

——上市公司调研简报

主营业务未来增长缓慢，拟注入资产对公司盈利提升有限

近日我们对时代万恒进行了实地调研，与公司的董秘就公司的经营情况进行了沟通。

投资要点：

- **主营构成：**公司主营业务为服装出口贸易以及房地产业务，2010年中期服装贸易收入占主营收入比为55%；房地产业务收入占比为44.7%。服装出口贸易是公司的传统产业，但发展比较缓慢且盈利能力较低。房地产业务是公司2005年起新涉足的业务，近几年公司房地产业务发展较快，但由于公司土地储备不足，未来发展仍存一定不确定性。
- **服装出口业务增长缓慢且盈利能力较弱：**服装出口业务主要面向美国、欧盟等国出口服装，近几年该业务增长比较缓慢，同时由于公司采取委托加工的方式销售产品，因此贸易业务毛利率较低。由于人民币未来仍有升值预期，我们预计公司贸易业务未来增长空间较为有限。
- **房地产业务：土地储备不足，后续发展不确定性较大：**公司房地产业务是通过其控股的两家子公司运营，分别是沈阳煜盛时代房地产有限公司以及沈阳万恒隆屹房地产有限公司。这两家房地产子公司目前各拥有一个在建房地产项目，因此房地产业务未来三年仍可以为公司带来稳定的收入，但是由于这两家房地产公司目前没有土地储备，因此房地产业务后续发展仍存在较大的不确定性。
- **大股东有资产注入预期，但拟注入资产盈利能力有限：**公司目前拥有子公司煜盛时代60%的股权以及子公司万恒隆屹70%的股权，这两家子公司剩余股权为上市公司大股东所持有。根据调研得到的信息，公司大股东未来1-2年内将把这两家房地产子公司剩余的股权注入上市公司，但具体资产注入时间点我们目前还无法确定。根据我们的测算，拟注入资产未来三年将使公司净利润在现有的水平上提升20%。
- **盈利预测与估值：**根据我们盈利预测模型的计算，我们预计公司2010年-2012年PS分别是0.11元、0.13元和0.17元，分别同比增长-14.2%、21.2%和26.0%，2010/2011年PE为139倍/115倍；若考虑资产注入，我们预计公司2011年/2012年EPS分别是0.16元和0.2元，对应2011年/2012年PE为96倍/77倍，我们认为当前的股价中已经包含了资产注入预期因素，公司估值偏高，股价后续上涨空间有限，因此维持对它的“中性”评级。
- **投资风险：**大股东房地产资产注入推迟；人民币升值风险；房地产业务后续土地储备不足。

财务与估值指标（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	1633.65	1985.42	1889.71	2030.78	1933.66
增长率%	4.91%	21.53%	-4.82%	7.47%	-4.78%
净利润	13.67	11.73	14.22	17.91	14.71
增长率%	281%	-14.16%	21.17%	25.97%	-17.87%
每股收益（元）	0.129	0.111	0.134	0.169	0.139
每股股利（元）	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
净资产收益率%	2.65%	2.94%	3.36%	3.74%	3.41%
市盈率	494	139	115	91	85
市净率	2.56	2.91	2.86	2.63	2.54

投资评级： 中性（维持）

交易数据

52周内股价区间（元）	8.01-15.4
总市值（亿元）	16.32
总股本/流通股本（百万股）	106/106
流通比例	100%
日均成交量（百万股）	2.16
日均成交市值（百万元）	26.5

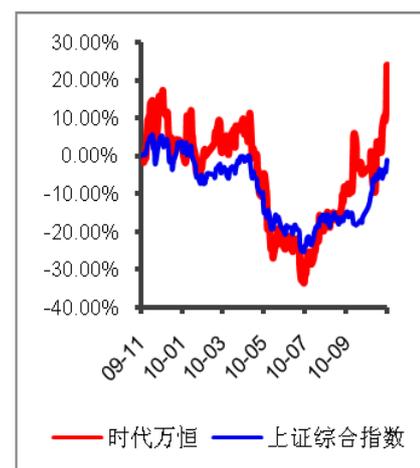
资产负债表摘要（2010.09.30）

股东权益（亿元）	4.88
每股净资产（元）	4.61
市净率	3.33
资产负债率	61.89%

EPS（元） 2009A 2010E

Q1	0.0026	0.0195
Q2	0.0525	0.0406
Q3	0.0565	0.0221
Q4	0.0174	0.0288
全年	0.129	0.111

