

业绩增速良好，成本控制力强

买入首次

目标价格：10.2 元

投资要点：

- 中报业绩增长良好，继续保持印染业龙头地位。
- 毛利率与净利率呈现不断上升趋势，销售费用率有所降低。
- 公司产业链不断扩大，非织造布与热电提供了强劲的利润增长点。

报告摘要：

- **中报业绩增长良好，印染行业龙头地位稳固。**报告期内，公司实现主营业务收入 113585.38 万元，同比增长 6.84%；利润总额 16021.05 万元，同比增长 5.62%；净利润为 11026.84 万元，同比增长 8.00%。EPS 为 0.26 元，同比增长 7.88%。由于公司 10 年增速惊人，主营业务收入同比增长 23.53%，净利润同比增长 46.40%，在这样高的基数上，公司今年上半年保持这样的增长实属难能可贵。
- **毛利率与净利率呈现逐年上升趋势，销售费用率呈现逐年下降趋势。**公司毛利率由 08 年的 13.70%，09 年的 18.12%，增加至 10 年的 20.06%，11 年上半年为 19.32%，与去年同期相比略有降低，但是仍处于相对高位，且基于公司基本面我们预计 11 年全年毛利率相对于去年同期仍会有提升。报告期内公司净利率为 11.01%，另外销售费用率由 09 年的 16.65% 下降至 14.15%，体现了公司良好的控制成本能力，在传统行业取得这样的成绩是令人满意的。
- **非织造布营业收入大增，航运业务表现不俗。**公司传统的印染及印染纺织品营业收入比去年同期增加了 13.27%，营业利润率达到 18.17%。而公司延伸业务中属于制造业的非织造布业务下游需求旺盛，营业收入比去年同期增加了 26.83%，营业利润率达到 16.56%，比去年同期增加了 5.18%。非织造布营业利润占比为 8%，已经成为公司第三大的收入来源。公司 11 年上半年航运收入达到 1895 万元。公司在 09 年购置了 2 艘经营海运业务的内河煤炭散货船（分别为 2.3 万吨与 1.8 万吨）的基础上，今年 9 月第 3 只船（2.5 万吨）将下水，船运业务的开展不仅可以稳定公司的电煤运输成本，还可以为公司拓展新的利润增长点。
- **公司拥有自备电厂，有助于其继续保持优势，充分利用产能，维持稳定的毛利率。**

中小市值上市公司研究组

纺织服装行业

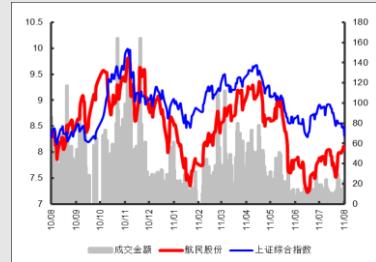
高级分析师：

王凤华 (S1180511010001)

电话：010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

市场表现



数据来源：wind

公司 2011 中报数据

基本每股收益 (元)	0.26
摊薄每股收益 (元)	0.26
每股净资产 (元)	2.745
净资产收益率	10.78%
净利润增长率	8.00%
总股本 (亿股)	4.2354
流通股本 (亿股)	4.2354
8 月 8 日收盘价 (元)	7.40

数据来源：公司中报 wind

公司拥有自备电厂，在绍兴轻纺城市场周边地区普遍拉闸限电的基础上，不仅可以减少成本，而且在同行业内其他公司不能自行发电的情况下形成明显的比较优势，在客户需求紧急时能保证交货时间。公司产品质量好，产能规模大，能够充分满足客户需求。在公司产能受限的背景下，公司还可以挑客户，选择毛利率高的品种加工。同时公司离轻纺城市场只有几十公里的距离，便于公司了解市场动向，获得一手信息。在纺织行业普遍毛利率不高的情况下公司取得良好业绩显示出较强的经营管理能力。

预测与估值

根据我们的业绩预测模型，我们预计 2011 年-2013 年的 EPS 分别为 0.68 元、0.86 元、1.03 元，对应的 2011 年-2013 年的市盈率分别为 11.19 倍、8.96 倍、7.43 倍。根据对公司历史 PE/PB 估值区间分析，我们给予公司“买入”投资评级。按 15 倍的市盈率来估值，未来 6 个月目标价为 10.2 元。

主营业务收入占比分析

公司主营业务占比最大的是印染及印染纺织品，占公司主营业务收入的 51%，营业利润贡献比为 68%。公司近些年不断扩展产业链，通过多元化发展来降低成本的同时，寻找新的利润增长点。其中电力、蒸汽营业收入占比达到 18%，为公司带来了巨大的比较优势，虽然这不是最终产品，但节约了大量成本。属于制造业的非织造布业务下游需求旺盛，营业收入比去年同期增加了 26.83%，营业利润率达到 16.56%，比去年同期增加了 5.18%。非织造布营业收入占比为 8%，已经成为公司第三大的利润来源。另外公司 11 年上半年航运收入达到 1895 万元。

