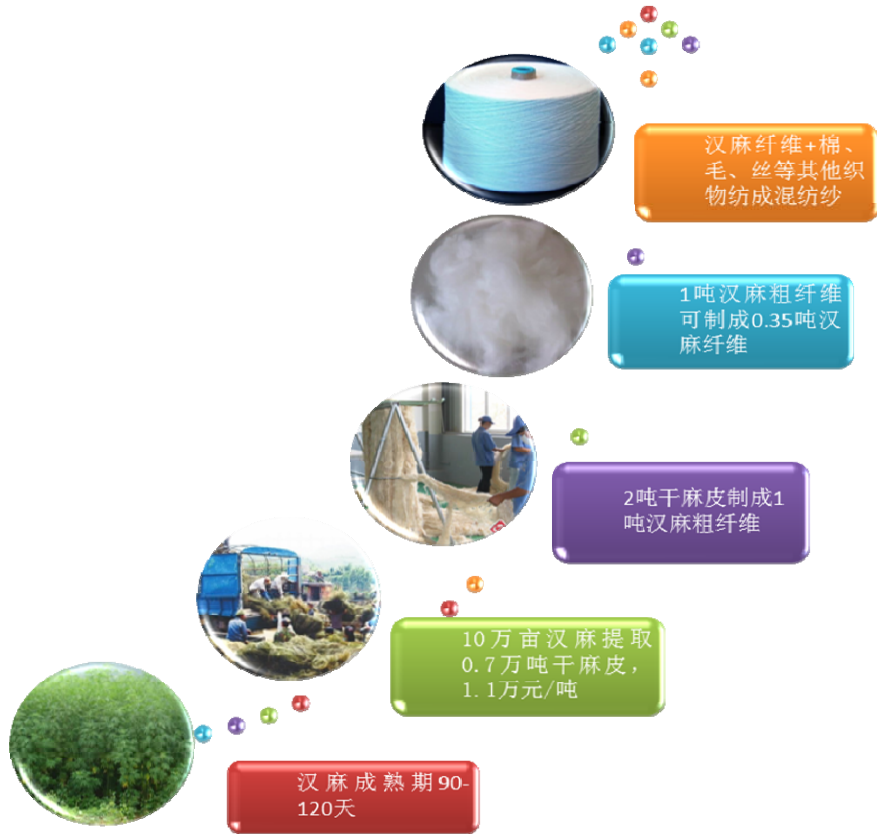


来源: wind, 国金证券研究所

### 风险提示

- 军品订单存在不确定性，汉麻产业化发展速度可能慢于预期。

图表26: 汉麻纤维制成成本分解图 (以含 33%的汉麻纤维的混纺纱为例)



