

中银绒业 (000982)

产品结构升级与长期战略转型并举

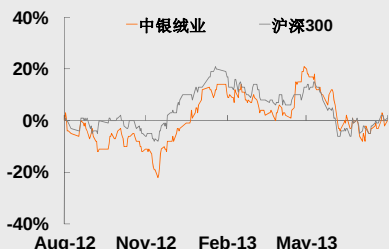
推荐 (首次)

现价: 8.25 元

主要数据

行业	平安纺织品和服装
公司网址	www.zhongyincashmere.com
大股东/持股	宁夏中银绒业国际集团 /33.35%
实际控制人/持股	宁夏中银绒业国际集团有限公司/14.58%
总股本(百万股)	719
流通 A 股(百万股)	719
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	69.23
流通 A 股市值(亿元)	69.23
每股净资产(元)	2.48
资产负债率(%)	70.4

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

于旭辉	投资咨询资格编号 021-38632830 YUXUHUI882@pingan.com.cn
耿邦昊	投资咨询资格编号 S1000510120052 0755-22625433 Gengbanghao458@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容

投资要点

■ 公司是专注羊绒产业的龙头上市公司

公司是目前国内唯一一家专注羊绒纺织及制品的全产业链龙头上市公司, 产业链逐步从水洗绒、无毛绒、绒条等初级产品的简单加工贸易向下游延伸到纱线、羊绒衫等高毛利制品的生产和销售。伴随着产品结构不断升级, 毛利率稳步提升, 业绩迅速增长, 2009-2012 年间收入复合增速达到 46.9%, 净利润复合增速高达 92.7%。

■ 羊绒产业属供给受限的资源依托型行业

羊绒属高端天然纺织原料, 由于产绒山羊主要分布在北纬 35-55 度、东经 5-120 度的高寒、半荒漠区域, 因此具有稀缺性和地域性特征。近五年全球羊绒年产量在 1.7 万吨左右, 我国羊绒年均产量在 1.2 万吨左右。受益消费升级, 我国羊绒需求稳步提升; 且随着技术进步, 羊绒混纺需求将释放更大的需求空间。尤其是在我国“退耕还林、退耕还草”等限制性政策出台的背景下, 供给受限, 产量难提升, 羊绒资源属性将愈加凸显, 长期羊绒价格将稳中有升。

■ 公司具有依托资源的全产业链优势

预计公司掌控了 25%左右的全球原绒、35%的中国原绒资源。羊绒资源的稀缺性将使得具有资源掌控力的企业有着更大的发展潜力和基础, 公司正是在掌控原料的基础上逐步壮大和发展的。公司的全产业链优势提升了客户尤其是大客户的粘性, 符合当前承接产业转移和集中度提升的趋势。最后, 遍布全球的销售网络使公司可以对接全球客户, 公司业已具备了承接全球高端产能和各大品牌客户的能力和基础。

■ 看好由“贸易”向“基地”的转型, 给予“推荐”评级

公司目前正处在由“贸易”向“基地”的转型阶段, 未来 2-3 年的亮点在于: 继续提升高毛利的羊绒衫业务占比, 毛利率将稳步提升; 近两年羊绒衫产能的不断释放为业务结构优化打开了空间; 全产业链的基地资源在未来将越来越稀缺, 客户粘性将不断提升, 因此四季产品的多品类扩张具有可行性。

考虑到 23 亿元定增的摊薄, 我们预计 2013-2014 年 EPS 分别为 0.39 和 0.58 元, 同比增速分别为 40%和 47%, 结合当前股价, 对应动态 PE 分别为 20.7 和 14.1 倍。我们看好公司的中长期发展战略, 未来的成长空间依然广阔, 且增长更加扎实, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

■ 风险提示: 经济进一步恶化导致需求不振, 产能扩张不及预期。

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1,177	1,809	2,426	3,201	4,270
YoY(%)	53.8	53.7	34.1	32.0	33.4
净利润(百万元)	77	167	281	393	578
YoY(%)	96.9	117.7	67.9	40.1	46.9
毛利率(%)	20.9	21.1	25.0	26.4	29.3
净利率(%)	6.5	9.2	11.6	12.3	13.5
ROE(%)	18.8	20.3	16.5	9.2	11.9
EPS(摊薄/元)	0.08	0.17	0.28	0.39	0.58
P/E(倍)	105.8	48.6	29.0	20.7	14.1
P/B(倍)	19.9	9.9	4.8	1.9	1.7

正文目录

一、公司简介：快速发展的羊绒产业龙头	4
1.1 专注羊绒的产业龙头	4
2.2 近年公司业绩高速增长	5
1.3 股权结构渐趋集中	5
二、羊绒产业：供给受限的资源依托型产业	6
2.1 羊绒资源珍贵且稀缺	6
2.2 羊绒制品需求受益消费升级	7
2.3 预计羊绒价格长期稳中有升	9
三、公司优势：依托资源打造全羊绒产业链	9
3.1 资源优势：公司发展的基石	10
3.2 全产业链优势：提升客户粘性	11
3.3 渠道优势：拓展客户资源	12
四、未来看点：从“贸易”向“基地”转型	13
4.1 向终端成品倾斜，提升毛利率	13
4.2 提升客户粘性，多品类拓展	15
4.3 自有品牌稳步拓展，积累运营经验	15
五、盈利预测与投资评级	15

图表目录

图表 1	羊绒产业链条	4
图表 2	羊绒各产业链产品介绍	4
图表 3	2009-2012 年间收入复合增速达 46.9%	5
图表 4	2009-2012 年间利润复合增速高达 92.7%	5
图表 5	马生国为公司实际控制人	5
图表 6	内蒙古是我国最大的羊绒产区	6
图表 7	近年来全球羊绒年供应量在 1.7 万吨左右	7
图表 8	近年来我国羊绒衫出口量平均在 1710 万件左右	7
图表 9	我国羊绒衫消费仍有很大成长空间	8
图表 10	近年我国羊绒衫进口增速加快	8
图表 11	2004 年至今羊绒出口平均单价长期上升趋势（美元/吨）	9
图表 12	2004 年至今羊绒衫出口平均单价长期上升趋势（美元/件）	9
图表 13	2009 年后公司业绩增长受益 2009 年低价库存	10
图表 14	原材料收储的不断提升是公司快速发展的保障	11
图表 15	宁夏地区的产业结构逐渐升级	11
图表 16	我国羊绒出口量呈下降趋势	11
图表 17	公司产能继续向下游扩张	12
图表 18	公司拥有 8 家子公司	13
图表 19	全产业链延伸意味着毛利率提升	14
图表 20	高毛利的纱线、羊绒制品业务占比不断提升	14
图表 21	2009-2012 年纱线和制品业务不断提升	14
图表 22	2010-2012 年纱线和制品业务增速最快	14
图表 23	公司拟募集 23 亿元投资三大类项目	15
图表 24	公司菲洛索菲品牌国内渠道计划	15
图表 25	收入/成本拆分	16

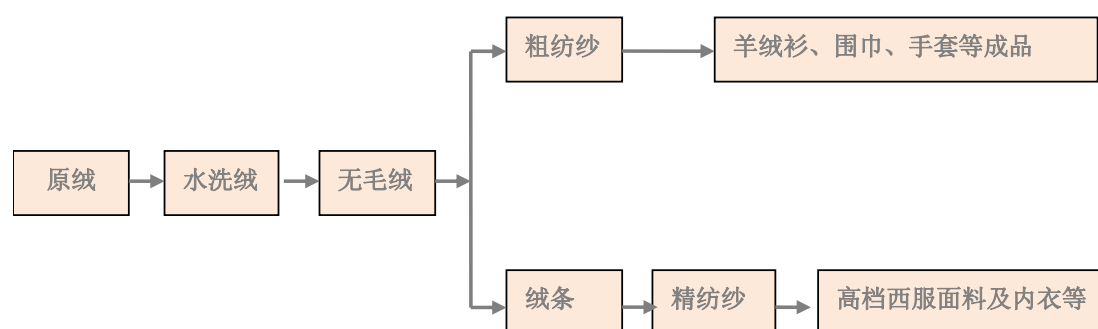
一、公司简介：快速发展的羊绒产业龙头

1.1 专注羊绒的产业龙头

目前，中银绒业是我国唯一一家专注羊绒纺织及制品生产和销售的上市龙头。公司成立于 1998 年，2007 年通过圣雪绒借壳上市，逐渐实现了原绒收购、无毛绒及绒条初加工、羊绒纱线及制品的生产和销售全产业链覆盖，是目前行业内产业链最完整的企业龙头。

