

N 百隆 (601339.SH) 纺织行业

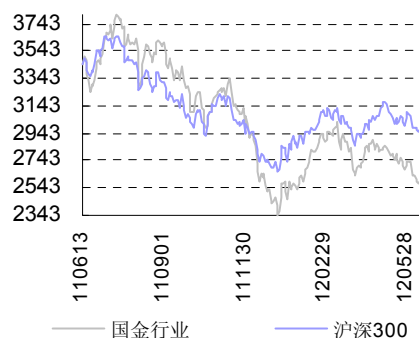
新股研究

上市定价(人民币): 13.60 元
 目标价格(人民币): 13.00-15.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	13.60
发行 A 股数量(百万股)	150.00
总股本(百万股)	750.00
国金纺织指数	2574.11
沪深 300 指数	2558.27
上证指数	2305.86



竞争优势在于公司建立起来的品牌供应商形象

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.550	1.586	1.004	0.951	1.002
每股净资产(元)	4.33	5.95	8.06	8.52	9.22
每股经营性现金流(元)	0.88	0.73	2.66	1.01	0.94
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	47.17	20.63	30.45	30.45	30.45
净利润增长率(%)	85.06%	2.30%	-20.86%	-5.30%	5.37%
净资产收益率(%)	35.76%	26.66%	12.45%	11.16%	10.87%
总股本(百万股)	600.00	600.00	750.00	750.00	750.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

逻辑分析

- 色纺纱行业是一个平稳发展、具备一定行业进入壁垒的纺织细分子行业; 业内企业作为纺织服装供应链中的中间制造商, 行业壁垒能带来相对较高但有限的盈利能力。
- 百隆东方的核心竞争优势来源于公司所建立起来的品牌供应商形象:
 - 从行业发展趋势来看, 平稳的发展速度、相对合理的盈利性、相对稳定的寡头垄断竞争格局, 是行业内企业未来发展的大背景, 公司作为行业内两大寡头之一, 核心的竞争优势, 即对下游终端零售商而言, 已经建立起来的品牌色纺纱供应商的形象。
 - 公司拥有的品牌亦是经过公司创业团队及众多员工的共同努力, 其品牌价值目前已充分获得客户认同, 行业的新进入者在品牌方面很难在短时间内与公司抗衡, 未来的行业竞争将主要体现在公司与华孚色纺上; 从下游终端客户分散订单风险的角度出发, 我们认为公司将与华孚色纺共同分享行业的平稳增长。
- 未来业绩受累于行业运行风险的持续扩大: 纺织行业内的生产型企业, 一方面受下游需求波动的放大作用较为明显; 另一方面受棉价波动的影响带来订单价格的持续波动。目前色纺纱行业两头受困: 下游需求不旺、棉价持续下跌。

盈利预测及投资建议

- 盈利预测: 预计公司 2012-2014 年分别实现销售收入 43.59 亿、43.59 亿、47.30 亿元, 同比增长-8.44%、0%、8.51%; 实现归属于母公司净利润分别为 7.53 亿、7.13 亿、7.51 亿元, 同比增长-20.86%、-5.30%、5.37%, 对应 EPS (摊薄) 分别为 1.004 元、0.951 元、1.002 元。
- 目标价 13-15 元: A 股纺织公司中, 与公司业务较为接近的是华孚色纺、鲁泰 A、联发股份、众和股份、航民股份、凯撒股份, 我们以 6 家公司 2012 年平均估值 13 倍为基础, 给予公司 12 年 13-15 倍 PE, 对应价格为 13-15 元。
- 风险提示: 公司目前最大的风险在于终端需求不足, 影响收入, 加剧行业内的竞争程度; 需求不足带来棉价的持续下跌, 影响订单的盈利能力; 募集资金项目存在产能投放过度的压力; 库存周转率存在持续恶化的风险。

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
 (8621)61038278
 zhangbin@gjzq.com.cn

焦娟 联系人
 (8621)61038269
 jiaoj@gjzq.com.cn

内容目录

估值与投资建议：目标价区间 13-15 元	3
平稳发展的色纺纱子行业，“快速反应”带来一定的行业壁垒	4
色纺纱行业发展速度平稳	4
行业具备一定的壁垒，主要源于下游零售商快速反应的需求	4
作为中间制造商，行业壁垒带来有限的、相对合理的盈利能力	4
核心竞争优势来源于公司在客户心目所建立起来的品牌形象	5
行业两大寡头之一，竞争格局稳定	5
公司已建立起品牌供应商的稳健形象	6
未来业绩受累于行业运行风险的持续扩大	7
目前行业运行最大的风险在于下游需求不旺	7
棉价持续下跌影响订单的盈利水平	7
短中期内募集资金投资项目将扩大色纺纱产能	8
盈利预测	9
风险提示	12
附录：三张报表预测摘要	12

图表目录

图表 1：可比公司估值水平	3
图表 2：外销市场收入占比约为 40%	6
图表 3：色纺纱销售占公司营业收入的 80%以上	6
图表 4：棉花成本占公司主营业务成本 70%以上	6
图表 5：公司棉花采购的三种模式	6
图表 6：棉价经历暴涨暴跌后，目前持续低迷	8
图表 7：2012 年 2 月份以来的棉价走势	8
图表 8：2011 年外协加工的比例为 23.1%	8
图表 9：业务拆分	10
图表 10：销售预测	11