来源: 国金证券研究所

图表27: 公司分项业务预测

项 目	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
<b>服装辅料</b>						
销售收入 (百万元)	313.90	627.81	753.37	904.05	1,084.86	1,280.13
增长率 (YOY)	23.44%	100.00%	20.00%	20.00%	20.00%	18.00%
毛利率	17.98%	17.00%	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%
销售成本 (百万元)	257.46	521.08	595.16	714.20	857.04	1,011.30
增长率 (YOY)	23.59%	102.39%	14.22%	20.00%	20.00%	18.00%
毛利 (百万元)	56.44	106.73	158.21	189.85	227.82	268.83
增长率 (YOY)	22.76%	89.10%	48.24%	20.00%	20.00%	18.00%
占总销售额比重	92.42%	92.42%	52.95%	45.77%	41.12%	36.24%
占主营业务利润比重	98.99%	88.10%	36.01%	29.68%	25.88%	22.13%
<b>汉麻</b>						
销售收入 (百万元)	25.75	51.50	669.50	1,071.20	1,553.24	2,252.20
增长率 (YOY)	81.72%	100.00%	1200.00%	60.00%	45.00%	45.00%
毛利率	2.23%	28.00%	42.00%	42.00%	42.00%	42.00%
销售成本 (百万元)	25.18	37.08	388.31	621.30	900.88	1,306.27
增长率 (YOY)	110.81%	47.28%	947.22%	60.00%	45.00%	45.00%
毛利 (百万元)	0.57	14.42	281.19	449.90	652.36	945.92
增长率 (YOY)	-74.22%	2411.21%	1850.00%	60.00%	45.00%	45.00%
占总销售额比重	7.58%	7.58%	47.05%	54.23%	58.88%	63.76%
占主营业务利润比重	1.01%	11.90%	63.99%	70.32%	74.12%	77.87%
<b>销售总收入 (百万元)</b>	<b>339.65</b>	<b>679.31</b>	<b>1422.87</b>	<b>1975.25</b>	<b>2638.10</b>	<b>3532.33</b>
<b>销售总成本 (百万元)</b>	<b>282.64</b>	<b>558.16</b>	<b>983.47</b>	<b>1335.49</b>	<b>1757.91</b>	<b>2317.58</b>
<b>毛利 (百万元)</b>	<b>57.01</b>	<b>121.15</b>	<b>439.40</b>	<b>639.75</b>	<b>880.18</b>	<b>1214.75</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>16.79%</b>	<b>17.83%</b>	<b>30.88%</b>	<b>32.39%</b>	<b>33.36%</b>	<b>34.39%</b>