自 2004 年以来，公司的无毛绒、绒条出口全国第一，2012 年纱线及羊绒衫出口全国第一，其出口收入比例达到 50% 以上。目前拥有羊绒衫自有品牌“Philosofile（菲洛索菲）”，和纱线品牌“Todd&Duncan（托德邓肯）”。

图表1 羊绒产业链条



资料来源：平安证券研究所

图表2 羊绒各产业链产品介绍

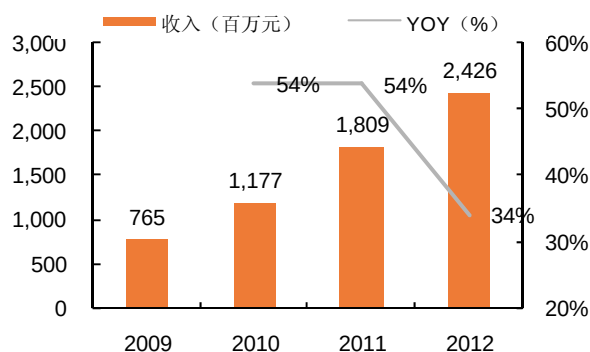
羊绒产品	介绍	用途
水洗绒	对山羊原绒分选后，采用化学、物理和机械等作用和方法，除去羊绒纤维上的杂质后，满足分梳工序和加工的洗净绒	既可作为无毛绒分梳的原料，也可作为初级产品销售
无毛绒	以水洗绒为原料，通过和毛、预梳、分梳、合绒等工序，使羊绒纤维块通过梳理形成纤维束，并进一步除去其中的杂质，充分分离毛与绒之后得到的后续羊绒深加工合格原料	无毛绒可按品质作为粗纺及精仿羊绒纱线的原料，也可作为产品销售
绒条	山羊绒条产品是精纺纱生产的必要中间体，以优质无毛绒为原料，通过制条工艺使羊绒纤维纵向排列顺直而制成的砂条。绒条对加工所需无毛绒品质有较高的要求，只有少部分的高品质无毛绒能够成为绒条加工的原料	绒条既可作为精纺羊绒纱线的生产原料，也可作为产品销售
纱线	以无毛绒为原料，通过纤维染色、配绒、和毛、梳毛、细沙、络筒、并线、捻线等工序，使羊绒纤维之间进一步均匀混合并梳理成平行粗纱状态，然后通过牵伸、加捻等工序，使纱线进一步变细且获得一定捻度，制成符合一定规格和工艺要求的细纱，用于羊绒制品的纺织生产	羊绒纱线既可作为羊绒制品的生产原料，也可作为产品销售
羊绒制品	以羊绒纱线为原料，通过针织或梭织以及后整理工序制成的羊绒纺织终端成品，多以羊绒衫、围巾、手套为主	满足终端消费穿着服饰等使用要求

资料来源：中国毛纺织协会，平安证券研究所

1.2 近年公司业绩高速增长

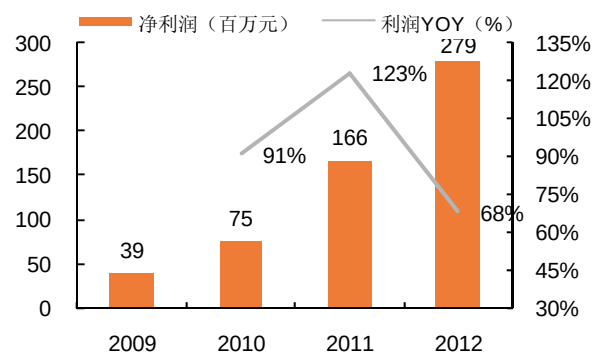
2009 年金融危机后，羊绒及羊绒制品需求逐渐恢复，而伴随着羊绒价格的上涨及向高毛利的产业链下游（纱线和羊绒制品等）拓展，收入和利润增速迅猛。2009-2012 年间收入复合增速高达 46.9%，而由于产品结构升级净利润复合增速更是高达 92.7%。

图表3 2009-2012年间收入复合增速达46.9%



资料来源: Wind , 平安证券研究所

图表4 2009-2012年间利润复合增速高达92.7%



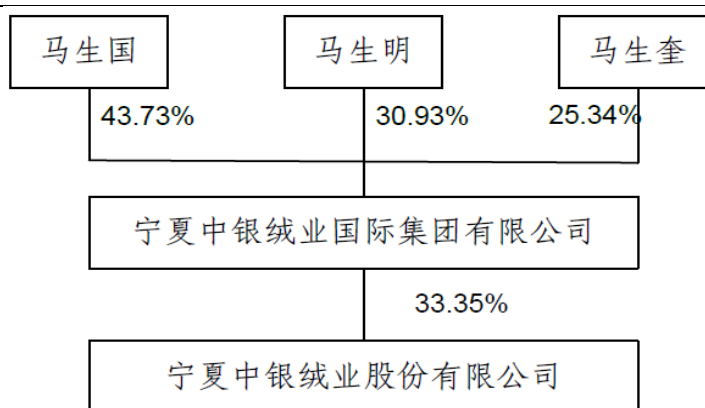
资料来源: Wind , 平安证券研究所

1.3 股权结构渐趋集中

目前公司股本 7.19 亿股，第一大股东中绒集团持有公司 23972 万股股份，占总股本的 33.17%。中绒集团股东为马生国、马生明和马生奎三人，属兄弟关系。其中，马生国先生是中绒集团的主要发起人和第一大股东，为上市公司实际控制人，担任公司董事长兼总经理及子公司董事长职务。

目前，公司正在准备非公开增发股票，中绒集团拟以现金 20 亿元认购 2.47 亿股，发行后中绒集团的持股比例将升至 48.53%，股权结构渐趋集中。我们认为这次大规模定增一定程度上彰显了大股东对未来羊绒产业及公司发展前景的信心，股权结构的相对集中也能够使大股东与上市公司的利益更加一致。

图表5 马生国为公司实际控制人



资料来源: 公司公告 , 平安证券研究所

二、羊绒产业：供给受限的资源依托型产业

2.1 羊绒资源珍贵且稀缺

■ 羊绒是高端纺织服装原料

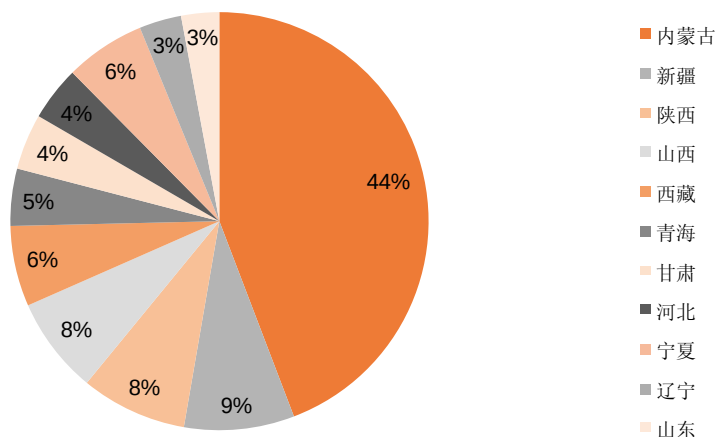
羊绒(Cashmere)是生长在山羊外表皮层,掩在山羊粗毛根部的一层薄薄的细绒,入冬寒冷时长出,抵御风寒,开春转暖后脱落,自然适应气候。羊绒是世界上珍贵稀有的天然动物纤维,之所以珍贵,不仅由于产量稀少,更重要的是其优良的品质和特性,其以华贵的质感、丝般的光泽和高性能的保暖效果著称,交易以克论价,有“纤维宝石”、“纤维皇后”的美誉,是目前能够利用的其他纺织原料都无法比拟的,因而又被称为“软黄金”。

