

无缝针织行业领先企业

增持评级

投资要点:

- 公司是无缝针织行业属于纺织行业中的朝阳行业,未来发展空间大
- 公司产能规模领先,且较之国内对手在无缝运动、休闲领域优势明显
- 未来公司将依托技术、资本、规模优势继续保持较快发展势头

报告摘要:

- **公司是全球无缝纺织行业领先企业。**公司是目前全球第四大、国内第二大规模的无缝服装生产企业,以 ODM/OEM 模式提供无缝服装开发设计和生产制造服务,产品涵盖内衣、运动服、休闲服、套装等多个系列,其中 80% 以上产品出口。
- **我国无缝针织行业正处于较快发展阶段。**一方面随着无缝针织技术优势的不断体现,全球范围内,无缝服装对传统服装的需求替代渐成趋势;另一方面,国外无缝服装制造产能逐步向国内转移,两方面共同促进我国无缝针织行业较快发展。
- **公司依托技术、资本、规模优势,有望成为未来行业领军企业。**公司跳出无缝内衣的竞争红海,在无缝运动服、无缝休闲服领域处于国内领先水平。未来公司将依托资本优势,提升产能规模和技术研发水平,并有望整合义乌当地产业集群资源,在无缝针织这一新兴行业中快速增长。
- **盈利预测。**我们预测 2011-2013 年,实现归属母公司所有者的净利润分别为 0.53 亿元、0.71 亿元、0.90 亿元,同比增长 33.1%、35.2%、26.2%。按照发行 1670 万股,即总股本 6670 万股计算,全面摊薄后 EPS 分别为 0.79 元、1.07 元、1.35 元。
- **估值与定价。**参考当前同行业上市公司的平均估值水平,结合公司所处纺织行业中的朝阳行业,且公司在本行业内具有较强的竞争优势,我们给予公司 2011 年 25 倍 PE、2012 年 18 倍 PE,对应公司的合理价位约为 19.5 元/股。

纺织服装研究组

联系人:

李振亚

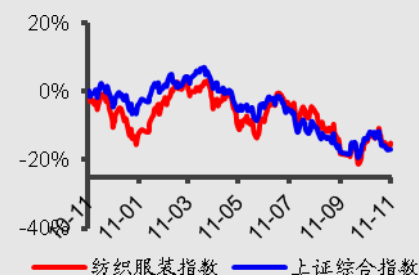
电话: 021-51782239

Email: lizhenya@hysec.com

分析师:

邴彬 (S1180511050001)

市场表现



公司发行情况

发行规模 (万股)	1670
发行前总股本 (万股)	5000
发行后总股本 (万股)	6670
发行价 (元)	18.10
发行市盈率	30.7*2010PE
总募集资金 (亿元)	3.0
主承销商	新时代证券

单位:百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	185.20	284.93	383.95	476.38	598.45
增长率	12.21%	53.85%	34.75%	24.08%	25.62%
净利润	21.22	39.51	52.60	71.09	89.74
增长率	27.24%	86.20%	33.14%	35.16%	26.23%
每股收益 (元)	0.318	0.592	0.789	1.066	1.345

目录

一、公司是全球无缝纺织行业领先企业.....	4
二、我国无缝针织行业正处于快速发展期.....	5
无缝针织行业属于纺织业中的新兴子行业	5
需求替代传统服装+产业向国内转移=我国无缝针织行业发展向好	6
三、公司竞争优势	8
四、募集项目分析	9
五、盈利预测与说明	9
六、股票估值与定价	10
七、风险提示	10

