



快速增长的色纺纱龙头

买入(首次)

投资要点:

- 环保、快时尚消费模式推动色纺纱快速增长
- 处于垄断地位,技术门槛高,产品线丰富
- 产能扩张步伐将持续

报告摘要:

- 环保、快时尚消费模式推动色纺纱快速增长。色纺纱产品的特点是色彩柔和、颜色丰富、色牢度高,更适合用于生产休闲服装。色纺纱工艺能够减少下游企业的生产环节,节省生产时间,而且污染少、节水减排,与现在环保、快时尚的消费理念相吻合,因此受到 ZARA、H&M 等快时尚品牌青睐。这是色纺纱近年来增长较快的重要因素之一,我们认为其未来的增速将在 20-25% 左右,高于同类纱线产品。
- 作为色纺龙头,公司在规模、技术、产品等方面优势明显。色纺市场中,公司和竞争对手百隆公司基本形成寡头垄断的局面,公司产能 100 万锭,百隆 80 万锭。色纺纱常采用不同的原料混纺,因此对原料比例、颜色比例、纱支比例要求高,技术难度大,进入壁垒高。公司有 2500 多个品类,20000 万多个品种,丰富的产品线对客户极具吸引力。
- 产能扩张和提高新品占比是发展方向,中西部或将成为产业布局重点。产能扩张将选择并购与新建并举的方式,新建产能主要用于生产高档次的产品,并购的产能改造后多用于生产一般性产品。新产品的毛利率高,目前公司新品占比约为 15%,未来计划逐年提高新品占比。
- 公司目前处于快速增长期,预计 2010、2011 年可以实现每股收益 1.12 元、1.39 元,根据公司 2010 年 8 月 13 日收盘价 20.96 元计算,2010、2011 年的 PE 分别为 18.7、15.07 倍,综合考虑公司的龙头地位和行业增长性,目前公司的估值水平偏低,首次给予“买入”评级。
- 风险提示:人民币升值带来的出口下滑风险。

主要经营指标	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万元)	3,196.50	4,315.28	5,178.33	6,214.00
同比增长率	-6.2%	35.0%	20.0%	20.0%
净利润(百万元)	184.98	303.33	376.04	475.32
同比增长率	16010.5%	64.0%	24.0%	26.4%
每股收益(元)	0.69	1.12	1.39	1.76

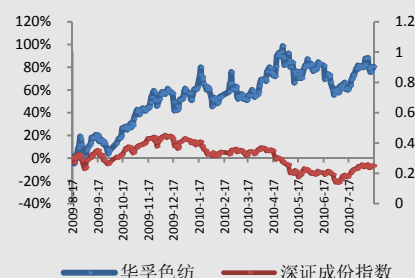
分析师

刘志茹

电话: 010-88085230

Email: liuzhiru@hysec.com

市场表现



公司数据

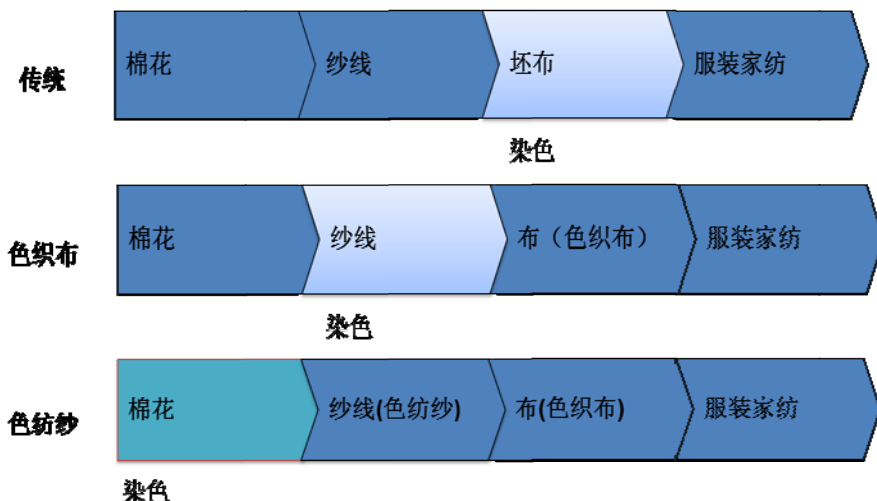
总股本(万股)	23,511
流通股本(万股)	7,442
流通比例	31.65%
主要股东	华孚控股有限公司
主要股东持股比例	49.94%