52周内股价走势



升幅	1M	3M	12M
绝对升幅	31%	52%	26%
相对升幅	12%	32%	27%

研究员：程思琦

电话：0411-39673224

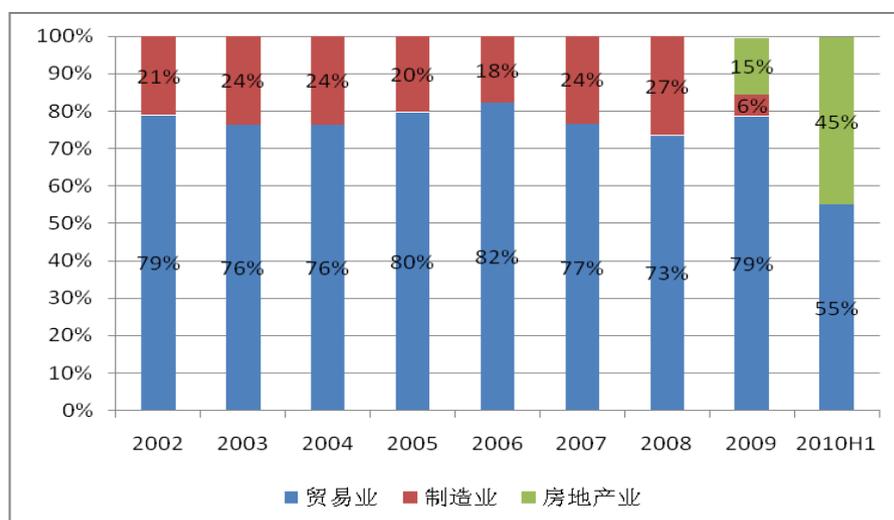
邮箱：chengsiqi@daton.com

一、公司主营构成及股本结构

（一）公司主营构成

公司主营业务为服装出口贸易以及房地产业务，2010年中报显示服装贸易业务收入占主营收入比重为55%，房地产业务收入占比为44.7%。服装出口贸易是公司的传统产业，但近几年发展比较缓慢而且毛利率水平较低。房地产业务是公司2005年起新涉足的业务，近几年公司房地产业务发展较快，但由于公司土地储备不足，未来发展仍存在较大的不确定性。

图表1：公司主营业务收入构成

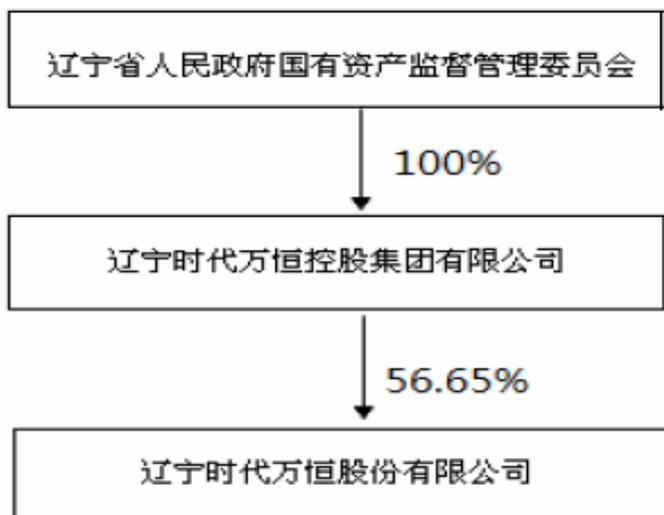


资料来源：公司公告、大通证券研发中心

（二）公司股本结构

公司总股本为1.06亿股，目前已全部流通上市。公司控股股东是辽宁时代万恒控股集团有限公司，持有本公司56.65%股权，而辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会100%控股辽宁时代万恒控股集团有限公司。

图表2：公司股权结构



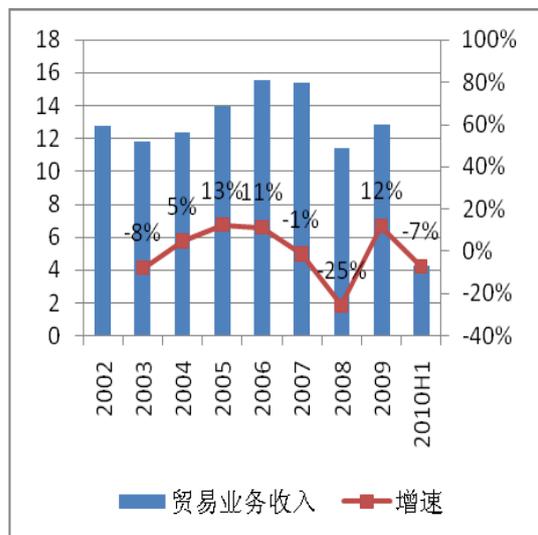
资料来源：公司公告、大通证券研发中心

二、公司业务分析

（一）服装出口贸易业务：增长缓慢且盈利能力较弱

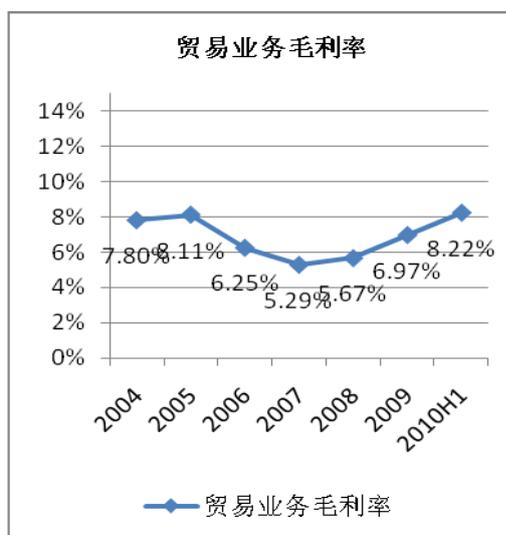
服装出口贸易业务主要面向美国、欧盟以及日韩等国出口服装，近几年该业务增长比较缓慢，同时由于公司采取委托加工的方式销售产品，因此贸易业务毛利率较低。由于人民币未来仍有升值预期，因此我们预计公司贸易业务未来增长空间较为有限。

图表3：公司历年贸易业务收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告、大通证券研发中心

图表4：公司贸易业务毛利率较低



资料来源：公司公告、大通证券研发中心

（二）房地产业务：土地储备有限，后续发展不确定性较大

由于服装贸易业务增长缓慢同时存在一定的波动性，公司于2005年起开始涉足房地产业务，希望通过房地产业务优化公司业务结构进而为公司带来新的增长动力。

公司房地产业务是通过其控股的两个子公司运营，分别是沈阳煜盛时代房地产有限公司以及沈阳万恒隆屹房地产有限公司。这两家房地产子公司目前各有一个在建房地产项目，因此房地产业务未来三年仍可以为公司带来稳定的收入来源，但是由于这两家房地产公司目前没有土地储备，因此房地产业务后续发展仍存在较大的不确定性。

