

家纺及花布是主要业绩增长驱动力

谨慎推荐 维持评级

投资要点:

- **股权结构理顺，滨州市国资委控股。**公司于 1999 年由华诚投资、滨印集团等发起设立，2001 年上市，2011 年大股东华诚投资破产以后，滨印集团成为第一大股东，公司股权结构逐步理顺，随后完成天鸿热电的收购与合并、完成了对四川华纺银华的转让。公司现有高管全部来自内部、对公司认同度极高，2013 年 12 月 16 日起两个月内，高管和中层骨干集体增持不低于 176.7 万股，购买后的锁定期至少半年以上，总体上与中小股东利益一致。
- **以印染为主业，印染技术、环保优势明显。**2012 年印染收入近 16 亿（收入占比 76%，因仅是印染环节毛利率 8%），其中，服装面料约 8000 万米、8 亿收入，蜡印花布 1 亿米、8 亿收入；2012 年家纺收入 3.1 亿（收入占比 14.69%，由于上海和美国公司设立导致年开发投入大、毛利率基本为 0），其中，家纺成品总收入 1.2 亿，自有品牌“蓝铂”（Linpure）销售额约 1500 多万。公司的优势主要集中在印染后整理，新型纤维开发应用、节能环保等方面。
- **蜡印花布、家纺是未来三年业绩增长主要驱动力。**公司此次计划发行 1.1 亿股不超过 4 亿元（其中滨印集团以土地出资 0.89 亿），其他募集资金主要用于收购亚光公司的工业园（1.96 亿）、增加 6.5 万锭（0.53 亿）、家纺生产线项目（0.89 亿）。除此外，基于非洲市场需求，考虑到家纺项目投产释放期及蜡印花布产品的美好市场前景，预计 2015、2016 年是公司快速发展期。
- **盈利预测和估值：**预计公司 13、14 年 EPS 为 0.05、0.08 元，对应当前 PE 为 81.5、50.3 倍。公司当前总市值不到 13 亿，考虑到印染技术优势、股权结构理顺、国资改革前景，目前股价具有一定安全边际，首次给予公司“谨慎推荐”评级。
- **主要财务指标**

	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	2154	2200	2400	3400
EBITDA(百万元)	117.61	134.76	165.67	214.11
归属净利(百万元)	8.29	16.09	26.08	85.07
摊薄 EPS(元)	0.03	0.05	0.08	0.27
PE	158.1	81.5	50.3	15.4
EV/EBITDA(X)	13	11	9	7
PB	3.2	3.1	2.9	2.5
ROIC	8.5%	7.2%	10.1%	18.8%
总资产周转率	1.44	1.45	1.50	2.01

资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

分析师

马莉

☎: (8610) 6656 8489

✉: mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

特此鸣谢

杨岚: (8610) 8357 4539

(yanglan@chinastock.com.cn)

花小伟: (8610) 8357 4523

(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

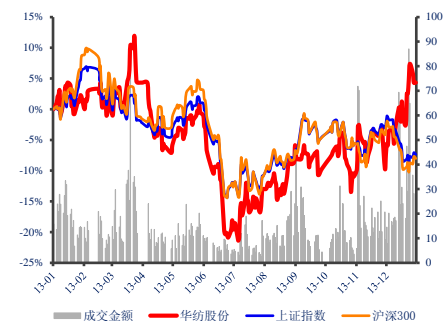
对本报告的编辑提供信息

市场数据

时间 2014.1.2

A 股收盘价(元)	4.10
A 股一年内最高价(元)	4.19
A 股一年内最低价(元)	4.04
上证指数	2109
市净率	3.06
总股本(万股)	31980
实际流通 A 股(万股)	31980
限售的流通 A 股(万股)	0
流通 A 股市值(亿元)	13.11

