

宜科科技 (002036.SZ)

纺织行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

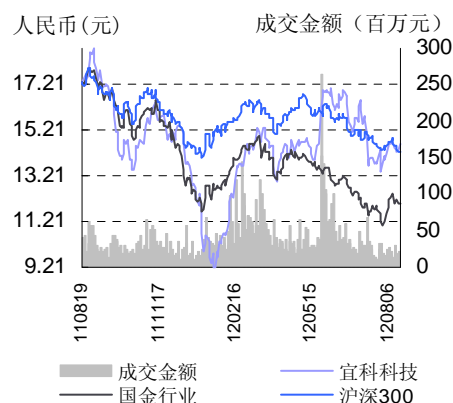
市价(人民币): 14.62元

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)	194.64
总市值(百万元)	29.57
年内股价最高最低(元)	18.78/9.21
沪深300指数	2313.48
中小板指数	4959.70



相关报告

1. 《军队列装汉麻,公司汉麻产业即将腾飞》, 2012.5.26
2. 《传统业务稳定,静待汉麻产品突破》, 2012.4.18
3. 《传统业务稳定,静待汉麻产品突破》, 2012.4.18

魏萌

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

董亚光

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

公司战略变化, 期望渡过变革的“阵痛期”

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.049	0.087	0.426	0.645	1.032
每股净资产(元)	1.59	1.62	2.05	2.59	3.52
每股经营性现金流(元)	-0.00	0.27	1.12	1.14	1.65
市盈率(倍)	293.36	142.89	34.33	22.65	14.17
行业优化市盈率(倍)	47.17	20.63	28.38	28.38	28.38
净利润增长率(%)	26.69%	77.60%	391.86%	51.56%	59.86%
净资产收益率(%)	3.07%	5.34%	20.81%	24.90%	29.28%
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

业绩简评

- 公司实现营业收入 1.797 亿元人民币, 较上年同期减少 16.42%, 归属于公司股东的净利润 812.24 万元人民币, 较上年同期增长 8.38%。EPS 为 0.04 元人民币。公司上半年得到政府补助 641.37 万元人民币, 因此扣除非经常性损益的净利润为 361.91 万元人民币, 同比去年下降 16.29%。

经营分析

- **军品订单尚未体现业绩, 战略转型尚待时日:** 2012 年上半年公司军品业务的营业收入为 997.73 万元人民币, 军工产品收入下降 56%, 主要是总后装备所用的辅料订单大幅下降。军品业务的毛利率约为 15.84%。根据公司公告, 总后今年开始装备汉麻产品, 主要是袜子、内裤和毛巾。目前公司按照总后的要求, 改进了设备的工艺, 确保订单下达后保质、保量、按时圆满完成军品任务。我们预测总后 2012 年大规模装备汉麻的前提下, 公司才能完成战略转型, 为汉麻产业的发展奠定基础。因此, 我们密切关注公司的军品订单, 根据实际情况预测公司转型尚待时日。我们根据军品汉麻使用量预测今年的汉麻纤维需求量约为 800-1000 吨。
- **公司汉麻毛利率略有上升:** 公司的综合毛利率为 17.87%, 同比去年同期毛利率略有下降 2.97%, 而汉麻产品的毛利率为 15.43%, 同比去年同期增长 13.2%, 增长的主要原因是公司毛利率高的汉麻纱线的收入占比增加。
- **加强期间费用管理, 销售费用投入不足:** 公司期间费用为 2543.76 万元人民币, 同比去年增长 14.16%。相对于收入的下降, 公司的期间费用管理存在不足。其中管理费用 1913.31 万元人民币, 占比营业收入 10.65%, 销售费用为 207.76 万元人民币, 占比营业收入 1.24%。对于公司这种处于新产品开发和战略转型阶段, 公司的销售投入略有不足。不利于汉麻产业推广业务。

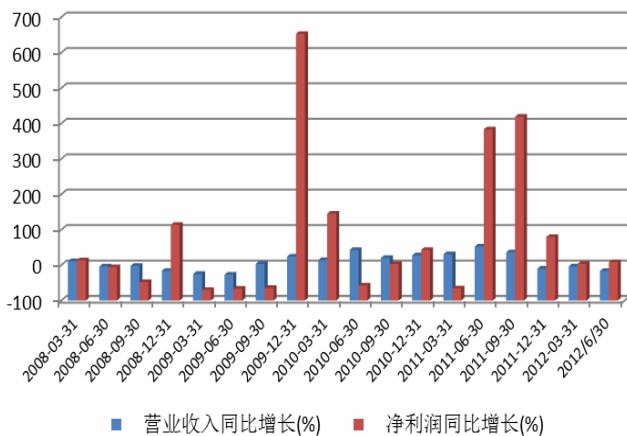
盈利调整

- 根据最新情况我们下调了公司 2012 年-2015 年营业收入分别为人民币 6.8 亿元, 14.62 亿元和 21.88 亿元, 归属母公司净利润分别为人民币 8600 万元, 1.31 亿元和 2.09 亿元。对应 EPS 分别为人民币 0.42 元, 0.65 元和 1.03 元。我们的盈利预测的原因是总后装备汉麻的预期没有达到。我们看好汉麻继续维持“增持”的评级。