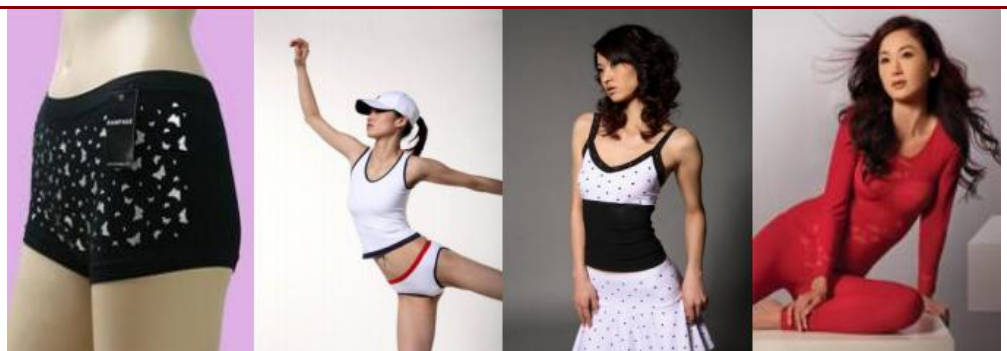
插图

图 1: 公司产品展示.....	4
图 2: 公司产品主要分为运动、内衣、休闲三大系列.....	4
图 3: 公司产品以出口为主.....	4
图 4: 公司上市前股权结构图.....	4
图 5: 公司上市前股权结构图.....	5
图 6: 无缝服装行业核心产业链.....	5
图 7: 无缝针织技术较之传统纺织技术的优越性.....	6
图 8: 全球无缝服装五大制造基地比较.....	7
图 9: 2010 年末全球主流无缝服装生产厂商的 Santoni 无缝针织机的拥有量.....	7
图 10: 公司无缝运动类服装的收入占比不断扩大.....	8
图 11: 公司无缝运动类服装毛利率水平明显高于其他产品.....	8
图 12: 公司前 5 大客户销售情况.....	9
图 13: 公司拥有较为丰富的客户资源.....	9
图 14: 公司产能运转情况.....	9
图 15: 可比上市公司估值.....	10
图 16: 公司分产品盈利预测.....	11
公司财务报表预测（百万元）.....	12

一、公司是全球无缝纺织行业领先企业

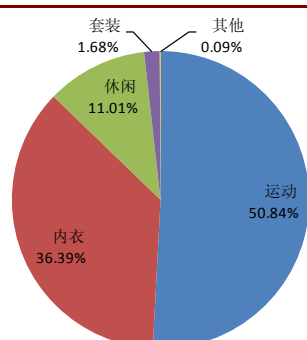
- 公司是目前全球第四大、国内第二大规模的无缝服装生产企业，以 ODM/OEM 模式提供无缝服装开发设计和生产制造服务，产品涵盖内衣、运动服装、休闲服装、套装等多个系列，其中 80% 以上产品出口。

图 1：公司产品展示



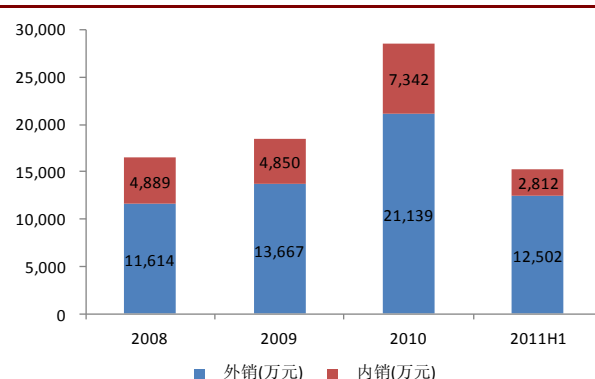
资料来源：宏源证券

图 2：公司产品主要分为运动、内衣、休闲三大系列



资料来源：宏源证券

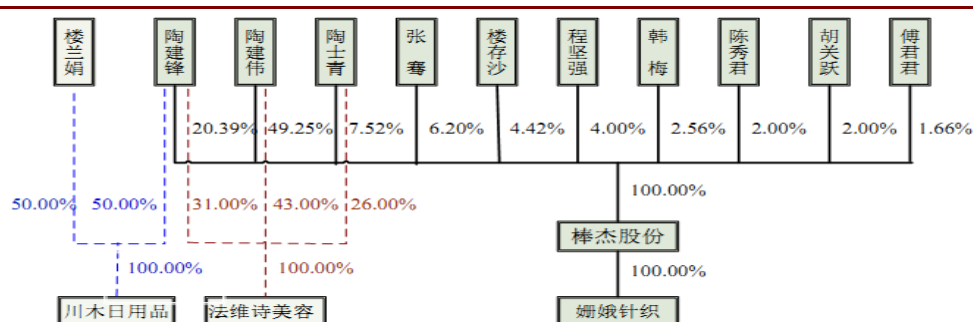
图 3：公司产品以出口为主



资料来源：宏源证券

- 公司实际控制人为陶建伟，其实际持有公司股份 2462.5 万股，占发行前公司总股本的 49.25%。

图 4：公司上市前股权结构图



资料来源：宏源证券

- 本次上市公司拟发行 1,670 万股。本次发行前公司总股本为 5,000 万股，发行完成后总股本增加至 6,670 万股，本次发行的股份数量占发行后总股本的 25.04%。

