

日期: 2014 年 12 月 18 日

行业: 纺织服装



张凤展
021-53519888-1932
Bluesky9272003@hotmail.com
执业证书编号: S0870511030001

专注于毛精纺纱线产业链

■ 投资要点

公司简介

公司立足于毛纺行业, 主营业务为毛精纺纱线的研发、生产和销售, 主要产品为毛精纺纱线以及中间产品羊毛毛条, 主要应用于下游纺织服装领域。公司已具有年产各类毛条 7,000 吨、改性处理 10,000 吨、精纺纺纱 6,600 吨、染整 8,000 吨的生产能力, 集制条、改性处理、精纺、染整于一体, 形成了完整的纺纱产业链。

盈利预测

公司由于新建产能逐步投产, 毛精纺纱的收入规模和毛利率有所提升, 其他产品保持稳定。

预计 2014-2016 年, 销售收入分别为 14.43 亿元, 15.40 亿元和 18.35 亿元, 净利润增速分别为 2.21%、19.94%、35.22%, 对应 2014/2015/2016 年发行摊薄后 EPS 预测为 0.93/1.11/1.50 元。

公司估值

我们选取 A 股中纺织类公司作为可比公司, 14 年平均市盈率为 25 倍。通过对公司主营发展的评估, 我们认为公司的合理价格区间为 13.95-16.74, 对应 2014 年 15-18 倍 PE。

■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1488.79	1428.59	1462.78	1560.86	1859.57
年增长率	1.49%	-4.04%	2.39%	6.71%	19.14%
归属于母公司的净利润	77.54	96.76	98.90	118.63	160.42
年增长率	-21.03%	24.80%	2.21%	19.94%	35.22%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.73	0.91	0.93	1.11	1.50

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

上市合理估值 RMB13.95-16.74 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 26.38
发行后总股本 (百万股) 106.68
发行方式 网下询价配售
网上定价发行
保荐机构 国信证券

主要股东 (IPO 前)

新澳实业 51%
龙晨实业 1.89%
沈建华 23.78%

收入结构 (13A)

毛精纱线 66.49%
羊毛毛条 31.32%

报告编号: zfz14-NSP04

首次报告时间: 2014 年 12 月 18 日

一、行业背景

1.1 公司所处的行业及其简况

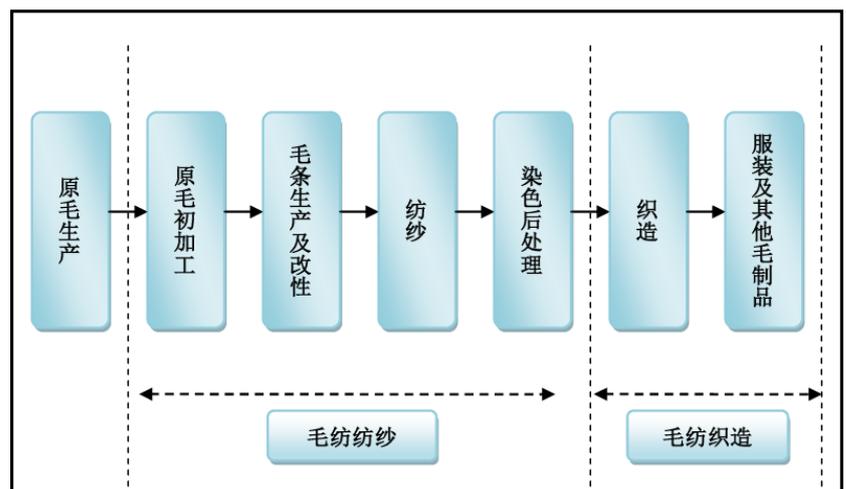
公司立足于毛纺行业，主营业务为毛精纺纱线的研发、生产和销售，主要产品为毛精纺纱线以及中间产品羊毛毛条，主要应用于下游纺织服装领域。

公司已具有年产各类毛条 7,000 吨、改性处理 10,000 吨、精纺纺纱 6,600 吨、染整 8,000 吨的生产能力，集制条、改性处理、精纺、染整于一体，形成了完整的纺纱产业链。