估值与投资建议：目标价区间 13-15 元

- **盈利预测：**预计公司 2012-2014 年分别实现销售收入 43.59 亿、43.59 亿、47.30 亿元，同比增长-8.44%、0%、8.51%；实现归属于母公司净利润分别为 7.53 亿、7.13 亿、7.51 亿元，同比增长-20.86%、-5.30%、5.37%，对应 EPS（摊薄）分别为 1.004 元、0.951 元、1.002 元。
- **目标价 13-15 元：**A 股纺织公司中，与公司业务较为接近的是华孚色纺、鲁泰 A、联发股份、众和股份、航民股份、凯撒股份，我们以 6 家公司 2012 年平均估值 13 倍为基础，给予公司 12 年 13-15 倍 PE，对应价格为 13-15 元。

图表1：可比公司估值水平

简称	最新股价	2012年EPS一致预期	2012年PE
华孚色纺	5.06	0.61	8.35
鲁泰A	7.78	0.97	8.00
联发股份	13.00	1.11	11.71
众和股份	5.00	0.32	15.63
航民股份	6.11	0.78	7.83
凯撒股份	8.21	0.35	23.80
平均估值			12.55

来源：国金证券研究所，股价为 2012 年 6 月 11 日收盘价

平稳发展的色纺纱子行业，“快速反应”带来一定的行业壁垒

色纺纱行业发展速度平稳

- 色纺纱 80 年代起源于日本，目前全球绝大部分产能集中于中国；从产品竞争力的角度来看，色纺纱所织的布面具有多彩色、手感柔和的风格，满足了终端服装风格多样化的发展趋势。
 - 色纺纱采用不同原料、不同色彩进行多种组合可形成千姿百态、风格各异及功能多样的新产品，而且新型纤维产品（如竹纤维、大豆纤维等）的大规模应用也将依赖于色纺技术的发展。色纺纱线色彩丰富，层次清晰，颜色立体感强，色光一致性好，而织成布后布面呈现出多彩色、手感柔和、表感丰满的特点。按照纺成色纺纱的纤维不同，色纺纱可以分为纯棉色纺纱、混纺色纺纱、纯化纤色纺纱、再生化纤色纺纱以及混合三种以上不同原料纤维的色纺纱等；按照成品颜色的不同，色纺纱又可分为彩色色纺纱和麻灰色纺纱等。
 - 以 H&M、ZARA 为代表的休闲品牌服饰运营商，创造了个性化、小批量，快速时尚的商业模式。色纺纱一般由两种及以上的不同色泽纤维或不同性能的纤维混和纺成纱，该过程主要为物理混合过程。企业可以大量制造单色棉纤维，然后通过快速混纺成纱，从而可以有效缩短后续加工企业的生产流程，迅速响应市场多品种、小批量、快交货的要求。色纺纱 80 年代起源于日本，后发展于韩国、台湾等地，进入 90 年代后，我国企业逐步进入该领域，并凭借劳动力丰沛、交货快、供货量大等优势逐渐占据市场主导地位。目前，除意大利等少数欧洲国家拥有少量产能外，全球绝大部分的色纺纱产能都集中在中国。
 - 色纺纱起步于 80 年代，经过 30 年的发展已经是一个比较成熟的行业。由于色纺纱是对棉花染色，一方面使得颜色鲜艳、色牢度好，但也导致生产周期较长，价格相对较高，主要应用于中高端服装领域。随着色织布行业在 90 年代后的快速发展、机织和针织布印染技术的不断提高和发展，以及色纺纱市场的成熟，色纺纱行业整体平稳发展。

行业具备一定的壁垒，主要源于下游零售商快速反应的需求

- **“先染色、后纺纱”的技术手段、“小批量、多品种”的快速反应模式，带来一定的色纺纱行业进入壁垒：**色纺纱市场由于客户相对稳定、以及发展进入平稳期，相对寡头垄断的竞争格局已基本形成。
 - 色纺纱行业和其它纺织子行业一样，需要企业有丰富的业内资源和经验积累，**对企业的软实力要求较高：**1) 经验丰富、高素质的管理团队对色纺纱的生产至关重要，色纺纱色彩的丰富性和生产工艺的复杂性要求企业具备较高的生产现场管理能力、调度能力和品质管理能力，与此同时，鉴于下游服装客户对交货期非常重视，亦要求企业具备良好的供应链管理能力和；2) 与传统纺纱行业相比，色纺纱行业在染色和配色等各个环节均有独特的技术和工艺流程，技术难度较大；针对小批量、多品种的色纺纱订单，在同一生产线上，往往会有多种不同品种的产品同时作业，考验企业的技术协调能力。
 - **色纺纱生产对企业的资金实力和生产规模也有较高要求，只有具备显著规模效应的大型企业才能形成低成本优势，从而有力拓展新市场：**色纺纱行业在棉花集中采购、存货管理等各个环节均需要占用大量的流动资金，同时因为色纺纱生产批量小，品种多的特点，当产量较小时单位产品分担的成本相对较大。
- **生产型企业一旦打造出品牌效应，将带来持续的竞争优势：**生产型企业直接面对下游零售企业，较之于终端品牌运营商所直接面对的个体消费者，企业的采购行为更趋于理性消费，生产型企业要经过长达数十年的积累才能建立起一定的口碑和客户忠诚度，打造出品牌效应；一旦打造出品牌效应，则将带来持续的竞争优势。