图 5：公司上市前股权结构图

项目	股东姓名	发行前股本结构		发行后股本结构	
		股数（万股）	比例（%）	股数（万股）	比例（%）
有限售条件的股份	陶建伟	2,462.50	49.25	2,462.50	36.92
	陶建锋	1,019.50	20.39	1,019.50	15.28
	陶士青	376.00	7.52	376.00	5.64
	张骞	310.00	6.20	310.00	4.65
	楼存沙	221.00	4.42	221.00	3.31
	程坚强	200.00	4.00	200.00	3.00
	韩梅	128.00	2.56	128.00	1.92
	陈秀君	100.00	2.00	100.00	1.50
	胡关跃	100.00	2.00	100.00	1.50
	傅君君	83.00	1.66	83.00	1.24
本次发行股份	社会公众	-	-	1,670.00	25.04
合计		5,000.00	100.00	6,670.00	100.00

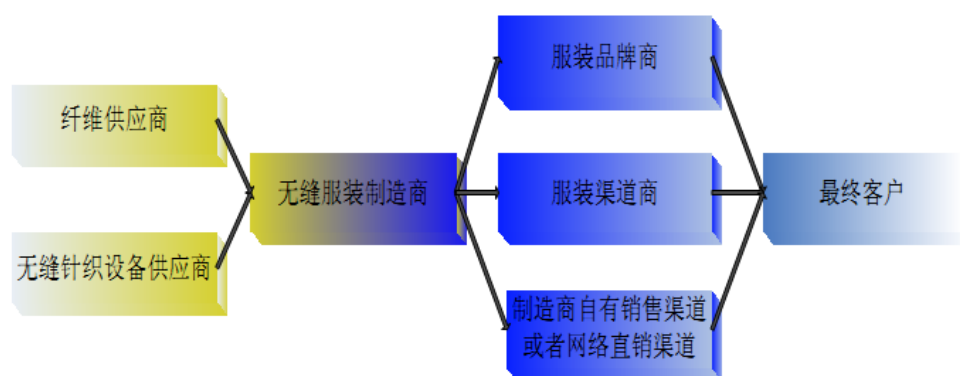
资料来源：宏源证券

二、我国无缝针织行业正处于快速发展期

无缝针织行业属于纺织业中的新兴子行业

- 所谓无缝针织技术，是以人体曲线数据库和人体生理机能需求的数字化模型为基础，依托电脑辅助设计工具完成款式设计，采用工业智能数字化控制技术，使纱线直接从工业针织机器上成为服装产品，是一种数字智能化的现代服装生产技术。
- 无缝服装产业核心产业链的上游是原材料、辅料、无缝生产设备供应商，中游是无缝服装制造商，下游则由市场分销渠道和终端客户组成。

图 6：无缝服装行业核心产业链



资料来源：宏源证券

需求替代传统服装+产业向国内转移=我国无缝针织行业发展向好

- 无缝针织技术较之传统有缝服装生产模式，其显著优势体现在：
 - ◆ 一方面，无缝针织技术生产出的服装较之传统服装在贴体舒适性、时尚性、功能性等方面具有明显优势，自无缝服装面世以来，便快速获得了市场认可，全球范围内，无缝服装对传统针织服装的替代已成为一种趋势；
 - ◆ 另一方面，无缝针织技术降低了对劳动力依赖度，契合了纺织业从传统劳动力密集型纺织生产模式向新型资本、技术密集型纺织生产模式升级的客观要求。

图 7：无缝针织技术较之传统纺织技术的优越性

项目	无缝针织技术	传统纺织技术
吨纤维消耗量	纱线消耗可以精确到克	存在大量边角料的消耗
单位劳动生产率	普通企业 150,000 元/人*年，具有规模效用的企业可以达到 250,000 元/人*年	2010 年纺织行业平均 85,000 元/人*年
转产难度	内衣、泳装、运动装、休闲服等各类产品的生产可以迅速切换，只需调整数据程序，无转产成本	一般为专业生产线，不同种类产品的转产成本高，一般不具有经济上可行性
吨纤维耗电量	减少三大工序的大部分设备使用，耗电量小	传统工序设备使用量大，耗电量较高
土地集约化利用	容积率 1.6 以上	纺织行业 1.0 以上
单件织造时间	3 分钟/单件	6-9 分钟/单件