毛精纺纱线产品包括纯羊毛纱线、高档天然纤维混纺纱（羊毛、蚕丝、羊绒等）以及化学纤维混纺纱，主要用于针织服装织造，包括羊毛衫、羊绒衫、羊毛内衣、羊毛 T 恤、毛袜及其他针织品等。

羊毛毛条为纺纱产业链中的中间产品，主要用于下游纺纱。

图 1 毛纺产业链



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

1.2 行业发展趋势

纱线产品向差异化、功能化、高附加值化发展

纱线产品向差异化、功能化、高附加值化发展随着人们对衣着的保暖性能要求趋于淡化，而倾向于追求高品质的衣着体验以及轻便、易护理等衣着功能，毛纺产品的差异化、功能化、高附加值化已经成为不可逆转的发展趋势。为适应这种需求，实现纱线资源的多元化，充分利用羊毛改性技术以及后整理技术开发高档纯羊毛纱线，利用棉麻丝等植物纤维、羊绒兔毛等特种动物纤维与羊毛混纺开发高附加值混纺纱线，利用功能化、智能化化学纤维开发功能性纱线，充分发挥

利用各种纺纱新工艺技术，改造传统工艺，实现产品升级，已成为行业持续发展的重要方向。

生态环保性要求不断提高

全球纺织业“绿色化”已经成为一种趋势，绿色生产和绿色消费的观念不断改变着世界纺织品生产过程，天然绿色、环保类纺织品成为纺织品市场的“新宠”。尤其是对于全球化程度较高的毛纺行业来说，开发、生产生态纺织品是取得进军国际市场主动权的基础，也成为打破西方“绿色”壁垒和提高产品国际市场竞争力的有效手段。

1.3 行业竞争结构及公司的地位

行业充分竞争

毛纺行业、尤其是毛精纺纱细分行业是一个充分竞争，市场层次较为分明的行业。全球范围来看，以意大利等国为代表的欧洲毛纺企业，在纺纱工艺、装备水平、设计理念等方面都领先于其他国家和地区，意大利等国的毛精纺纱线在高端市场拥有较大的话语权。

中国作为全球毛纺产能转移的主要承接地，产能与产量已达到世界第一，加上国内完善的上下游产业链，毛精纺纱线在市场中具有规模与价格优势，占领着中低端市场，近年来部分企业的产品也开始供向于国际顶尖服装品牌，往高端市场渗透。国内来看，行业内企业众多，竞争激烈。

从全球来看，中国、意大利、德国、美国、日本是毛纺原料的主要进口国。在毛纱领域，主要进口国的市场竞争格局主要体现为意大利的 Zegna Baruffa Lane Borgosesia、德国的 SUEDWOLLE GMBH & CO.KG（德国南方毛业）（其在中国设立张家港扬子纺纱有限公司）、国内的新澳股份等部分国内企业在主要进口国占据高端市场，而中国作为全球毛纺产能转移的主要承接地，处于江浙沪地区的新澳股份还享有较大的地缘优势，与众多知名品牌形成了较为稳定的合作关系；在毛条领域，毛条产量主要集中于国内，其余的分散在意大利、泰国、马来西亚、捷克、印度和台湾地区等，主要进口国的市场竞争较为激烈，国内出口规模较大的毛条企业包括天宇羊毛工业（张家港保税区）有限公司、浙江红太阳毛纺织有限公司、新中和等企业，新中和依靠其稳定的优质毛条产品获得了下游高端客户的认可。

（1）Zegna Baruffa Lane Borgosesia（简称 Baruffa）

位于意大利，拥有 150 年历史，生产精纺针织纱线，其产品花色品种多，用超细美利诺羊毛、羊绒、蚕丝等高档纤维纺成或混纺而成。其主打品牌“Cashwool”纱线选用超细美利诺羊毛经过特殊加工工艺制成，深受世界一流针织服装品牌企业欢迎。此外，该公司还开发了