公司房地产业务毛利率为15.6%，明显低于房地产行业平均水平，主要是公司的拿地成本较高所致。

根据我们的预测，2010年~2013年公司房地产业务能为公司带来营业收入分别为7亿元、5.4亿元、6亿元和3.6亿元。

图表5：控股子公司情况

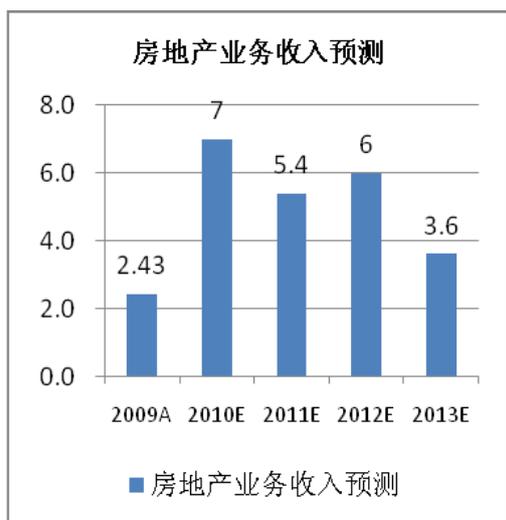
子公司	控股比例	经营业务	在建项目	土地储备
煜盛时代	60%	房地产开发	万恒院景	无
万恒隆屹	70%	房地产开发	万恒领域	无

资料来源：公司公告、大通证券研发中心

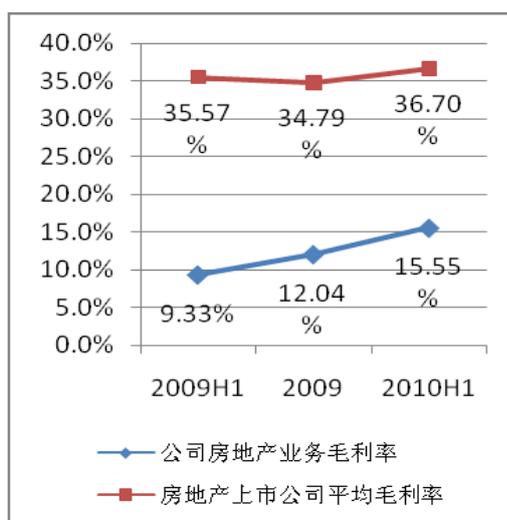
图表6：控股子公司在建项目介绍

项目名称	项目简介
万恒院景	万恒院景项目位于沈阳市大东区，该项目建筑面积约20万平米，项目共分二期。目前一期已完成开发并进入销售阶段，一期建筑面积8万平方米；二期目前正在建设，预计2012年4月对外销售。
万恒领域	万恒领域项目位于沈阳市大东区，该项目建筑面积18万平米，项目共分二期。目前一期销售基本接近尾声，一期建筑面积为10万平米；二期已进入销售阶段，预计2011年底全部交付使用。

资料来源：公司公告、大通证券研发中心

图表7：公司房地产业务收入预测


资料来源：公司公告、大通证券研发中心

图表8：公司房地产业务毛利率水平较低


资料来源：公司公告、大通证券研发中心

三、大股东有资产注入预期，但拟注入资产盈利能力有限

公司目前拥有两家房地产子公司：分别是沈阳煜盛时代房地产有限公司60%的股权以及沈阳万恒隆屹房地产有限公司70%的股权。这两家子公司剩余的股权目前为公司大股东时代万恒控股集团持有。根据我们调研得到的信息，公司大股东未来1-2年内将逐渐将这两家房地产子公司剩余的股权注入上市公司，届时大股东全部房地产资产都将由上市公司运营。但是具体的资产注入时点我们目前还难以确定，我们将密切跟踪公司资产整合的进展情况。

图表9：拟注入的资产情况

拟注入资产	业务性质	注册资本	净资产	营业收入	净利润	经营活动现金流
煜盛时代30%股权	房地产开发	7175万	6320万	-227万	-5985万	38209万
万恒隆屹40%股权	房地产开发	2000万	1437万	20097万	900万	1894万

资料来源：公司公告、大通证券研发中心

注：拟注入资产财务数据取自2009年中报数据

根据我们的测算，拟注入资产未来三年将使公司净利润在现有的水平上提升20%。拟注入资产沈阳煜盛时代、万恒隆屹目前已经是上市公司合并报表范围内公司，对上述两家公司股权的收购将不会对上市公司的收入产生影响，但却能减少合并利润表内少数股东损益，进而增加归属于母公司所有者净利润。根据我们

