外销不景气，内销超预期

中性

当前价格：15.28 元

投资要点:

- 内销市场表现优异，外销市场疲软
- 产能翻倍扩大规模优势
- 收购服装生产线，拓展高毛利业务

报告摘要:

- **中报净利润同比增长 29.4%，EPS 为 0.15 元。**上半年公司实现营业收入 25,965.98 万元，归属于母公司所有者的净利润 2,442.75 万元，同比增长 17.88%、29.4%。EPS 为 0.15 元。
- **内销市场表现优异，外销市场疲软。**上半年内销实现营业收入 17473 万元，同比增长 98.91%，毛利率为 33%，同比提升了 4 个百分点；外销受到汇率变化和欧洲市场不景气的影响，同比下降 38.31%，拖累了业绩。其中日本市场相对稳定，欧洲市场下半年能否恢复还需观察。
- **营业成本同比增速超过主营收入。**主要是原料价格略有上升、欧洲市场价格有所下调所致。管理费用率、销售费用率仍处于低位，二季度财务费用增长较快，较一季度增长 3.6%，预计下半年财务费用还将处于高位。
- **未来产能提升是主要看点。**2009 年公司面料销量为 700 万米。产能提升项目已投产 400 万米，其余 400 万米将陆续投产，因后整理设备搬迁降低产量约 150 万米。预计 2010/2011 年面料销量为 1000/ 1500 万米。
- **如意科技服装业务收购预计将增厚 EPS0.12 元。**200 万件/条西装生产线，涵盖“路嘉纳”“英迪龙”两个中档品牌，延用原有销售渠道。我们认为服装业务的注入是公司向下游毛利较高的服装领域拓展的开始。
- **盈利预测。**预计 2010/2011 年公司可实现每股收益 0.5/0.64 元。根据公司 2010 年 8 月 19 日收盘价 15.28 元计算，2010/2011 年的 PE 为 30.6/23.9 倍，我们认为目前的股价基本反映了资产注入预期，给予“中性”评级。
- **风险提示：**澳对羊毛出口进行限制。

主要经营指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	493.90	730.98	950.27	1140.32
同比增长率	0.9%	48.0%	30.0%	20.0%
净利润(百万元)	49.20	80.55	103.07	122.52
同比增长率	5.9%	63.7%	28.0%	18.9%
每股收益(元)	0.31	0.50	0.64	0.77

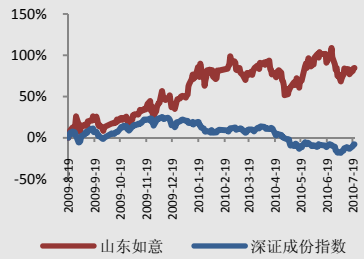
分析师

刘志茹

电话：010-88085230

Email：liuzhiru@hysec.com

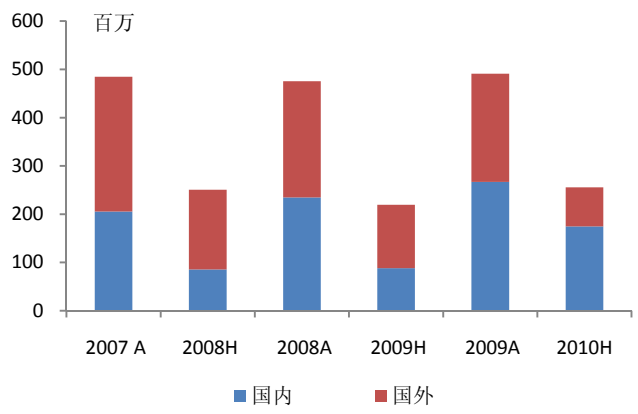
市场表现



公司数据

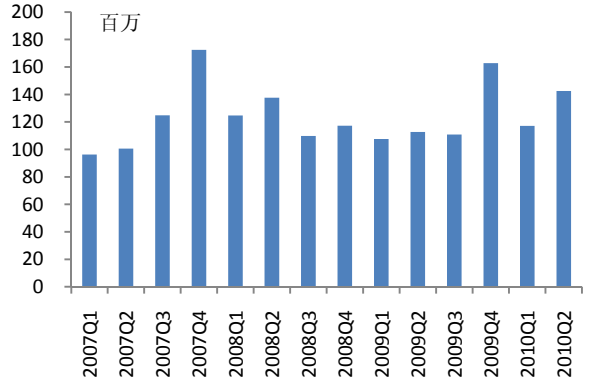
总股本（万股）	16,000
流通股本（万股）	8,227
流通比例	51.42%
主要股东	山东如意毛纺集团有限责任公司
主要股东持股比例	28.50%