作为中间制造商，行业壁垒带来有限的、相对合理的盈利能力

- 作为充分竞争的纺织制造类企业，中间制造商、供应商的市场地位决定了企业的议价能力相对较弱，色纺纱子行业具备一定的壁垒，较之于传统的纺织工业将带来相对较高但有限的盈利能力；目前行业的寡头垄断竞争格局一方面由行业的进入壁垒导致，另一方面也是源于行业整体平稳发展的格局；预计未来行业仍然保持目前的寡头垄断的竞争格局。
- **此外，行业运行具备一定的波动性：**色纺行业为下游服装产业提供其产品生产的主要原料，具有比较明显的季节性特征。一方面，由于服装销售旺季始于年底（西方圣诞节）或年初（中国春节前夕），大量的织布和成衣企业须提早备料进行生产，因此色纺行业在每年三月份至九月份为销售旺季。由于色纺行业为劳动密集型行业，春节期间用工不稳定的因素亦对行业的生产销售有一定影响，造成 1-2 月销售相对较低的局面。另一方面，以本公司为代表的行业企业往往在每年棉花成熟季节以集中采购方式购入大量棉花，从而达到储备原料、节约成本和控制风险的目的，使得公司在每年的 10-12 月，收购棉花的资金支出较大。

核心竞争优势来源于公司在客户心目所建立起来的品牌形象

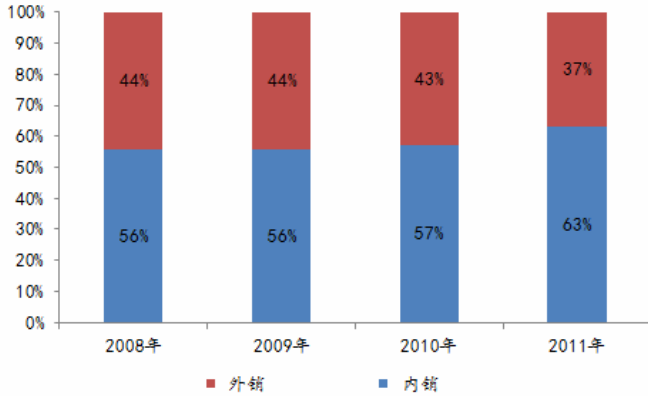
- 从行业发展趋势来看，平稳的发展速度、相对合理的盈利性、相对稳定的寡头垄断竞争格局，是行业内企业未来发展的大背景，公司作为行业内两大寡头之一，核心的竞争优势，即对下游终端零售商而言，已经建立起来的品牌色纺纱供应商的形象；对于下游采购商而言，对消费需求快速反应的产业链运营特点，决定了快速、稳定的色纺纱供应将是其核心诉求点。
- 公司拥有的品牌亦是经过公司创业团队及众多员工的共同努力，其品牌价值目前已充分获得客户认同，行业的新进入者在品牌方面很难在短时间内与公司抗衡，未来的行业竞争将主要体现在公司与华孚色纺上；从下游终端客户分散订单风险的角度出发，我们认为公司将与华孚色纺共同分享行业的平稳增长。

行业两大寡头之一，竞争格局稳定

- 由于色纺纱用于中高档服装、生产周期较长，色纺纱行业事实上已形成相对寡头垄断的竞争格局，公司与华孚色纺占据主要的生产能力和市场份额，是中高端市场稳定竞争格局中的两大寡头。
- 公司作为国内领先的色纺纱生产企业之一，主营业务为色纺纱的研发、生产和销售。公司以自制生产为主外协加工为辅，原产地集中采购原料与进口相结合，通过特有的“小批量、多品种、快速反应”经营模式，致力于向客户提供全系列、多品种、质量可靠的以纯棉品种为主的色纺纱线，公司在新疆、山东、浙江、河北、江苏等地设有专门的生产基地和原料基地；在香港、深圳、上海、宁波等地设有销售基地及物流中心。
- 公司生产的色纺纱产品按照原料质地可分为全棉系列和混纺系列，按照成品颜色可分为麻灰系列和彩色系列，目前全棉系列和麻灰系列占公司色纺纱销售收入的比重较高。2009 年，我国纺纱总产能在 1.1 亿锭左右，其中色纺纱产能约 500 万锭，纯棉产品则占据色纺纱的多数产能。目前，公司拥有的色纺纱自有及外协加工总产能达到 100 万锭左右。
- 公司产品销售内外均衡：由于公司产品在国际市场上拥有一定竞争优势，报告期公司外销收入稳步发展，2009-2011 年占当期主营业务收入的比例分别为 44.30%、42.82%及 37.08%。
- 公司在中国纺织工业协会发布的“2010-2011 年度中国纺织服装企业竞争力 500 强”和“2010-2011 年度中国纺织服装棉纺织行业竞争力 20 强”榜单中分列第 22 位和第 3 位，在“2010 年中国纺织服装行业主营业务收入 100 强”和“2010 年中国纺织服装行业出口 100 强”榜单中分列第 22 位和第 10 位。2004 年 9 月由国家纺织产品开发中心评定的“国家级棉色纺纱开发基地”落户宁波百隆；2009 年 7 月百隆东方顺利通过中国棉纺织协会首家“国家棉色纺纱精品基地”的资格认定。