盈利预测模型的计算，若考虑资产注入，公司未来三年净利润规模将在现有水平上提升20%。

但是由于这两家房地产子公司没有后续的土地储备，待目前在手项目万恒院景及万恒领域在未来2-3年开发完毕后，后续还能否为公司带来新的房地产项目仍存在较大不确定性。

四、盈利预测与估值

假设基础：

1、营业收入假设

1) 服装出口贸易业务：该业务受人民币升值影响，未来3年保持小幅增长，年均增长率为5%-10%。

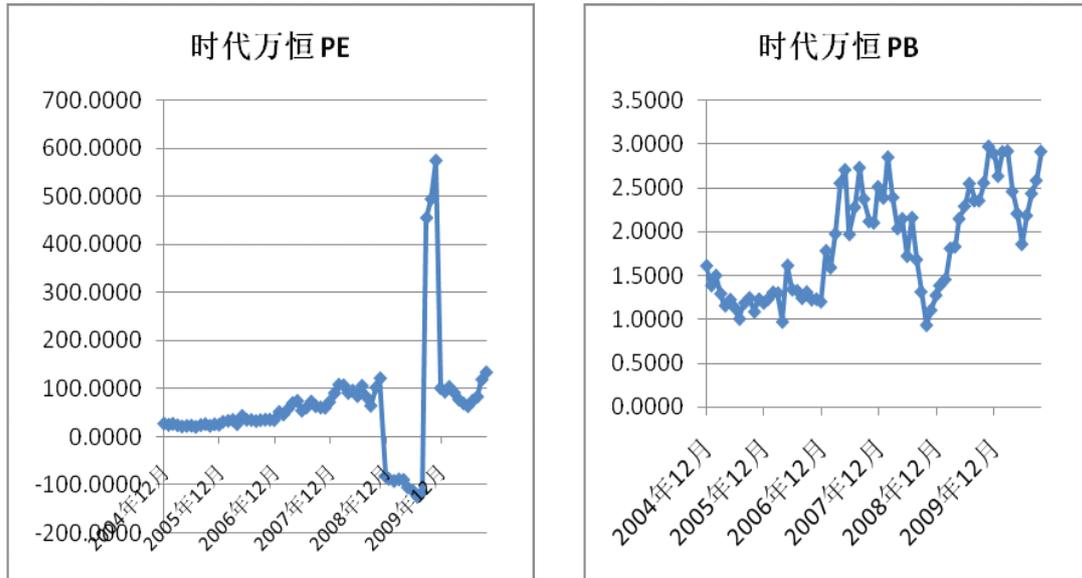
2) 房地产业务：根据公司房地产两个在建项目万恒院景与万恒领域的建设进度并考虑价格因素，我们预计公司2010年-2013年房地产收入分别为7亿元、5.4亿元、6亿元和3.6亿元。

2、毛利率假设：我们预计公司房地产业务毛利率水平未来将有所提升，并且由于房地产业务毛利率较贸易业务毛利率高，我们预计公司2010年-2013年综合毛利率分别是：11.3%，11.5%、11.8%和11.5%。

估值与投资建议：

根据我们盈利预测模型的计算，我们预计公司2010年-2012年PS分别是0.11元、0.13元和0.17元，分别同比增长-14.2%、21.2%和26.0%，2010/2011年PE为139倍/115倍；若考虑资产注入带来的盈利能力的提升，我们预计公司2011年/2012年EPS分别是0.16元和0.2元，对应2011年/2012年PE为96倍/77倍，我们认为当前的股价中包含了一定的资产注入预期因素。我们认为公司估值偏高，股价后续增长空间有限，因此维持对它的“中性”评级。

图表10: 时代万恒PE/PB



资料来源: wind、大通证券研发中心

图表11: 时代万恒盈利预测 (单位: 百万元)

