主业净利率反转，多晶硅添彩

增持首次

目标价格：6.56 元

投资要点：

- 中报收入与利润增长良好。
- 公司净利率遏制了近年来的下降势头。
- 公司多晶硅产业增长强劲，成为公司营业利润的重要来源。

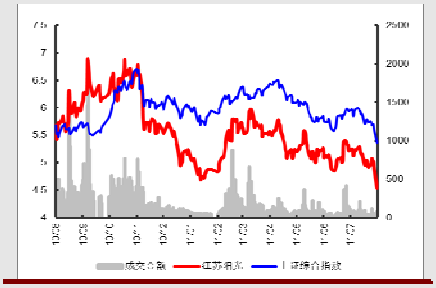
报告摘要：

- **中报业绩增长良好。**报告期内，公司实现营业收入 192,964.94 万元，同比增长 40.35%；营业利润 6,293.31 万元，同比增长 17.05%。每股收益 0.024 元。
- **净利率遏制了近年来的下降趋势，体现了公司控制费用的能力有所提高。**虽然由于羊毛价格与劳动力成本不断上升使得公司毛利率有所下降，但是报告期内公司净利率由 10 年底的 1.95%增加至 3.13%，遏制了近三年来的下降势头。公司在未来将继续加大新品研发投入，推动品牌战略，同时强化内部管理来进一步提高公司的综合竞争力。
- **公司多晶硅产业发展迅猛，增长强劲，给公司带来了巨大的盈利空间。**多晶硅产业报告期内营业收入达到 31168 万元，同比增加 246.23%，营业利润率为 33.58%，由于今年一季度多晶硅市场价格的大幅回升，报告期内公司控股子公司宁夏阳光硅业有限公司已实现盈利四千万元左右。公司的多晶硅产业已成为公司主营业务中的一个强劲的利润增长点。
- **公司继续加大技术创新体系建设和项目研发工作。**公司早在 2008 年就已获高新技术企业，09 年被评为国家级创新型企业，近些年来各项研发工作不断取得积极成果。同时公司还在扩建热电厂，将来公司的热电经营业务会进一步扩大，将降低公司的经营成本。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	2,588.93	3,106.32	3,254.18	3,455.55	3,733.53
同比增长（%）	-21.65	19.98	4.76	6.19	8.04
净利润	25.80	59.46	61.91	82.18	106.55
同比增长（%）	-28.71	-40.48	4.12	32.74	29.65
EPS	0.0589	0.0351	0.0365	0.0484	0.0628
P/E	98.30	147.58	123.30	92.89	71.65

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）	0.0239
摊薄每股收益（元）	0.0239
每股净资产（元）	1.64
净资产收益率	1.46%
净利润增长率	-8.73%
总股本（亿股）	17.8334
流通股本（亿股）	17.8334
8 月 10 日收盘价（元）	4.50

数据来源：公司中报

风险提示

各类成本的不断上升，包括原料价格、劳动力成本等，给公司的经营带来了一定的困难和不确定性。

公司重要利润来源的多晶硅产业仍面临价格大幅波动的风险。在多晶硅成本变动幅度不大的情况下，多晶硅市场价格对收益具有决定性影响。今年一季度多晶硅市场价格大幅回升，之后受制于“两头在外”的行业格局以及欧洲国家下调多晶硅补贴，又出现一定程度的下跌，进入 7 月其价格忽又出现强力反弹。我们认为随着中美两国启动太阳能上网电价补贴，多晶硅需求将稳步扩大，价格将维持稳定，公司在宁夏的多晶硅凭借低成本的能源优势将给公司带来稳定的盈利。