羊绒具有天然、环保、光泽自然、轻柔等优点,羊绒制品尤其是精仿羊绒制品以其贴身穿戴的舒适性成为未来消费升级产品。羊绒的价值受三种因素影响:细度、长度和颜色。国际纺织工业部门对山羊绒的细度要求以直径13.0-16.0um的为最好。

■ 产绒山羊具有地域性

从全球看,产绒山羊主要分布在北纬35-55度、东经5-120度的高寒、半荒漠区域,如中国、蒙古、伊朗、阿富汗、土耳其、塔吉克斯坦和吉尔吉斯斯坦等地区,中国的羊绒产地则主要集中在内蒙古(阿拉善)、新疆、辽宁和青海等地区。相比蒙古、阿富汗等地区,我国是山羊原绒产量最大、品质最高的国家,其中内蒙古又是我国绒山羊数量最多、产绒量最高的优势产区,约占世界羊绒产量的1/3,素有世界羊绒看中国,中国羊绒看内蒙古的共识。

图表6 内蒙古是我国最大的羊绒产区



资料来源:中国毛纺织协会,平安证券研究所

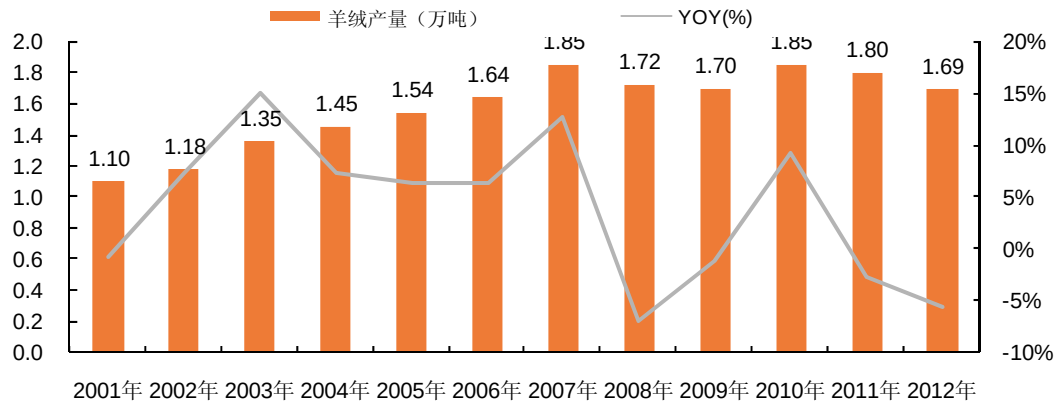
■ 羊绒资源具有稀缺性

全球的羊绒年产量稀少,仅占世界动物纤维总产量的0.2%,羊毛产量的1/300。一头产绒山羊每年脱一次绒,每次可得无毛绒(去除杂质后的初级产品)50-80克,而一件羊绒衫需绒约250-300克,相当于4-5头山羊的绒,而一套羊绒西服则大约需要30头山羊的绒。按照全球原绒产量1.7万吨,无毛绒出绒率45%,每件羊绒衫200-300克无毛绒测算,全部羊绒每年可生产羊绒衫3000万件左右。

由于羊绒产量及质量受自然条件影响较大,加之我国对环保工作的重视,在“退耕还林”等政策指导下,羊绒产量近期难有大的提高,羊绒已成为稀缺资源,在供应减少的同时需求逐步扩大,资源属性日益凸显。

我国羊绒及其制品加工数量、生产能力和出口量均居世界第一。近年来，世界原绒产量稳定在 1.7 万吨左右，其中我国平均年产原绒 1.2 万吨左右，约占全球总产量的 70% 左右，其次是蒙古，约占 20% 左右；且由于加工配套完整，全球超过 90% 的羊绒原料在中国完成初加工，3/4 以上的羊绒消费品产自中国。

图表7 近年来全球羊绒年供应量在1.7万吨左右

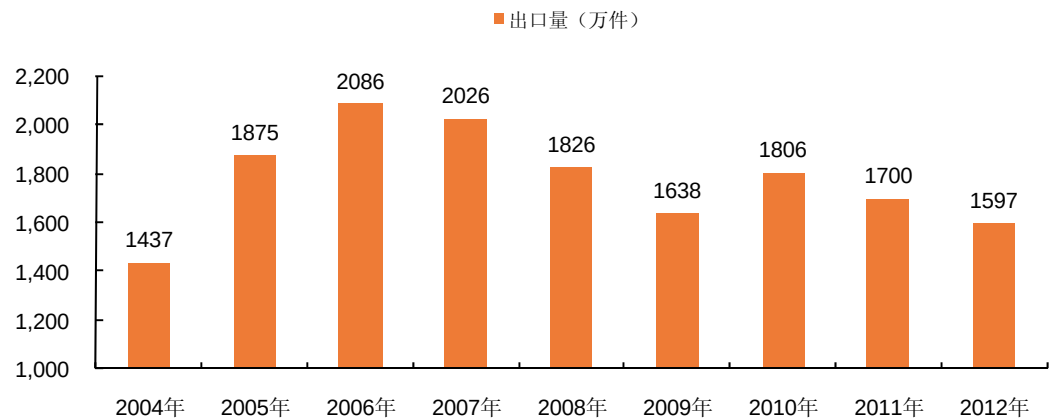


资料来源：中国毛纺织协会，平安证券研究所

2.2 羊绒制品需求受益消费升级

国际羊绒消费主要源于羊绒衫消费及高端面料的原料采购。中国为羊绒及其制品的最大出口国，近五年来，平均每年约向全球出口约 1710 万件左右的羊绒衫，若按我国羊绒制品出口占全球 75% (约 3/4) 比例来测算，全球每年消费羊绒衫约 2260 万件左右；2012 年中银绒业的羊绒衫产能约为 200 万件左右，全球市占率不到 10%，我们相信公司依托羊绒资源优势及全产业链的拓展，未来仍有很大发展空间。

图表8 近年来我国羊绒衫出口量平均在1710万件左右

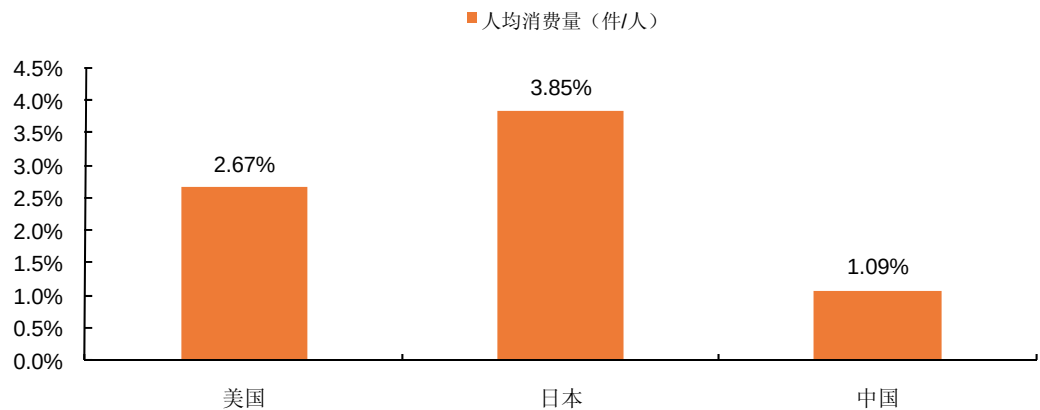


资料来源：中国毛纺织协会，平安证券研究所

国际羊绒制品消费与经济发达程度息息相关，我国羊绒衫消费仍有巨大成长空间。美、欧、日等发达经济体都有羊绒衫消费习惯，意大利、英国、日本、美国等是世界上最大的山羊绒及羊绒制品进口国。3 亿人口的美国羊绒衫消费量高达 800 万件左右；而与我国消费习惯相近的日本，1.3 亿人口的消费羊绒衫高达 500 万件左右，而近 14 亿人口的中国羊绒衫年均消费量约 1500 万件左右；若按

人均消费情况来看，远低于美国、日本等成熟消费市场，意味着我国未来羊绒衫消费仍有很大的成长空间。

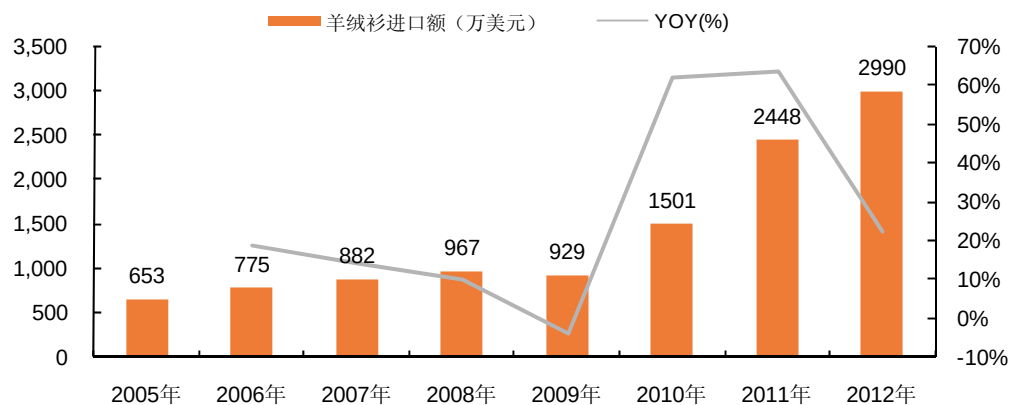
图表9 我国羊绒衫消费仍有很大成长空间



资料来源：中国毛纺织协会，平安证券研究所

受益消费升级，国内羊绒衫消费有望快速增长。由于羊绒制品性能更加优越，伴随着消费升级，居民收入水平提高及对生活品质的追求，在高端消费领域有望实现对羊毛制品的替代。根据中华全国商业信息中心数据，过去几年羊绒衫销量呈现较快增长态势，2006-2009年间复合年均增速达到17%，而羊毛衫销量则呈一定下滑趋势。此外，快速增长的羊绒制品进口额也能加以佐证，2009-2011年间，国内羊绒衫进口额增速接近60%。

图表10 近年我国羊绒衫进口增速加快



资料来源：中国毛纺织协会，平安证券研究所

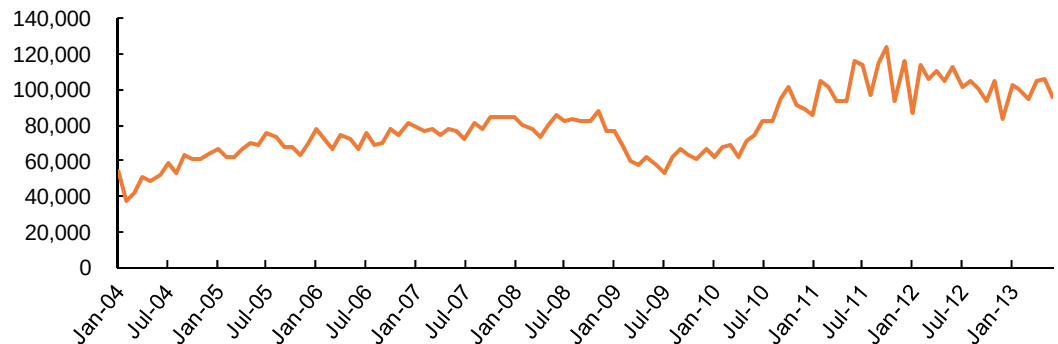
羊绒的多样化应用趋势意味着更广阔的市场。混纺技术的发展，将使羊绒制品从单一的高端奢侈产品向多层次差异化消费转变，有利于突破单一用途的瓶颈，拥有更广阔的发展空间；与羊绒混纺的面料具有挺括、轻滑、软糯的优越质感，被广泛用于高级时装面料（西服、大衣等）。此外，精仿技术的提升也会使得羊绒制品不仅可以体现冬季保暖功能，也可制造出轻薄舒适的春夏季服饰，打破羊绒制品的单一季节限制。我们认为未来，羊绒的复合用途将拥有更广阔的空间，不仅具有高端奢侈消费属性，更有有助于向普通消费群体延伸。

2.3 预计羊绒价格长期稳中有升

产绒山羊对生产环境的要求严格，以及为遏制草原退化，保护生态环境，我国出台了“退耕还林”、“退牧还草”，推行圈养，核定载畜量，限制超载过牧等政策，导致山羊养殖数量受限，这决定了每年的羊绒产量有限。

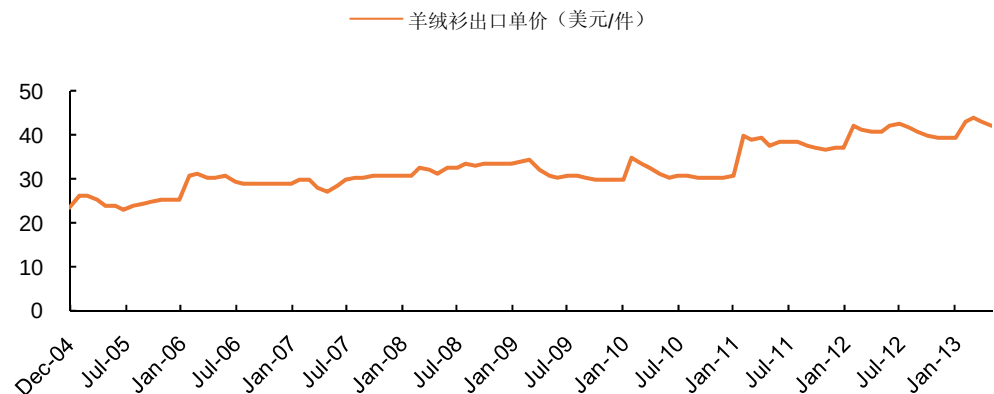
在供给有限，需求稳步上升的背景下，我们预计羊绒价格长期将是稳中有升的态势。2004 年至今，羊绒出口平均单价从 2004 年底的 6.4 万美元/吨提升了近 1.6 倍至 2012 年底的 10.4 万美元/吨，而羊绒衫的出口平均单价也从 2004 年底的 23.6 美元提升了近 1.7 倍至 2012 年底的 39.5 美元。

图表11 2004年至今羊绒出口平均单价长期上升趋势（美元/吨）



资料来源：中国毛纺织协会，平安证券研究所

图表12 2004年至今羊绒衫出口平均单价长期上升趋势（美元/件）



资料来源：中国毛纺织协会，平安证券研究所

三、公司优势：依托资源打造全羊绒产业链

经过多年的经营和发展，公司业已成为依托羊绒资源，实现全羊绒产业链覆盖的龙头。其对羊绒资源的掌控，构成了业务快速发展的基础，全球布局的渠道优势有利于承接产能转移及下游品牌订单，全产业链的生产模式则提升了客户粘性，并为将来的多品类产品的拓展奠定了基础。