来源: 公司年报, 国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>主营业务收入</b>	<b>291</b>	<b>268</b>	<b>340</b>	<b>679</b>	<b>1,423</b>	<b>1,975</b>	货币资金	58	51	46	100	150	150
增长率		-7.6%	26.5%	100.0%	109.5%	38.8%	应收款项	70	76	91	192	343	477
<b>主营业务成本</b>	<b>-238</b>	<b>-222</b>	<b>-286</b>	<b>-558</b>	<b>-983</b>	<b>-1,335</b>	存货	71	82	108	184	323	439
%销售收入	81.9%	82.8%	84.3%	82.2%	69.1%	67.6%	其他流动资产	60	35	36	58	100	136
<b>毛利</b>	<b>53</b>	<b>46</b>	<b>53</b>	<b>121</b>	<b>439</b>	<b>640</b>	流动资产	260	244	281	533	917	1,201
%销售收入	18.1%	17.2%	15.7%	17.8%	30.9%	32.4%	%总资产	42.3%	38.3%	42.2%	49.8%	61.0%	59.0%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	长期投资	27	28	28	29	28	28
%销售收入	0.2%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	268	310	307	457	505	754
<b>营业费用</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-7</b>	<b>-13</b>	<b>-18</b>	%总资产	43.6%	48.7%	46.0%	42.6%	33.6%	37.0%
%销售收入	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	无形资产	59	54	50	51	52	53
<b>管理费用</b>	<b>-33</b>	<b>-35</b>	<b>-32</b>	<b>-65</b>	<b>-128</b>	<b>-178</b>	非流动资产	355	393	386	538	587	836
%销售收入	11.5%	13.2%	9.3%	9.5%	9.0%	9.0%	%总资产	57.7%	61.7%	57.8%	50.2%	39.0%	41.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>16</b>	<b>7</b>	<b>17</b>	<b>48</b>	<b>296</b>	<b>440</b>	<b>资产总计</b>	<b>614</b>	<b>637</b>	<b>667</b>	<b>1,071</b>	<b>1,504</b>	<b>2,037</b>
%销售收入	5.7%	2.7%	5.1%	7.1%	20.8%	22.3%	短期借款	15	37	68	202	106	48
<b>财务费用</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-2</b>	应付款项	55	69	82	292	538	735
%销售收入	0.2%	0.1%	1.0%	1.1%	0.5%	0.1%	其他流动负债	2	1	-1	16	54	66
<b>资产减值损失</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-5</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	流动负债	72	107	149	510	697	850
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	0	0	0	0	1
<b>投资收益</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>9</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	其他长期负债	3	3	0	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	42.2%	10.5%	1.7%	1.1%	<b>负债</b>	<b>75</b>	<b>110</b>	<b>149</b>	<b>510</b>	<b>697</b>	<b>851</b>
<b>营业利润</b>	<b>13</b>	<b>5</b>	<b>18</b>	<b>45</b>	<b>292</b>	<b>442</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>339</b>	<b>332</b>	<b>321</b>	<b>341</b>	<b>466</b>	<b>678</b>
营业利润率	4.5%	1.8%	5.3%	6.6%	20.5%	22.4%	少数股东权益	200	194	197	220	340	508
<b>营业外收支</b>	<b>13</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>614</b>	<b>637</b>	<b>667</b>	<b>1,071</b>	<b>1,504</b>	<b>2,037</b>
<b>税前利润</b>	<b>27</b>	<b>11</b>	<b>21</b>	<b>48</b>	<b>295</b>	<b>445</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	9.1%	4.0%	6.2%	7.0%	20.7%	22.5%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>所得税</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-30</b>	<b>-45</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	0.7%	31.3%	20.4%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	0.128	0.038	0.049	0.096	0.720	1.151
<b>净利润</b>	<b>26</b>	<b>7</b>	<b>17</b>	<b>43</b>	<b>266</b>	<b>401</b>	每股净资产	2.516	1.643	1.589	1.684	2.304	3.354
少数股东损益	9	0	7	24	120	168	每股经营现金净流	0.082	0.068	-0.001	0.665	1.270	1.899
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>17</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>19</b>	<b>146</b>	<b>233</b>	每股股利	0.100	0.100	0.050	0.000	0.100	0.100
净利率	6.0%	2.9%	2.9%	2.8%	10.2%	11.8%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	5.10%	2.34%	3.07%	5.68%	31.23%	34.30%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	2.82%	1.22%	1.48%	1.81%	9.68%	11.42%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	投入资本收益率	2.95%	0.90%	2.37%	5.72%	29.17%	32.06%
净利润	26	8	10	43	266	401	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	-3.08%	-7.62%	26.50%	100.01%	109.46%	38.82%
非现金支出	25	29	32	62	61	62	EBIT增长率	-45.45%	-55.24%	137.23%	177.61%	510.15%	48.89%
非经营收益	3	2	-6	1	2	-3	净利润增长率	4.44%	-55.06%	26.69%	96.18%	652.44%	59.89%
营运资金变动	-43	-25	-42	29	-72	-75	总资产增长率	7.65%	3.64%	4.82%	60.46%	40.41%	35.49%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>-7</b>	<b>134</b>	<b>257</b>	<b>384</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-82	-24	-41	-210	-106	-307	应收账款周转天数	70.4	87.1	76.7	85.0	70.0	70.0
投资	-10	0	11	-1	0	0	存货周转天数	89.2	125.1	121.3	120.0	120.0	120.0
其他	0	0	0	5	5	5	应付账款周转天数	62.7	80.6	66.7	120.0	120.0	120.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-92</b>	<b>-24</b>	<b>-30</b>	<b>-206</b>	<b>-101</b>	<b>-302</b>	固定资产周转天数	268.3	399.8	314.7	183.4	48.7	44.1
股权募资	39	0	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	4	22	27	134	-96	-57	净负债/股东权益	-8.01%	-2.59%	4.18%	18.10%	-5.48%	-8.50%
其他	-29	-20	-2	-9	-10	-25	EBIT利息保障倍数	31.5	43.4	5.2	6.7	39.4	221.9
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>15</b>	<b>2</b>	<b>26</b>	<b>125</b>	<b>-106</b>	<b>-82</b>	资产负债率	12.27%	17.35%	22.35%	47.61%	46.37%	41.75%
<b>现金净流量</b>	<b>-66</b>	<b>-7</b>	<b>-11</b>	<b>54</b>	<b>50</b>	<b>0</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	1	1	1	1	1
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B