	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	1633.65	1985.42	1889.71	2030.78	1933.66
增长率	4.91%	21.53%	-4.82%	7.47%	-4.78%
服装出口业务	1283.72	1283.72	1347.91	1428.78	1571.66
房地产业务	243.18	700.00	540.00	600.00	360.00
其他	97.34	1.70	1.80	2.00	2.00
营业成本	1506.97	1761.07	1672.39	1791.15	1711.29
毛利	126.68	224.35	217.32	239.63	222.37
毛利率%	7.75%	11.30%	11.50%	11.80%	11.50%
主营业务税金及附加	17.26	80.41	76.53	82.25	78.31
税金率	1.06%	4.05%	4.05%	4.05%	4.05%
费用	111.24	112.77	107.15	114.94	109.25
费用率	6.81%	5.68%	5.67%	5.66%	5.65%
销售费用	47.13	56.78	53.86	57.67	54.72
销售费用率	2.88%	2.86%	2.85%	2.84%	2.83%
管理费用	38.37	32.96	31.37	33.71	32.10
管理费用率	2.35%	1.66%	1.66%	1.66%	1.66%
财务费用	25.74	23.03	21.92	23.56	22.43
财务费用率	1.58%	1.16%	1.16%	1.16%	1.16%
资产减值损失	0.64	1.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	16.76	0.40	0.38	0.41	0.39
营业利润	14.31	30.36	34.01	42.85	35.19
增长率%		112.15%	12.04%	25.97%	-17.87%

营业利润率	0.88%	1.53%	1.80%	2.11%	1.82%
营业外收支净额	0.08	0.52	0.00	0.00	0.00
利润总额	14.39	30.88	34.01	42.85	35.19
所得税	4.89	15.44	15.31	19.28	15.84
有效税率	33.98%	50.00%	45.00%	45.00%	45.00%
净利润	9.50	15.44	18.71	23.57	19.36
少数股东损益	(4.17)	3.71	4.49	5.66	4.65
归属母公司净利润	13.67	11.73	14.22	17.91	14.71
增长率		-14.16%	21.17%	25.97%	-17.87%
权益占比	143.89%	76.00%	76.00%	76.00%	76.00%
净利率	0.84%	0.59%	0.75%	0.88%	0.76%
总股本（百万股）	106.00	106.00	106.00	106.00	106.00
每股收益（摊薄）	0.129	0.111	0.134	0.169	0.139

资料来源：公司公告、大通证券研发中心

五、风险

大股东房地产资产注入推迟；人民币升值风险；房地产业务后续土地储备不足。

图表 12：财务与估值指标

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.12	-0.0712	0.129	0.111	0.134	0.169
每股经营性现金流	-0.22	-0.73	0.86	2.03	2.25	2.56
每股净资产	4.55	4.49	4.58	4.63	4.71	4.85
每股资本公积	2.148	2.251	2.208	2.213	2.224	2.234
成长性						
收入增长率	5.28%	-22.39%	4.91%	21.53%	-4.82%	7.47%
净利润增长率	-23.39%	-159.33%	281.19%	-14.16%	21.17%	25.97%
盈利能力						
毛利率	6.09%	4.41%	7.75%	11.30%	11.50%	11.80%
净利率	0.69%	-0.77%	0.58%	0.59%	0.75%	0.88%
净资产收益率	2.65%	-1.58%	2.65%	2.94%	3.36%	3.74%
偿债能力						
流动比率	1.73%	1.53%	1.38%	1.37%	1.45%	1.36%
速动比率	0.95%	0.52%	0.41%	0.41%	0.42%	0.43%
资产负债率	45.69%	64.04%	66.28%	66.40%	65.00%	66.00%
营运能力						
存货周转天数	69.2	149.4	207.2	192.7	186.3	182.4
应收账款周转天数	38.4	49.1	36.9	37.4	36.2	35.9
估值指标						

PE	61	102	494	139	115	91
PB	2.1	0.94	2.56	2.91	2.86	2.63

资料来源：公司公告、大通证券研发中心