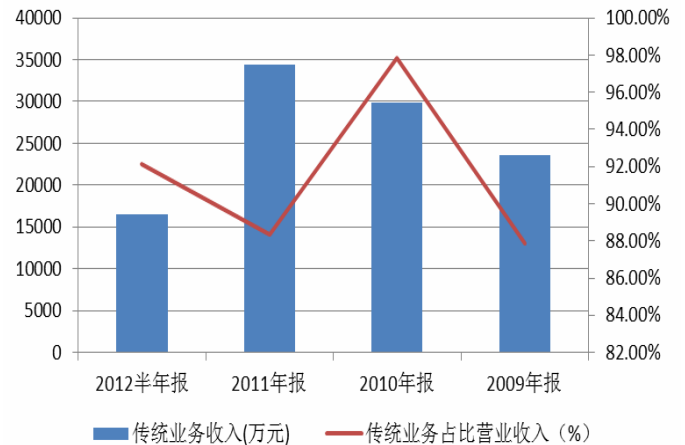
业绩收入稳定，静待军品业务出现重大突破

- 公司实现营业收入 1.797 亿元人民币，较上年同期减少 16.42%，归属于公司股东的净利润 812.24 万元人民币，较上年同期增长 8.38%。EPS 为 0.04 元人民币。公司上半年得到政府补助 641.37 万元人民币，因此扣除非经常性损益的净利润为 361.91 万元人民币，同比去年下降 16.29%。公司业绩符合我们预期，但是由于传统的服装辅料的业务由于宏观经济和行业景气等原因下滑严重。我们认为公司将会利用这次机会调整产业结构，未来依托汉麻产业提升业绩。目前公司处于“阵痛期”，期待公司业绩快速改善。
- 军品订单尚未体现业绩，战略转型尚待时日：2012 年上半年公司军品业务的营业收入为 997.73 万元人民币，军工产品收入下降 56%，主要是总后装备所用的辅料订单大幅下降。军品业务的毛利率约为 15.84%。根据公司公告，总后今年开始装备汉麻产品，主要是袜子、内裤和毛巾。目前公司按照总后的要求，改进了设备的工艺，确保订单下达后保质、保量、按时圆满完成军品任务。我们预测总后 2012 年大规模装备汉麻的前提下，公司才能完成战略转型，为汉麻产业的发展奠定基础。因此，我们密切关注公司的军品订单，根据实际情况预测公司转型尚待时日。我们根据军品汉麻使用量预测今年的汉麻纤维需求量约为 800-1000 吨。

图表1：公司单季营业收入及净利润同比增长率



图表2：传统业务收入及其占比

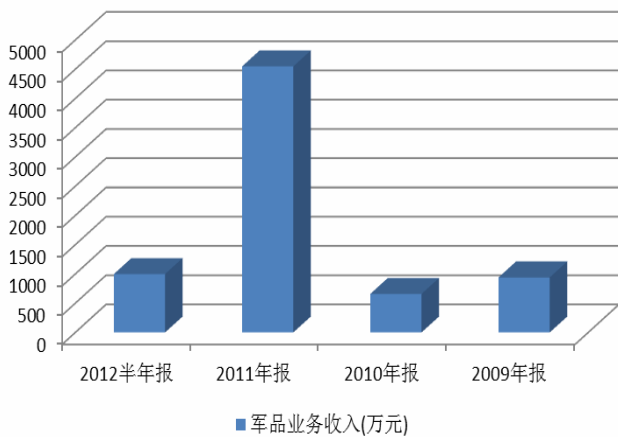


来源：公司公告，国金证券研究所

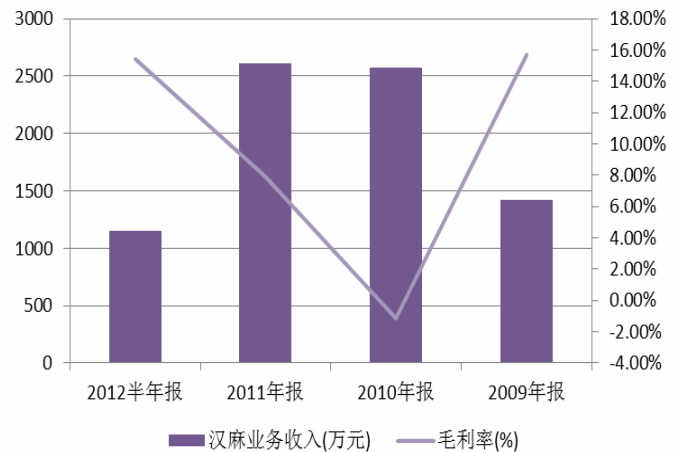
公司汉麻毛利润率略有上升

- 公司的综合毛利率为 17.87%，同比去年同期毛利率略有下降 2.97%，而汉麻产品的毛利率为 15.43%，同比去年同期增长 13.2%，增长的主要原因是公司毛利率高的汉麻纱线的收入占比增加。