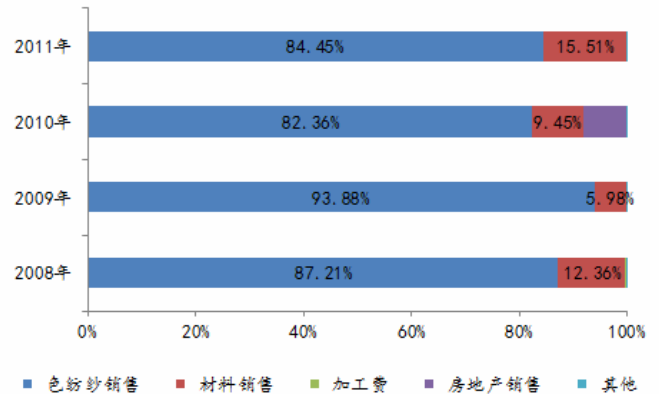
- 2011 年公司收入、净利润规模分别达到 47.61 亿元、9.51 亿元；营业收入包括色纺纱销售、材料销售、加工费、房地产销售等，其中色纺纱销售占公司营业收入的 80%以上，其中色纺纱有 40%以上通过出口实现销售；公司主营业务成本包括棉花、其他材料、直接人工、制造费用等，棉花是公司色纺纱产品生产用主要原材料，报告期内棉花成本占公司主营业务成本 70%以上；公司的棉花采购通过产地集中采购、产地零星采购、进口棉三种模式，棉价波动直接影响公司订单价格的波动。

图表2：外销市场收入占比约为 40%

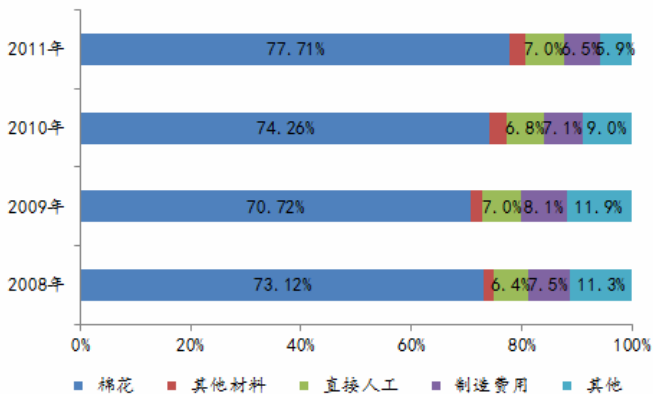


来源：国金证券研究所、招股说明书

图表3：色纺纱销售占公司营业收入的 80%以上

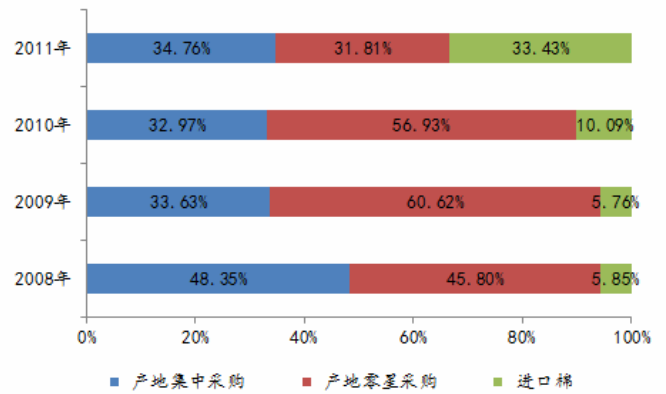


图表4：棉花成本占公司主营业务成本 70%以上



来源：国金证券研究所、招股说明书

图表5：公司棉花采购的三种模式



公司已建立起品牌供应商的稳健形象

- 色纺行业属于纺织业当中对资金实力、技术实力、管理能力、客户资源和品牌效应要求较高的细分子行业，进入壁垒较高；在当前竞争格局下，公司作为领先企业，优势明显，新进入者须投入大量的人力及物力，并经历较长时间才可能与原有领先企业形成竞争。
- 公司作为龙头企业，具有设备、技术、管理和规模优势，已经建立起品牌供应商的稳健形象，可有效地满足“小批量、快交期”的订单方式；公司以稳定的优质产品为根本、以产品创新为动力、以规模化发展为优势，在色纺行业内具备了较高的品牌知名度、市场美誉度及客户忠诚度，赢得众多海内外客户的认同。
- **稳定的优质产品是品牌建设的根本：**公司的核心产品色纺纱产品具有较高的技术含量和加工附加值。下游零售客户对“快速反应”的供应链管理需求，决定了稳定的优质产品是品牌供应商的根本，色纺纱订单往往具有“小批量、多品种、快交货”的特点，这对色纺纱的生产管理提出严峻的挑战。同一生产车间往往在同一时间需要生产不同混配比的色纺纱，稍有疏忽就容易导致产品批号混杂从而产生大量疵

