

嘉麟杰 (002486.SZ)

纺织行业

评级：持有 首次评级

业绩点评

市价（人民币）：15.30元

## 出口大增是公司业绩提高的主要原因

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	52.00
总市值(百万元)	3,182.40
年内股价最高最低(元)	16.32/10.90
沪深300指数	3215.68
中小板指数	7408.43



### 相关报告

- 1.《客户稳定的户外功能性面料出口企业》，2010.9.15

### 公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.274	0.296	0.377	0.487	0.629
每股净资产(元)	1.96	4.33	4.50	4.66	4.99
每股经营性现金流(元)	0.48	0.21	0.53	0.56	0.78
市盈率(倍)	N/A	50.39	40.59	31.41	24.31
行业优化市盈率(倍)	47.97	47.97	47.97	47.97	47.97
净利润增长率(%)	15.98%	43.71%	27.48%	29.23%	29.17%
净资产收益率(%)	14.00%	6.83%	8.37%	10.45%	12.61%
总股本(百万股)	156.00	208.00	208.00	208.00	208.00

来源：公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 嘉麟杰公布2010年年报：实现营业收入6.86亿元、净利润6151万元，较去年同期分别增长了40.13%、43.7%，完全摊薄后每股收益0.296元，业绩超过我们的预期。分配方案为每10股派发现金红利1.5元（含税）。

### 经营分析

- **外销市场创佳绩：**2010年纺织品服装出口增长23.7%，超过之前市场10%的一致预期，主要是欧美经济复苏和基于产品涨价预期提前下单所致。在出口高速增长的背景下，发达国家对高档运动针织纬编面料的需求上升，公司外销收入6.74亿元，较去年提高39.35%，这是公司业绩大幅增长、以及超我们预期的主要原因。
- **成衣类产品附加值较高，毛利率稳中略升：**2010年毛利率稳中有升，提升1.56个百分点到25.89%，其中起绒类和纬编羊毛产品毛利率基本稳定，运动型功能产品毛利率达到29.4%，较去年提高近6个百分点，受益于附加值较高的成衣类产品毛利率的明显提高，公司整体毛利率有所改善。
- **自主品牌海内外渠道建设，期间费用率大幅上涨：**报告期内公司期间费用较去年同期增加54%，其中，销售费用增幅高达89.46%，原因为拓展海外市场、自主品牌建设等先期投入的大幅拉动力；
- **大客户关系稳定，销售业绩有所保证。**2010年公司前五大客户占主营业务收入比重仍维持较高水平，保持在70%以上，受益于稳定长期的合作关系，公司受汇率变动、劳动力成本上涨、原材料成本增加等消极因素的影响相对较小，公司销售业绩、盈利能力具有较高的稳定性。

### 盈利调整

- 公司自主品牌处于初创期，短期内无法贡献利润，预计未来业绩平稳增长，11-13年净利润分别为0.78、1.01和1.31亿元，分别同比增长27.5%、29.2%和29.2%；完全摊薄后EPS为0.377元、0.487元和0.629元；
- 公司主业稳定，不过估值已经考虑未来增长，首次给予持有评级。
- 日本大地震，兼松纤维既是公司股东又是大客户，户外产品在恢复时期可以大量使用，存在因日本需求上升而业绩超预期可能。由于对日本出口仍有不确定性，我们在盈利预测中暂不考虑。

### 风险提示

- 客户高度集中的风险、汇率波动风险、出口退税政策调整的风险。

张斌 分析师 SAC 执业编号：S1130206080208  
 (8621)61038278  
 zhangbin@gjzq.com.cn

**图表1：公司产品盈利预测**

项 目	2007	2008	2009	1H10	2010	2011E	2012E	2013E
<b>起绒类产品</b>								
销售收入 (百万元)	124.58	162.59	147.56	115.17	217.56	261.07	339.39	424.24
增长率 (YOY)		30.52%	-9.25%		47.44%	20.00%	30.00%	25.00%
毛利率	17.63%	18.33%	24.91%	24.95%	24.11%	24.00%	24.00%	24.00%
销售成本 (百万元)	102.61	132.79	110.80	86.43	165.10	198.41	257.94	322.42
增长率 (YOY)		29.41%	-16.56%		14.44%	20.18%	30.00%	25.00%
毛利 (百万元)	21.97	29.81	36.76	28.73	52.46	62.66	81.45	101.82
增长率 (YOY)		35.68%	23.33%		-2.31%	19.44%	30.00%	25.00%
占总销售额比重	32.75%	33.19%	30.16%	38.91%	31.73%	32.06%	32.80%	33.54%
占主营业务利润比重	28.24%	29.34%	30.88%	38.14%	29.55%	28.74%	29.31%	29.88%
<b>纬编羊毛产品</b>								
销售收入 (百万元)	142.09	199.52	186.42	93.06	242.69	279.10	334.92	385.15
增长率 (YOY)		40.42%	-6.57%		30.19%	15.00%	20.00%	15.00%
毛利率	24.74%	24.35%	24.59%	23.98%	24.25%	24.00%	24.00%	24.00%
销售成本 (百万元)	106.93	150.95	140.57	70.75	183.84	212.11	254.54	292.72
增长率 (YOY)		41.16%	-6.87%		30.78%	15.38%	20.00%	15.00%
毛利 (百万元)	35.15	48.58	45.84	22.31	58.85	66.98	80.38	92.44
增长率 (YOY)		38.18%	-5.63%		28.38%	13.81%	20.00%	15.00%
占总销售额比重	37.35%	40.73%	38.10%	31.44%	35.39%	34.28%	32.37%	30.45%
占主营业务利润比重	45.19%	47.81%	38.51%	29.62%	33.15%	30.72%	28.92%	27.13%
<b>运动型功能产品</b>								
销售收入 (百万元)	113.71	127.79	155.26	87.16	223.37	268.04	348.46	435.57
增长率 (YOY)		12.38%	21.49%		43.87%	20.00%	30.00%	25.00%
毛利率	18.18%	18.17%	23.45%	27.72%	29.40%	32.35%	32.35%	32.35%
销售成本 (百万元)	93.04	104.57	118.84	63.00	157.70	181.33	235.73	294.66
增长率 (YOY)		12.39%	13.65%		19.90%	14.99%	30.00%	25.00%
毛利 (百万元)	20.67	23.22	36.42	24.16	65.67	86.71	112.73	140.91
增长率 (YOY)		12.35%	12.35%		4.05%	32.04%	30.00%	25.00%
占总销售额比重	29.89%	26.08%	31.73%	29.45%	32.58%	32.92%	33.67%	34.43%
占主营业务利润比重	26.57%	20.34%	19.51%	48.34%	36.99%	39.77%	40.56%	41.35%
<b>自主品牌销售</b>								
销售收入 (百万元)		0.09	0.58	2.07	6.00	12.00	20.00	
增长率 (YOY)				2132.69%	189.90%	100.00%	66.67%	
毛利率		38.73%	20.65%	27.20%	28.00%	28.00%	28.00%	
销售成本 (百万元)		0.06	0.46	1.51	4.32	8.64	14.40	
增长率 (YOY)				2552.71%	186.71%	100.00%	66.67%	
毛利 (百万元)		0.04	0.12	0.56	1.68	3.36	5.60	
增长率 (YOY)				1468.13%	198.42%	100.00%	66.67%	
占总销售额比重		0.02%	0.19%	0.30%	0.74%	1.16%	1.58%	
占主营业务利润比重		0.03%	0.16%	0.32%	0.77%	1.21%	1.64%	
销售总收入 (百万元)	380.38	489.91	489.32	295.97	685.69	814.21	1034.77	1264.97
销售总成本 (百万元)	302.58	388.30	370.27	220.64	508.15	596.18	756.85	924.20
毛利 (百万元)	77.79	101.61	119.05	75.33	177.55	218.03	277.92	340.76
平均毛利率	20.45%	20.74%	24.33%	25.45%	25.89%	26.78%	26.86%	26.94%

来源：国金证券研究所(起绒类产品包括起绒类面料和成衣，运动型功能产品包括运动功能性成衣和面料)