图表3: 公司军品业务收入及其占比



图表4: 汉麻业务收入及其占比

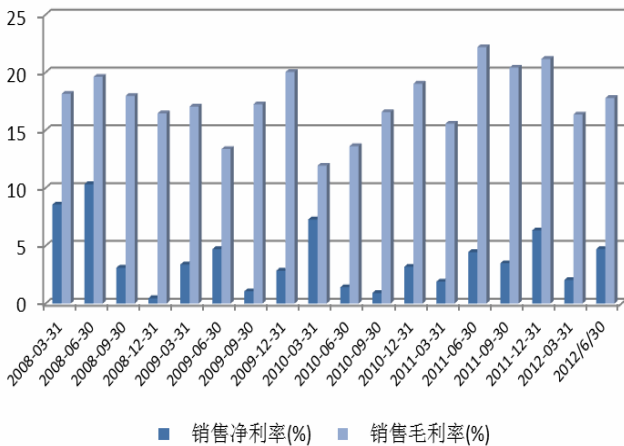


来源: 公司公告, 国金证券研究所

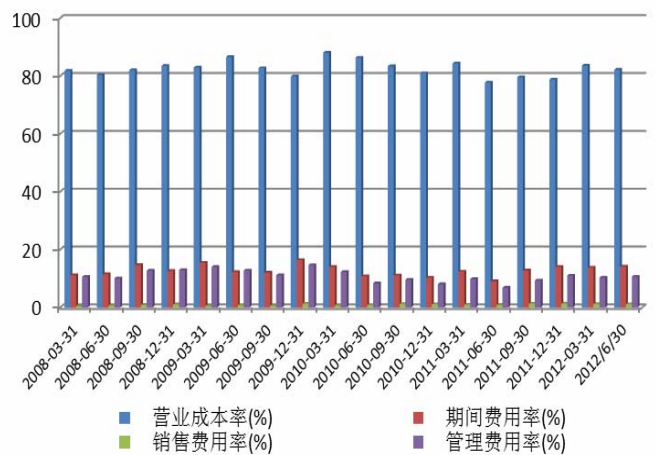
加强期间费用管理, 销售费用投入不足

- 公司期间费用为 2543.76 万元人民币, 同比去年增长 14.16%。相对于收入的下降, 公司的期间费用管理存在不足。其中管理费用 1913.31 万元人民币, 占比营业收入 10.65%, 销售费用为 207.76 万元人民币, 占比营业收入 1.24%。对于公司这种处于新产品开发和战略转型阶段, 公司的销售投入略有不足。不利于汉麻产业推广业务。

图表5: 销售净利润和毛利率



图表6: 期间费用及各项财务费用率对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表7: 公司财务报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	268	340	426	680	1,462	2,188
增长率		26.5%	25.6%	59.5%	114.9%	49.7%
主营业务成本	-222	-286	-340	-486	-1,040	-1,556
%销售收入	82.8%	84.3%	79.8%	71.5%	71.1%	71.1%
毛利	46	53	86	194	422	632
%销售收入	17.2%	15.7%	20.2%	28.5%	28.9%	28.9%
营业税金及附加	-1	-1	-3	-1	-3	-4
%销售收入	0.4%	0.2%	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-2	-3	-5	-7	-13	-20
%销售收入	0.9%	1.0%	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%
管理费用	-35	-32	-39	-65	-132	-197
%销售收入	13.2%	9.3%	9.0%	9.5%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	7	17	40	121	274	411
%销售收入	2.7%	5.1%	9.4%	17.8%	18.8%	18.8%
财务费用	0	-3	-7	-6	-3	1
%销售收入	0.1%	1.0%	1.7%	0.8%	0.2%	0.0%
资产减值损失	-2	-5	-6	-2	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	9	1	5	5	5
%税前利润	n.a	42.2%	2.1%	4.1%	1.8%	1.2%
营业利润	5	18	28	119	275	416
营业利润率	1.8%	5.3%	6.5%	17.5%	18.8%	19.0%
营业外收支	6	3	7	3	3	3
税前利润	11	21	34	122	278	419
利润率	4.0%	6.2%	8.1%	17.9%	19.0%	19.1%
所得税	-3	-4	-6	-12	-28	-42
所得税率	31.3%	20.4%	18.8%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	7	17	28	110	251	377
少数股东损益	0	7	10	24	120	168
归属于母公司的净利润	8	10	18	86	131	209
净利率	2.9%	2.9%	4.1%	12.7%	8.9%	9.5%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	51	46	81	100	150	150
应收款项	76	91	91	192	353	528
存货	82	108	135	160	342	511
其他流动资产	35	36	47	51	106	158
流动资产	244	281	353	502	950	1,347
%总资产	38.3%	42.2%	47.9%	48.5%	62.1%	61.9%
长期投资	28	28	28	29	28	28
固定资产	310	307	305	453	500	747
%总资产	48.7%	46.0%	41.4%	43.7%	32.6%	34.3%
无形资产	54	50	49	50	51	52
非流动资产	393	386	384	534	581	829
%总资产	61.7%	57.8%	52.1%	51.5%	37.9%	38.1%
资产总计	637	667	737	1,036	1,531	2,176
短期借款	37	68	107	118	44	33
应付款项	69	82	98	264	564	844
其他流动负债	1	-1	-1	16	55	72
流动负债	107	149	204	398	663	950
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	3	0	5	0	0	0
负债	110	149	208	398	663	951
普通股股东权益	332	321	328	414	524	713
少数股东权益	194	197	201	225	345	513
负债股东权益合计	637	667	737	1,036	1,531	2,176