品。经过多年的经验积累，公司现已建立起完善严格的车间现场管理制度和生产环节的隔离措施，杜绝了纺纱过程容易产生的飞花交叉混色等难题，为客户供应稳定的优质产品。

- **产品创新有利于维护品牌形象：**成立至今，公司始终走在国际服装流行趋势的最前端，努力为设计师提供丰富多彩和独特创新的色彩风格和面料种类；产品始终能够立足于中高端纱线市场并保持着旺盛的生命力，其主要依赖于公司对产品的深度开发和积极创新。
- **规模化发展带来成本优势：**公司积极推行原材料集中采购、统一调配，生产订单和发货配送统一安排的经营策略，从而保证了公司在储备及初加工、染色、纺纱等环节的设备及规模优势。在原材料采购方面，公司近些年重点发展棉花生产基地，大大提升了生产原材料的自给率。目前，公司在新疆阿克苏地区、喀什地区、巴音郭楞蒙古自治州等地均设有棉花收购及初加工基地，向当地棉农收购和加工优质籽棉。公司还积极扩大海外棉花及其他纤维的采购规模，多渠道地保证生产原材料的稳定充足供应。

未来业绩受累于行业运行风险的持续扩大

公司作为纺织行业内的生产型企业，一方面受下游需求波动的放大作用较为明显；另一方面受棉价波动的影响带来订单价格的持续波动。目前色纺纱行业两头受困：下游需求不旺、棉价持续下跌。

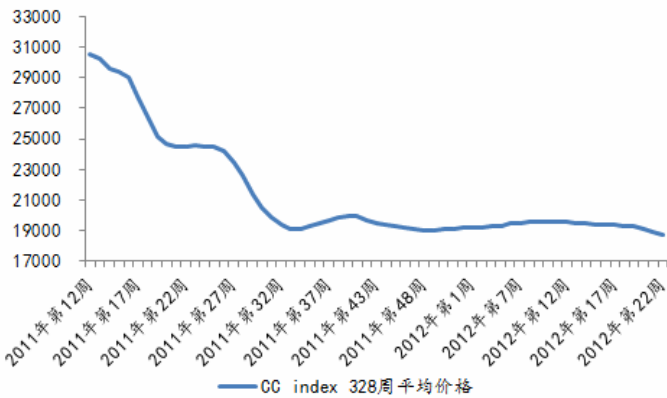
目前行业运行最大的风险在于下游需求不旺

- 进入 2011 年，尤其是第四季度受持续提价、天气偏热、经济增长加速放缓等因素影响，国内服装零售额增速已有所降低，目前最新公布的 2012 年 5 月份全国 50 家重点大型零售企业商品零售额同比增长 10.3%，内销市场持续疲软，品牌零售企业出于消化库存、寻求产品替代等需求，对公司业绩的影响具备一定的放大和滞后作用，预计 2012 年公司的业绩主要受制于终端需求疲软。
- 色纺行业的下游主要是服装行业，尤其以品牌休闲服装行业为主，需求来自于人们生活水平的提高、消费习惯的改变和可支配收入的变化。服装行业作为色纺行业的重要下游行业，其对色纺行业的影响主要体现在市场供需平衡的稳定以及行业盈利能力的变化方面。
- 品牌服装零售行业与色纺行业的联系密切，色纺纱企业通过点对点营销影响品牌服装零售设计师的设计思路，品牌服装零售企业再根据经营计划通过其供货商（即服装制造企业）向色纺纱企业采购原料纱。品牌服装零售行业经营状况，尤其零售环节是否有充足的消费支撑，将间接影响到色纺纱企业的经营成果。
- 市场需求增速放缓将使纺织行业发展从规模扩张向质量提升转变，市场竞争压力加大，不利于企业对下游客户的订单提价行为，随着劳动力等成本的提升，公司成本控制的压力加大。

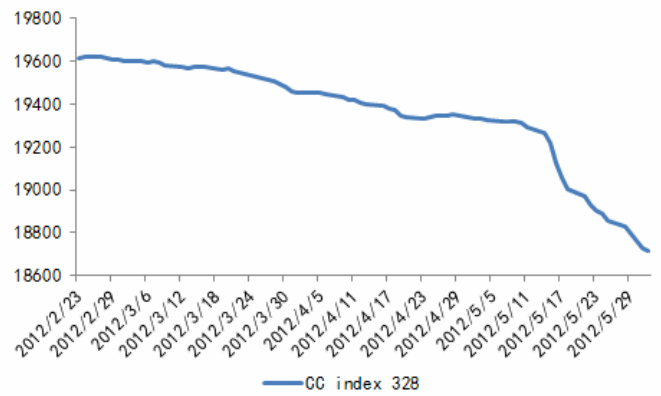
棉价持续下跌影响订单的盈利水平

- 色纺行业上游行业主要是农业和化学纤维制造业。上游原料以棉花为主，少量化学纤维为辅。目前，公司年用棉花总量可达 15 万吨以上，占原料总采购量的 95% 左右，构成公司生产色纺纱的主要成本。
- 公司色纺纱销售定价方式是参照棉花价格，考虑一定耗棉率和加工费用，在此基础上加成定价。公司色纺纱销售价格走势与棉花价格走势一致，棉价自 2012 年 2 月份以来持续阴跌，进入 5 月份中旬后大幅下跌，目前棉价仍然延续下跌趋势，预计公司订单的盈利性受棉价下跌的影响较大。我们认为今年在下游需求低迷情况下，棉价难以明显回升，未来随着大量订单不断向印度和东南亚等地转移，棉价波动幅度将减小。