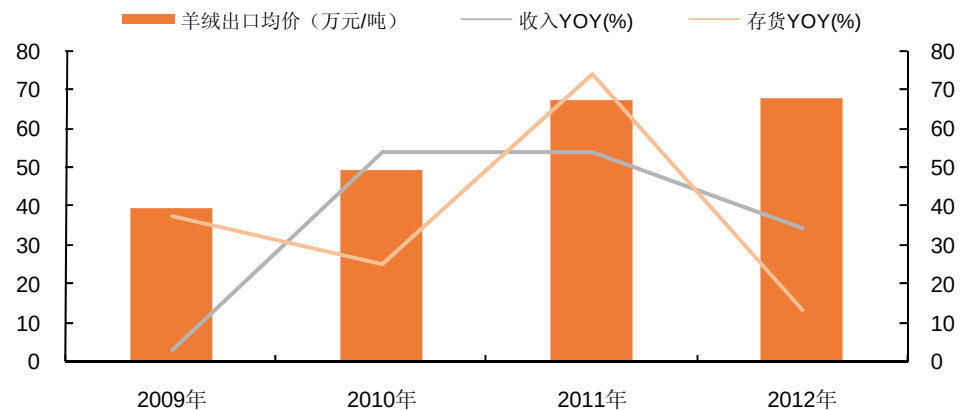
3.1 资源优势：公司发展的基石

公司掌握了 25%左右的全球原绒、35%的中国原绒，包括 90%以上的“绒中极品”的阿拉善羊绒。公司的原绒收储能力全国第一，5000 吨左右的原绒收储量相当于可控制 30%左右的全球原绒，40%左右的国内原绒，我们预计目前公司的年收购量在 4000 吨左右，相当于全球羊绒资源的 22%，中国羊绒资源的 33%；而被誉为“绒中极品”的阿拉善羊绒（细度、光度和白度三项指标均居世界同类之冠）的 90%以上被公司掌握。

不同于棉花等大宗商品可以通过公开市场采购，由于产绒山羊的分散养殖及每年一次脱绒的季节性，决定了山羊绒的采购依然采取了较为原始的收绒方式——经销商和农户收购；加之羊绒供给有限，因此掌握了羊绒的原料资源一定程度上决定了公司接单的能力和发展潜力，这是因为客户下单最为关注的要素之一就是公司有无充足的原料库存。

此外，公司对原绒资源的掌握不及反映在量上，而且反映在对绒价的判断上。2009 年收金融危机的影响，需求大幅下滑，原绒价格下跌明显，在各加工企业收绒都大幅萎缩时期，公司判断这是价格低点而大量收绒，在后来的 2010 年和 2011 年绒价大幅上涨近一倍，公司业绩也颇为受益低价库存。

图表13 2009年后公司业绩增长受益2009年低价库存

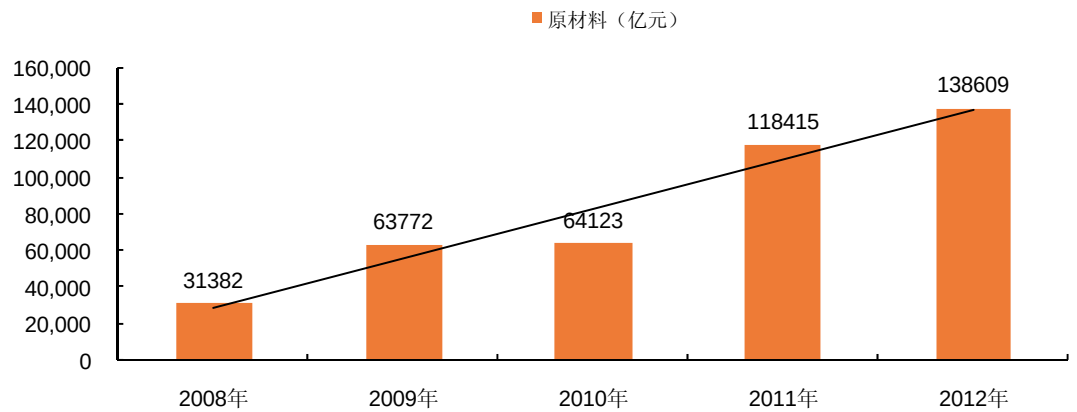


资料来源：公司公告，平安证券研究所

与牧民的长期合作是公司掌控原料的基础。公司原绒采购覆盖了国内大部分羊绒产区，在国内各主要的原绒产区都设有专门的原绒采购点。公司是原绒收购贸易起家，因此长期的合作使公司与牧民和各地经销商都建立了互信合作的关系，通过建立原料公司、合作供应商和采购员“三位一体”的采购模式，同时引入银行信用机制做保证，使参与采购各方的利益一致，这种长期互信互赢的合作关系保障了采购成本及原绒的品质。

充分利用集群优势形成配套格局。公司地处宁夏灵武——国内最大的羊绒产业集群地。宁夏灵武羊绒工业园，是国内最大的羊绒加工基地及收购地，年原绒收购量在 8000 吨左右，年加工无毛绒 4000 多吨，原绒收购量已占世界羊绒产量的 40%左右，掌握了我国 50%以上的羊绒资源。同时，公司已与当地的加工企业形成了良好的配套格局：当自有产能无法满足下游客户需求时，公司将通过外购无毛绒、纱线甚至外协羊绒衫的形式完成订单；当原绒或水洗绒充足时，则可出售给当地的加工企业作为原料。

图表14 原材料收储的不断提升是公司快速发展的保障



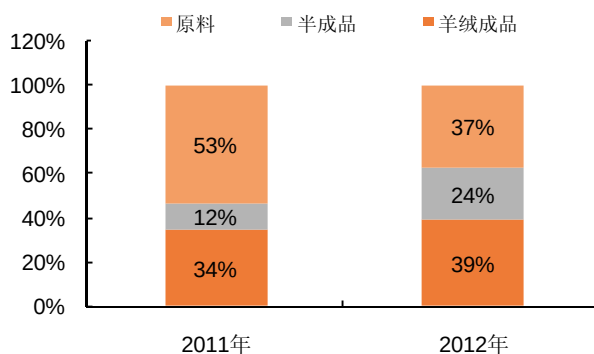
资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2 全产业链优势：提升客户粘性

中国正在承接全球羊绒加工产能转移。全球高端羊绒加工产能主要集中在意大利、英国等国。意大利也是高档羊绒制品品牌集中的国家，纺纱工艺、服饰设计全球领先；而中低端羊绒加工产能主要集中在国内。国内羊绒产业自上世纪 80 年底在内蒙古兴起，90 年代中期转移至河北清河，21 世纪初开始转移至宁夏，宁夏灵武为目前国内最大的羊绒集散地和初加工基地。人工成本压力、原材料价格波动及中国逐渐成熟的技术优势等因素使美国、日本的羊绒产能乃至意大利、英国的高端产能逐渐向中国转移。

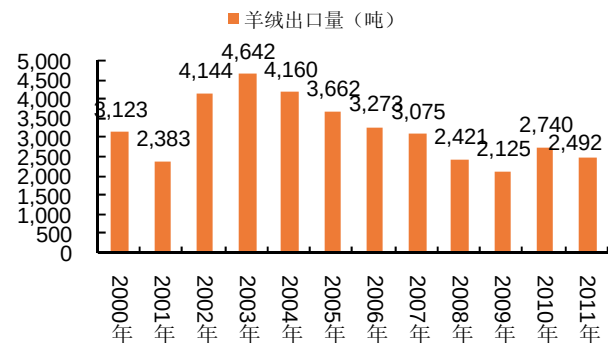
以宁夏地区为例，相比 2011 年，2012 年的产品结构正在向产业链下游改善。从 2011 年全年出口产品结构来看，羊绒成品、半成品、原料三者的比例由 1 比 0.36 比 1.56 转变为 1 比 0.61 比 0.96，这反映出产品结构的明显优化，也表明宁夏羊绒产业正在由初级产品向高端产品转变，竞争力日益增强。根据中国毛纺织协会数据，无毛绒出口量逐年下降也意味着我国正由对初级产品的贸易转型为深加工，初级原料的简单出口呈下降趋势。

图表15 宁夏地区的产业结构逐渐升级



资料来源：中国毛纺织协会，平安证券研究所

图表16 我国羊绒出口量呈下降趋势



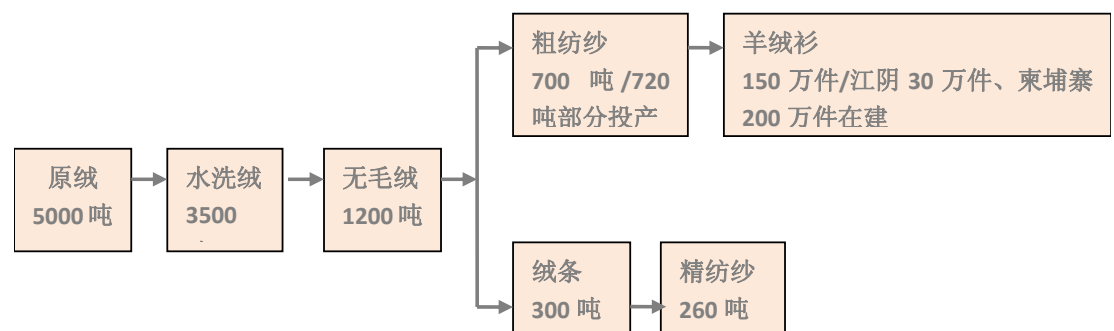
资料来源：中国毛纺织协会，平安证券研究所

目前，公司已经完成了全产业链的布局，业务涉及从原绒的收购，到初级产品水洗绒和无毛绒，再到半成品绒条及纱线，及最终的羊绒衫、围巾手套等羊绒制品的加工和销售，完整的产业链将使其

具有巨大的优势。一方面形成规模效应，符合当前下游品牌偏好规模较大加工基地的趋势，而且稳定的原料储备将使得客户粘性更强；另一方面，全产业链更加符合当前全球产能转移的趋势，客户更加愿意寻找全产业链的加工基地，这样交易成本更低，质量更易控制，各环节的协同效应将有助于其承揽更大的国际品牌客户；而全产业链制造基地的投入及设备升级需要大规模资金投入，因此先进制造基地将在未来更加稀缺，由此我们认为公司具有承接高端国际品牌客户的能力和潜力。

公司生产模式以自行生产为主，2012 年产能已达到采购原绒 5,000 吨、水洗绒 3500 吨，分梳无毛绒 1200 吨、羊绒条 300 吨、境内粗纺纱线 1080 吨，精纺纱线 260 吨，境外羊绒纱线 340 吨，羊绒衫 150 万件的生产能力。除自行生产外，公司也采取委托加工的模式弥补产能缺口。并且，在建项目也将在今明两年陆续完工投产：粗纺纱项目 720 吨，已于 2012 年大部分投产；精纺纱 260 吨将在 2013 年继续释放产能，江阴 30 万件产能已于 2013 年上半年投产，柬埔寨在建多组份项目 200 万件的产能预计 2013 年下半年投产。

图表17 公司产能继续向下游扩张



资料来源：平安证券研究所

3.3 渠道优势：拓展客户资源

作为最大的无毛绒、绒条及纱线出口龙头企业，中银绒业通过出口贸易开始接触到下游客户，其原料储备、产品质量和技术优势逐渐得到市场和客户的认可，并通过建立其独特的海外渠道优势，依托资源优势逐渐向下游环节进行拓展。全产业链即在这一渠道优势及全球产业转移的背景下逐渐由初级产品加工贸易过渡到羊绒成品的。目前，公司业已成为无毛绒、绒条、纱线出口第一的龙头，羊绒衫出口也居前列。

全球销售网络覆盖优势明显。公司精心铺设海外渠道，并初见成效。中银绒业目前已与意大利、英国、美国、日本、韩国等地建立了完整而稳固的销售网络，与世界著名的羊绒生产与销售企业——意大利施耐德公司、英国道森、英国希尔公司、美国道森福和瑞士阿尔法建立了良好的合作关系。

公司的 8 家子公司中，其中有 5 家分设在美国、香港、日本、英国和柬埔寨。英国子公司主要负责高端纱线生产及订单，香港子公司主要出口绒条到意大利及欧洲地区，日本子公司主要面向日本客户代工，美国子公司则推广托德邓肯品牌及承揽美国客户成衣订单，柬埔寨则主要承接羊绒制品订单。此外，在公司 4 家分公司中，北京分公司负责对欧洲出口纱线及自有品牌菲洛索菲的运营管理，平湖和上海分公司负责承接美国成衣订单，深圳分公司主要负责对接香港纱线出口业务。

2009 年公司成功收购了具有 140 多年历史的英国邓肯，使公司拥有全球高端的纺纱染色工艺技术，并拥有了著名的纱线品牌（托德邓肯）及欧洲的销售网络；并且依托邓肯的资源，公司有望进入奢侈品面料原料的采购目录：邓肯是世界顶级服装品牌面料的纱线供应商，为世界一线品牌如 Hermes（爱马仕）、Chanel（香奈儿）、Dunhill（登喜路）等提供羊绒纱线；邓肯也是国际羊绒和驼绒制造商协会（CCMI）的会员之一，目前其成员还包括 Brunello、Zegna 等国际知名品牌及面料商，公司

有望通过他们向 LV、阿玛尼等奢侈品牌直接提供羊绒面料。中银绒业将有望通过邓肯成为其首位中国会员，并谋求与其它成员建立深层次合作关系，成为其高端羊绒纱线供应商，乃至未来的高端羊绒面料供应商。

2012 年成功设立美国全资子公司，推出“Todd&Duncan”羊绒服饰品牌，在纽约 SOHO 区设立零售旗舰店，意在推动公司品牌在美国的影响力，并承接美国零售商的成衣订单。

图表18 公司拥有8家子公司

子公司	主营	持股比例	成立日期
中银绒业原料	原绒的初加工与销售	100%	2010 年
中银邓肯服饰	羊绒制品的批发零售	100%	2005 年
宁夏阿尔法	羊绒条的生产与销售	61.3%	2002 年
中银美国	羊绒及其他各类纺织品成衣的设计、生产和贸易，主要面向美国客户	100%	2012 年
中银国际（日本）	羊绒制品的销售，主要面向日本客户	70%	2010 年
中银纺织（柬埔寨）	羊绒制品加工	91%	2012 年
香港东方羊绒	羊绒及其制品的销售，主要面向对意大利和欧洲等	100%	2005 年
邓肯英国	英国羊绒纱线生产及销售	100%	2009 年

资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、未来看点：从“贸易”向“基地”转型

我们将中银绒业的发展界定为三个阶段，第一阶段是依托羊绒资源向全产业链拓展，第二阶段是依托全产业链基地优化客户结构，继续向终端成品业务拓展的同时，提升客户粘性并进行多品类扩张；第三阶段则是积累大量品牌运营经验及生产技术、四季系列产品基础上发展自有品牌。

我们认为公司正在步入第二阶段。上市后，经过多年的潜心专注经营，公司已在原绒收购方面占据绝对优势地位，羊绒原料、半成品及羊绒制品的出口皆位列国内同行业前列，并探索出“贸易+生产+市场”的发展模式。未来五年，公司将积极转型，打造“基地+市场+品牌”的发展模式。