主营业务收入占比分析

公司营业收入占比最大的是面料销售，占公司主营业务收入的 43%，排在其后的是服装销售占 21%，以及多晶硅与电器销售，各占 16%。多晶硅显然成了公司主营业务中最抢眼的产业，11 年上半年内营业收入达到 3.11 亿元，同比增加 246.23%，营业利润率达到 33.58%，同比增加 0.54 个百分点。多晶硅在公司营业利润中也是占比最大，对营业利润贡献比达到 44%。公司控股 65%的宁夏阳光硅业公司为宁夏自治区重点项目，生产规模为年产多晶硅 4000 吨。在新能源逐渐成为能源行业甚至全球经济的焦点的大趋势中，公司的多晶硅产业主打光伏概念，未来成长空间巨大。多晶硅是光伏产业的最主要原材料，伴随着光伏市场持续增长，多晶硅未来增长潜力巨大。由于在资本和技术方面的进入门槛较高，多晶硅是整个光伏产业中利润最为丰厚的部分。公司的多晶硅业务具有很大的想象空间，将来会给公司带来更为丰厚的利润。

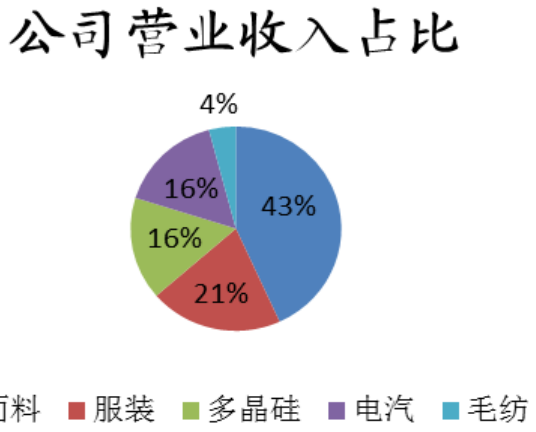
另外，公司是国内规模最大的高支高档薄型面料生产基地，主要产品“阳光牌”精纺呢绒国内市场占有率第一，为阿玛尼等 30 多家国外一流服装商所采用。由于今年以来羊毛价格和劳动力成本不断上升，公司纺织服装行业毛利率有所下降，但公司仍不断加大新品研发投入，推动品牌战略，强化内部管理。综合分析，公司持续占据服装高端面料领先位置，同时在多晶硅上扩大营业利润，。

表 1：公司 2011 年上半年分产品经营情况（单位：人民币/万元）

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
面料销售	82734.20	74095.62	10.44	45.80	57.62	减少 6.72 个百分点
服装销售	39122.84	36780.12	5.99	0.27	7.32	减少 6.18 个百分点
多晶硅	31168.05	20700.54	33.58	246.23	84.19	增加 0.54 个百分点
电汽销售	30632.55	30632.55	0.29	27.08	75.96	减少 5.18 个百分点
毛纺销售	7913.38	5884.16	25.64	10.19	11.66	减少 15.68 个百分点

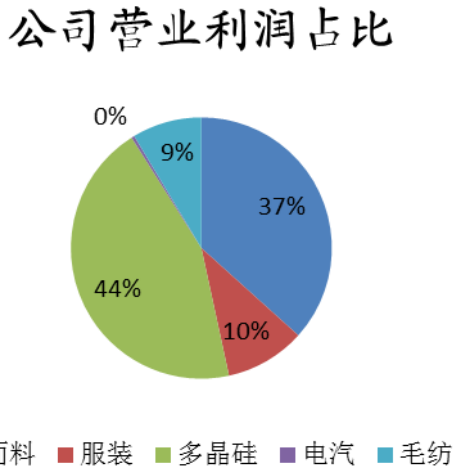
资料来源：公司半年报　宏源证券

图 1：公司分产品营业收入占比



资料来源：WIND 宏源证券

图 2：公司分产品营业利润占比



资料来源：WIND 宏源证券

公司近三年成长和盈利情况分析

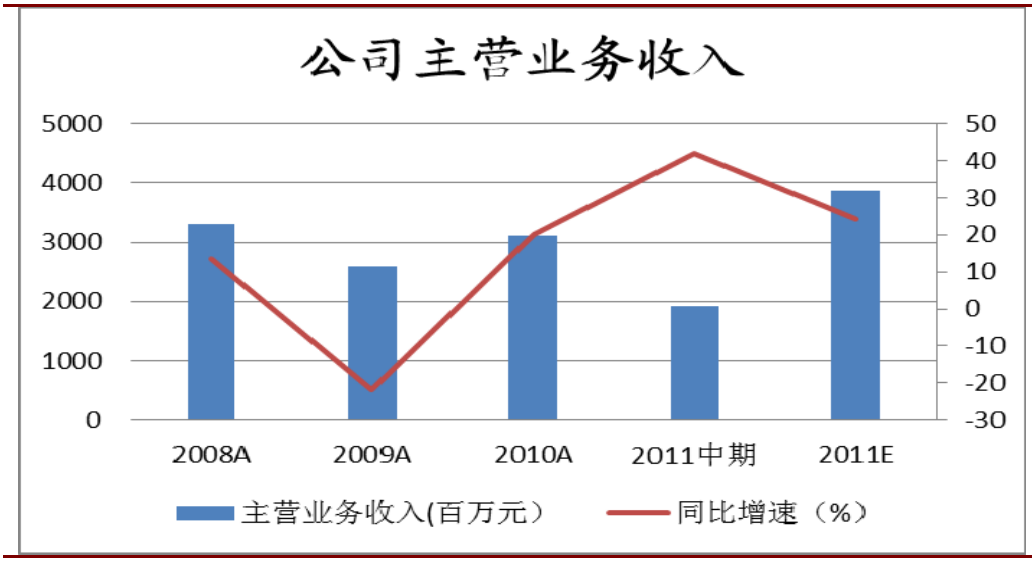
公司主营业务收入除在金融危机的影响下大幅下滑之外，10 年及估计 11 年主营业务收入都有显著上升。公司 09,10 年度净利润大幅下滑，但是今年以来由于公司多晶硅产业的贡献，估计其净利润增长率能够大幅度反弹。由于近年来各种成本一直不断上升，公司的毛利率呈现下降态势，但是注意到公司今年上半年间净利率开始上升，体现了公司管理费用的能力的上升。

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)	330,413.01	258,893.41	310,631.56	192,964.94	325,417.62
同比增长率(%)	13.42	-21.65	19.98	41.83	4.76
净利润(万元)	14,731.20	10,502.04	6,250.89	4,269.51	6,508.43
同比增长率(%)	-21.41	-28.71	-40.48	-8.73	4.12
销售净利率（%）	5.34	5.29	1.95	3.13	NA
销售毛利率（%）	14.25	16.63	14.85	12.79	NA