相对上证综指表现图



资料来源: Wind 资讯, 中国银河证券研究部

目 录

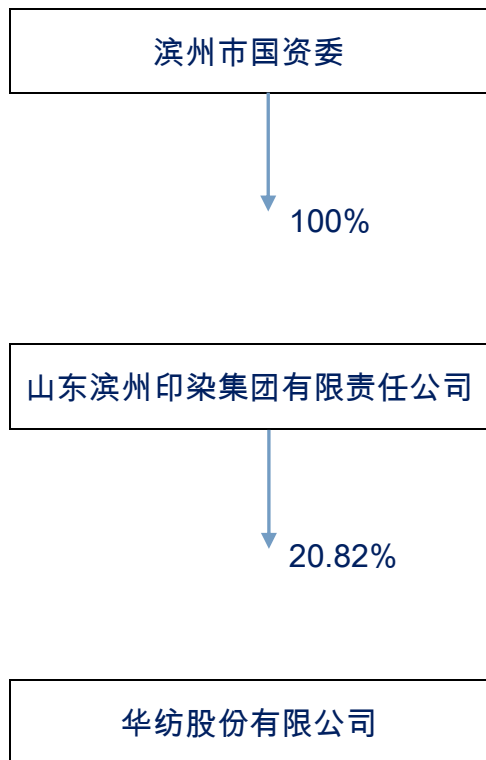
一、公司概况：滨州市国资委控股，优势在于印染后整理	1
（一）历史沿革：2011 年华诚破产，股权结构理顺	1
（二）主营业务：印染为主业，致力于打造家纺全产业链	1
二、理顺股权，优化资产	4
（一）股权逐步理顺	4
（二）调整下属子公司，优化资产结构	5
三、增发及未来主要增长驱动力：蜡印花布及家纺	6
（一）此次增发致力于完善产业链	6
（二）蜡印花布、家纺是主要增长驱动力	7
四、公司亮点：技术优势、团队优势、总市值偏小等	7
（一）公司具有独特的技术优势	7
（二）企采通展开想象空间	8
（三）市值较小具有安全边际	8
插图目录	11
表格目录	11

一、公司概况：滨州市国资委控股，优势在于印染后整理

（一）历史沿革：2011 年华诚破产，股权结构理顺

华纺股份是山东滨州纺织业国企，以印染为主业，是国家印染产品开发基地，多次主持起草了国家纺织行业标准，荣获多项行业荣誉。公司于 1999 年由华诚投资、滨印集团等五家企业发起设立，2001 年上市，在 2006 年进行股权分置改革后华诚投资和滨印集团作为第一、第二大股东分别持股 26.5%，20.2%。2011 年大股东华诚投资破产以后，滨印集团增持成为公司第一大股东，占公司总股份的 20.82%，公司股权结构逐步理顺。2013 年 12 月 15 日公司公告自次日起两个月内，高管和中层骨干集体增持不低于 176.7 万股，购买后的锁定期至少半年以上，总体上与中小股东利益一致，有利于公司的长远发展。