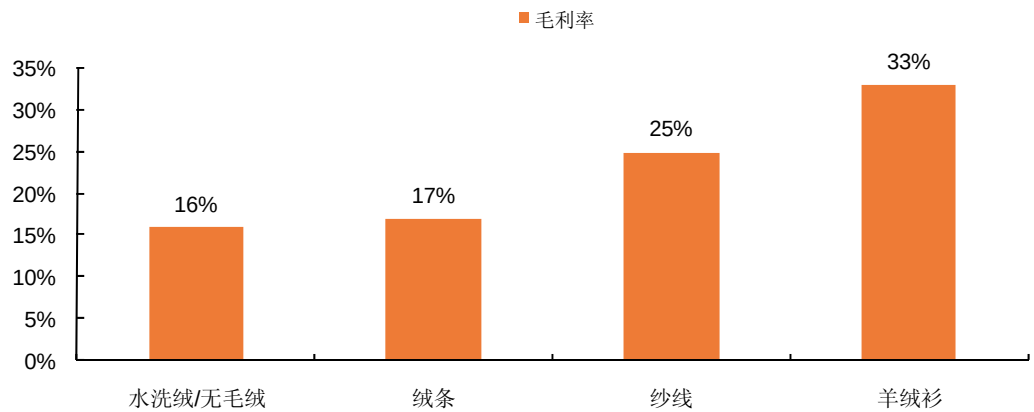
在该阶段，未来 2-3 年的亮点在于，公司将继续依托羊绒资源，加大原绒掌控力度；加大高毛利的羊绒制品业务占比；优化客户资源，向国际大品牌倾斜；提升客户粘性的基础上，拓展四季产品；积极探索自有品牌运营经验，为最终向自有品牌的四季产品运营转型奠定基础。

4.1 向终端成品倾斜，提升毛利率

我们认为羊绒制品业务占比将继续提升，尤其是伴随着柬埔寨 200 万件及定增募投 500 万件羊绒衫项目陆续完工投产后，产能瓶颈的突破将有望使公司的优势、高毛利羊绒衫业务占比快速突破 50%。

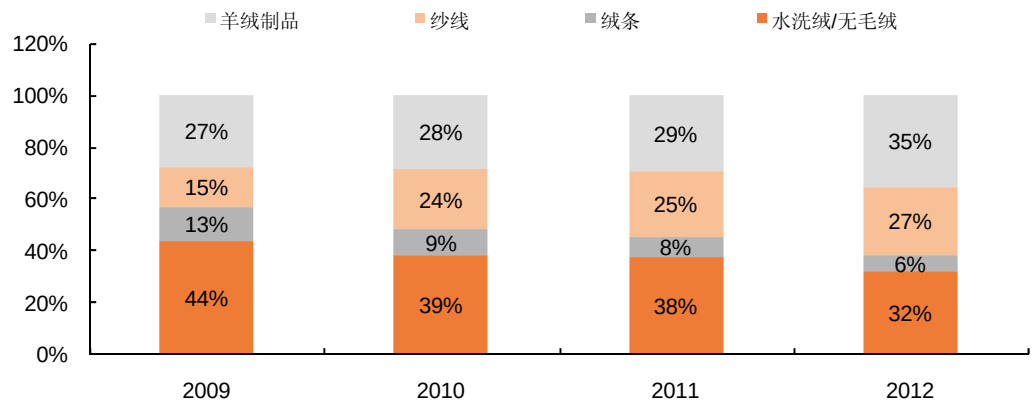
根据 2012 年的年报，水洗绒和无毛绒毛利率在 16%左右，绒条毛利率在 17%左右，纱线毛利率在 25%左右，羊绒衫毛利率在 33%左右。水洗绒和无毛绒业务占比已从 2009 年的 44%下降到 2012 年的 32%，绒条业务占比也从 13%下降到 6%，而纱线业务占比则从 15%上升至 27%，羊绒制品业务占比从 27%上升至 35%。

图表19 全产业链延伸意味着毛利率提升



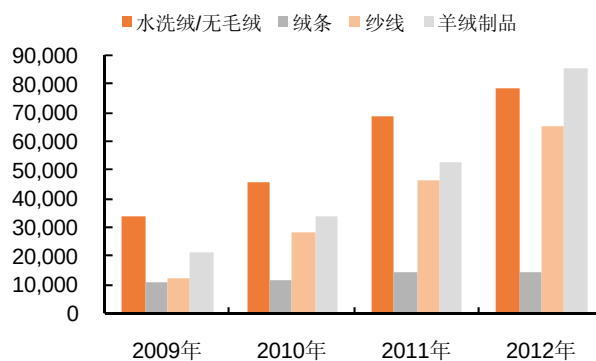
资料来源：平安证券研究所

图表20 高毛利的纱线、羊绒制品业务占比不断提升



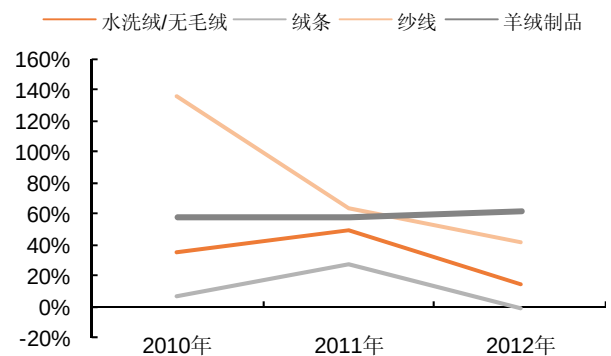
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表21 2009-2012年纱线和制品业务不断提升



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表22 2010-2012年纱线和制品业务增速最快



资料来源：Wind，平安证券研究所

4.2 提升客户粘性，多品类拓展

公司计划通过定向增发的方式募投产业基地建设。公司拟 2013 年下半年实行非公开增发，其中大股东中绒集团拟出资 20 亿元，中信证券拟出资 3 亿元，共计 23 亿元募投资金将投向以羊绒为核心的三大类项目：羊绒类、高端羊毛类和高端亚麻类。其中，我们认为羊绒制品仍然是公司的优势资源，也是目前发展最迅速、产能最受限的业务，因此羊绒类项目有望最早完工投产，我们预计最快可于今年年底部分完工，2014 年将能顺利投产并贡献业绩。

由于下游品牌客户对供应商规模、反应速度及产品质量的要求越来越高，我们认为这种全产业链的产业基地将会在未来成为稀缺资源，从而吸引大量的优质客户和订单，从目前羊绒衫的供不应求即可窥一斑。并且，这类客户粘性更强，有助于公司向同一客户拓展高端羊毛、亚麻等品类，实现品类叠加，打破单一品类的发展瓶颈。

图表23 公司拟募集23亿元投资三大类项目

项目名称	投资总额	拟投入募集资金金额	预计完工期
羊绒类项目			
20 梳 20 纺羊绒纱线项目	73273.6	42969.21	2013 年末
500 万件羊绒衫项目	88201.0	58393.08	
210 万件羊绒服饰项目	17445.8	8539.49	
羊毛纱及精纺面料项目			
3 万锭精纺高支羊毛纱项目	57309.2	51713.1	2014 年中
220 万米精纺面料项目	28399.9	21544.6	
亚麻类项目			
3 万锭亚麻精纺高支纱、 1300 万米高档亚麻面料项目	99083.8	46840.5	2014 年中
合计	363713.3	230000	

资料来源：公司公告

4.3 自有品牌稳步拓展，积累运用经验

公司目前主要精力仍将集中在羊绒制品的加工销售上，自有内销品牌菲洛索非（Philosofie）尚处摸索阶段。菲洛索非定位中高端，目前由北京分公司负责运营。公司已经自建设计研发团队，并聘请了意大利设计师指导开发。截至 2012 年预计终端门店 100 家左右，销售收入在 1 亿元左右，毛利率预计在 50-60%之间。由于缺乏品牌运营经验，公司短期不会考虑快速扩张之路，而是稳健运营，逐渐积累研发、库存、渠道和品牌管理方面的经验，为日后的四季产品运营打好基础及人才储备。