图表6: 棉价经历暴涨暴跌后, 目前持续低迷



图表7: 2012年2月份以来的棉价走势

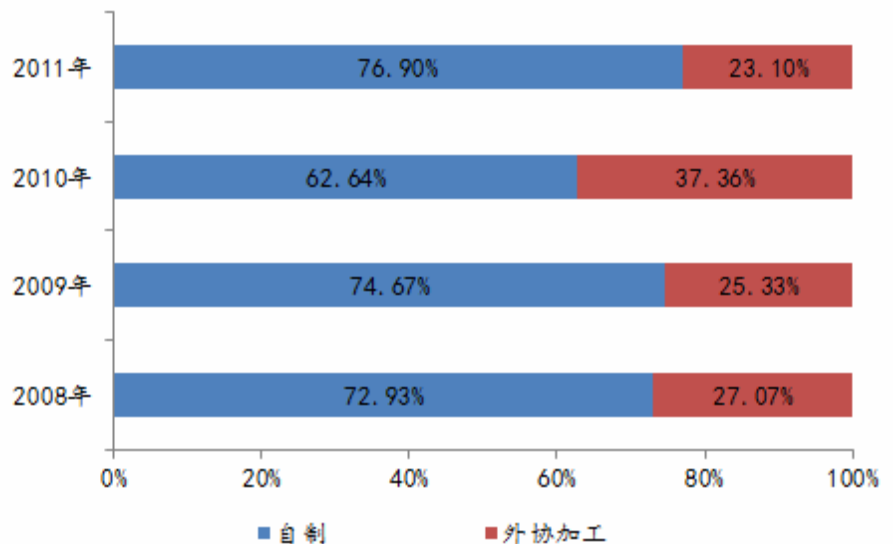


来源: 国金证券研究所、中纤网

短中期内募集资金投资项目将扩大色纺纱产能

- 本次发行及上市的募集资金扣除发行费用后, 将投资于山东邹城年产 2.5 万吨色棉纺项目和江苏淮安高档纺织品生产项目, 以及用于其他与主营业务相关的营运资金。
- 随着海内外市场的不断开拓, 近些年来公司业务规模保持快速稳定的发展。募集资金投资项目的实施既有助于公司把握色纺市场未来增长带来的机会, 亦有助于改善公司的整体生产经营水平。
- 产能扩大及投放主要基于需求变化, 目前下游零售企业受消费疲软的影响, 呈现出投放订单趋于谨慎的态势, 若消费的持续疲软有所加剧, 将影响公司募集资金项目的投放节奏和效益。

图表8: 2011 年外协加工的比例为 23.1%



来源: 国金证券研究所、招股说明书

盈利预测

我们对公司的盈利作如下假设:

- **营业收入:** 预计公司 2012-2014 年分别实现销售收入 43.59 亿、43.59 亿、47.30 亿元, 同比增长-8.44%、0%、8.51%; 实现归属于母公司净利润分别为 7.53 亿、7.13 亿、7.51 亿元, 同比增长-20.86%、-5.30%、5.37%, 对应 EPS (摊薄) 分别为 1.004 元、0.951 元、1.002 元。
 - **色纺纱销售:** 预计 2012-2014 年色纺纱销售收入分别同比增长-10%、0%、10%, 其中销售数量分别同比增长 0%、0%、5%; 单价分别同比增长-10%、0%、5%; 毛利率水平分别为 27%、26%、25%。
 - **材料销售:** 预计 2012-2014 年材料销售收入分别同比增长 0%、0%、0%, 保持在 2011 年的收入水平上; 毛利率水平分别为 20%、15%、15%。
- **费用开支:** 预计 2012-2014 年营业费用率分别为 2.3%、2.3%、2.3%; 管理费用率分别为 5%、5%、5%。

