

三毛派神 (000779)

——专一于主营业务，做精做强毛纺主业

市场数据	2010年6月7日
当前价格(元)	7.60
52周价格区间(元)	5.22-11.48
总市值(百万)	1416.95
流通市值(百万)	1216.88
总股本(万股)	18644.10
流通股(万股)	16011.54
近一个月换手率	40.20%
第一大股东	兰州三毛纺织(集团)有限责任公司

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(万元)	228	260	290	310
收入同比	-15%	14%	12%	7%
净利润(万元)	5	10	16	27
净利润同比	-82%	86%	67%	65%
毛利率	16.5%	20.0%	21.4%	25.2%
ROE	1.7%	3.1%	5.0%	7.6%
每股收益(元)	0.03	0.05	0.09	0.14
P/E	253	152	84	54

资料来源: 华龙证券研究中心

■ 投资要点:

- 公司是西北毛纺行业唯一一家上市公司，产品 1/3 出口国外，产品具有质量较好、技术含量较高、花色品种较多等特色。先后荣获“国产精品”、“中国名优产品”、“中国流行面料”、“唯尔佳新产品一等奖”和“走向世界的 100 家中国名牌”等称号。
- 公司未来仍以毛纺织为主业，短期内暂无重组意向。公司未来将调整产品结构，开发适销对路的产品，不断开拓新的销售市场，通过集中全力做精做强毛纺主业，开发一些具有企业特色的精品，稳步提高产品附加值和主业的盈利能力，2010 年的经营目标是：产量 500 万米；实现营业收入 2.6 亿元。
- 业绩预测与投资评级：预计公司 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 分别为 0.05 元、0.09 元、0.14 元，对应 PE 分别为 76 倍、45 倍、28 倍，给予公司“中性”评级。
- 风险提示：原料价格上涨风险以及财务风险。公司 2010 年仍然面临两个诉讼案件的执行，担负的赔偿责任合计本金 5752 万元，资金风险依然存在。

华龙证券研究中心

高级研究员：王璇

执业证书编号：S0530209060076

研究员：谢雯婷

执业证书编号：S0230110040001

0931-4890588

ws wx1204@yahoo.com.cn

目 录

一、公司概况.....	3
二、公司业务分析.....	4
1、公司业务概况.....	4
2、公司毛纺织业务分析.....	5
三、行业分析.....	8
1、精纺呢绒未来需求持续增长.....	8
2、2010 年原料价格上涨压力依然存在	9
3、出口仍有压力.....	9
四、控股子公司、参股子公司仍无处置意向.....	10
五、盈利预测与投资评级.....	10
1、盈利预测.....	10
2、投资评级.....	12
六、风险提示.....	12
1、原料价格上涨风险.....	12
2、财务风险.....	12

图表目录

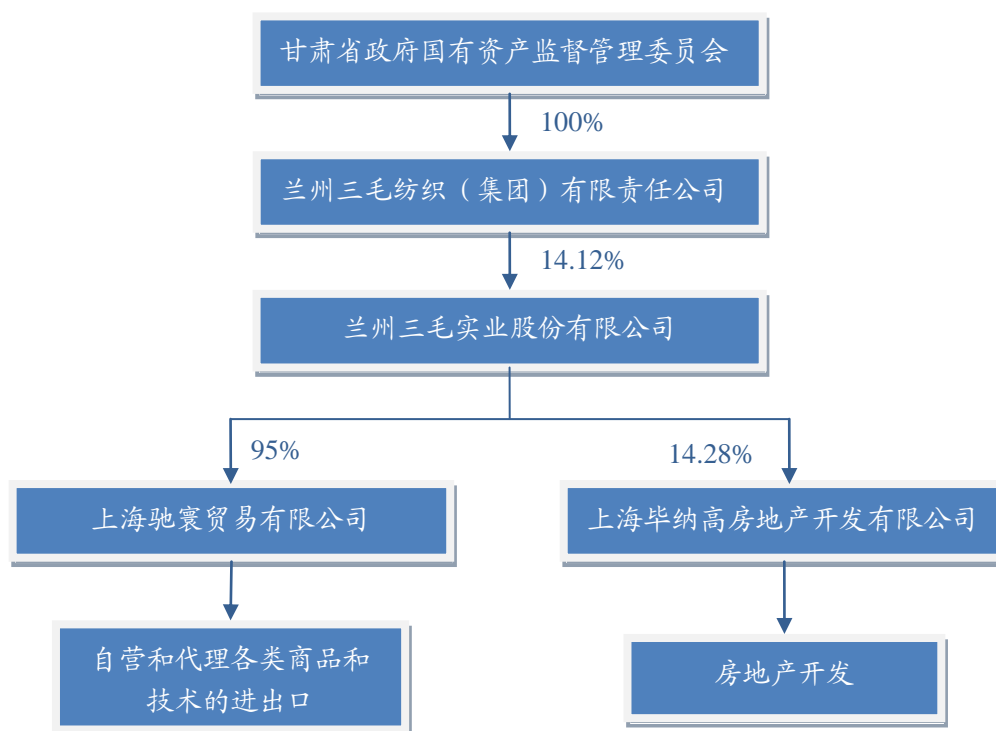
图 1：公司股权结构	3
图 2：2009 年主营业务收入比例	4
图 3：2009 年主营业务利润比例	4
图 4：公司主营业务收入和利润变化趋势	4
图 5：公司与行业（精纺呢绒）毛利率比较	5
图 6：公司产品销售结构	6
图 7：城镇居民衣着支出与可支配收入同步提高	8
图 8：2000-2010 年 4 月澳洲东部羊毛拍卖市场指数美金价走势	9
图 9：国内精毛纺织物历年出口情况	10
表 1：同类上市公司产能比较	7
表 2：公司盈利预测	11
表 3：主要毛纺行业上市公司估值比较	12

一、公司概况

兰州三毛实业股份有限公司（以下简称“本公司”）是由兰州三毛纺织（集团）有限责任公司（以下简称“三毛集团”）将其核心企业（原兰州第三毛纺织厂）精纺呢绒生产系统进行股份制改组，由三毛集团控股设立的股份有限公司。公司的母公司三毛集团系甘肃省国有资产监督管理委员会全资拥有的国有独资公司。集条染复精梳、纺纱、织造、染整为一体的全能型综合毛精纺企业。1997年公司股票在深交所上市，股票名称为三毛派神。

公司主导产品为精纺呢绒，年产量 600 万米以上。在上海、宁波、温州、广州、北京、石狮、武汉、成都等地建有分公司或办事处。产品畅销全国及美国、日本、科威特、韩国等 20 多个国家和地区。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告、华龙证券

二、公司业务分析

1、公司业务概况

公司主营业务是集条染复精梳、纺纱、织造、染整为一体的全能型综合毛精纺织，公司主营业务利润主要来自于精纺呢绒，占主营利润的 53.15%。2009 年，金融危机对公司的生产经营造成了较大的冲击，毛精纺市场外需下降、内需疲软，经济效益整体下滑。

图 2：2009 年主营业务收入比例

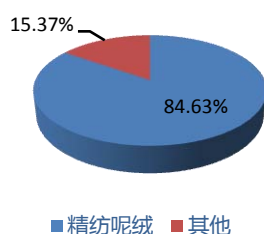
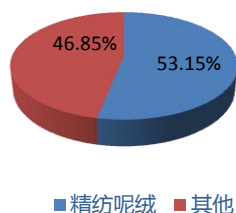


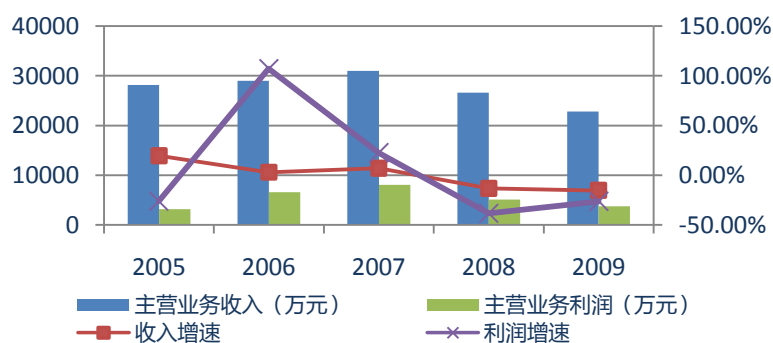
图 3：2009 年主营业务利润比例



资料来源：公司公告，华龙证券

2009 年公司实现营业收入 22,792.40 万元，同比下降 15.37%，毛纺织营业收入实际下降 27.41%；同时由于原料价格大幅涨价，造成单位生产成本持续上升，致使主营业务利润形成亏损。由于投资性房地产被拍卖产生的收益以及诉讼案件和解等原因，公司净利润仍然实现了盈利。

图 4：公司主营业务收入和利润变化趋势

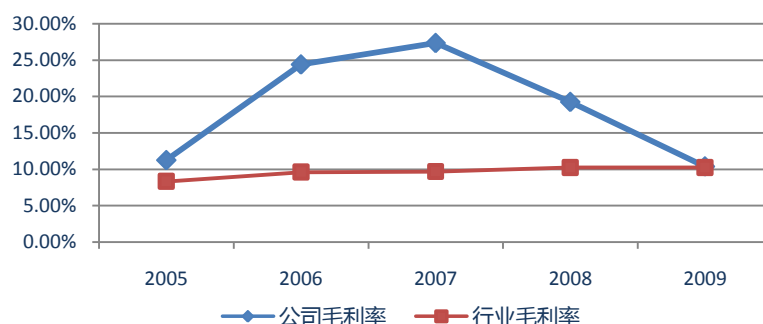


资料来源：公司公告，华龙证券

2、公司毛纺织业务分析

公司完成精纺呢绒产量 460 万米，比计划 540 万米下降 14.8%，实现营业收入 2.2 亿元，比计划 2.9 亿元下降 24.14%。完成出口创汇 6972 万元，比上年同期下降 25.9%，实现净利润 525.21 万元，比上年同期减少 2403.96 万元，应收帐款净额 3601 万元，比上年同期减少 1804 万元，下降 33.38%。

图 5：公司与行业（精纺呢绒）毛利率比较



资料来源：公司公告

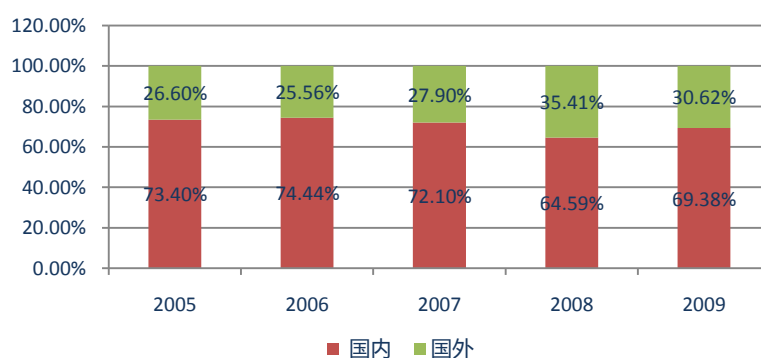
2009 年以来，公司的品牌市场影响力进一步提高，3 月份，派神呢绒被甘肃政府、省名牌推进委员会授予“甘肃省名牌产品”殊荣。公司设计生产的三个新产品分别荣获 2009 春夏、2010 春夏和 2010/11 秋冬“中国流行面料入围奖”，一个新产品荣获“2009 中国面料设计大赛优秀奖”。公司同时也荣获“2010 春夏中国流行面料入围企业”和“2010/11 秋冬中国流行面料入围企业”称号。2009 年 5 月，公司被授予“中澳农业技术合作项目优秀合作奖”。2009 年 8 月份，公司被国家纺织工业协会评选为中国纺织工业 500 强和中国毛纺行业竞争力 10 强企业；“派神”牌精纺呢绒作为西北毛纺行业唯一入选品牌入选“60 年最难忘的纺织服装精品品牌”。10 月份，公司研发的派神新品“灵光”又获“2010 年畅销面料市场大奖”。在 10 月 22 日，公司生产的“弹力花呢”荣获“唯尔佳”二等奖，“科幻世界”荣获“唯尔佳”三等奖。

（1）金融危机对公司产品出口影响重大

公司产品约 70%销往国内，30%为出口，2008 年金融危机以来，外贸持续低

迷，公司产品出口大幅下降，2009 年出口收入下降 25.82%。公司积极调整销售策略，稳定内销，保证了公司营业收入未出现大幅下降。

图 6：公司产品销售结构



资料来源：公司公告

（2）设备先进，资金投入高

公司投入 3 亿多元，从欧洲引进制条、纺纱、织造、染整、检测的整套设备，实现了纺纱无结头化，织布无梭化，染整现代化和产品多样化。2007 年，公司对纺纱设备进行更新，耗资 2700 万元；2009 年一季度，公司再次对纺纱生产线进行技术改造，耗资 1112 多万元。

（3）生产技术较为领先

公司设有省级毛纺科技研究院和技术中心，承担着一批国际间、国家级和省级科技开发创新项目。被确定为国家级“精毛纺织产品开发基地”。已形成高支轻薄、生态环保、新原料与新技术、功能型、休闲、女装等六大科技领先产品系列。

（4）原料价格变化对公司利润影响甚大

➤ 公司生产原料羊毛主要来自于进口

公司生产原料以羊毛为主，所用羊毛 80%来自于进口澳毛，20%来自于国内

新疆、内蒙。精纺呢绒加工对羊毛要求较高，而国产羊毛长度较短，杂质较多，不适于加工高档面料，国内纺织企业所用羊毛大多为澳洲进口羊毛。

➤ 羊毛长期上涨趋势不改，压缩企业利润

羊毛价格上涨原因有两点：一方面，澳毛产量近年来呈下降趋势，而市场需求在不断增加，促使澳毛价格上升；另一方面，澳毛进口以美元结算，汇率波动对澳毛价格产生一定影响。

同时，纺织行业竞争激烈，各大厂家之间互相压价，使得产品售价难以提高，企业的利润空间被大幅压缩。

（5）未来仍以毛纺织为主业，进一步开发高端产品

公司未来将调整产品结构，开发适销对路的产品，不断开拓新的销售市场，通过集中全力做精做强毛纺主业，开发一些具有企业特色的精品，稳步提高产品附加值和主业的盈利能力，2010 年的经营目标是：产量 500 万米；实现营业收入 2.6 亿元。

另外毛纺织企业对设备要求较高，不同产品的质量差别主要来自于设备差异，公司要想开发高端产品，必须对现有生产线进行更新换代，才能符合高端产品生产要求，预计未来公司对设备更新投入会继续增加。

表 1：同类上市公司产能比较

公司名称	主营业务专注程度	技术水平	产品需求弹性	产能规模
山东如意	专注于精纺呢绒	行业龙头	较高	1500 万米
江苏阳光	兼营多晶硅	行业前列	中等	1800 万米
凯诺科技	09 年曾运作重大资产重组	行业前列	中等	600 万米
三毛派神	专注于精纺呢绒	行业前列	中等	800 万米

资料来源：华龙证券

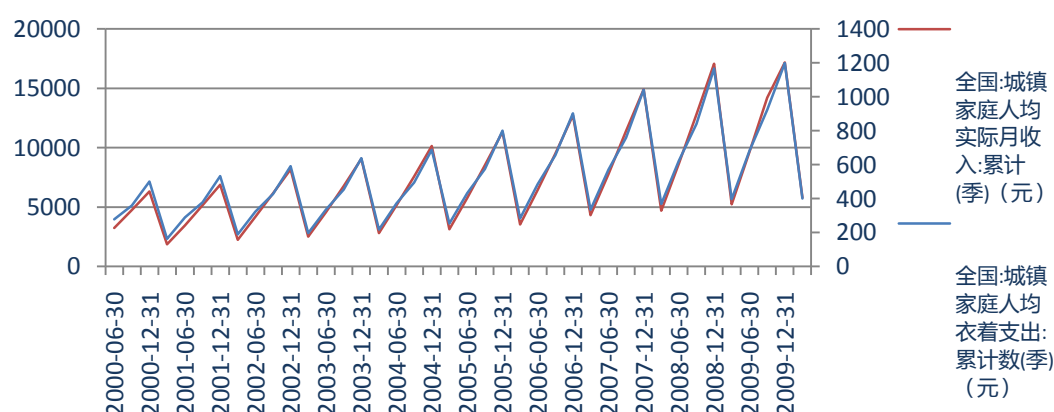
三、行业分析

1、精纺呢绒未来需求持续增长

精纺呢绒是以纯净的绵羊毛为主，用优质细羊毛或较好的羊毛（原料长度一般在 55mm 以上），经精梳工艺纺制成毛纱（毛纱线密度一般为 17-33tex，即 30-60 公支），经合股后织制成织物（织物重量一般为 100-380g/m²），亦可混用一定比例的毛型化学纤维或其他天然纤维，经精梳设备工艺加工，通过多次梳理、并合、牵伸、纺纱、织造、染整而制成的高档服装面料。它具有动物兽毛所特有的良好的弹性、柔软性、独特的缩绒性及抗皱性，当吸收湿气或汗液后还具保暖性。精纺毛织品面料做成的成衣，有坚牢耐穿，长时间内不变形，因无极光而格外显得庄重，质地滑爽，外观高雅、挺括，触感丰满，风格经典，光泽自然柔和等特点，是高档职业装首选面料。

精纺呢绒属于纺织行业中高端子行业中的高档产品，产品附加值较高，下游对应的主要是需求弹性较大的中、高档西服套装，中、高档西服套装的消费群体主要是 25 岁以上具有较高消费能力的城镇居民。从我国目前的情况来看，随着城镇居民可支配收入的快速增长，对服装的消费也在快速提高。因此，未来国内对精纺呢绒的需求将会有较快的提升。

图 7：城镇居民衣着支出与可支配收入同步提高



资料来源：聚源数据、华龙证券

2、2010 年原料价格上涨压力依然存在

羊毛是毛纺织行业的主要原料。精纺呢绒行业所需羊毛的 90% 需要进口。该行业对进口羊毛的高度依赖性，使进口羊毛价格的波动成为影响企业盈利的重要因素。2009 年初在国际金融危机的风暴和霜打后，羊毛产业损失惨重，一季度羊毛市场价格跌至历史低谷，从二季度起羊毛和其它原料一起，在 20 国首脑会议和各国采取的经济措施挽救下，在非美货币连续升值的带动下，国际羊毛市场一路上扬。同时，2010 年羊毛产量继续减少的信息也提示着“涨”的信号。

图 8：2000-2010 年 4 月澳洲东部羊毛拍卖市场指数美金价走势

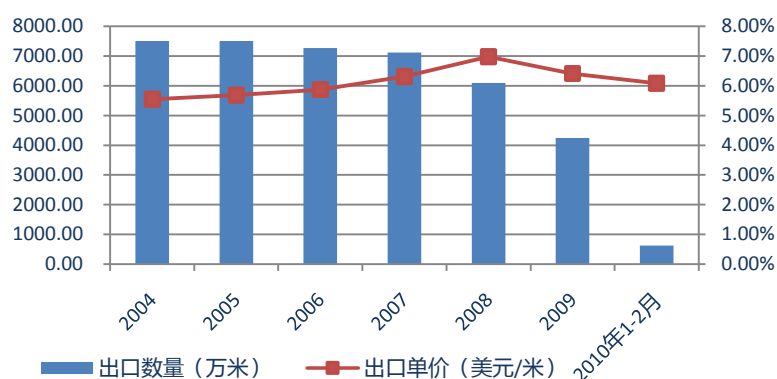


资料来源：中国毛纺织行业协会

3、出口仍有压力

受全球金融危机的影响，2009 年整体纺织服装行业的压力都比较大，特别是出口需求的明显下降对相关公司经营造成了较大压力。对于毛纺子行业来说，2009 年也受到了国际市场需求持续低迷的影响，上半年的压力尤其大，从下半年开始逐步回暖。根据行业协会的统计，2009 年全年我国精毛纺织物出口数量和价格分别下降了 30% 和 9% 左右。

图 9：国内精毛纺织物历年出口情况



资料来源：中国毛纺织行业协会

四、控股子公司、参股子公司仍无处置意向

公司目前有一家控股子公司：上海驰寰贸易有限公司，一家参股子公司：上海毕纳高房地产开发有限公司。上海驰寰贸易有限公司因亏损严重，2006 年已经停运；公司持有上海毕纳高房地产开发有限公司 14.28% 股权，该股权已被司法冻结。公司目前尚无处置这两家公司的计划。

另外，公司于 2010 年 4 月 27 日发布公告，公司及实际控制人和控股股东承诺在 3 个月内不筹划涉及公司重大资产重组、收购、发行股份等事项。据我们调研了解，截止目前公司仍无重组等意向。

五、盈利预测与投资评级

1、盈利预测

基本假设

（1）公司的营业收入全部由精纺呢绒实现，预计 2010 年、2011 年、2012 年公司精纺呢绒实现销售收入 2.6 亿、2.9 亿、3.1 亿。

（2）综合毛利率分别为 20.0%、21.4%、25.2%

表 2：公司盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	289	309	342	359	营业收入	228	260	290	310
现金	32	35	40	42	营业成本	190	208	228	232
应收账款	36	62	66	67	营业税金及附加	2	2	2	2
其他应收款	112	92	104	114	营业费用	14	15	16	18
预付账款	0	1	1	1	管理费用	35	35	38	41
存货	98	108	117	119	财务费用	-2	-1	0	1
其他流动资产	11	12	14	15	资产减值损失	7	0	0	0
非流动资产	229	244	231	228	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	50	51	51	51	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	116	100	83	67	营业利润	-18	2	5	15
无形资产	55	65	76	88	营业外收入	30	19	21	21
其他非流动资产	8	28	20	22	营业外支出	7	11	9	9
资产总计	518	554	572	587	利润总额	5	10	16	27
流动负债	113	139	162	167	所得税	0	0	0	0
短期借款	0	0	43	40	净利润	5	10	16	27
应付账款	31	24	27	29	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	82	115	92	98	归属母公司净利润	5	10	16	27
非流动负债	101	173	168	164	EBITDA	2	18	22	34
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.03	0.05	0.09	0.14
其他非流动负债	101	173	168	164	现金流量表				
负债合计	214	312	330	331	单位:百万元				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	186	186	186	186	经营活动现金流	-39	91	-10	33
资本公积	322	322	322	322	净利润	5	10	16	27
留存收益	-205	-195	-179	-152	折旧摊销	21	17	17	17
归属母公司股东权益	303	313	330	356	财务费用	-2	-1	0	1
负债和股东权益	518	625	660	687	投资损失	0	0	0	0
主要财务比率					营运资金变动	-36	54	-70	-19
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	其他经营现金流	-28	11	27	6
营业收入	-15.4%	14.1%	11.5%	6.9%	投资活动现金流	-14	-18	-12	-13
营业利润	-152.4%	-91.2%	215.7%	207.8%	资本支出	14	0	0	0
净利率	2.3%	3.8%	5.6%	8.7%	长期投资	0	7	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.03	0.05	0.09	0.14	其他投资现金流	1	-11	-12	-13
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.21	0.49	-0.05	0.18	筹资活动现金流	0	1	43	-5
每股净资产(最新摊薄)	1.63	1.68	1.77	1.91	短期借款	0	0	43	-3
ROE(%)	1.7%	3.1%	5.0%	7.6%	长期借款	0	0	0	0
P/E	140.93	75.67	45.36	27.50	普通股增加	0	0	0	0
P/B	2.44	2.36	2.25	2.08	资本公积增加	0	0	0	0
EV/EBITDA	402	37	29	19	其他筹资现金流	0	1	-0	-1
					现金净增加额	-53	75	21	15