图表24 公司菲洛索非品牌国内渠道计划

	直营			代理		
	2011 年	2012 年	2013 年	2011 年	2012 年	2013 年
计划新增门店数	4	12	24	25	45	55
门店总数	4	16	40	25	70	125

资料来源：公司公告，平安证券研究所

五、盈利预测与投资评级

我们认为 2013-2014 年的业绩增长主要来自羊绒衫等制品业务的产能扩张带来的高毛利业务占比提升。假设：

(1) 2013-2014 年各业务毛利率与 2012 年大致相同。

(2) 由于公司的羊绒衫一直供不应求,属于优质资源,我们假设新扩产能能够顺利消化。我们判断 720 吨粗纺项目于上半年已经全部完工投产,预计 2013 年的产能利用率在 90%左右,2014 年产能利用率 100%;柬埔寨 200 万件项目预计今年第三季度末投产,2013 年产能利用率为 25%左右,2014 年则按照 90%预测;预计定增 500 万件羊绒衫及配套项目最早于今年年底完工,2014 年释放产能可在 30%左右。

(3) 粗纺纱和精纺纱统一作为纱线预测收入和成本。

(4) 无毛绒、纱线等初级和半成品首先满足羊绒制品自需,超出部分可出售,不足部分可外采。

(5) 15%的优惠所得税率。

图表25 收入/成本拆分

		水洗绒	无毛绒	绒条	粗纺纱	精纺纱	羊绒制品
2010A	产能	3500	1100	300	700		150
	自用		220		220		
	出售		880	300	480		220
	收入	22257	23295	11017	27845		33223
	毛利率	23.4%	23.6%	20.3%	20.6%		17.7%
	成本	17053	17798	8782	22099		27332
	营业利润						
2011A	产能	3500	1100	300	700		150
	自用		300		300		
	出售		800	260	400		300
	收入	61381	6793	14051	45803		52643
	YOY	175.8%	-70.8%	27.5%	64.5%		58.5%
	毛利率	14.7%	13.1%	18.2%	25.8%		26.1%
	成本	52349	5902	11500	34011		38926
	营业利润						
2012A	产能	3500	1200	300	1420		180
	自用		300		300		
	出售		900	260	688		300
	收入	57563	20824	13994		65177	84961
	YOY	-6.2%	206.5%	-0.4%	42.3%		61.4%
	毛利率	18.4%	12.3%	17.0%	26.0%		33.1%
	成本	46961	18264	11615		48236	56875
	营业利润	10601	2560	2378	16941		28085
2013E	产能	3500	1300	300	1420	260	380
	自用		500		500		
	出售		800	270	848	80	500
	收入	57563	18511	14532		87914	141601
	YOY	0.0%	-11.1%	3.8%	34.9%		66.7%
	毛利率	18.0%	12.0%	17.0%	26.0%		33.0%
	成本	47201	16289	12061		65056	94873

	营业利润	10361	2221	2470	22858	46728
	产能	3500	1300	300	2860	260
	自用		1325		1325	
	出售			300	671	130
	收入	51806	0	16147	75882	283203
2014E	YOY	-10.0%		11.1%	-13.7%	100.0%
	毛利率	18.0%	12.0%	17.0%	26.0%	33.0%
	成本	42481	0	13402	56153	189746
	营业利润	9325	0	2745	19729	93457

资料来源: wind, 平安证券研究所

我们预计 2013-2014 年的营业收入为 32.0 亿元和 42.7 亿元，同比增速分别为 32.0%和 33.4%，考虑 2.94 亿股定增摊薄后 EPS 分别为 0.39 元和 0.58 元，同比增速分别为 40.1%和 46.9%，结合当前股价，对应 PE 则分别为 20.7 和 14.1 倍。

公司目前正处在由“贸易”向“基地”的转型阶段，未来 2-3 年将不断提高毛利的羊绒衫业务占比，而降低水洗绒、无毛绒和绒条等初级产品的业务占比，业务结构的优化将带来毛利率的稳步提升；而近两年羊绒衫产能的不断释放则为业务结构优化打开了空间。尽管，募投项目效果仍有待观察，但我们认为全产业链的基地资源在未来将越来越稀缺，对大客户的吸引力和粘性将不断提升，因此多品类扩张具有可行性。我们看好公司的中长期发展战略，认为公司正在从资源依托的贸易型企业向先进加工制造业转型，未来的成长空间依然广阔，增长更加扎实，首次覆盖，给予“推荐”评级。

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E					
流动资产	3016	3925	4939	6487					
现金	317	449	500	700					
应收账款	447	860	1135	1515					
其他应收款	28	17	37	40					
预付账款	169	271	259	379					
存货	2054	2321	3003	3849					
其他流动资产	1	7	4	5					
非流动资产	624	1127	3195	5017					
长期投资	1	1	0	0					
固定资产	475	775	2255	4412					
无形资产	37	37	39	43					
其他非流动资产	111	315	901	561					
资产总计	3640	5053	8134	11504					
流动负债	2230	2795	3194	5865					
短期借款	1857	2508	2816	5373					
应付账款	383	234	303	389					
其他流动负债	-9	53	74	104					
非流动负债	572	540	650	772					
长期借款	531	500	621	737					
其他非流动负债	41	40	30	34					
负债合计	2803	3335	3844	6637					
少数股东权益	16	15	13	10					
股本	556	719	1003	1003					
资本公积	96	544	2445	2445					
留存收益	190	452	845	1423					
归属母公司股东权益	821	1703	4276	4856					
负债和股东权益	3640	5053	8134	11504					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2011 A	2012 A	2013E	2014E					
营业收入	1809	2426	3201	4270					
营业成本	1428	1820	2355	3018					
营业税金及附加	2	7	9	12					
营业费用	52	69	90	121					
管理费用	80	94	124	165					
财务费用	123	182	245	365					
资产减值损失	11	18	15	15					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	0	0	0	1					
营业利润	114	237	363	576					
营业外收入	71	86	90	90					
营业外支出	1	0	1	1					
利润总额	183	323	452	665					
所得税	17	44	61	90					
净利润	166	279	391	575					
少数股东损益	-1	-1	-2	-2					
归属母公司净利润	167	281	393	578					
EBITDA	280	472	734	1226					
EPS（元）	0.30	0.39	0.39	0.58					

主要财务比率				
会计年度	2011A	2012 A	2013E	2014E
成长能力				
营业收入(%)	53.7	34.1	32.0	33.4
营业利润(%)	202.7	108.5	53.2	58.4
归属于母公司净利润(%)	117.7	67.9	40.1	46.9
获利能力				
毛利率(%)	21.1	25.0	26.4	29.3
净利率(%)	9.2	11.6	12.3	13.5
ROE(%)	20.3	16.5	9.2	11.9
ROIC(%)	7.3	8.4	7.2	7.9
偿债能力				
资产负债率(%)	77.0	66.0	47.3	57.7
净负债比率(%)	85.2	90.7	89.9	92.3
流动比率	1.4	1.4	1.6	1.1
速动比率	0.43	0.57	0.61	0.45
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.56	0.49	0.43
应收账款周转率	4	3	3	3
应付账款周转率	4.82	5.90	8.76	8.72
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.28	0.39	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.61	-0.40	-0.13	-0.00
每股净资产(最新摊薄)	0.82	1.70	4.26	4.84
估值比率				
P/E	48.6	29.0	20.7	14.1
P/B	9.9	4.8	1.9	1.7
EV/EBITDA	30	18	11	7

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257