图表9: 业务拆分

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
色纺纱销售						
销售数量(万吨)	10.53	10.96	8.8	8.80	8.80	9.24
同比增长		4.08%	-19.71%	0.00%	0.00%	5.00%
单价(万元/吨)	2.94	3.66	4.57	4.11	4.11	4.32
同比增长		24.42%	24.73%	-10.00%	0.00%	5.00%
色纺纱销售收入(万元)	310029.30	401491.69	402088.63	361879.77	361879.77	398972.44
同比增长		29.50%	0.15%	-10.00%	0.00%	10.25%
毛利率	24.48%	28.88%	28.34%	27.00%	26.00%	25.00%
毛利额	75895.17	115950.80	113951.92	97707.54	94088.74	99743.11
材料销售						
销售额(万元)	19754.47	46044.56	73863.60	73863.60	73863.60	73863.60
同比增长		133.08%	60.42%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	4.16%	6.27%	24.50%	20.00%	15.00%	15.00%
毛利额	821.79	2886.99	18096.58	14772.72	11079.54	11079.54
加工费						
销售额(万元)	340.55	83.18		20	22.00	24.20
同比增长		-75.57%	-100.00%		10.00%	10.00%
毛利率	16.90%	16.08%		16.00%	16.00%	16.00%
毛利额	57.55	13.38		3.20	3.52	3.87
房地产销售						
销售额(万元)		39486.71		0.00	0.00	0.00
同比增长			-100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率		34.28%	35.00%			
毛利额		13536.04				
其他						
销售额(万元)	130.26	372.5	166.37	166.37	166.37	166.37
同比增长		185.97%	-55.34%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	87.49%	54.65%	4.87%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利额	113.96	203.57	8.10	8.3185	8.3185	8.3185
主营业务收入合计						
	330255	487479	476119	435930	435932	473027
同比增长		47.61%	-2.33%	-8.44%	0.00%	8.51%
主营业务毛利率	23.28%	27.20%	27.74%	25.81%	24.13%	23.43%
主营业务毛利额	76888.48	132590.78	132056.60	112491.78	105180.12	110834.84

来源: 国金证券研究所、招股说明书

图表10: 销售预测

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
色纺纱销售						
销售收入(百万元)	3,100.29	4,014.92	4,020.89	3,618.80	3,618.80	3,989.72
增长率(YOY)		29.50%	0.15%	-10.00%	0.00%	10.25%
毛利率	24.48%	28.88%	28.34%	27.00%	26.00%	25.00%
销售成本(百万元)	2,341.34	2,855.41	2,881.37	2,641.72	2,677.91	2,992.29
增长率(YOY)		21.96%	0.91%	-8.32%	1.37%	11.74%
毛利(百万元)	758.95	1,159.51	1,139.52	977.08	940.89	997.43
增长率(YOY)		52.78%	-1.72%	-14.26%	-3.70%	6.01%
占总销售额比重	93.88%	82.36%	84.45%	83.01%	83.01%	84.34%
占主营业务利润比重	98.71%	87.45%	86.29%	86.86%	89.45%	89.99%
材料销售						
销售收入(百万元)	197.54	460.45	738.64	738.64	738.64	738.64
增长率(YOY)		133.08%	60.42%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	4.16%	6.27%	24.50%	20.00%	15.00%	15.00%
销售成本(百万元)	189.33	431.58	557.67	590.91	627.84	627.84
增长率(YOY)		127.95%	29.22%	5.96%	6.25%	0.00%
毛利(百万元)	8.22	28.87	180.97	147.73	110.80	110.80
增长率(YOY)		251.31%	526.83%	-18.37%	-25.00%	0.00%
占总销售额比重	5.98%	9.45%	15.51%	16.94%	16.94%	15.62%
占主营业务利润比重	1.07%	2.18%	13.70%	13.13%	10.53%	10.00%
加工费、房地产及其它						
销售收入(百万元)	4.71	399.42	1.66	1.86	1.88	1.91
增长率(YOY)					1.07%	1.17%
毛利率	36.43%	34.43%	4.87%	6.18%	6.28%	6.40%
销售成本(百万元)	2.99	261.89	1.58	1.75	1.77	1.78
增长率(YOY)					0.96%	1.05%
毛利(百万元)	1.72	137.53	0.08	0.12	0.12	0.12
增长率(YOY)					2.78%	2.97%
占总销售额比重	0.14%	8.19%	0.03%	0.04%	0.04%	0.04%
占主营业务利润比重	0.22%	10.37%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
销售总收入(百万元)	3302.55	4874.79	4761.19	4359.30	4359.32	4730.27
销售总成本(百万元)	2533.66	3548.88	3440.62	3234.38	3307.52	3621.92
毛利(百万元)	768.88	1325.91	1320.57	1124.92	1051.80	1108.35
平均毛利率	23.28%	27.20%	27.74%	25.81%	24.13%	23.43%