一、色纺纱的工艺

色纺纱产品的特点是：

- 1.色彩柔和，颜色丰富不单一，尤其适合用于休闲类服装。
- 2.减少下游企业的生产环节，客户可以直接织布，做成服装、家纺等终端产品，减少生产时间，与当下的快时尚相吻合。高端产品一般都是三种以上的纤维构成，有的耐酸有的耐碱，如后期再进行染色，技术难度大。
- 3.色牢度更高。
- 4.环保。棉花染色用水少，产生的污水少，节水减排。

图 1：传统染色、色织布和色纺纱染色对比



资料来源：宏源证券

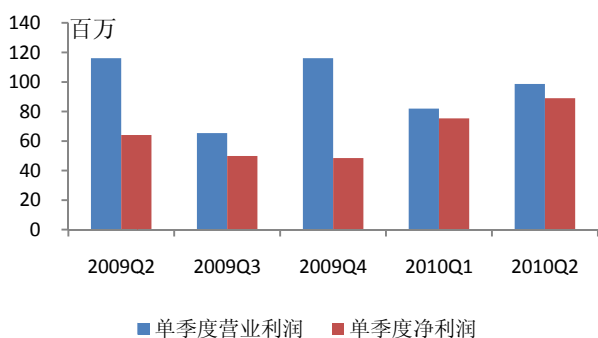
与白纱相比，我们认为色纺纱产品在休闲服领域具有一定的优势，但白纱通过筒子染色，光洁度更高，这与色纺纱在产品特性上不同，各有所长，因此不存在色纺纱全面替代白纱的可能性。

色纺纱与现在环保、快时尚的消费理念相吻合，这应该是色纺纱近年来增长较快的主要因素。色纺纱在纱线产业中占比较低，仅为 1% 左右，我们认为其未来的增速将高于同类纱线产品，在 20-25% 左右。

二、公司的核心竞争力

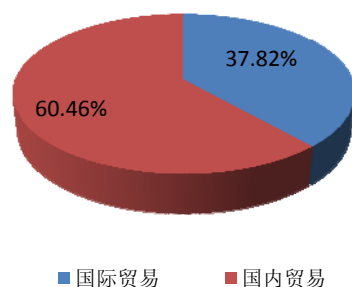
目前色纺纱领域，公司和竞争对手百隆基本形成了寡头垄断的局面，公司的产能是 100 万锭，百隆 80 万锭左右。其余还有一些产能较小的小厂，最大的不到 10 万锭。规模小的企业，颜色控制的难度大，飞花产生次品的风险大，竞争力弱。