**图表2：公司报表摘要**

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>主营业务收入</b>	<b>490</b>	<b>489</b>	<b>686</b>	<b>814</b>	<b>1,035</b>	<b>1,265</b>							
增长率	-0.1%	40.1%	18.7%	27.1%	22.2%								
<b>主营业务成本</b>	<b>-388</b>	<b>-370</b>	<b>-508</b>	<b>-596</b>	<b>-757</b>	<b>-924</b>							
%销售收入	79.3%	75.7%	74.1%	73.2%	73.1%	73.1%							
<b>毛利</b>	<b>102</b>	<b>119</b>	<b>178</b>	<b>218</b>	<b>278</b>	<b>341</b>							
%销售收入	20.7%	24.3%	25.9%	26.8%	26.9%	26.9%							
<b>营业税金及附加</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>							
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%							
<b>营业费用</b>	<b>-16</b>	<b>-26</b>	<b>-50</b>	<b>-65</b>	<b>-83</b>	<b>-95</b>							
%销售收入	3.3%	5.4%	7.3%	8.0%	8.0%	7.5%							
<b>管理费用</b>	<b>-26</b>	<b>-32</b>	<b>-38</b>	<b>-53</b>	<b>-65</b>	<b>-80</b>							
%销售收入	5.3%	6.6%	5.6%	6.5%	6.3%	6.3%							
<b>息税前利润（EBIT）</b>	<b>59</b>	<b>60</b>	<b>89</b>	<b>98</b>	<b>128</b>	<b>164</b>							
%销售收入	12.1%	12.3%	12.9%	12.1%	12.4%	12.9%							
<b>财务费用</b>	<b>-16</b>	<b>-11</b>	<b>-13</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>							
%销售收入	3.2%	2.2%	1.9%	0.2%	0.4%	0.4%							
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>							
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>							
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>							
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%							
<b>营业利润</b>	<b>43</b>	<b>48</b>	<b>75</b>	<b>96</b>	<b>123</b>	<b>159</b>							
<b>营业利润率</b>	<b>8.8%</b>	<b>9.9%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.9%</b>	<b>12.6%</b>							
<b>营业外收支</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>							
<b>税前利润</b>	<b>43</b>	<b>49</b>	<b>74</b>	<b>96</b>	<b>123</b>	<b>159</b>							
<b>利润率</b>	<b>8.7%</b>	<b>9.9%</b>	<b>10.9%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.9%</b>	<b>12.6%</b>							
<b>所得税</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-12</b>	<b>-16</b>	<b>-21</b>	<b>-27</b>							
<b>所得税率</b>	<b>12.5%</b>	<b>10.9%</b>	<b>16.6%</b>	<b>17.0%</b>	<b>17.0%</b>	<b>17.0%</b>							
<b>净利润</b>	<b>37</b>	<b>43</b>	<b>62</b>	<b>79</b>	<b>102</b>	<b>132</b>							
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>							
<b>归属于母公司的净；</b>	<b>37</b>	<b>43</b>	<b>62</b>	<b>78</b>	<b>101</b>	<b>131</b>							
<b>净利率</b>	<b>7.5%</b>	<b>8.7%</b>	<b>9.0%</b>	<b>9.6%</b>	<b>9.8%</b>	<b>10.3%</b>							
现金流量表（人民币百万元）							比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金净流</b>	<b>66</b>	<b>75</b>	<b>43</b>	<b>111</b>	<b>116</b>	<b>162</b>	<b>每股指标</b>						
资本开支	-38	-35	-60	-253	-159	-160	每股收益	0.237	0.274	0.296	0.377	0.487	0.629
投资	0	0	0	-1	0	0	每股净资产	1.683	1.959	4.332	4.503	4.661	4.990
其他	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.424	0.483	0.207	0.532	0.560	0.778
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-38</b>	<b>-35</b>	<b>-60</b>	<b>-254</b>	<b>-159</b>	<b>-160</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.200	0.250	0.300
股权投资	0	0	533	0	-16	0	<b>回报率</b>						
债权募资	8	-15	-85	-21	31	109	净资产收益率	14.06%	14.00%	6.83%	8.37%	10.45%	12.61%
其他	-15	-10	-11	-6	-50	-61	总资产收益率	7.64%	8.08%	5.76%	7.01%	8.33%	9.16%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-7</b>	<b>-25</b>	<b>437</b>	<b>-27</b>	<b>-35</b>	<b>48</b>	投入资本收益率	11.93%	11.59%	7.59%	8.23%	10.05%	11.00%
<b>现金净流量</b>	<b>21</b>	<b>15</b>	<b>419</b>	<b>-170</b>	<b>-78</b>	<b>50</b>	<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	28.79%	-0.12%	40.13%	18.74%	27.09%	22.25%
							EBIT增长率	31.77%	1.58%	46.92%	10.84%	30.03%	27.99%
							净利润增长率	37.99%	15.98%	43.71%	27.48%	29.23%	29.17%
							总资产增长率	10.91%	9.59%	101.64%	4.80%	8.75%	17.52%
资产管理能力							<b>偿债能力</b>						
							应收账款周转天数	25.5	38.1	34.9	40.0	40.0	40.0
							存货周转天数	82.1	85.6	90.1	95.0	95.0	95.0
							应付账款周转天数	37.3	48.5	44.4	40.0	40.0	40.0
							固定资产周转天数	199.8	196.7	137.6	187.8	180.0	168.8
资产负债率							<b>负债能力</b>						
							净负债/股东权益	40.72%	24.97%	-47.23%	-29.51%	-17.36%	-10.53%
							EBIT利息保障倍数	3.8	5.7	7.0	55.3	29.4	36.2
							资产负债率	45.05%	41.62%	15.21%	15.82%	19.81%	26.90%

来源：国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	2	2	3	3	3
买入	3	3	5	6	8
持有	2	2	2	2	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>	<b>1.96</b>	<b>1.94</b>	<b>2.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；  
 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；  
 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；  
 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；  
 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话：(8621)-61356534  
传真：(8621)-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：(8610)-66215599-8792  
传真：(8610)-61038200  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100032  
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话：(86755)-33089915  
传真：(86755)-61038200  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室