来源: 国金证券研究所

风险提示

- 公司目前最大的风险在于终端需求不足，影响收入，加剧行业内的竞争程度。
- 需求不足带来棉价的持续下跌，影响订单的盈利能力。
- 在目前的行业背景下，募集资金项目存在产能投放过度的压力。
- 库存周转率持续恶化的风险：剔除房地产开发业务后的存货周转率由 2009 年的 1.5 下降至 2011 年的 1.3；从存货结构来看，库存商品在存货中的占比由 2009 年的 6.11% 大幅上升至 2011 年的 32.44%；在产品的占比维持在 20%。在现有的终端需求疲软的背景下，存货压力存在进一步恶化的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	3,303	4,875	4,761	4,359	4,359	4,730
增长率		47.6%	-2.3%	-8.4%	0.0%	8.5%
主营业务成本	-2,534	-3,549	-3,440	-3,234	-3,308	-3,622
% 销售收入	76.7%	72.8%	72.3%	74.2%	75.9%	76.6%
毛利	769	1,326	1,321	1,125	1,052	1,108
% 销售收入	23.3%	27.2%	27.7%	25.8%	24.1%	23.4%
营业税金及附加	-5	-30	-32	-26	-26	-28
% 销售收入	0.1%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-97	-111	-111	-100	-100	-109
% 销售收入	2.9%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
管理费用	-145	-277	-265	-218	-218	-237
% 销售收入	4.4%	5.7%	5.6%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	522	908	913	781	707	735
% 销售收入	15.8%	18.6%	19.2%	17.9%	16.2%	15.5%
财务费用	-37	-42	-6	-11	15	31
% 销售收入	1.1%	0.9%	0.1%	0.3%	-0.4%	-0.6%
资产减值损失	43	26	0	-3	0	0
公允价值变动收益	7	1	-10	0	0	0
投资收益	29	133	61	30	30	30
% 税前利润	5.0%	12.3%	5.8%	3.6%	3.8%	3.6%
营业利润	564	1,026	957	797	752	795
营业利润率	17.1%	21.1%	20.1%	18.3%	17.3%	16.8%
营业外收支	23	50	96	40	40	40
税前利润	587	1,076	1,054	837	792	835
利润率	17.8%	22.1%	22.1%	19.2%	18.2%	17.7%
所得税	-67	-128	-102	-84	-79	-83
所得税率	11.4%	11.9%	9.7%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	520	948	951	753	713	751
少数股东损益	18	18	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	503	930	951	753	713	751
净利率	15.2%	19.1%	20.0%	17.3%	16.4%	15.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	520	948	951	753	713	751
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	81	105	144	154	206	254
非经营收益	-4	-103	-24	-15	-67	-67
营运资金变动	-452	-423	-633	1,105	-98	-232
经营活动现金净流	145	527	438	1,997	754	707
资本开支	-147	-379	-149	-273	-469	-270
投资	-31	-181	-646	-1	0	0
其他	353	508	-2	30	30	30
投资活动现金净流	175	-52	-798	-244	-439	-240
股权募资	147	420	0	1,964	-146	0
债权募资	-213	1,078	-322	-2,521	0	1
其他	-228	-1,489	632	-61	-228	-228
筹资活动现金净流	-293	9	310	-617	-374	-227
现金净流量	27	484	-50	1,137	-59	240

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	386	1,377	1,114	2,251	2,192	2,432
应收款项	805	368	339	322	369	400
存货	2,601	2,447	2,855	2,481	2,537	2,778
其他流动资产	301	92	744	85	87	94
流动资产	4,093	4,284	5,052	5,139	5,185	5,705
% 总资产	77.3%	74.4%	76.5%	75.1%	72.1%	73.4%
长期投资	17	0	0	1	0	0
固定资产	1,078	1,179	1,264	1,419	1,719	1,771
% 总资产	20.4%	20.5%	19.1%	20.7%	23.9%	22.8%
无形资产	100	281	278	282	286	290
非流动资产	1,202	1,472	1,552	1,704	2,007	2,063
% 总资产	22.7%	25.6%	23.5%	24.9%	27.9%	26.6%
资产总计	5,296	5,756	6,604	6,842	7,192	7,769
短期借款	1,069	2,103	1,688	0	0	0
应付款项	851	514	512	458	464	507
其他流动负债	-38	43	-37	295	296	303
流动负债	1,882	2,659	2,162	753	761	810
长期贷款	13	10	43	43	43	44
其他长期负债	848	486	830	0	0	0
负债	2,743	3,155	3,035	796	803	853
普通股股东权益	2,081	2,601	3,568	6,046	6,389	6,915
少数股东权益	472	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	5,296	5,756	6,604	6,842	7,192	7,769

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.950	1.550	1.586	1.004	0.951	1.002
每股净资产	3.934	4.335	5.947	8.062	8.519	9.221
每股经营现金净流	0.279	0.876	0.729	2.663	1.005	0.942
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	24.15%	35.76%	26.66%	12.45%	11.16%	10.87%
总资产收益率	9.49%	16.16%	14.41%	11.01%	9.92%	9.67%
投入资本收益率	12.72%	16.97%	15.55%	11.54%	9.90%	9.50%
增长率						
主营业务收入增长率	-5.73%	47.61%	-2.33%	-8.44%	0.00%	8.51%
EBIT 增长率	8.18%	73.90%	0.46%	-14.47%	-9.37%	3.85%
净利润增长率	4.43%	85.06%	2.30%	-20.86%	-5.30%	5.37%
总资产增长率	2.58%	8.69%	14.73%	3.61%	5.11%	8.01%
资产管理能力						
应收账款周转天数	28.0	20.4	21.4	21.0	25.0	25.0
存货周转天数	312.8	259.6	281.2	280.0	280.0	280.0
应付账款周转天数	35.1	19.9	20.2	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	112.3	76.6	77.9	106.3	131.5	125.2
偿债能力						
净负债/股东权益	26.93%	27.85%	17.21%	-36.56%	-33.68%	-34.56%
EBIT 利息保障倍数	14.1	21.8	145.8	69.0	-45.8	-24.1
资产负债率	51.79%	54.81%	45.96%	11.63%	11.17%	10.98%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

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