Merino Super 120s、Super 140s（羊毛），Cashsilk（羊绒/丝）以及 Excellence（100%羊绒）等高档毛纱，目前其正在推广生态环保型羊毛精纺纱线产品。（<http://www.baruffa.com>）

（2）张家港扬子纺纱有限公司中德合资企业（中方占股 3%），为德国南方毛业（Südwolle）在中国建立的生产基地，注册资本 5,200 万美元。产品销往国外市场为主，拥有 80,000 精纺锭，生产各类纯毛机织纱和针织纱。（<http://www.zjgys.com.cn>）

（3）江苏鹿港科技股份有限公司（上海证券交易所挂牌上市，股票简称：鹿港科技，股票代码：601599）位于江苏张家港，自 2002 年成立至今，主要生产各类精纺纱（腈纶仿羊绒系列纱线、全羊绒纱、全毛纱、毛腈纱、混纺纱）及半精纺纱（全羊绒纱、丝羊绒纱、各种纤维混纺纱）以及呢绒面料。其精纺纱线产品主要为腈纶纱等，即采用腈纶纺成或腈纶与羊毛混纺而成，主要原料是规格为 1.5D 2.2D 2.5D 腈纶丝束及羊毛。

（4）中银绒业股份有限公司（深圳证券交易所挂牌上市，股票简称：中银绒业，股票代码：000982）位于宁夏银川灵武市，成立于 1998 年 9 月，拥有 TODD&DUNCAN（托德邓肯）、BROWN ALLAN（布朗艾伦）、PHILOSOFIE（菲洛索菲）等多个产品品牌。主要生产和销售水洗绒、无毛绒、羊绒纱线、羊绒衫、羊绒大衣、围巾等制品，正在积极开拓高端羊毛、亚麻纱线、面料及服装市场。

构建毛纺全产业链

公司不断整合资源，完善毛纺产业链，并根据毛纺行业上下游的特点将自身定位成“做全球最好的毛精纺纱线供应商”的角色，实现了毛条制条、改性处理、纺纱、染整精加工于一体的纺纱产业链。产品供向下游众多的服装织造企业，实现集约化、精细化经营。具体来看，设立新中和，一方面主要为新澳股份配套改性加工，其改性加工技术行业内领先；另一方面拥有欧洲先进设备和先进羊毛改性处理与羊毛制条技术，其毛条产品在中外市场中享有较高的美誉，一部分用于发行人内部生产所需，其余对外销售。高质量的羊毛毛条是生产高品质纱线的基础与前提。通过对羊毛毛条生产环节的有效控制，一方面拓宽发行人可生产纱线品种的范围，使发行人具备根据客户个性化要求进行全道生产工艺调整优化的能力；另一方面由于下游需求的季节性，使发行人在旺季时能够保证羊毛毛条供应的连续性，掌握羊毛毛条的交货期，从而抓住市场机遇抢占市场。

设立厚源纺织，进行毛条染整及纱线染整，进一步完善纱线产品的后道精加工工序。通过对毛纺产业链的把握，发行人的产品品质、整体抗风险能力以及经营效益得到全面提升。同时，与其他一