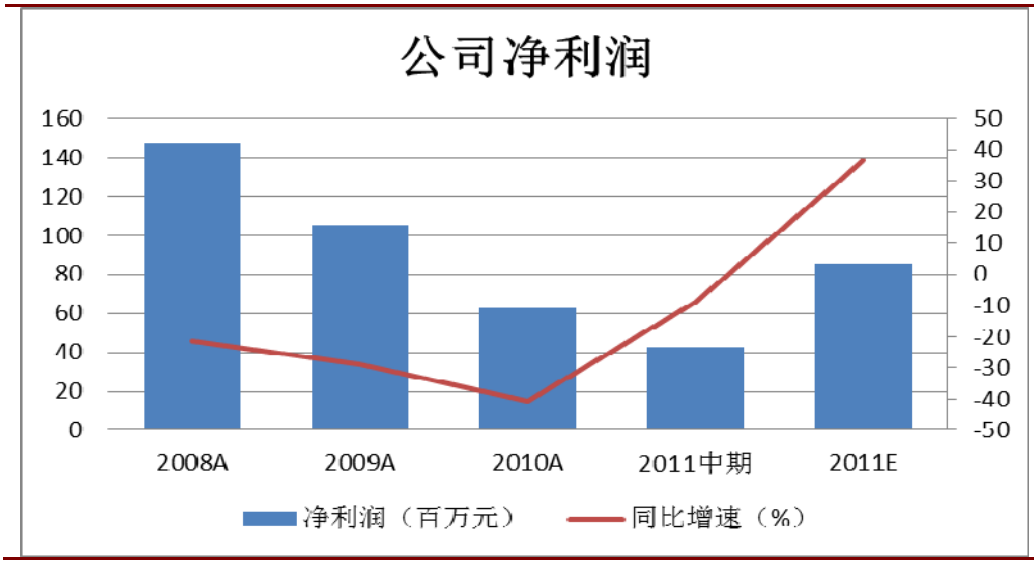
资料来源：WIND　宏源证券

图 3：公司近三年主营业务收入



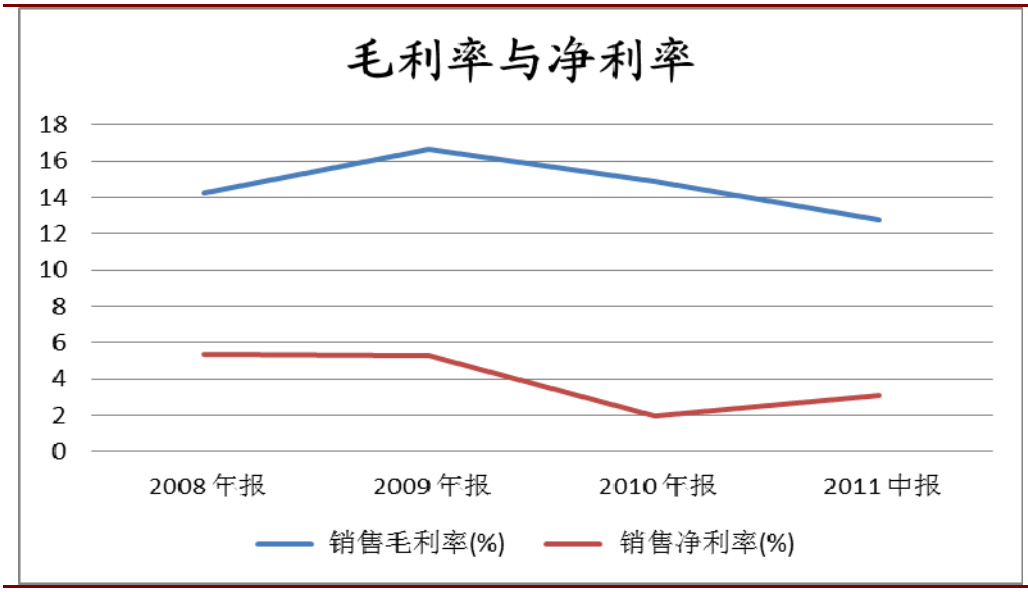
资料来源：WIND 宏源证券

图 4：公司近三年净利润



资料来源：WIND 宏源证券

图 5：公司近三年毛利率与净利率



资料来源：WIND 宏源证券

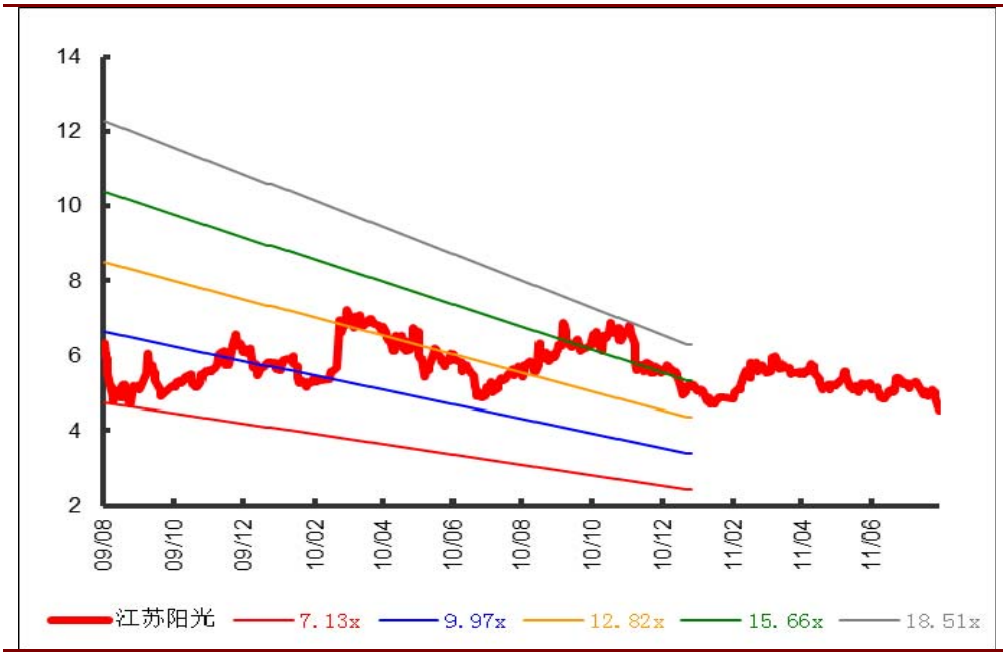
收益预测和估值

根据我们的业绩预测模型，我们预计 2011 年-2013 年的 EPS 分别为 0.0365 元、0.0484 元、0.0628 元，对应的 2011 年-2013 年的市盈率分别为 123.30 倍、92.89 倍、71.65 倍。根据对公司历史 PE/PB 估值区间分析，我们给予公司“增持”投资评级。目前公司 PB 处于历史估值下限位置，按历史较安全的 4 倍 PB 估值，未来 6 个月目标价为 6.56 元。

盈利预测	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	2,588.93	3,106.32	3,254.18	3,455.55	3,733.53
增长率(%)	-21.65	19.98	4.76	6.19	8.04
归属母公司股东的净利润(百万元)	105.02	62.51	65.08	86.39	112.01
增长率(%)	-28.71	-40.48	4.12	32.74	29.65
市盈率	98.3	147.58	123.30	92.89	71.65
每股收益-摊薄(元)	0.0589	0.0351	0.0365	0.0484	0.0628

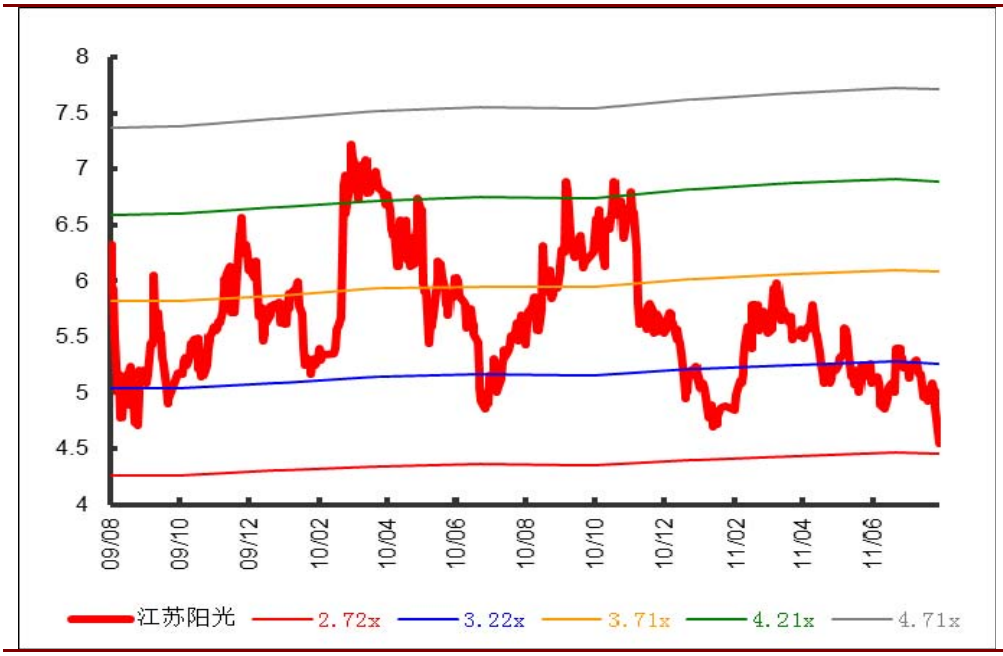
资料来源：Wind 宏源证券

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: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究员、高级策略分析师，中国人民大学硕士研究生，14 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、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

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 010-88085790 zenglijie@hysec.com	**郭振举** 010-88085798 guozhenju@hysec.com	**张珺** 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	**崔秀红** 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	**牟晓凤** 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	**王俊伟** 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	**雷增明** 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	**赵佳** 010-88085291 zhaojia@hysec.com	**罗云** 010-88085760 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。