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.038	0.049	0.087	0.426	0.645	1.032
每股净资产	1.643	1.589	1.621	2.046	2.592	3.523
每股经营现金净流	0.068	-0.001	0.270	1.116	1.139	1.652
每股股利	0.100	0.050	0.050	0.000	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	2.34%	3.07%	5.34%	20.81%	24.90%	29.28%
总资产收益率	1.22%	1.48%	2.38%	8.31%	8.52%	9.59%
投入资本收益率	0.90%	2.37%	5.13%	14.39%	27.05%	29.39%
增长率						
主营业务收入增长率	-7.62%	26.50%	25.57%	59.46%	114.93%	49.69%
EBIT增长率	-55.24%	137.23%	130.13%	200.96%	126.88%	49.97%
净利润增长率	-55.06%	26.69%	77.60%	391.86%	51.56%	59.86%
总资产增长率	3.64%	4.82%	10.43%	40.58%	47.79%	42.07%
资产管理能力						
应收账款周转天数	87.1	76.7	64.6	85.0	70.0	70.0
存货周转天数	125.1	121.3	130.3	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	80.6	66.7	54.6	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	399.8	314.7	260.5	188.5	49.5	40.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.59%	4.18%	4.96%	2.81%	-12.22%	-9.43%
EBIT利息保障倍数	43.4	5.2	5.6	21.9	100.6	-775.3
资产负债率	17.35%	22.35%	28.26%	38.39%	43.27%	43.69%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	8	10	28	110	251	377
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	29	32	34	63	63	64
非经营收益	2	-6	5	0	-3	-5
营运资金变动	-25	-42	-13	53	-81	-101
经营活动现金净流	14	-7	55	226	230	334
资本开支	-24	-41	-48	-210	-106	-307
投资	0	11	0	-1	0	0
其他	0	0	0	5	5	5
投资活动现金净流	-24	-30	-48	-206	-101	-302
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	22	27	21	6	-74	-9
其他	-20	-2	-9	-7	-5	-23
筹资活动现金净流	2	26	12	-1	-79	-32
现金净流量	-7	-11	19	19	50	0

来源: 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	1	1
买入	0	0	0	2	5
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	1.67	1.78
评分	0	0	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-02-22	增持	13.73	18.00 ~ 18.00
2 2012-04-18	增持	14.03	18.00 ~ 18.00
3 2012-04-18	增持	14.03	18.00 ~ 18.00
4 2012-05-26	增持	16.66	N/A

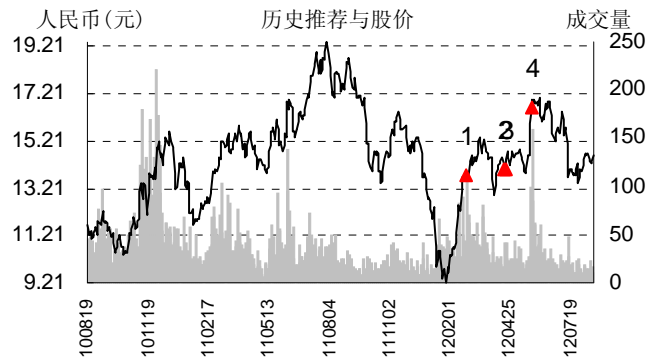
来源：国金证券研究所

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