图 1：2007-2010 年按地区主营收入占比



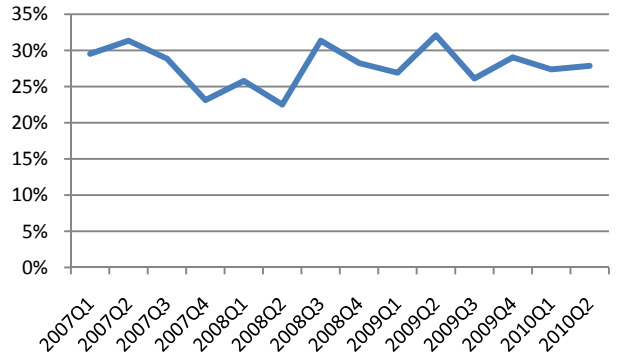
资料来源：公司公告，宏源证券

图 2：2007-2010 年单季度销售收入



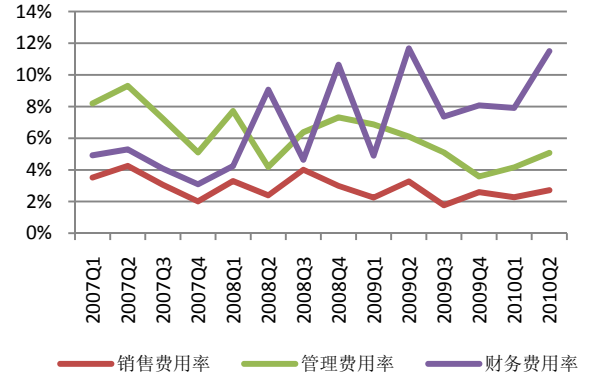
资料来源：公司公告，宏源证券

图 3：2007-2010 年单季度综合毛利率



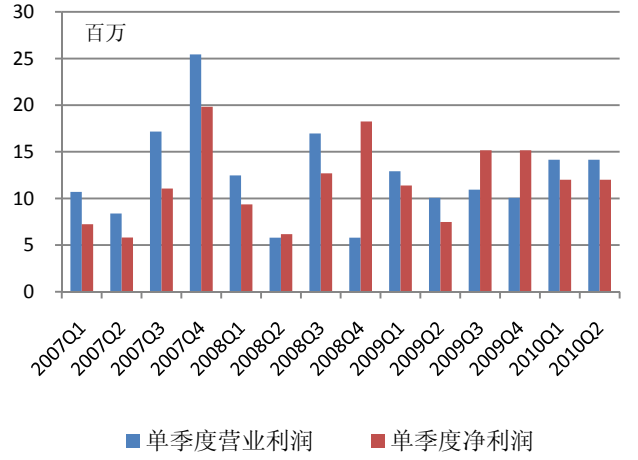
资料来源：宏源证券

图 4：2007-2010 年单季度费用率



资料来源：宏源证券

图 5：2007-2010 年单季度营业利润与净利润对比



资料来源：宏源证券

预测利润表

单位:百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	**493.90**	**730.98**	**950.27**	**1,140.32**
减:营业成本	352.49	518.99	665.19	798.23
营业税费	2.79	3.95	5.42	6.84
销售费用	12.30	17.54	22.81	27.37
管理费用	25.76	33.62	42.76	54.74
财务费用	37.93	57.02	71.27	82.10
资产减值损失	8.77	8.77	11.40	13.68
加:公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资和汇兑收益	0.06	0.00	0.00	0.00
营业利润	**53.92**	**91.08**	**131.42**	**157.36**
加:营业外净收支	5.24	4.50	4.50	4.50
利润总额	**59.16**	**95.58**	**135.92**	**161.86**
减:所得税	9.96	15.03	32.86	39.34
净利润	**49.20**	**80.55**	**103.07**	**122.52**
归属母公司股东净利润	**49.20**	**80.55**	**103.07**	**122.52**
EPS(元)	0.31	0.50	0.64	0.77

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。

主要研究覆盖公司：瑞贝卡、大杨创世、鲁泰 A、华孚色纺。

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。