图 2：色纺纱资产注入后单季度营业利润和净利润



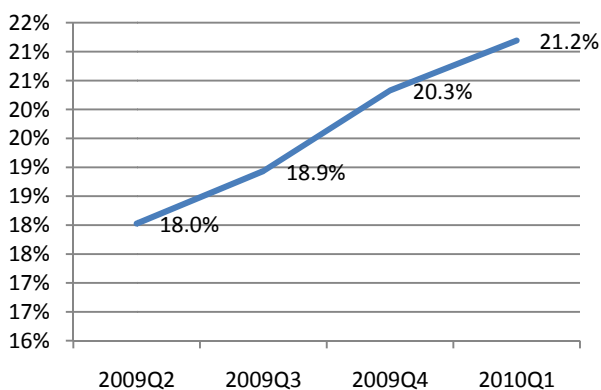
资料来源：公司公告，宏源证券

图 3：2009 年内外销占比



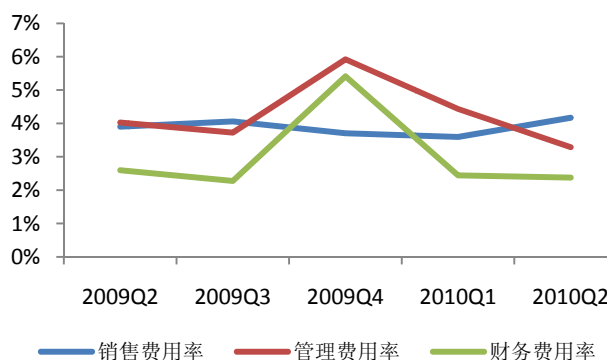
资料来源：公司公告，宏源证券

图 4：色纺纱资产注入后单季度毛利率



资料来源：公司公告，宏源证券

图 5：色纺纱资产注入后公司单季度费用率



资料来源：公司公告，宏源证券

经调研，我们认为公司的核心优势在于以下几方面：

- 1、技术优势。色纺纱因为常采用不同的原料混纺，因此对原料比例、颜色比例、纱支比例，有 20000 多个工艺参数，特别是技术定制难度大，进入门槛较高。
- 2、产品优势。公司产品线丰富，有 2500 多个品类，20000 万多个品种，小厂往往只能做几种颜色。产品线的丰富程度是吸引客户的重要因素。
- 3、质量稳定。公司规模大，24 个工厂，50 多个车间，可以按颜色分类，降低了飞花的风险，小厂限于规模，很难将颜色分开生产，飞花风险大，容易产生有疵点的次品。

三、未来公司的发展方向

- 1、扩大产能。快时尚和休闲服市场的快速发展，使国内外市场对色纺纱认知度和需求不断提高，成为公司未来需求增长的重要拉动因素。未来 3 年，产能扩张还是公司业绩提升的主要看点。产能扩张将选择并购与新建并举的方式进行，新建产能主要用于生产高档次的产品，并购的产能受限于原有的技术水平和生产环境，改造后往往用于生产一般性的产品。

2、布局中西部。上半年公司通过产业转移使整体成本下降了 10%，成效显著。中西部地区劳动力成低，接近产棉区，原料就近也能够降低成本，未来公司布局中西部的战略还将继续。

3、新品研发提升利润率。目前公司的新品占比约为 15%，新产品的毛利率高，约为一般产品的一倍，未来公司计划逐年提高新品占比。

四、投资建议

公司目前处于快速增长期，预计 2010、2011 年可以实现每股收益 1.12 元、1.39 元，根据公司 2010 年 8 月 16 日收盘价 22.88 元计算，2010、2011 年的 PE 分别为 20.4、16.5 倍，综合考虑公司的龙头地位和行业增长性，目前公司的估值水平偏低，首次给予“买入”评级。

风险提示：人民币升值带来的出口下滑风险。

预测利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,196.50	4,315.28	5,178.33	6,214.00
减: 营业成本	2,609.48	3,508.32	4,194.45	5,002.27
营业税费	4.90	4.75	5.70	6.84
销售费用	9.77	9.49	11.39	13.67
管理费用	122.68	151.03	181.24	217.49
财务费用	140.55	159.67	191.60	229.92
资产减值损失	83.81	90.62	108.75	130.49
加: 公允价值变动收益	7.16	0.00	0.00	0.00
投资和汇兑收益	0.44	0.00	0.00	0.00
营业利润	232.91	391.40	485.21	613.32
加: 营业外净收支	5.77	0.00	0.00	0.00
利润总额	238.68	391.40	485.21	613.32
减: 所得税	53.70	88.06	109.17	138.00
净利润	184.98	303.33	376.04	475.32
归属母公司股东净利润	161.24	264.38	327.75	414.29
EPS (元)	0.69	1.12	1.39	1.76

分析师简介:

刘志茹: 宏源证券研究所纺织服装行业研究员, 北京服装学院服装企业战略管理硕士, 2010 年加盟宏源证券研究所。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@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。