表 1：公司 2011 年上半年分行业、分产品经营情况（单位：人民币/万元）

分行业或分产品	营业收入	营业成本	营业利润率 (%)	营业收入同比增减 (%)	营业成本同比增减 (%)	营业利润率 同比增减
印染及印染纺织品收入	81,583.26	66,762.75	18.17	13.27	13.67	下降 0.28 个百分点
电力、蒸汽收入	29,189.13	24,484.15	16.12	7.17	5.92	上升 0.99 个百分点
燃煤销售收入	9,593.87	9,545.87	0.5	-9.18	-8.68	降低 0.54 个百分点
非织造布收入	10,783.49	8,997.70	16.56	26.83	19.41	上升 5.18 个百分点
染料收入			0	-100	-100	下降 15.68 个百分点
织造布收入	3,862.63	3,574.64	7.46	37.24	33.79	上升 2.39 个百分点
运输收入	1,895.44	1,778.57	6.17	-24.17	-0.05	下降 22.64

	个百分点					
工业用水	324.56	301.20	7.2	-5.61	-5.92	上升 0.31 个
小计	137,232.37	115,444.90	15.88	4.81	4.5	上升 0.25 个
抵销	23,647.00	23,628.67				百分点
抵销后小计	113,585.38	91,816.22	19.17	6.84	6.96	下降 0.08 个
						百分点

资料来源：公司半年报 宏源证券

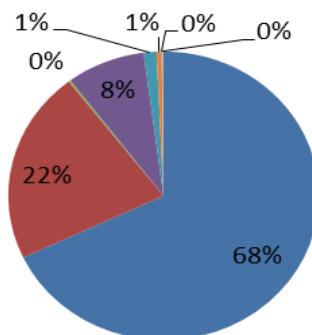
图 1：公司分行业或产品营业收入占比



资料来源：WIND 宏源证券

图 2：公司分行业或产品营业利润占比

- 印染及印染纺织品营业利润 ■ 电力、蒸汽营业利润
■ 燃煤销售营业利润 ■ 非织造布营业利润
■ 织造布营业利润 ■ 运输营业利润
■ 工业用水营业利润 ■ 抵销



资料来源: WIND 宏源证券

公司近三年成长和盈利情况分析

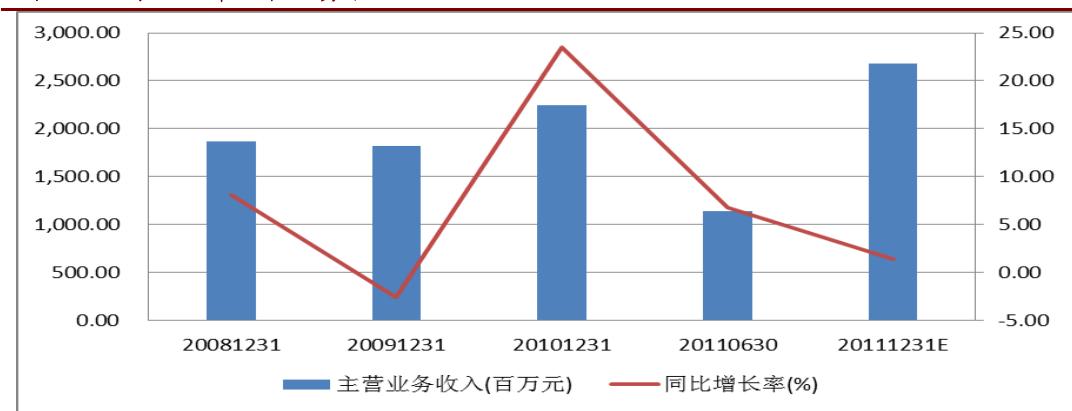
公司近三年净利润保持强劲增长势头，主营业务收入除在09年受金融危机影响有所下降以外，均在高速增长，其中10年主营业务收入同比增加23.53%，净利润同比增加46.40%。在这样高增长的基数下，预计今年主营业务收入与净利润增长将会有所放缓，但在行业里的龙头地位不会受到影响。毛利率与净利率均呈现逐年增长趋势，在11年上半年由于原辅材料价格上涨、资金成本上升、人工成本增加等原因有所放缓，预计11年全年毛利率与净利率会稳中有升。