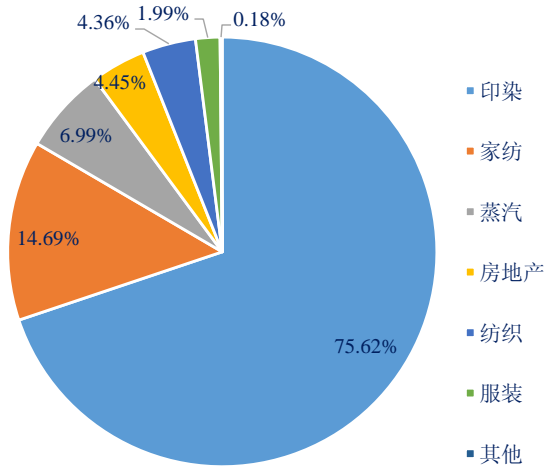
图 1：滨州国资委滨印集团持股华纺股份 20.82%的股权



资料来源：公司年报，中国银河证券

（二）主营业务：印染为主业，致力于打造家纺全产业链

图 2：2012 年各产品收入占比

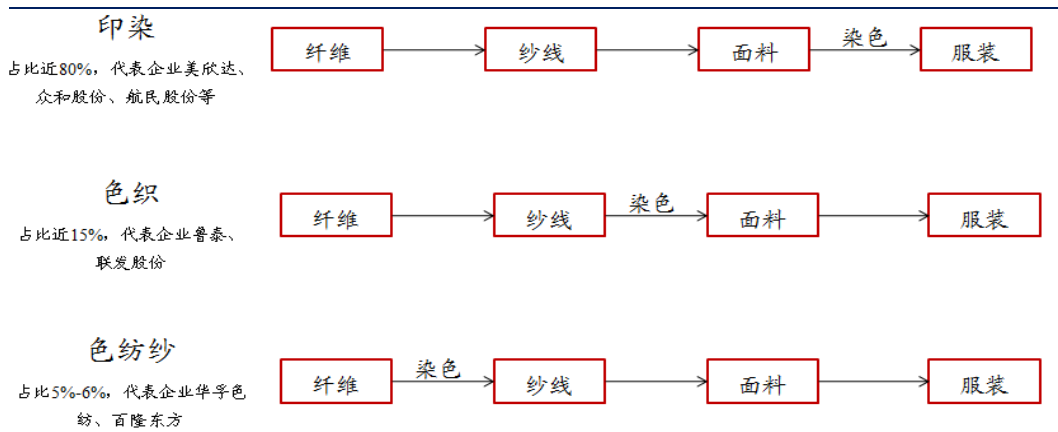


资料来源：公司年报，中国银河证券

1、以印染为主业

华纺股份以印染为主业，2012 年印染收入近 16 亿（收入占比 76%）。印染，又称之为染整，是染色、印花、后整理、洗水等加工方式的总称。目前公司的产业链较短，只是从白坯布（华纺股份白坯布供应商 200 余家，按照不同的品类，有魏桥、天虹等等）到染色面料（服装）这一个工序，这就决定了公司的毛利率不会太高，保持在 8% 左右。相比较而言，鲁泰、申洲国际纺织是集棉花育种、棉花种植、纺纱、漂染、织布、后整理及制衣于一体的高度综合垂直的纺织企业，产业链完整，每个生产环节都能带来附加值，毛利率能保持在 30% 左右。

图 3：印染概念及生产工艺



资料来源：中国银河证券

从国内市场看，印染是高度分散的市场，全国印染总量 700 亿米，剔除家纺面料、华纺的印染产量不到 2 亿米，主要分为两部分业务：服装面料和蜡印花布。

（1）服装面料。年 8 亿多收入（年 8000 万米左右）。第一大，医疗工装，美国接近 70% 的医疗工装都是公司做的，在美国医疗工装有绝对话语权；第二大，功能性面料，哥伦比亚、美国作训服；第三大，休闲面料，VF、哥伦比亚等。

(2) 蜡染印花面料: 非洲有很好市场占有率和知名度; 年 8 亿收入 (出口非洲, 每个月 950-1000 万米, 1-1.1 亿米)。

表 1: 印染产品历年盈利情况 (单位: 百万元)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
印染							
收入	1,572.1	1,602.0	1,652.0	1,266.2	1,494.5	1,674.2	1,597.8
成本	1,487.2	1,529.3	1,554.4	1,245.2	1,393.9	1,569.6	1,467.1
毛利	85.0	72.7	97.6	20.9	100.7	104.6	130.7
毛利率(%)	5.4	4.5	5.9	1.7	6.7	6.3	8.2

资料来源: 公司年报, 中国银河证券

2、打造家纺全产业链

家纺业务作为公司第二大业务, 3 亿多的收入规模在 2012 年收入占比达 14.69%; 预计 2013 年家纺年约 3.5-4 亿(年 4000 万米, 50%的产能是印染加工), 其中家纺成品总收入 1.2 亿, 少部分通过自有品牌“蓝铂”(Linpure) 进行销售 (自有品牌 10%多、1500 多万)。

对于家纺业务, 公司寄予较大厚望, 有意打造从家纺面料到家纺终端产品全产业链的综合服务, 所以从 2011 年起着力运营推广家纺自主品牌, 当年开发投入 (上海设计中心、美国公司 2012 年开始运作) 2600-3000 万, 销售规模尚小, 是导致家纺业务毛利率为负的主要原因。未来的家纺市场主要寄望于以下几大市场:

(1) 澳洲市场, 期望可以和亚光的毛巾具有协同效应; (2) 美国市场, 2012 年在美国设立公司, 做了几个客户, JCPENNY, 梅西百货、山姆会员店等; (3) 国内市场, 以电商(天猫等平台) 为主, 2013 年 11 月份 50 多万、上半年每月 20 来万收入, 高品质、高性价比、产品不打折, 客户重复购买率; (4) 欧洲和东南亚也有不错的预期。

表 2: 家纺产品历年盈利情况 (单位: 百万元)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
收入	--	--	--	--	476.7	338.0	310.3
成本	--	--	--	--	461.9	341.7	310.1
毛利	--	--	--	--	14.7	-3.7	0.2
毛利率(%)	--	--	--	--	3.1	--	0.1