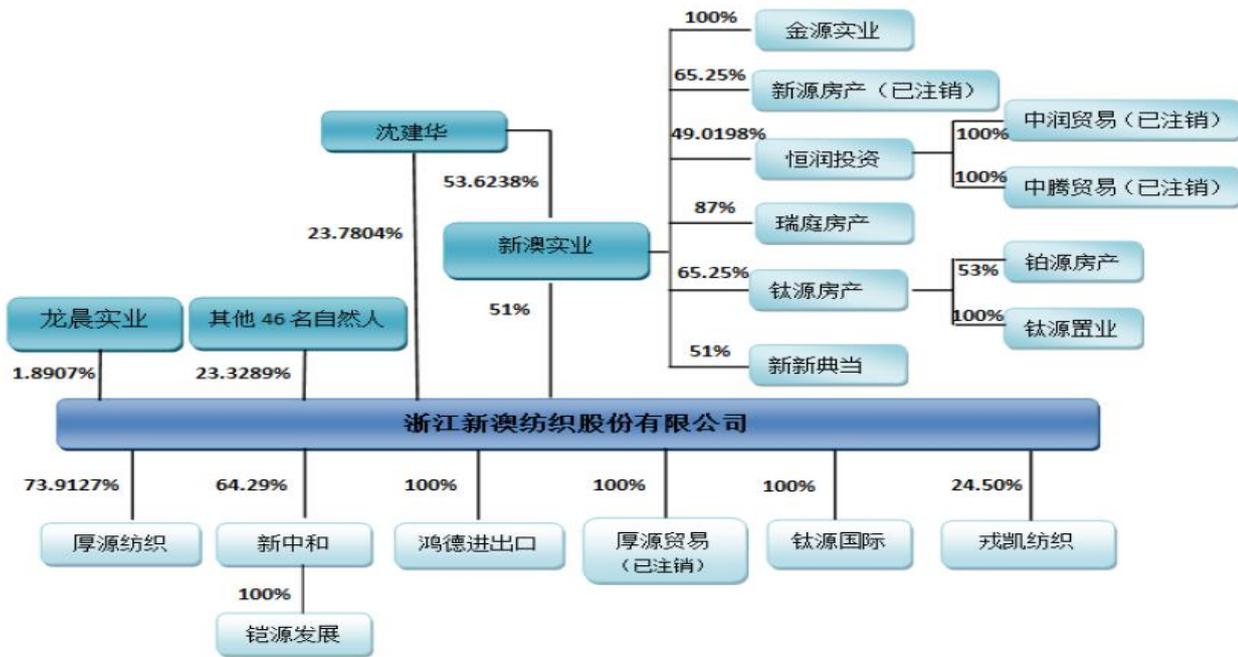
些大型毛纺集团的产业链经营策略不同，发行人在多年的发展过程中，尚未向下游面料、服装生产过度延伸，而是始终坚持做精做强纺纱产业，能够集中力量在纺纱领域内建立自身的竞争优势，主营业务突出。

二、公司分析及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司系由新澳有限整体变更方式设立的股份有限公司，新澳实业持有公司本次发行前 51% 的股份，为公司的控股股东。

图 2 公司股权结构



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

毛精纺纱和羊毛毛条是公司的主导产品，2011-2014H1 合计销售收入占主营业务收入的比例分别为 95.74%、98.04%、97.81%和 98.05%，较为稳定。公司有部分改性处理及染整加工销售收入，主要是由子公司新中和及厚源纺织在当期配套加工产能有所富余的情况下，对外进行改性处理及染整加工取得。改性处理主要包括丝光防缩处理、巴素兰处理等，染整加工包括条染、绞染等。

2011-2013 年毛精纺纱逐年稳步增长, 2014 年 1-6 月, 毛精纺纱销售收入较上年同期增长 2.53%, 主要得益于公司技术升级和新产品的不断推出, 外销市场份额和销量逐步扩大, 加之在建 20,000 锭高档毛精纺生态纱项目的产能逐步释放共同影响所致; 羊毛毛条由于受宏观经济波动、下游市场需求变动以及原毛价格下降的共同影响, 2012 年和 2013 年的销售收入均出现不同程度的下降, 2014 年 1-6 月, 羊毛毛条销售收入较上年同期下降 5.75%。2012 年改性处理及染整加工收入较上年下降 207.31 万元, 主要系公司销售规模扩大使得新中和对外提供的巴素兰、丝光防缩等改性处理业务收入较上年降低 238.28 万元所致; 2013 年改性处理及染整加工收入较上年增长 314.41 万元, 主要系新中和毛条销售大幅下降, 部分产能释放得以对外提供毛条加工业务, 相应对外提供的巴素兰、丝光防缩等改性处理业务收入较上年增加 329.66 万元所致。

表 1 销售收入情况

项目	2014 年 1-6 月	2013 年		2012 年		2011 年
	销售收入 (万元)	销售收入 (万元)	增长率 (%)	销售收入 (万元)	增长率 (%)	销售收入 (万元)
毛精纺纱	60,982.60	93,744.43	6.70	87,859.67	11.53	78,773.60
羊毛毛条	21,947.71	44,149.74	-22.81	57,198.06	-5.91	60,788.33
改性处理及染整加工	1,649.07	3,066.23	11.43	2,751.82	-7.01	2,959.13
其他	—	23.11	-83.77	142.40	-95.62	3,249.97
合计	84,579.38	140,983.51	-4.71	147,951.95	1.50	145,771.03

数据来源: 招股说明书 上海证券研究所

表 2 产能利用情况

项目: 纱线	2014 年 1-6 月	2013 年	2012 年	2011 年
产能 (期末, 吨)	6,600.00	6,600.00	5,850.00	5,000.00
产量 (吨)	3,715.43	7,428.27	6,097.01	5,997.71
销量 (吨)	4,456.11	6,786.64	6,030.60	5,796.98
销售额 (万元)	60,982.60	93,744.43	87,859.67	78,773.60
产销率 (%)	119.94	91.36	98.91	96.65
产能利用率 (%)	112.59	112.55	104.22	119.95
占营业收入比例 (%)	70.97	65.62	59.01	53.70
项目: 毛条	2014 年 1-6 月	2013 年	2012 年	2011 年
产能 (期末, 吨)	7,000.00	7,000.00	7,000.00	7,000.00
产量 (吨)	2,589.34	5,101.19	5,387.11	5,563.58
销量 (吨)	2,518.05	4,674.56	5,547.11	5,395.10
销售额 (万元)	21,947.71	44,149.74	57,198.06	60,788.33
产销率 (%)	97.25	91.64	102.97	96.97

占营业收入比例 (%)	25.54	30.90	38.42	41.44
-------------	-------	-------	-------	-------

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

表 3 产品价格走势

主要产品 单位：万元/吨	2014 年 1-6 月	2013 年	2012 年	2011 年
毛精纺纱	13.69	13.81	14.57	13.59
羊毛毛条	8.72	9.44	10.31	11.27

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

2.3 主要产品毛利率变动分析

表 4 毛利率波动

毛利率 (%)	2014 年 1-6 月	2013 年	2012 年	2011 年
毛精纺纱	24.30	22.13	20.82	22.51
羊毛毛条	8.49	9.31	7.57	9.94
改性处理及染整加工	35.82	31.81	27.50	26.08
其他	—	18.90	3.46	1.92
综合	20.42	18.32	15.81	16.88

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

国内和全球经济经历 2008 年金融危机并陆续复苏后，经济增速放缓，报告期内，羊毛的价格呈现迅速上升—大幅回落—相对稳定—小幅下降—小幅上升—小幅下降—小幅上升—小幅下降的变化过程，使得产品毛利率总体呈现先降后升的变动趋势。

从分类产品情况看，公司毛精纺纱凭借较为稳定的单位加工费收入，毛利率变动较小，且该产品对公司总体毛利贡献最大，使得总体来看，综合毛利率保持相对稳定。

A、毛精纺纱毛利率变动分析 2012 年，以羊毛毛条为主要原材料的毛精纺纱销售单价和单位成本均有所上涨，主要在于销售结转的成本上升和公司当期毛精纺纱产品结构中纯羊毛纱线的销售收入占比提高，同时，受 2012 年整体行业市场需求放缓以及期初库存成本较高等因素影响，使得毛精纺纱单位售价增幅小于单位成本增幅，使得毛精纺纱毛利率较 2011 年下降 1.69 个百分点。2013 年和 2014 年 1-6 月，毛精纺纱销售单价和单位成本均出现下降，且销售单价降幅低于单位成本的降幅，主要系①近年来随着人工成本逐步上升，自 2013 年 8 月起公司对所有毛精纺纱产品进行了适当提价，使得销售单价的降幅有所缓和；②原材料价格逐步下降，相应销售单价也下降，在单位毛利相对稳定的情况下，因计算毛利率的分母值下降，毛利率也适当得以提高。

B、羊毛毛条毛利率变动分析 2012 年和 2014 年 1-6 月，在单位成本下降的情况下，由于宏观经济增速放缓的影响，加之销售成本的结转相对于销售价格有一定的滞后性，羊毛毛条的单位售价分别较上年下降 8.52% 和 7.63%，略高于同期单位成本的降幅，羊毛毛条毛利率下降。2013 年，在单位成本下降的情况下，由于 2012 年四季度备货成本较低，期初低库存成本拉低了 2013 年全年的单位销售成本，使其降幅高于同期单位售价的降幅，羊毛毛条毛利率上升。综上所述，报告期内，公司毛精纺纱和羊毛毛条的毛利率波动情况与宏观经济发展态势、主要原材料价格波动、销售成本结转以及公司销售定价等情况相吻合。

C、改性处理及染整加工毛利率变动分析报告期内，公司对外提供改性处理及染整加工业务量呈现下降趋势，主要系随着母公司业务规模和销售规模的逐渐扩大，控股子公司新中和和厚源纺织在当期为公司配套加工产能有所富余的情况下才对外提供，通常在自身产能趋于饱和的情况下，对外报价会相应提高，因此毛利率在报告期内合理上涨。

2.4 募集资金投向

发行前公司总股本为 8,000 万股，本次发行全部为公开发行新股，发行股份数量不低于公司发行后总股本的 25%，且不超过 2,668 万股，公司原股东不公开发售股份。

按公开发行数量 2,668 万股计算，公司本次发行前后股东持股情况如下：

表 5 持股结构变化

股东名称 有限售条件的股份	本次发行前		本次发行后	
	持股数 (万股)	比例 (%)	持股数 (万股)	比例 (%)
新澳实业	4,080.00	51.00	4,080.00	38.2452
龙晨实业	151.2523	1.8907	151.2523	1.4178
沈建华	1,902.4283	23.7804	1,902.4283	17.8330
其余 48 名自然人股东	1,866.3194	23.3290	1,866.3194	17.4946
本次发行股数	—	—	2,668.00	25.0094
合计	8,000.00	100.00	10,668.00	100.00

本次发行募集资金扣除发行费用后，将依次投资于“20,000 锭高档毛精纺生态纱项目”和“偿还 1 亿元银行贷款项目”，截至 2014 年 6 月 30 日，本募集资金投资项目已完成前期投资 13,061.68 万元。公司原有 44,000 锭精纺纱锭，年产精纺纱线 5,600 吨，同时拥有 7,000 吨制条与 10,000 吨改性处理能力以及 8,000 吨毛纱毛条染整能力。虽然配置较多的精纺前道制条与改性处理能力和后道染整产能有利于公司在旺季时迅速生产出成品精纺纱线，但整体而言，公司的制条与染

整能力仍有较多富余。随着募集资金投资项目“20,000 锭高档毛精纺生态纱”的达产，将年新增 2,280 吨高档精纺纱线，公司纺纱产业链各环节产能配比度提升，有利于经营效益的进一步提高。截至 2014 年 6 月 30 日，本次募集资金投资项目已完成前期投资 13,061.68 万元，并已有 8,080 锭纺纱产能达产，初步形成近 1,000 吨的年生产能力。

表 6 募投项目

项目名称	项目投资额 (万元)	项目核准文件
20,000 锭高档毛精纺生态纱项目 (注)	33,057 (包括固定资产投资 25,520, 流动资金 7,537)	浙江省企业投资项目备案通知书 (桐经贸备案【2011】6 号) 桐乡市企业投资项目备案通知书 (桐发改备案【2012】10 号)
偿还 1 亿元银行贷款 项目	10,000.00	—

三、财务状况和盈利预测

3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

与同行业上市公司相比，公司的盈利能力居中上水平。毛利率水平和净利率水平均高于同业，但略低于中银绒业，主要原因在于中银绒业业务产业链向下游的品牌服装延伸。

表 7 可比公司盈利能力比较

证券代码	简称	毛利率				净利率			
		11Y	12Y	13Y	14YH1	11Y	12Y	13Y	14YH1
002193	山东如意	21.74	13.58	19.10	21.11	1.75	0.25	0.41	3.21
600220	江苏阳光	11.46	11.71	19.15	19.43	0.28	-49.97	5.40	3.42
002042	华孚色纺	19.85	10.77	14.11	12.77	7.74	1.60	3.02	3.84
000982	中银绒业	21.07	24.98	21.45	21.42	9.19	11.52	9.04	8.28
601599	鹿港科技	14.75	12.39	13.90	13.77	5.77	0.65	0.82	3.01
000726	鲁泰 A	31.15	26.86	30.82	31.35	14.68	12.13	16.05	15.46
	平均	20.00	16.71	19.75	19.98	6.57	-3.97	5.79	6.20
603889	新澳股份	17.06	15.87	18.35	20.35	6.90	5.40	7.09	7.45

数据来源: wind, 上海证券整理

从增速来看，公司的销售收入和净利润增速相对同行更加平稳。

表 8 增长情况

证券代码	简称	净利润增长率				收入增长率			
		11Y	12Y	13Y	14YH1	11Y	12Y	13Y	14YH1
002193	山东如意	-75.04	-81.86	17.75	374.17	25.49	26.15	-27.26	2.08
600220	江苏阳光	-86.07	-15,737.40	107.85	-2.81	24.68	-26.96	-17.21	-4.38
002042	华孚色纺	9.64	-77.70	120.72	22.63	6.78	12.24	8.86	10.07
000982	中银绒业	117.66	67.91	0.21	-38.25	53.74	34.08	28.22	-4.11
601599	鹿港科技	7.53	-89.40	29.82	43.43	14.60	-6.42	10.35	14.77
000726	鲁泰 A	14.81	-16.58	41.17	14.59	20.95	-2.92	9.78	1.76
	平均	-2.30	-2,655.84	52.92	68.96	24.37	6.03	2.12	3.37
603889	新澳股份	0.00	-21.03	24.80	0.00	0.00	1.49	-4.04	0.00

数据来源: wind, 上海证券整理

从运营指标来看,公司的应收账款周转率较高,近低于鲁泰。存货周转率也高于行业水平。

表 9 可比上市公司营运能力比较 (单位:次)

证券代码	简称	应收帐	应收帐	应收帐	应收帐	存货周	存货周	存货周	存货周
		款周转	款周转	款周转	款周转	转率	转率	转率	转率
		率	率	率	率				
		11Y	12Y	13Y	14YH1	11Y	12Y	13Y	14YH1
002193	山东如意	2.86	3.61	2.43	1.01	1.43	1.56	0.95	0.46
600220	江苏阳光	13.51	11.12	13.37	5.21	10.05	5.71	4.64	1.99
002042	华孚色纺	12.44	11.22	9.91	4.82	2.03	2.30	2.51	1.47
000982	中银绒业	4.65	3.71	3.72	1.54	0.88	0.83	0.87	0.32
601599	鹿港科技	16.20	11.95	11.59	4.06	3.46	3.06	3.03	1.83
000726	鲁泰 A	34.08	27.48	25.48	13.22	2.67	2.58	2.69	1.25
	平均	16.75	11.51	11.08	4.98	3.42	2.67	2.45	1.22
603889	新澳股份	25.76	22.10	20.24	7.55	3.57	3.60	3.04	1.94

数据来源: wind, 上海证券整理

3.2 分业务收入和毛利预测

公司由于新建产能逐步投产,毛精纺纱的收入规模和毛利率有所提升,其他产品保持稳定。

表 10 收入及毛利率预测

	2016	2015	2014
毛精纺纱	135619	104362	98409
羊毛毛条	44896	46674	42949
改性处理及染整加工	3000	3000	3000
其他			
合计	183515	154037	144357
g	19.14%	6.71%	2.39%

毛利率 (%)	2016	2015	2014
毛精纺纱	24.50%	24.50%	24.50%
羊毛毛条	8.50%	8.50%	8.50%
改性处理及染整加工	35%	35%	36%
其他			
综合	21%	20%	20%

预计 2014-2016 年，销售收入分别为 14.43 亿元，15.40 亿元和 18.35 亿元，净利润增速分别为 2.21%、19.94%、35.22%，对应 2014/2015/2016 年发行摊薄后 EPS 预测为 0.93/1.11/1.50 元。

四、风险因素

羊毛价格波动风险

公司产品的主要原材料为澳大利亚原产羊毛及其半成品羊毛毛条，澳毛价格受气候、消费需求、产业国政策、羊毛储备情况、汇率变动等多因素影响，其价格的波动影响到毛纺行业的原材料成本以及产品价格。由于澳毛主要通过澳大利亚公开拍卖市场取得，价格透明，市场化程度高，产业上下游对澳毛价格波动的响应机制已经形成。毛纺行业的主要盈利模式为通过对羊毛的精加工生产来获取较为稳定的加工费。如果羊毛价格在短期内大幅下挫，将增加毛纺企业存货管理的难度，并引致存货跌价损失的风险；如果羊毛价格长期高企，将直接推动毛纺产品价格持续走高，导致毛纺产品的需求受到抑制。如果澳毛价格发生剧烈变动，将对公司的生产经营带来不利影响。

五、估值及定价分析

我们选取 A 股中纺织类公司作为可比公司，14 年平均市盈率为 25 倍。通过对公司主营发展的评估，我们认为公司的合理价格区间为 13.95-16.74，对应 2014 年 15-18 倍 PE。

表 11 相对估值比较

证券代码	简称	股价	EPS12A	EPS13A	EPS14E	EPS15E	12PE	13PE	14PE	15PE	PB
002394	联发股份	11.100	1.07	1.30	0.88	0.98	32	36	33	11	1.44
002404	嘉欣丝绸	13.890	0.35	0.31	0.34	0.44	40	45	41	32	2.89
002042	华孚色纺	5.630	0.11	0.24	0.29	0.36	51	23	19	16	1.37
000982	中银绒业	4.640	0.47	0.39	0.18	0.28	10	12	26	26	1.95
002674	兴业科技	13.590	0.68	0.74	0.64	0.72	20	18	21	19	2.09
000726	鲁泰 A	11.010	0.71	1.04	1.15	1.31	16	11	10	8	1.66
	平均	9.98	0.56	0.67	0.58	0.68	28.01	24.16	25.05	18.67	1.90

数据来源：wind，上海证券整理

六、附表

附表 1 新澳股份损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

利润表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1466.90	1488.79	1428.59	1462.78	1560.86	1859.57
减: 营业成本	1216.65	1252.45	1166.52	1170.54	1250.93	1473.57
营业税金及附加	4.62	4.16	6.90	7.06	7.54	8.98
营业费用	23.37	24.88	28.51	29.20	31.15	37.12
管理费用	82.72	86.14	92.93	102.39	101.46	120.87
财务费用	10.83	20.07	18.78	12.49	1.17	-7.87
资产减值损失	5.09	2.41	1.90	3.13	3.13	3.13
加: 投资收益	6.61	-0.18	1.01	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-1.85	-0.15	3.38	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	128.38	98.36	117.45	137.96	165.48	223.77
加: 其他非经营损益	-0.98	-1.50	3.52	0.00	0.00	0.00
利润总额	127.41	96.86	120.96	137.96	165.48	223.77
减: 所得税	26.25	16.46	19.73	34.49	41.37	55.94
净利润	101.15	80.40	101.23	103.47	124.11	167.83
减: 少数股东损益	2.97	2.86	4.47	4.57	5.48	7.41
归属母公司股东净利润	98.18	77.54	96.76	98.90	118.63	160.42

数据来源: wind, 上海证券整理

分析师承诺

分析师 张凤展

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。