表2: 公司近三年财务指标

年份	20081231	20091231	20101231	20110630	20111231E
主营业务收入(万元)	186,837.74	181,903.44	224,699.77	113,872.18	267,775.00
同比增长率(%)	8.04	-2.64	23.53	6.77	1.35
净利润(万元)	12,550.85	16,063.28	23,516.15	11,026.84	28,610.00
同比增长率(%)	11.04	27.99	46.40	8.00	0.22
销售净利率(%)	7.9	10.17	12.12	11.01	NA
销售毛利率(%)	13.7	18.12	20.06	19.32	NA

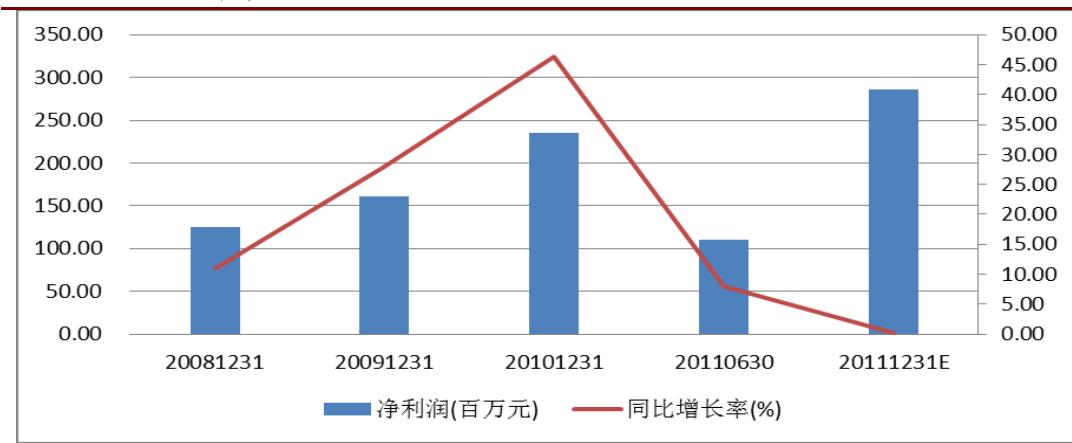
资料来源: WIND 宏源证券

图 3: 公司近三年主营业务收入



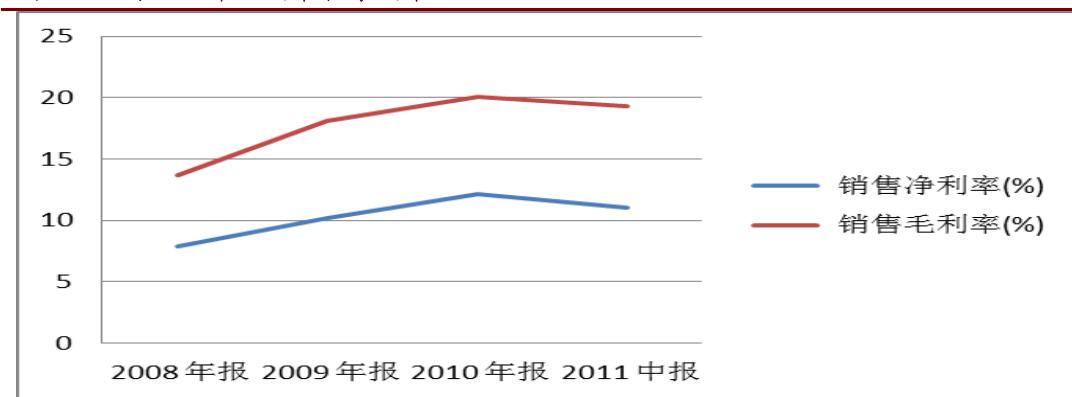
资料来源: WIND 宏源证券

图 4: 公司近三年净利润



资料来源: WIND 宏源证券

图 5: 公司近三年毛利率和净利率



资料来源: WIND 宏源证券

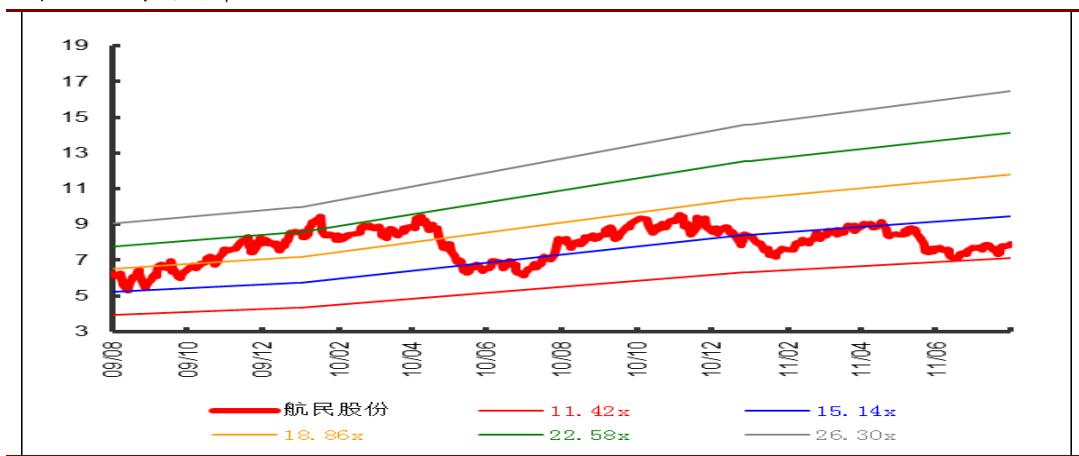
收益预测和估值

根据我们的业绩预测模型，我们预计 2011 年-2013 年的 EPS 分别为 0.68 元、0.86 元、1.03 元，对应的 2011 年-2013 年的市盈率分别为 11.19 倍、8.96 倍、7.43 倍。根据对公司历史 PE/PB 估值区间分析，我们给予公司“买入”投资评级。按 2011 年 15 倍的市盈率来估值，未来 6 个月目标价为 10.2 元。

盈利预测	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	1,819.03	2,247.00	2,677.75	3,384.50	4,055.50
增长率(%)	-2.64	23.53	19.17	26.39	19.83
归属母公司股东的净利润(百万元)	160.63	235.16	286.1	362.65	436.98
