

公司研究

新股研究

建议询价区间：6.75 -8.1 元

面向海外市场的功能性面料供应商

——嘉麟杰(002486)新股研究

核心观点

询价结论：

我们预计 2010 – 2012 年全面摊薄每股收益为 0.27 元、0.32 元和 0.46 元，结合 A 股纺织行业上市公司估值水平，综合考虑公司所处行业地位和产品属性，对应公司 2010 年业绩，我们给出的市盈率区间为 25 倍 – 30 倍，建议询价区间为 6.75 – 8.1 元。

主要依据：

公司主要从事起绒类面料、纬编羊毛面料、运动型功能面料等三大类高档纬编针织面料的 ODM (原始设计制造商) 业务，并能根据客户需要直接提供面料或加工成衣进行销售。公司业务收入 95% 以上来自海外客户，凭借面料制造技术的领先性，与国际高端客户如 Icebreaker、Polartec 等户外运动品牌形成了稳定的合作关系。

公司具备一定的研发创新能力，高弹高密防风针织双面绒加工技术和薄型保暖羊毛面料针织技术均处于国际先进水平，并成为行业标准的制定者。公司综合竞争力居于行业前列，在中国纺织工业协会评选的 2008-2009 年度中国纺织服装企业竞争力 500 强中位居第 61 名、针织行业竞争力 10 强第 3 名企业。

公司近三年业绩较为稳健，净利润保持增长，2008 年、2009 年增速分别为 38% 和 16%，高于同期营业收入增速。2009 年营业总收入为 4.89 亿元，净利润为 4,280 万元，毛利率为 24.33%，净资产收益率为 15.1%，分别超过行业平均水平 1.7 和 4.1 个百分点。

公司自 2008 年以来，订单充足，产能利用率均超过 100%。本次募集资金项目全部达产后将大幅提高产量，进一步提升产品档次，稳定现有高端客户群，并有助于继续开发国际市场。

公司已通过设立自有户外运动品牌，向服饰零售领域进军。计划在 2010 年底新设 15 个零售门店，并计划在 2012 年完成在一线城市布局 150 个门店的目标。

风险因素：

因公司主要业务收入来自出口，容易产生汇率波动风险；同时，人民币升值较大时将削弱公司竞争力。

基础数据

总股本(万股)	15600.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	5.29
每股净资产(元)	1.96
建议询价区间(元)	6.75 – 8.1

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	489	614	801	964
同比增速(%)	-0.12%	25.5	30.4	20.4
净利润(百万)	43	57	67	96
同比增速(%)	16.11	30.55	19.23	42.79
EPS(元)	0.21	0.27	0.32	0.46

研究员:李韵

电 话： 010-84183225

Email: liyun@guodu.com

执业证书编号： S0940210090002

联系人:周红军

电 话： 010- 84183380

Email: zhouchongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1.本次发行方案概况

表1：公司此次发行概况

公司名称	上海麟杰纺织品股份有限公司
公司简称	嘉麟杰
发行地	深圳证券交易所
发行日期	2010年9月27日
申购代码	002486
发行股数(万股)	5,200
发行方式	网下配售与网上定价
发行后总股本(万股)	20,800
每股收益(2009)年	0.28
发行后全面摊薄每股收益(2009年)	0.27
发行前每股净资产(元)	1.96

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

2.公司经营概况和财务分析

公司的主要产品为自主研发的三大针织面料系列，即以高弹纤维形成高密挡风层服装面料为代表的起绒类面料系列、以薄型保暖弹性内衣面料为代表的纬编羊毛面料系列和以导湿保暖空气夹层服装面料为代表的运动型功能面料系列，同时为国际高档运动品牌加工成衣销售。主要产品定位于高端市场，并具备一定的研发创新能力，其中，高弹高密防风针织双面绒加工技术和薄型保暖羊毛面料针织技术均处于国际先进水平，并成为行业标准的制定者。凭借面料制造技术的领先性，与国际高端客户形成了稳定的合作关系，综合竞争力居于行业前列，在中国纺织工业协会评选的2008-2009年度中国纺织服装企业竞争力500强中位居第61名、针织行业竞争力10强第3名企业。

