

日期: 2011年7月28日

行业: 纺织服装



张凤展

021-53519888-1932

Bluesky9272003@hotmail.com

执业证书编号: S0870511030001

巩固优势, 多元发展

基本数据 (Y10)

报告日股价 (元)	14.31
12mth A 股价格区间 (元)	13/16.5
总股本 (百万股)	208
无限售 A 股/总股本	25%
流通市值 (百万元)	744
每股净资产 (元)	4.38
PBR (X)	3.26

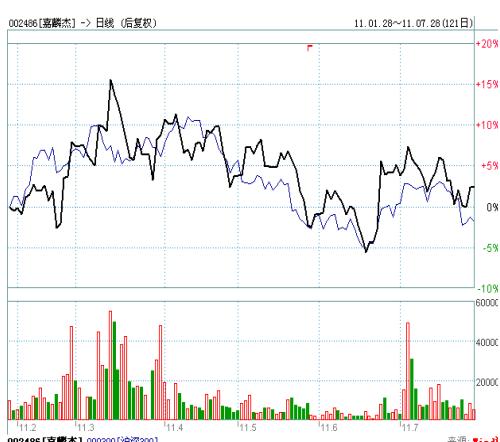
主要股东 (Y10)

上海国骏投资有限公司	22.56%
兼松纤维株式会社	18.81%

收入结构 (Y10H)

起绒类面料	23.72%
运动功能性面料	2.73%
纬编羊毛	24.25%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZFZ11-CT10

相关报告:

首次报告日期: 2011-07-28

■ 主要观点:

公司短期的发展依然在于产能的扩张

公司的主要产品为公司自主研发的三大针织面料系列, 即以高弹纤维形成高密挡风层服装面料为代表的起绒类面料系列、以薄型保暖弹性内衣面料为代表的纬编羊毛面料系列和以导湿保暖空气夹层服装面料为代表的运动型功能面料系列。同时, 根据客户的需求, 公司还对部分面料做进一步加工, 以成衣的形式向客户销售。此外, 就是经营自有品牌KROCEUS科诺休斯。目前自有品牌的经营规模还很小, 因此公司依然是一家以面料加工为主的制造型企业。而近几年的增长还是要看产能的增长。

表1: 产能

产品名称	2009 年	2008 年	2007 年
起绒类面料			
产能 (万米)	600	600	500
产量 (万米)	600	615	490
产能利用率 (%)	100.00%	102.50%	98.00%
纬编羊毛面料			
产能 (万米)	230	230	200
产量 (万米)	245	265	199
产能利用率 (%)	106.52%	115.22%	99.50%
运动型功能面料			
产能 (万米)	370	370	300
产量 (万米)	365	395	275
产能利用率 (%)	98.65%	106.76%	91.67%
面料合计			
总产能 (万米)	1200	1200	1000
总产量 (万米)	1210	1275	964
综合产能利用率 (%)	100.83%	106.25%	96.40%

数据来源: 公司招股说明书

公司IPO项目是新增680万米的新产能, 经过前期投入, 目前公司的总产能大致在1600万米左右。根据我们对2010年度销售收入的拆分, 我们公司起绒面料的产能大致在800万米, 纬编羊毛面料产能大致在290万米, 运动型功能面料产能为470万米左右。随着公司IPO项目的完成, 公司总产能将达到1880万米。

另外, 公司对南通豪纳的投资在未来将会贡献1500万米的新产能。这1500万米的产能主要分两期释放, 第一期释放500万米, 第二期释放1000万米, 由于该项目建设期不少于15各月, 因此该部分新

产能的投放预计在2013年。目前，该项目由于受制于环保评审因素，具体实施还存在变数。如果此项目顺利通过，预计项目整体投资大致在4-5个亿左右。

多元发展，提高公司抗风险能力

公司对未来产业的规划是希望从原有的专业户外功能性面料生产企业逐步发展成为：专业户外功能性面料生产、自有户外品牌和非服饰类产业用布三足鼎立的局面。目前，自有户外品牌科诺休斯已经顺利展开。在非服饰类产业用布上，公司已经瞄准方向，切入电子除尘擦布这一领域的概率比较大。之所以准备切入这一领域，是因为电子除尘擦布属于耗材，市场空间大，且毛利率高（预计这个产品系列毛利率可达到50%以上），对于公司而言在技术上进入壁垒不大。我们认同公司的发展规划，在巩固原有优势的基础上，开拓新的领域，摆脱客户集中度过高，产品以出口为主的局面。在非服饰类产业用布上，公司争取今年能够立项投入。

自有户外品牌加快发展

公司通过增资公司对户外运动自有品牌投资达到5600万元，三年计划开设150家直营店，科诺休斯品牌今年的开店目标是30-50家。经过前期的摸索，科诺休斯的品牌定位走专业路线，一方面走专业路线更能体现公司在专业户外功能性面料上的优势，另一个主要原因在于户外用服饰有别于其他服饰子行业的主要特征在于，客户对其功能、舒适诉求大于品牌诉求，目前消费者对公司的专业系列产品接受度较高，走专业路线也是比较现实的选择。在品牌宣传上，作为新生品牌，目前知名度不高，再加处在品牌初创期门店数量不多，因此口碑宣传是较为合理的选择。在开店区域的选择上，因为品牌计划走专业路线，定位中高端，因此门店选择开在一、二线城市的黄金商圈，比如进入八佰伴、久光。

