

转型换挡期

买入 维持

中报经营数据:

2014年1-6月,公司实现营业收入13.57亿元,同比减少4.11%;实现归属于上市公司股东净利润1.12亿元,同比减少38.25%;主营业务毛利率21.33%,较去年同期降低2.2个百分点。

同时,公司公告:通过内部股权转让,由香港子公司东方羊绒统一持股英国邓肯、日本中银、中银柬埔寨和中银服饰(美国)公司,并通过东方羊绒全资子公司邓肯控股整合与邓肯品牌及英国邓肯有关的全部业务和资产,引进朱钦骥团队,委托其运营管理邓肯控股7年,管理费为期间可分配利润的49%。

报告摘要:

- **转型换挡期,营收总体平稳。**全球经济持续不振,以及人力、原材料等价格的提高,使公司上半年业绩承压,总体来看相对稳定。从各个业务板块来看,相较去年同期,纱线和无毛绒收入下降较多,而服饰制品、线条和水洗绒增速十分显著,正反映了公司由“基地+服务市场”向“基地+市场+品牌”的战略转移。销售费用和管理费用较去年同期大幅增长,一方面是由于公司加大市场开拓力度,另一方面由于公司处于转型换挡期,费用支出显著增加。我们认为,随着公司对内外部资源的进一步整合,公司“基地+市场+品牌”战略推进有望加速,“品牌”建设有望提升公司盈利能力,显著增加业绩弹性。
- **调整海外业务框架,引进先进管理团队,大力推进“品牌”建设。**将海外子公司统一由东方羊绒持股,使海外业务定位更清晰、框架更条理。而朱钦骥则有很强的时尚服饰品牌号召力和经营经验,是NAUTICA的创立者,并将其发展成为美国三大男装品牌之一,到2001年,实现销售额达到20亿美元,全球600家连锁店。
- **盈利预测及投资价值:**预计公司14~16年稀释后EPS为0.18元、0.28元和0.4元,对应市盈率为27.1、17.3和12,维持买入评级。

主要经营指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	2,426	3,111	3,742	4,677	5,572
增长率(%)	34.1%	28.2%	20.3%	25.0%	19.1%
归母净利润(百万)	281	281	319	500	719
增长率(%)	67.9%	0.2%	13.4%	56.8%	43.9%
每股收益	0.16	0.16	0.18	0.28	0.40
市盈率	30.8	30.7	27.1	17.3	12.0

中小市值研究组

首席分析师:

王凤华(S1180511010001)

2013年新财富最佳中小市值分析师

电话: 010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

分析师:

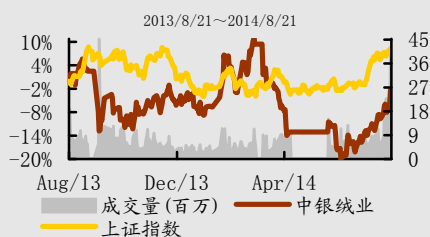
周忠伟(S1180514070004)

电话: 010-88013569

Email: zhouzhongwei@hysec.com

实习生刘点方亦有重要贡献

市场表现



相关研究

《百润股份:业绩恢复性大幅增长,客户趋分散》

2014/8/21

《亚太药业:上半年业绩扭亏为盈》

2014/8/20

《首航节能:多重利好显现,长期前景光明》

2014/8/20

《乐凯胶片:主业疲软,积极转型新能源》

2014/8/20

《亚威股份:加速发展高端产品 收入逆势微增》

2014/8/19

盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	449	711	1,619	702	836	营业收入	2,426	3,111	3,742	4,677	5,572
应收账款	860	813	973	1,216	1,449	营业成本	1,820	2,443	2,910	3,574	4,143
预付账款	271	488	599	748	892	营业税金及附加	7	0	1	7	8
存货	2,321	3,302	3,783	4,646	5,386	营业费用	69	96	120	144	166
其他	24	53	43	53	62	管理费用	94	123	142	159	176
流动资产合计	3,925	5,366	7,017	7,364	8,624	财务费用	182	247	328	330	368
长期股权投资	1	1	1	1	1	资产减值损失	18	9	11	18	17
固定资产	775	1,200	1,861	2,488	3,047	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	291	1,728	1,773	1,805	1,758	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	37	181	178	174	170	其他	0	0	0	0	0
其他	25	63	53	35	24	营业利润	237	192	231	446	694
非流动资产合计	1,127	3,172	3,865	4,502	4,999	营业外收入	86	127	130	120	120
资产总计	5,053	8,539	10,883	11,867	13,623	营业外支出	0	1	0	0	0
短期借款	2,508	4,295	3,900	3,983	4,707	利润总额	323	318	361	566	814
应付账款	234	524	611	750	870	所得税	44	37	42	66	94
其他	53	194	249	331	359	净利润	279	281	319	500	719
流动负债合计	2,795	5,013	4,760	5,064	5,936	少数股东损益	(1)	0	0	0	0
长期借款	500	1,183	1,383	1,583	1,758	归属于母公司净利润	281	281	319	500	719
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.16	0.16	0.18	0.28	0.40
其他	40	373	150	130	120						
非流动负债合计	540	1,556	1,533	1,713	1,878	主要财务比率					
负债合计	3,335	6,569	6,293	6,777	7,814		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
少数股东权益	15	4	4	4	4	成长能力					
股本	719	719	1,218	1,218	1,218	营业收入	34.1%	28.2%	20.3%	25.0%	19.1%
资本公积	544	541	2,315	2,315	2,315	营业利润	108.5%	-19.2%	20.3%	93.2%	55.7%
留存收益	452	733	1,052	1,552	2,271	归属于母公司净利润	67.9%	0.2%	13.4%	56.8%	43.9%
其他	(12)	(27)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,717	1,969	4,590	5,090	5,809	毛利率	25.0%	21.5%	22.2%	23.6%	25.6%
负债和股东权益总计	5,053	8,539	10,883	11,867	13,623	净利率	11.6%	9.0%	8.5%	10.7%	12.9%
						ROE	22.2%	15.3%	9.7%	10.3%	13.2%
现金流量表						ROIC	9.1%	6.2%	5.6%	6.5%	8.1%
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	偿债能力					
净利润	279	281	319	500	719	资产负债率	66.0%	76.9%	57.8%	57.1%	57.4%
折旧摊销	50	88	108	158	204	净负债率	149.9%	254.1%	84.2%	99.5%	99.5%
财务费用	182	247	328	330	368	流动比率	1.40	1.07	1.47	1.45	1.45
投资损失	(0)	(0)	0	0	0	速动比率	0.57	0.41	0.68	0.54	0.54
营运资金变动	(895)	(981)	(574)	(1,062)	(944)	营运能力					
其它	(19)	(170)	50	8	12	应收账款周转率	3.5	3.5	3.9	4.0	3.9
经营活动现金流	(404)	(534)	231	(66)	359	存货周转率	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8
资本支出	(555)	(2,106)	(805)	(806)	(706)	总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
其他	79	423	0	0	0	每股收益	0.16	0.16	0.18	0.28	0.40
投资活动现金流	(477)	(1,683)	(805)	(806)	(706)	每股经营现金流	-0.22	-0.30	0.13	-0.04	0.20
债权融资	(14)	1,131	(69)	200	125	每股净资产	0.94	1.09	2.54	2.82	3.22
股权融资	610	(3)	2,274	0	0	估值比率					
其他	318	1,141	(723)	(246)	356	市盈率	30.8	30.7	27.1	17.3	12.0
筹资活动现金流	915	2,268	1,482	(46)	481	市净率	5.1	4.4	1.9	1.7	1.5
汇率变动影响	0	(20)	0	0	0	EV/EBITDA	24.5	21.8	17.2	12.3	9.1
现金净增加额	35	31	908	(917)	134	EV/EBIT	27.4	26.2	20.6	14.8	10.8

资料来源: 宏源证券

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游等行业研究组,《新财富》2013 年最佳中小市值研究机构第三名。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。17 年从业经历, 曾在多家券商任职, 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、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。主要研究覆盖公司: 天玑科技、天通股份、天马精化、天立环保、天成控股、天音控股、奥维通信、利德曼、硕贝德、世纪鼎利、首航节能、隆基机械、科力远、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、紫光股份、勤上光电、华星化工、久立特材、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、长方照明等。

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@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。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。