公司所处针织面料业处于产业链的中间环节，上游行业包括纤维制造业和纺纱业，下游为服装制造业。上游纤维制造业提供涤纶纤维、棉纤维、羊毛纤维等主要纤维材料，纺纱业提供涤纶纱线、羊毛纱线和棉纱线等面料原材料。下游服装制造业、成衣品牌商是面料采购商。在OEM模式下，服装品牌商通常会指定面料供应商，服装制造商只是履行采购程序。本公司以ODM形式的面料设计、生产、销售业务为主，服装缝制仅是应客户要求的辅助业务，全部面料均为自产。

公司坚持“高端精品”路线，以精细化管理为手段，以雄厚的技术研发实力为依托，以国际先进针织设备为保障，积极开拓国际高端针织服装和针织品市场。目前，公司业务收入95%以上来自海外客户，公司向全球12个知名户外运动品牌商、6个高端大众运动品牌商提供拥有自主知识产权的针织面料，并根据部分客户的需求将生产的面料做进一步加工，以成衣的形式向客户销售。

公司向前五名客户合计销售情况如下表所示：

主要产品类型	客户名称	销售金额(万元)	占营业收入比例(%)
纬编羊毛成衣	Icebreaker	18,641.63	38.10
起绒类面料	Polartec	10,278.11	21.00
运动型功能成衣	Kathmandu	3,671.85	7.50

起绒类成衣	兼松纤维	2,421.91	4.95
运动型功能成衣	兼松商社	2,323.07	4.75
合计		37,336.57	76.30

其中，Icebreaker 是新西兰最大的全羊毛户外服饰品牌商，在全球 24 个国家拥有超过 2000 家零售网点，2009 年销售收入约 6 亿元人民币。Polartec 是世界户外运动面料品牌知名度最高、市场份额最大的公司之一，为 North Face、Columbia 等多个世界高端户外运动服装及装备商供应面料。

公司近三年业绩较为稳健，净利润保持增长，2008 年、2009 年增速分别为 38% 和 16%，高于营业收入增速。2009 年营业总收入为 4.89 亿元，净利润为 4,280 万元，毛利率为 24.33%，净资产收益率为 15.1%，分别超过行业平均水平 1.7 和 4.1 个百分点。

3.募投项目分析

本次募集资金用于“高档织物面料生产技术改造项目”，该项目的总投资为 26,478 万元，2008 年公司采购了部分拉毛机、剪毛机、圆机等设备，并进一步改造生产技术、优化工艺流程，将开台率从 70%（针织行业圆机正常开台率）提升至 85% 左右，因此总产量从 1,000 万米提升至 1,200 万米。项目全部达产后本公司的全部产能将从现有的 1,200 万米/年增加到 1,880 万米/年，新增产能 680 万米/年。公司此次募集资金项目拟投入的生产设备将进一步提升产品档次，提高公司产品的盈利水平，稳定现有高端客户群，并有助于继续开发国际客户，从而取得更好的经济效益。

4. 盈利预测

表 2: 2010 - 2012 盈利预测 (单位: 百万元)

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	489	614	801	964
营业成本	370	461	609	723
营业税金及附加	0	0	0	0
营业费用	26	41	66	69
管理费用	32	43	49	63
财务费用	11	3	-2	-4
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	48	67	79	113
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	49	67	79	113
所得税	5	10	12	17
净利润	43	57	67	96
少数股东损益	1	0	0	0
归属母公司净利润	43	57	67	96
EBITDA	89	97	105	137
EPS (元) 全面摊薄	0.21	0.27	0.32	0.46

数据来源: 上市公司招股说明书, 国都证券研究所

5. 估值与投资建议

我们预计 2010 - 2012 年全面摊薄每股收益为 0.27 元、0.32 元和 0.46 元, 结合 A 股纺织行业上市公司估值水平, 综合考虑公司所处行业地位和产品属性, 对应公司 2010 年业绩, 我们给出的市盈率区间为 25 倍 - 30 倍, 建议询价区间为 6.75 - 8.1 元。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吕爱兵		lvaibing@guodu.com
姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com
苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com