资料来源: 公司年报, 中国银河证券

公司准备在本次增发购买亚光工业园的基础上, 创建华纺工业园, 打造精梳紧密纺和家纺生产基地, 完善纺织产业链条, 形成从纺纱到家纺成品“一站式”的综合生产能力。

3、公司的其他业务: 服装、纺织等

表 3: 各产品历年盈利情况 (单位: 百万元)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
蒸汽							
收入	--	--	--	--	--	--	147.6

成本	--	--	--	--	--	--	136.3
毛利	--	--	--	--	--	--	11.3
毛利率(%)	--	--	--	--	--	--	7.6
房地产							
收入	--	--	--	--	--	--	94.0
成本	--	--	--	--	--	--	80.4
毛利	--	--	--	--	--	--	13.6
毛利率(%)	--	--	--	--	--	--	14.5
纺织							
收入	--	--	135.5	--	129.1	117.8	92.0
成本	--	--	131.9	--	118.3	119.6	82.3
毛利	--	--	3.5	--	10.8	-1.8	9.7
毛利率(%)	--	--	2.6	--	8.4	--	10.6
服装							
收入	--	--	--	--	36.9	42.4	42.0
成本	--	--	--	--	34.6	37.1	42.8
毛利	--	--	--	--	2.3	5.3	-0.8
毛利率(%)	--	--	--	--	6.1	12.5	--

资料来源：公司年报，中国银河证券

围绕印染、家纺外，公司还包括部分纺织、服装等业务，从长期发展趋势看，这些主要围绕主业、不是主要的增长贡献点。

二、理顺股权，优化资产

滨印集团成立于 20 世纪 80 年代，具有 30 余年的发展历史，在印染技术、创新等方面是国内印染领域的一面旗帜，自 1999 年与华诚合并后的发展并不顺利，与 2004 年上市的航民股份相比差距甚大，这和 2011 年前华纺复杂的股权结构关系密切。

（一）股权逐步理顺

从行业格局看，同时期成立的航民股份发展迅猛，航民 2004 年上市，2006 年 9 月份完成股权分置改革后，2006 到 2008 年公司净利润复合增长达到 37%，目前印染产能近 10 亿米，而华纺股份上市早于航民 3 年，目前产能仅 2.1 亿米。导致差异的原因一方面是区位（航民地处萧山这一化纤面料基地，旁边是绍兴柯桥市场），更重要的是股权结构的差别，华纺股份的股权结构导致其在 2011 年前错过了行业美好的发展时期。

华纺股份在 2006 年股权分置改革后华诚投资和滨印集团作为第一、第二大股东分别持股 26.5%，20.2%，后期发展中的分歧阻碍了公司的正常发展。2011 年大股东华诚投资破产以后，资产进行清算，滨印集团持股总量增至 6658.8 万股，成为公司第一大股东，自此股权结构逐步理顺；华纺股份的现有高管均是公司内部培养起来、在公司内部有十余年以上的工作历史，对公司认同度极高。

表 4: 2006 年公司前十大股东持股情况

前十大股东名称	数量 (百万股)	比例
华诚投资管理有限公司	84.74	26.50%
山东滨州印染集团有限责任公司	64.68	20.23%
杨秀梅	0.83	0.26%
陈洪	0.74	0.23%
白燕	0.72	0.22%
上海雪羚毛纺织有限公司	0.69	0.22%
山东亚光纺织集团有限公司	0.69	0.22%
湖州惠丰纺织有限公司	0.69	0.22%
马玉兰	0.60	0.19%
陈福和	0.59	0.18%
合 计	154.98	48.47%

资料来源: 公司年报, 中国银河证券

表 5: 公司前十大股东持股情况

前十大股东名称	数量 (百万股)	比例
山东滨州印染集团有限责任公司	66.59	20.82%
汇达资产托管有限责任公司	24.14	7.55%
天职国际会计师事务所 (特殊普通合伙)	6.82	2.13%
中国信达资产管理股份有限公司	6.73	2.11%
中国长城资产管理公司	6.70	2.09%
内江市国有资产经营管理有限责任公司	3.37	1.05%
中国农业银行股份有限公司	3.04	0.95%
重庆长龙实业 (集团) 有限公司	2.36	0.74%
华诚投资管理有限公司	2.03	0.64%
熊卫红	1.86	0.58%
合计	123.66	38.66%