增长率(%)	27.99	46.4	21.66	26.76	20.49
市盈率	23.7	15.62	11.19	8.96	7.43
每股收益-摊薄(元)	0.3793	0.5552	0.6755	0.8562	1.0317

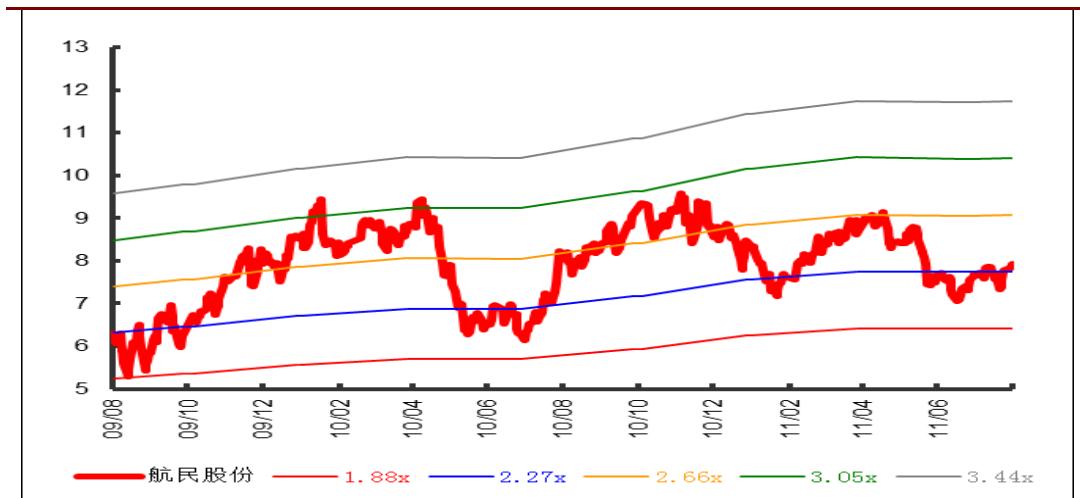
资料来源：Wind 宏源证券

图 6：公司近两年 PE Bands



资料来源：WIND 宏源证券

图 7：公司近两年 PB Bands



资料来源：WIND 宏源证券

分析师简介:

王凤华: 宏源证券研究所高级策略研究员, 中国人民大学硕士研究生, 13 年从业经历, 曾在多家券商任职, 曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、电力设备新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、区域经济主题、投资组合、主题投资专题研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司: 滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁	郭振举	张璐	崔秀红
010-88085790	010-88085798	010-88085978	010-88085788
zenglijie@hysec.com	guozhenju@hysec.com	zhangjun3@hysec.com	cuixiuuhong@hysec.com
贾浩森	牟晓凤	王俊伟	雷增明
010-88085279	010-88085111	021-51782236	010-88085989
jiahaosen@hysec.com	muxiaofeng@hysec.com	wangjunwei@hysec.com	leizengming@hysec.com
	孙利群	赵佳	罗云
	010-88085756	010-88085291	010-88085760
	sunliqun@hysec.com	zhaojia@hysec.com	luoyun@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。