资料来源：宏源证券

- 随着无缝针织技术优势的不断体现，全球范围内，无缝服装对传统针织服装的需求替代逐渐成为一种趋势，这是促进我国无缝针织行业快速发展的一个重要因素。
 - ◆ 起初，欧美消费者首先接受的是**无缝针织内衣**产品，并在此基础上养成了对于无缝服装的消费习惯（以意大利女性内衣市场为例，无缝产品的市场份额从 2000 年的 3% 增长到近年的 30%，无缝内衣以其贴体舒适性、功能性、时尚性逐步获得欧洲和美国消费者的喜爱和认可）。
 - ◆ 后期，随着无缝服装应用领域不断扩大，从**基本内衣延伸到运动户外装、休闲装、时装领域**，对传统针织服装的需求形成了明显替代（如 2004 年雅典奥运会上，以色列柔道、田径、垒球和马拉松比赛的运动员全面使用了 Tefron 提供的无缝运动装。NIKE、ADIDAS、MIZUNO 等大型运动装备商也推出了基于采用无缝拼接技术的适用于田径、游泳等各项运动的专业运动装备）。
 - ◆ 近年来，“内衣外穿”的时尚设计理念逐步被市场所接受，相对于传统内衣，无缝内衣正好迎合了主流消费需求的趋势，带有“贴身、舒适”特点的**无缝休闲服**开始升温。
- 此外，国外无缝服装制造产能不断向国内转移，这是促进我国无缝针织行业快

速发展的第二个重要因素。

- ◆ 2005 年之前，全球无缝服装设计、生产、消费的重心均在欧洲，并形成了意大利、土耳其、以色列和奥地利等四大产业基地；
- ◆ 2005 年至今，中国（浙江、广东和山东）、斯里兰卡等国承接了以色列、意大利的部分产能，成为全球无缝服装制造基地之一。
- ◆ 当前，意大利、奥地利仍为全球无缝服装流行时尚发布中心和新产品、新款式设计开发中心，行业内大部分高端品牌集中于此；以色列承接了全球范围中高端产品的 ODM/OEM 开发、制造；土耳其、中国依托本国良好的纺织工业基础和较低的运营成本，成为全球无缝中低端产品的制造基地。

图 8：全球无缝服装五大制造基地比较

比较因素	意大利	土耳其	以色列	奥地利	中国
主要销售区域	欧美	欧美	欧美	欧美	欧美、日韩
工艺流程	完整	完整	完整	完整	完整
机器规模	大	中等	大	中等	最大
代表企业	Pompea Goldenlady	Atateks Memteks	Tefron Delta	Wolford	美邦纺织 棒杰股份 博尼服饰
产业模式	OBM	ODM/OEM	ODM/OEM/OBM	OBM	ODM/OEM/OBM
劳动力成本	高	中	高	高	低
品牌知名度	高	中等	高	最高	中等

资料来源：宏源证券

- 在全球无缝服装产业转移的大格局下，我国无缝服装行业未来仍将处于快速发展期。此外，国内无缝服装消费市场尚处于开发期，预示着行业未来具有较大发展空间。

图 9：2010 年末全球主流无缝服装生产厂商的 Santoni 无缝针织机的拥有量

序号	企业名称	所在地	大致设备数（台）
1	以色列 Tefron	以色列	800-1,000
2	浙江美邦纺织有限公司	浙江诸暨	460
3	墨西哥 Cannon Mills	墨西哥	300
4	浙江棒杰数码针织品股份有限公司	浙江义乌	300
5	美国 HANES	美国	260-300
6	巴西 Scalina	巴西	260-300
7	浙江博尼服饰有限公司	浙江义乌	260
8	以色列 Delta	以色列	220-260
9	浙江万羽针织有限公司	浙江义乌	220
10	浙江浪莎内衣有限公司	浙江义乌	180

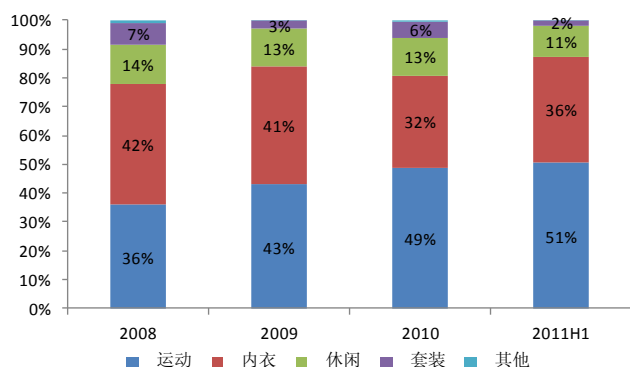
资料来源：宏源证券（注：Santoni 无缝针织机为行业主流针织机）

三、公司竞争优势

■ 设计开发优势。

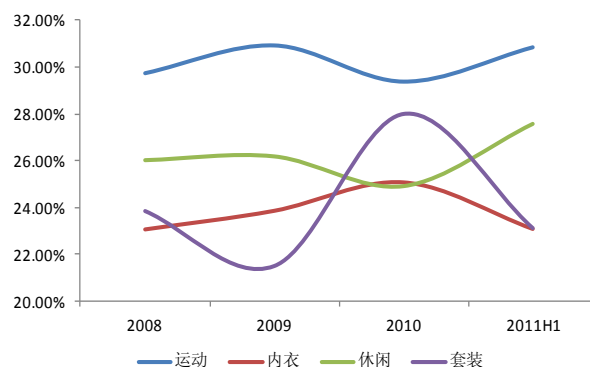
- ◆ 公司已参与到下游品牌运营商的新产品设计开发中,并延伸至上游纤维的生产开发过程中,此外,还与全球无缝针织设备核心供应商意大利 Santoni 公司在无缝织造技术方面进行合作。
- ◆ 公司凭借在设计开发上的领先优势,领先于国内同行业竞争对手,切入无缝运动及休闲服领域,避免了在无缝内衣领域的低端价格竞争,并据此实现了领先的国内市场地位。

图 10: 公司无缝运动类服装的收入占比不断扩大



资料来源: 宏源证券

图 11: 公司无缝运动类服装毛利率水平明显高于其他产品



资料来源: 宏源证券

■ 快速供应能力优势。

- ◆ 国际采购商对无缝服装生产企业的交货期都有较为严格的要求,即要求无缝服装生产企业拥有一定的生产规模、全面的设备规格和娴熟的设计、打样技术。
- ◆ 目前公司拥有 300 台 Santoni 的无缝针织设备(针筒直径覆盖 12 英寸到 18 英寸,其中 18 英寸的针筒直径是义乌无缝产业集群内最大的无缝针织设备,主要用于生产专业运动装和大网眼面料等高档产品),生产规模位居全国第二,全球第四。此外,公司还拥有 6 台 Santoni 最高端的 SM4-TR2。
- ◆ 公司的研发设计部门,拥有较强的产品设计、打样能力。报告期内,公司月均设计打样能力约为 400 至 500 个,并可以把交货期缩短到 20 天,能满足部分欧洲和美洲客户对于新产品当月设计、下月上市的时间要求。

■ 营销渠道优势。

- ◆ 经过多年努力,公司已经与 C&A (欧洲著名服装零售连锁)、ALDI (欧洲大型连锁超市)、MAG (美国大型服装采购商)、ZEEMAN (荷兰专业服装零售连锁)、NKD (欧洲专业服装零售连锁)、Kik (欧洲专业服装零售连锁)、Wind (香港大型运动品牌服装采购商) 等国外大型服装零售商或采购商建立了良好的业务合作关系,并为 PUMA、C&A、M&S 等多个国际知名服装品牌提供无缝服装设计服务及系列产品。

图 12: 公司前 5 大客户销售情况

	客户名称	销售额 (万元)	比例 (%)
1	C&A	3460.64	22.6
2	Gebr Huber GmbH&Co.KG	1440.5	9.41
3	DB Apparel Spain,S.L	1236.34	8.07
4	Morera USA INC	1003.09	6.55
5	诸暨海越进出口有限公司	913.99	5.97
	合计	8054.56	52.6

资料来源: 宏源证券

图 13: 公司拥有较为丰富的客户资源



资料来源: 宏源证券

四、募集项目分析

- 公司利用募集资金拟投资 21083.94 万元, 其中新增建设投资 18805.17 万元, 用于铺底流动资金为 1610.98 万元, 用于扩建无缝服装生产流水线, 形成年产 2000 万件高档无缝服装的生产能力, 扩建具体内容包括:
 - ◆ 利用公司为本项目储备的土地 36362.90 平方米, 新建厂房、仓库 66681 平方米;
 - ◆ 引进意大利 Santoni 无缝针织设备 200 台, 新增 20 台空气包覆纱机 (其中 10 台为进口)、配套缝纫设备等先进设备 348 台 (套);
 - ◆ 完善配套空气压缩机、供、配电设施、给排水设施、消防系统等公用设施。
- 公司 2010 年产能约为 2450 万件, 产能利用率达到 106.65%。未来伴随扩建项目产能的释放, 有助于解决公司产能的瓶颈。

图 14: 公司产能运转情况

	2008	2009	2010	2011H1
产能 (件)	18,249,306	19,624,306	24,485,417	12,554,167
实际产量 (件)	17,755,214	17,876,697	26,113,884	12,925,620
产能利用率	97.29%	91.09%	106.65%	102.96%
实际销量 (件)	15,705,803	18,340,307	25,611,931	12,831,721
产销率	88.46%	102.59%	98.08%	99.27%

资料来源: 宏源证券

五、盈利预测与说明

- 根据公司生产经营情况及行业发展趋势, 我们假设未来 3 年公司产品毛利率较之 10 年基本保持稳定, 2011~2013 年毛利率分别为 27.1%, 27.2%, 27.4%;

- 我们假设 2011~2013 年公司销售费用率分别为 3.0%，2.8%，2.7%；管理费用率分别为 5.5%，5.3%，5.3%；财务费用率分别为 1.7%，0.8%，1.0%。
- 假设公司未来 3 年按照高新技术企业 15% 的税率征收所得税。
- 基于以上假设，我们得出：
 - ◆ 2011~2013 年，公司实现营业收入分别为 3.84 亿元、4.76 亿元、5.98 亿元，同比增长 34.8%、24.1%、25.6%；
 - ◆ 我们预测 2011~2013 年，实现归属母公司所有者的净利润分别为 0.53 亿元、0.71 亿元、0.90 亿元，同比增长 33.1%、35.2%、26.2%。按照发行 1670 万股，即总股本 6670 万股计算，全面摊薄后 EPS 分别为 0.79 元、1.07 元、1.35 元。

六、股票估值与定价

- 参考当前同行业上市公司的平均估值水平，结合公司所处纺织行业中的朝阳行业，且公司在本行业内具有较强的竞争优势，我们给予公司 2011 年 25 倍 PE、2012 年 18 倍 PE，对应公司的合理价位约为 19.5 元/股。

图 15：可比上市公司估值

证券代码	证券简称	EPS			PE		
		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
002044.SZ	江苏三友	0.10	0.28	0.7	118.7	44.2	18.5
002404.SZ	嘉欣丝绸	0.46	0.55	0.6	29.1	24.3	21.0
002486.SZ	嘉麟杰	0.29	0.39	0.6	34.5	25.4	17.8
000726.SZ	鲁泰A	0.76	0.93	1.1	11.7	9.6	7.9
600233.SH	大杨创世	0.63	0.92	1.1	20.2	13.9	12.0
002193.SZ	山东如意	0.46	0.32	0.4	24.0	34.8	25.0
002042.SZ	华孚色纺	0.67	0.81	1.0	14.0	11.6	9.0
平均值					36.0	23.4	15.9

资料来源：WIND 一致预期、宏源证券

七、风险提示

- 欧美经济形势继续恶化，进而影响公司下游需求；
- 同行业竞争对手产能大幅增长；
- 公司在无缝运动、休闲服领域的技术研发优势被后来者超越。

图 16: 公司分产品盈利预测

项目	2008	2009	2010	1H2011	2011E	2012E	2013E
运动							
平均售价 (元/件)	9.39	11.07	12.73	15.59	15.02	16.52	18.51
增长率 (YOY)		17.89%	15.00%	22.47%	18.00%	10.00%	12.00%
销售数量 (百万件)	6.31	7.20	10.92	4.99	13.10	15.46	18.24
增长率 (YOY)		14.05%	51.64%		20.00%	18.00%	18.00%
销售收入 (百万元)	59.28	79.71	139.00	77.85	196.82	255.47	337.63
增长率 (YOY)		34.46%	74.38%		41.60%	29.80%	32.16%
毛利率	29.73%	30.92%	29.37%	30.84%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本 (百万元)	41.66	55.06	98.18	53.84	137.77	178.83	236.34
增长率 (YOY)		32.18%	78.30%		40.33%	29.80%	32.16%
毛利 (百万元)	17.63	24.65	40.82	24.01	59.05	76.64	101.29
增长率 (YOY)		39.83%	65.62%		44.64%	29.80%	32.16%
占总销售额比重	35.92%	43.04%	48.78%	50.83%	51.26%	53.63%	56.42%
占主营业务利润比重	41.06%	49.08%	52.52%	56.87%	56.76%	59.10%	61.79%
内衣							
平均售价 (元/件)	9.87	7.87	7.66	8.27	8.20	8.44	8.70
增长率 (YOY)		-20.26%	-2.67%	7.96%	7.00%	3.00%	3.00%
销售数量 (百万件)	7.02	9.61	11.92	6.74	14.31	16.45	18.92
增长率 (YOY)		36.80%	24.13%		20.00%	15.00%	15.00%
销售收入 (百万元)	69.30	75.59	91.33	55.72	117.27	138.91	164.54
增长率 (YOY)		9.08%	20.82%		28.40%	18.45%	18.45%
毛利率	23.08%	23.86%	25.05%	23.10%	23.00%	23.00%	23.00%
销售成本 (百万元)	53.30	57.55	68.45	42.85	90.30	106.96	126.69
增长率 (YOY)		7.97%	18.93%		31.92%	18.45%	18.45%
毛利 (百万元)	16.00	18.04	22.88	12.87	26.97	31.95	37.84
增长率 (YOY)		12.77%	26.84%		17.88%	18.45%	18.45%
占总销售额比重	41.99%	40.82%	32.05%	36.38%	30.54%	29.16%	27.49%
占主营业务利润比重	37.26%	35.92%	29.44%	30.50%	25.93%	24.64%	23.09%
休闲							
平均售价 (元/件)	13.48	18.53	16.80	18.83	18.48	19.03	19.61
增长率 (YOY)		37.46%	-9.34%	12.08%	10.00%	3.00%	3.00%
销售数量 (百万件)	1.68	1.30	2.18		2.62	3.01	3.46
增长率 (YOY)		-22.49%	67.26%		20.00%	15.00%	15.00%
销售收入 (百万元)	22.67	24.16	36.63	16.86	48.35	57.28	67.84
增长率 (YOY)		6.54%	51.65%		32.00%	18.45%	18.45%
毛利率	26.03%	26.19%	24.93%	27.57%	27.00%	27.00%	27.00%
销售成本 (百万元)	16.77	17.83	27.50	12.21	35.30	41.81	49.53
增长率 (YOY)		6.31%	54.24%		28.36%	18.45%	18.45%
毛利 (百万元)	5.90	6.33	9.13	4.65	13.06	15.46	18.32
增长率 (YOY)		7.19%	44.34%		42.96%	18.45%	18.45%
占总销售额比重	13.74%	13.04%	12.86%	11.01%	12.59%	12.02%	11.34%
占主营业务利润比重	13.75%	12.60%	11.75%	11.01%	12.55%	11.92%	11.17%
套装							
销售收入 (百万元)	12.31	5.33	16.73	2.57	20.07	23.08	26.55
增长率 (YOY)		-56.72%	213.92%		20.00%	15.00%	15.00%
毛利率	23.87%	21.52%	28.02%	23.14%	23.00%	23.00%	23.00%
销售成本 (百万元)	9.37	4.18	12.04	1.97	15.46	17.77	20.44
增长率 (YOY)		-56.31%	187.66%		28.37%	15.00%	15.00%
毛利 (百万元)	2.94	1.15	4.69	0.59	4.62	5.31	6.11
增长率 (YOY)		-60.99%	308.74%		-1.50%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	7.46%	2.88%	5.87%	1.68%	5.23%	4.85%	4.44%
占主营业务利润比重	6.85%	2.28%	6.03%	1.41%	4.44%	4.09%	3.72%
其它产品							
销售收入 (百万元)	1.46	0.39	1.12	0.14	1.29	1.48	1.71
增长率 (YOY)		-73.46%	189.06%		15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	31.36%	9.38%	10.78%	51.88%	20.00%	15.00%	15.00%
其他							
销售收入 (百万元)	0.01	0.03	0.12	0.02	0.14	0.16	0.18
增长率 (YOY)		99.18%	310.33%		15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	53.21%	81.17%	72.12%	74.39%	60.00%	60.00%	60.00%
销售总收入 (百万元)	165.04	185.20	284.93	153.16	383.95	476.38	598.45
销售总成本 (百万元)	122.11	134.98	207.20	110.94	279.91	346.70	434.52
毛利 (百万元)	42.93	50.22	77.73	42.21	104.03	129.68	163.92
平均毛利率	26.01%	27.12%	27.28%	27.56%	27.10%	27.22%	27.39%

资料来源: 公司公告、宏源证券

公司财务报表预测 (百万元)

利润表						资产负债表					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	185.2	284.9	383.9	476.4	598.4	货币资金	58.6	79.4	305.0	250.0	230.0
YOY	12.2%	53.8%	34.8%	24.1%	25.6%	应收和预付款项	47.9	58.3	101.9	78.1	143.3
营业成本	135.0	207.2	279.9	346.7	434.5	存货	61.8	64.8	75.0	95.0	115.0
毛利	50.2	77.7	104.0	129.7	163.9	其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
% 营业收入	27.1%	27.3%	27.1%	27.2%	27.4%	长期股权投资	13.7	13.7	13.7	13.7	13.7
营业税金及附加	1.3	1.7	2.3	2.9	3.6	投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
% 营业收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产和在建工程	140.1	157.7	219.9	338.6	392.4
销售费用	5.4	7.8	11.5	13.3	16.2	无形资产和开发支出	3.2	4.0	3.5	3.0	2.4
% 营业收入	2.9%	2.7%	3.0%	2.8%	2.7%	其他非流动资产	0.5	0.2	0.1	0.0	0.0
管理费用	10.0	13.9	21.1	25.2	31.7	资产总计	325.7	378.2	719.1	778.4	896.8
% 营业收入	5.4%	4.9%	5.5%	5.3%	5.3%	短期借款	71.0	71.6	58.0	46.7	75.3
财务费用	7.8	8.7	6.4	3.8	6.1	应付和预收款项	86.1	88.5	90.5	90.0	90.0
% 营业收入	4.2%	3.0%	1.7%	0.8%	1.0%	长期借款	30.0	60.0	60.0	60.0	60.0
资产减值损失	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	其他负债	22.1	2.0	2.0	2.0	2.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	负债合计	209.1	222.1	210.4	198.6	227.3
投资收益	0.4	0.3	0.0	0.0	0.0	股本	50.0	50.0	66.7	66.7	66.7
营业利润	25.2	45.1	61.9	83.6	105.6	资本公积	28.7	28.7	312.0	312.0	312.0
% 营业收入	13.6%	15.8%	16.1%	17.6%	17.6%	留存收益	37.9	77.4	130.0	201.1	290.8
营业外收支	0.9	1.1	0.0	0.0	0.0	归属母公司股东权益	116.6	156.1	508.7	579.8	669.5
利润总额	26.1	46.2	61.9	83.6	105.6	少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
% 营业收入	14.1%	16.2%	16.1%	17.6%	17.6%	股东权益合计	116.6	156.1	508.7	579.8	669.5
所得税费用	4.9	6.7	9.3	12.5	15.8	负债和股东权益合计	325.7	378.2	719.1	778.4	896.8
净利润	21.2	39.5	52.6	71.1	89.7						
归属于母公司所有者 的净利润	21.2	40	53	71	90						
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
现金流量表						财务指标					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流净额	20.6	66.0	26.8	106.3	52.6	毛利率	27.1%	27.3%	27.1%	27.2%	27.4%
投资活动现金流净额	-17.5	-40.2	-85.0	-150.0	-100.0	三项费用/销售收入	12.5%	10.7%	10.2%	8.9%	9.0%
筹资活动现金流净额	-17.6	9.5	283.8	-11.3	27.4	销售净利率	11.5%	13.9%	13.7%	14.9%	15.0%
现金净流量	-14.8	33.7	225.6	-55.0	-20.0	ROE	18.2%	25.3%	10.3%	12.3%	13.4%
						资产负债率	64.2%	58.7%	29.3%	25.5%	25.3%
						流动比率	0.9	1.3	3.2	3.1	2.9
						存货周转率	2.2	3.2	3.7	3.6	3.8
						应收账款周转率	6.2	6.5	6.7	7.2	6.9

资料来源：宏源证券

机构销售团队

机构销售团队				
华北区域	郭振举	牟晓凤	孙利群	
	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张珺	王俊伟	赵佳	奚曦
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	021-51782236 wangjunwei@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红	贾浩森	雷增明	罗云
	010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085989 leizengming@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁			
	010-88085991 zenglijie@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。