资料来源: 公司年报, 中国银河证券

(二) 调整下属子公司, 优化资产结构

为了完善能源供应体系, 公司在 2012 年完成了对天鸿热电的收购与合并。天鸿热电原为滨印集团的控股子公司, 作为印染环节必须的上游热电企业, 本次收购的完成可以减少关联交易, 节约生产成本, 确保能源供应的稳定。

同时, 公司也完成了对四川华纺银华的转让, 成功剥离了历史包袱, 优化了公司资产结构。华纺银华设立于 1999 年 9 月, 其资产全部由公司设立时的发起人股东华诚投资置入, 属于捆绑上市。华纺银华自设立以来, 受汶川地震、金融危机、水灾等因素影响, 加上难以跨区域管理, 长期处于亏损状态, 截止 2011 年底, 该公司的累计未弥补亏损已达 1.13 亿元。由于资金问题, 四川华纺银华已多次出现了停产和半停产状态, 2009 年 11 月又资金链断裂引发了债权银行起诉华纺股份 (担保人) 和冻结账户的事件, 制约了华纺股份的健康发展。此次成

功剥离华纺银华亏损业务，公司能够进一步集中整合资源，为未来可持续发展铺平了道路。在理顺股权结构，调整产业布局，剥离亏损资产后，公司业绩有望在低基数的情况下获得大幅增长。

表 6: 四川华纺银华历史情况 (单位: 百万元)

	2008	2009	2010	2011	2012
收入		94.03	133.00	127.00	94.86
利润总额	-7.58	-51.48	0.14	2.76	-20.85

资料来源: 公司年报, 中国银河证券

三、增发及未来主要增长驱动力: 蜡印花布及家纺

(一) 此次增发致力于完善产业链

公司作为老牌印染龙头, 具备领先的生产技术优势, 但由于历史遗留问题影响了公司的健康发展, 一直没有形成完善的产业链。所以公司本次计划发行 1.1 亿股不超过 4 亿元 (其中滨印集团以土地出资 8958 万元, 是华纺现有的厂区, 土地净使用面积 192 亩), 其他募集资金主要用于收购亚光公司的工业园, 改造纺纱和家纺生产线, 实现公司向上游和下游的延伸, 完善纺织产业链。

表 7: 本次募集资金用途 (单位: 万元)

序号	项目名称	投资总额	募集资金拟投资额
1	收购亚光公司的工业园相关资产	19,613.99	19,613.99
2	6.5 万锭精梳紧密纺纱生产线技术改造项目	5,358.95	5,358.95
3	家纺生产线项目	8,925.30	6,068.59
合计		33,898.24	31,041.53

资料来源: 公司非公开发行股票预案, 中国银河证券

收购亚光工业园的相关资产, 主要包括土地使用权和纺纱生产设备、配件等, 因公司现有的 12.75 万平米厂区 (此次大股东的土地出资) 已经趋于饱和, 本次收购会缓解公司目前空间受限的状况, 也是进一步建设精梳紧密纺纱和家纺项目的前提。

精梳紧密纺纱项目为公司拓展了上游空间, 是完善纺织产业链条的首要步骤。项目完成后产能达 6.5 万纱锭, 其中 2.5 万锭可生产高档精梳紧密纺纱。项目建设周期 1 年, 项目投产后预计可新增年销售收入 25,345 万元, 利润总额 1,727 万元, 财务内部收益率 17.98% (税后)。

家纺生产线项目加强了公司往下游发展的能力, 由于具备上游印染及功能性整理等产业链条的支撑, 公司家纺产品品质稳定, 并具备面对订单的快速反应能力。通过近年来的市场拓展, 公司已经积累了大批忠实客户, 产品具有一定的市场竞争力, 但由于以前产能偏低, 产品的规模经济效益受到制约, 本项目的实施将优化公司的产品结构, 为公司向下游拓展提供了有力支持。项目建设周期一年, 预计可新增年销售收入 78,679 万元, 利润总额 2,211 万元。财务内部收益率 12.51% (税后)。