资料来源：华龙证券

2、投资评级

表 3：主要毛纺行业上市公司估值比较

公司名称	股价 2010-6-7	EPS（元）				P/E			
		2008A	2009A	2010E	2011E	2008A	2009A	2010E	2011E
山东如意	16.07	0.29	0.33	0.56	0.77	55	49	29	21
江苏阳光	5.85	0.08	0.06	0.13	0.17	73	98	45	34
凯诺科技	4.77	0.14	0.12	0.17	0.19	34	40	28	25
三毛派神	7.60	0.03	0.05	0.09	0.14	253	152	84	54

资料来源：华龙证券

截至 2010 年 6 月 7 日，公司股价 7.60 元，预计公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.05 元、0.09 元、0.14 元，对应 PE 分别为 152 倍、84 倍、54 倍，给与公司“中性”评级。

六、风险提示

1、原料价格上涨风险

公司主要原料是澳洲羊毛，国际依存度较大，其产量受到气候等自然因素影响，国际羊毛价格在产毛国产量下降的影响下，价格上涨可能性较大，对公司生产成本构成一定影响，同时，在成本不能转嫁的情况下，对公司盈利仍有较大压力。

2、财务风险

公司系列诉讼案已全部终审并到了强制执行阶段，2009 年涉及的三个诉讼案，分别与债权人达成了还本免息的和解协议并按约定实施，但是 2010 年仍然面临两个诉讼案件的执行，公司担负的赔偿责任合计本金 5752 万元，资金偿还的压力依然很大，现金流比较紧张，资金风险依然存在。

投资评级说明:

华龙证券公司投资评级说明:

推 荐:预期未来 6 个月内股票价格上涨幅度超过大盘在 10%以上;

谨慎推荐:预期未来 6 个月内股票价格上涨幅度超过大盘在 5%以上;

中 性:预期未来 6 个月内股票价格变动幅度相对大盘的波动幅度在-10%-10%;

回 避:预期未来 6 个月内股票价格下跌幅度超过大盘在 10%以上。

华龙证券行业投资评级说明:

推 荐:预期未来 6 个月内行业指数上涨幅度超过大盘在 10%以上;

中 性:预期未来 6 个月内行业指数变动幅度相对大盘的波动幅度在-10%-10%;

回 避:预期未来 6 个月内行业指数下跌幅度超过大盘在 10%以上;

本报告是华龙证券研究中心的研究员通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表华龙证券研究中心的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。华龙证券研发中心无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属华龙证券有限责任公司及其研发中心所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by China-dragon Securities R & D Center and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and China-dragon Securities R & D Center is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of China-dragon Securities Co. Ltd.