继续加强高技术含量，高附加值面料产品的研发和产业化

公司在产品研发上的投入过去几年一直占销售收入的3%以上，未来将继续加强高技术面料产品的产业化。如既防风防水又能透气并具有弹性的新型复合类面料Neoshell系列，能彻底改变户外产品使用者必须在透气性和防风防水保护性这两者之间做出抉择的情况。公司计划与国际知名户外品牌厂商合资建厂等方式加以推广，实现产业化（该产品系列的投资不会很大，从技术上只是一个工艺的改良）。公司每年研发1000多种新工艺，其中10%会用来做成新面料。

成本上涨带来压力

原材料价格的上涨和人工成本的攀升给公司的经营产生一定压力。公司通过包括继续完善物流仓储系统的信息化建设以缩短产品交

期、加强精细化管理的力度并下决心推行流程再造整合以控制生产成本、积极进行以轻薄化多功能方向为主导的新品种开发以提升产品附加值等方式来部分转化。虽然公司有一定的转化能力，但是作为一个制造型企业，成本上涨能够完全转嫁并不现实。

■ 投资建议:

作为户外用品行业杰出的面料商供应商，公司的研发创新能力以及精细化管理能力比国内一般制造企业领先很多，同时由于健康生活方式在欧美发达国家的广泛传播，户外运动逐渐被越来越多的人们认可。随着户外运动认可程度的提高，户外运动用品的需求量也逐年增长，户外运动服装随之成为全球纺织品市场中增长最快的细分市场之一。因此，在公司产能得以不断释放的前提下，我们看好公司未来几年的发展，预计11-13年的EPS分别为 0.46、0.60和0.76元。目前估值水平略微偏高，但是由于看好公司的长期发展前景，我们依然给予“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	685.69	853.88	1077.76	1353.00
年增长率（%）	40.13%	24.53%	26.22%	25.54%
归属于母公司的净利润	61.51	95.62	125.42	159.18
年增长率（%）	43.71%	55.47%	31.16%	26.92%
每股收益（元）	0.296	0.460	0.603	0.765
PER (X)	48.36	31.11	23.72	18.69

注：总股本为 208 百万股计算

盈利预测:

报表预测		2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
利润表							
营业收入	489.91	489.32	685.69	853.88	1077.76	1353.00	
减: 营业成本	388.30	370.27	508.14	626.16	780.98	975.20	
营业税金及附加	0.00	0.15	0.52	0.64	0.81	1.02	
营业费用	16.19	26.41	50.04	64.04	80.83	101.48	
管理费用	25.97	32.10	38.26	51.23	64.67	81.18	
财务费用	15.70	10.62	12.72	-4.21	-1.57	1.27	
资产减值损失	0.58	1.31	0.61	0.61	0.61	0.61	
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
公允价值变动损益							
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
营业利润	43.17	48.47	75.39	115.40	151.42	192.25	
加: 其他非经营损益	-0.51	0.16	-0.95	0.22	0.22	0.22	
利润总额	42.66	48.63	74.45	115.61	151.64	192.46	
减: 所得税	5.35	5.30	12.35	19.08	25.02	31.76	
净利润	37.31	43.33	62.09	96.54	126.62	160.71	
减: 少数股东损益	0.41	0.53	0.59	0.91	1.20	1.52	
归属母公司股东							
净利润	36.90	42.80	61.51	95.62	125.42	159.18	
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	
货币资金	62.17	79.71	502.04	537.51	441.62	499.75	
应收和预付款项	45.84	80.66	110.53	112.86	168.28	184.20	
存货	88.00	85.71	165.07	129.36	237.86	220.68	
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产和在建工程	273.51	270.15	277.92	384.72	476.51	603.31	
无形资产和开发支出	12.91	13.26	12.62	11.12	9.62	8.12	
其他非流动资产	0.26	0.17	0.16	0.08	0.00	0.00	
资产总计	482.70	529.66	1068.34	1175.64	1333.90	1516.05	
短期借款	113.30	84.60	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付和预收款项	46.20	63.95	88.00	98.76	130.40	151.85	
长期借款	57.00	70.50	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他负债	0.79	1.56	75.25	75.25	75.25	75.25	
负债合计	217.29	220.62	163.25	174.01	205.65	227.09	
股本	156.00	156.00	208.00	208.00	208.00	208.00	
资本公积	62.86	62.86	543.87	543.87	543.87	543.87	

	留存收益	43.64	86.75	149.19	244.81	370.23	529.42
	归属母公司股东						
权益		262.50	305.61	901.06	996.69	1122.11	1281.29
	少数股东权益	2.91	3.44	4.03	4.94	6.14	7.66
	股东权益合计	265.41	309.05	905.09	1001.63	1128.25	1288.96
	负债和股东权益						
合计		482.70	529.66	1068.34	1175.64	1333.90	1516.05
	现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
	经营性现金净流量						
量		70.58	77.11	49.12	173.60	42.92	247.36
	投资性现金净流量						
量		-37.61	-34.75	-60.47	-149.82	-149.82	-199.82
	筹资性现金净流量						
量		-3.92	-24.25	441.09	11.69	11.02	10.59
	现金流量净额	25.79	17.45	426.04	35.47	-95.88	58.13

分析师承诺

分析师 张凤展

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。