此次收购和改造项目完成，共计可带来新增年销售收入 104,024 万元，利润 3,938 万元。作为印染巨头，公司以多年沉淀的生产技术为基础，此次收购又使公司打通上下游产业链，公司将具备精梳紧密纺纱、织布、染整及服装家纺深加工的“一站式”综合生产能力。完整的产业链有助于公司优化产品结构、提升产品品质，为公司实施品牌战略、提升持续盈利能力奠定基础。

（二）蜡印花布、家纺是主要增长驱动力

除增发项目大力发展家纺外，基于非洲市场发展潜力，我们对蜡印花布未来前景看好，预计市场份额有望进一步提升。基于此，我们对未来三年主业（服装面料、蜡印花布、家纺）的收入预期如下：

- 1、服装面料：13 年收入 8.6 亿，14 年、15 年维持原有规模，保持在 9 亿、9.5 亿。
- 2、蜡印花布：13 年收入 8.4 亿，14 年 9 亿，15 年达到 15 亿。
- 3、家纺：13 年收入 3.6 亿，14 年 4 亿，15 年 7 亿。

四、公司亮点：技术优势、团队优势、总市值偏小等

（一）公司具有独特的技术优势

公司在印染方面具有技术优势，是国家印染产品开发基地、中国纺织技术创新示范企业，连续多年被评为中国印染行业十佳企业，建有国家级企业技术中心，先后主持起草了 4 项中华人民共和国纺织行业标准，并承担了多项“十一五”及“十二五”国家科技支撑计划。公司建有完备的技术工程研究中心、中试基地、检测中心，建立了包括数据收集、研发、中试、检测、产业化推广等五大模块完善的研究开发体系。

表 8：公司多项研究成果荣获国家级、省级科技奖项

研究成果	所获科技奖项
棉冷轧堆染色关键技术的研究与产业化	国家科技进步二等奖 中国纺织工业联合会科学技术进步一等奖
LOYCELL 绿色纤维织物生物染整新产品	山东省科学技术进步一等奖
棉/麻生物前处理关键技术研究示范推广	山东省科学技术进步二等奖
涤棉工装高牢度功能化整理面料的产业化开发及应用	山东省科学技术进步三等奖
圣麻纤维高档服饰面料	中国纺织工业联合会科学技术进步奖二等奖
印染企业管理、监控综合信息系统	中国纺织工业联合会科学技术进步奖二等奖
涤棉织物自然弹力的工艺开发和产业化研究	中国纺织工业联合会科学技术进步奖三等奖

资料来源：公司非公开发行推介材料，中国银河证券

公司作为印染行业巨头，在新型纤维的开发应用和节能环保方面都在行业内处于领先水平。公司先后完成了新型超仿棉聚酯纤维、汉丝蛋白纤维、圣麻纤维、聚乳酸纤维、海藻纤维等多种新型面料的研究开发。公司建有国内领先的印染废水处理设施，自主研发的棉织物冷轧堆染色、低温漂白等技术也极大的降低了资源消耗和污染物排放，在节能减排方面的全

面优化使公司成为全国印染行业首批准入企业。

(二) 企采通展开想象空间

2000 年开始建立内部采购平台，目前拿出来部分做了柒彩通（企采通是品牌）“采购管理+IT 实现”服务模式，定位于滨州市企业电子采购公共服务平台，主要用于帮助企业采购寻源，提升谈判定价能力，主要是为采购企业和供应商提供一个公开、公平、公正的共赢 B2B 采购服务平台。

柒彩通作为市场化公司（华纺占 51% 股权，另 49% 是青岛网达），目前主要是基建项目、化学品、广告招标也可以走在上面；采购方十多家，2000 余家供应商，2012 年年底开始注册运行，2013 年已经有一些收入了、只有几十万收入，2014 年预计发展速度会加快。

图 4：企采通网站展示



资料来源：企采通网站

(三) 市值较小具有安全边际

华纺股份 12.27 日收盘 4.22 元，目前市值仅为 13.5 亿，在全部 A 股中排名后 5%。我们认为公司作为正在转型中的国企，潜力较大，如果业绩拐点显现，未来激励措施到位，投资价值具备一定想象空间。

表 9：华纺股份（600448）财务报表预测（单位：百万元）

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	830	838	917	1283	营业收入	2154	2200	2400	3400
现金	229	224	250	350	营业成本	1978	2024	2208	3118
应收账款	97	99	108	154	营业税金及附加	10	10	11	16
其他应收款	26	26	28	40	营业费用	37	37	38	54
预付账款	83	85	92	131	管理费用	52	62	63	90

存货	369	378	412	582
其他流动资产	26	26	26	26
非流动资产	565	791	659	522
长期投资	0	0	0	0
固定资产	478	696	649	574
无形资产	28	-10	-47	-85
其他非流动资产	59	105	57	33
资产总计	1395	1630	1576	1804
流动负债	979	1198	1118	1262
短期借款	412	619	496	423
应付账款	216	221	241	341
其他流动负债	352	357	381	497
非流动负债	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	11	11	11	11
负债合计	990	1209	1129	1273
少数股东权益	1	1	1	1
股本	320	320	320	320
资本公积	377	377	377	377
留存收益	-293	-276	-250	-165
归属母公司股东权益	404	420	446	531
负债和股东权益	1395	1630	1576	1804

现金流量表		单位:百万元		
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	25	127	153	165
净利润	8	16	26	85
折旧摊销	66	76	96	100
财务费用	39	38	41	29
投资损失	14	0	0	0
营运资金变动	-113	-4	-18	-89
其他经营现金流	11	2	8	40
投资活动现金流	-38	-302	37	37
资本支出	46	339	0	0
长期投资	-5	0	0	0
其他投资现金流	3	37	37	37
筹资活动现金流	-67	170	-164	-102
短期借款	16	208	-123	-73
长期借款	-64	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0

财务费用	39	38	41	29
资产减值损失	12	7	9	8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-14	0	0	0
营业利润	13	21	29	85
营业外收入	17	0	0	0
营业外支出	22	5	3	0
利润总额	8	16	26	85
所得税	0	0	0	0
净利润	8	16	26	85
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	8	16	26	85
EBITDA	118	135	166	214
EPS (元)	0.03	0.05	0.08	0.27

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	2.1%	2.1%	9.1%	41.7%
营业利润	5.4%	61.7%	37.9%	192.5%
归属于母公司净利润	-46.6%	94.1%	62.1%	226.1%
获利能力				
毛利率(%)	8.2%	8.0%	8.0%	8.3%
净利率(%)	0.4%	0.4%	0.7%	1.1%
ROE(%)	2.1%	3.8%	5.8%	16.0%
ROIC(%)	8.5%	7.2%	10.1%	18.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	71.0%	74.2%	71.7%	70.5%
净负债比率(%)	41.55%	51.22%	43.92%	33.26%
流动比率	0.85	0.70	0.82	1.02
速动比率	0.46	0.37	0.44	0.54
营运能力				
总资产周转率	1.44	1.45	1.50	2.01
应收账款周转率	21	20	21	24
应付账款周转率	8.48	9.25	9.54	10.71
每股指标 (元)				
每股收益(摊薄)	0.03	0.05	0.08	0.27
每股经营现金流(摊薄)	0.08	0.40	0.48	0.52
每股净资产(摊薄)	1.26	1.31	1.39	1.66
估值比率				

资本公积增加	-55	0	0	0	P/E	158.1	81.5	50.3	15.4
其他筹资现金流	37	-38	-41	-29	P/B	3.2	3.1	2.9	2.5
现金净增加额	-79	-5	26	100	EV/EBITDA	13	11	9	7

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 滨州国资委滨印集团持股华纺股份 20.82%的股权.....	1
图 2: 2012 年各产品收入占比.....	1
图 3: 印染概念及生产工艺.....	2
图 4: 企采通网站展示.....	8

表格目录

表 1: 印染产品历年盈利情况 (单位: 百万元)	3
表 2: 家纺产品历年盈利情况 (单位: 百万元)	3
表 3: 各产品历年盈利情况 (单位: 百万元)	3
表 4: 2006 年公司前十大股东持股情况.....	5
表 5: 公司前十大股东持股情况.....	5
表 6: 四川华纺银华历史情况 (单位: 百万元)	6
表 7: 本次募集资金用途 (单位: 万元)	6
表 8: 公司多项研究成果荣获国家级、省级科技奖项	7
表 9: 华纺股份 (600448) 财务报表预测 (单位: 百万元)	8

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

马莉，纺织服装行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座	北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座	北京地区：高 兴 010- 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座	北京地区：李笑裕 010 -83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼	上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层	深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn