

色纺龙头上市 推进产能扩张

——百隆东方（601339）

2012年5月30日

建议申购

百隆东方

新股定价

投资摘要:

- 公司为国内技术水平领先的色纺纱生产企业，主要从事色纺纱的研发、生产和销售，经营产品包括纯棉色纺纱、混纺色纺纱等。公司在色纺纱行业经过数十年的积淀，已建立起经验丰富的核心管理、研发、生产及销售团队，目前推出的色纺纱颜色已达 5,500 余种，基本覆盖全部的流行色系列，可以满足各类布料生产的需要。
- 色纺行业具有较大发展潜力，公司占据市场寡头地位。色纺行业具有较大发展潜力，公司占据市场寡头地位目前，公司拥有的色纺纱自有及外协加工总产能达到 100 万吨左右，鉴于以棉花为原料的中低档色纺纱市场相对独立，我国中高档色纺纱行业事实上已形成寡头垄断的竞争格局，公司与华孚色纺两家公司占据主要的生产能力和市场份额。
- 公司通过自制生产为主、委托外协加工为辅的生产模式，集中采购与零星采购相结合的原材料采购模式，直营和代理相结合的销售模式，以“小批量、多品种、快速反应”为经营特色，研发、生产和销售各类色纺纱产品。
- 募集资金主要用于扩大产能，项目达产后的投资利润率均在 15%以上，将有利于公司进一步拓展市场，强化其在领先地位。
- 盈利预测及投资建议：预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.39、1.59 和 1.91 元，对应 13.6 元的上市定价，2012 年动态 PE 为 9.79 倍，明显低于纺织服装制造板块 13 倍的估值中枢，建议“申购”。

谭可

执业证书编号：S1480510120013

纺织服装行业分析师

010-66554011

tanke@dxzq.net.cn

询价区间

上市首日定价区间

发行上市资料

总股本（万股）	75000
发行量（万股）	15000
发行日期	2012-5-23
发行方式	公开发售
保荐机构	中信证券
预计上市日期	2012-6-12

发行前财务数据

每股净资产（元）	5.95
净资产收益率（%）	26.66
资产负债率（%）	45.96

主要股东和持股比例（%）

新国投资发展有限公司	40.30
杨卫新	22.73
三牛有限公司	15.50
绵阳科技城产业投资基金	3.08
中信产业投资基金（香港）	3.08
宁波九牛投资咨询有限公司	1.03

财务指标预测

指标	11A	12E	13E	14E
营业收入（百万元）	4,761.19	5,351.53	6,404.14	7,636.88
营业收入增长率	-2.33%	12.40%	19.67%	19.25%
EBITDA（百万元）	1,107.40	1,250.81	1,467.00	1,738.09
EBITDA 增长率	-7.63%	12.95%	17.28%	18.48%
净利润（百万元）	951.48	1,041.96	1,194.66	1,430.38
净利润增长率	2.30%	9.51%	14.66%	19.73%
ROE	26.66%	16.10%	16.34%	17.21%
EPS（元）	1.59	1.39	1.59	1.91
P/E	8.55	9.79	8.54	7.13
P/B	2.29	1.58	1.40	1.23

目 录

1. 公司概况.....	4
2. 色纺行业未来前景广阔.....	6
2.1 国内纺织行业竞争优势明显.....	6
2.2 色纺行业处于起步阶段 市场容量呈扩大趋势.....	7
2.3 色纺行业双寡头格局形成.....	7
3. 公司运营模式特征.....	8
3.1 三位一体的采购模式.....	8
3.2 “以销定产”，自产为主的生产模式.....	9
3.3 直营与代销相结合的销售模式.....	10
3.4 一流的技术水平.....	11
4. 募集资金项目.....	11
4.1 山东邹城棉纺项目.....	11
4.2 江苏淮安高档纺织品生产项目.....	12
5. 盈利预测与估值.....	13

表格目录

表 1: 公司上市前后股权结构变化.....	5
表 2: 公司三位一体采购模式.....	9
表 3: 公司产量情况表 (单位: 吨)	10
表 4: 公司销售情况表 (单位: 万元)	10
表 5: 公司研发情况表 (单位: 万元)	11
表 6: 公司募投项目拟投资金额.....	11
表 7: 山东邹城棉纺项目拟投资金额.....	12
表 8: 项目完全达产后的效益指标测算.....	12
表 9: 江苏淮安高档纺织品生产项目拟投资金额.....	12
表 10: 项目完全达产后的效益指标测算.....	13

插图目录

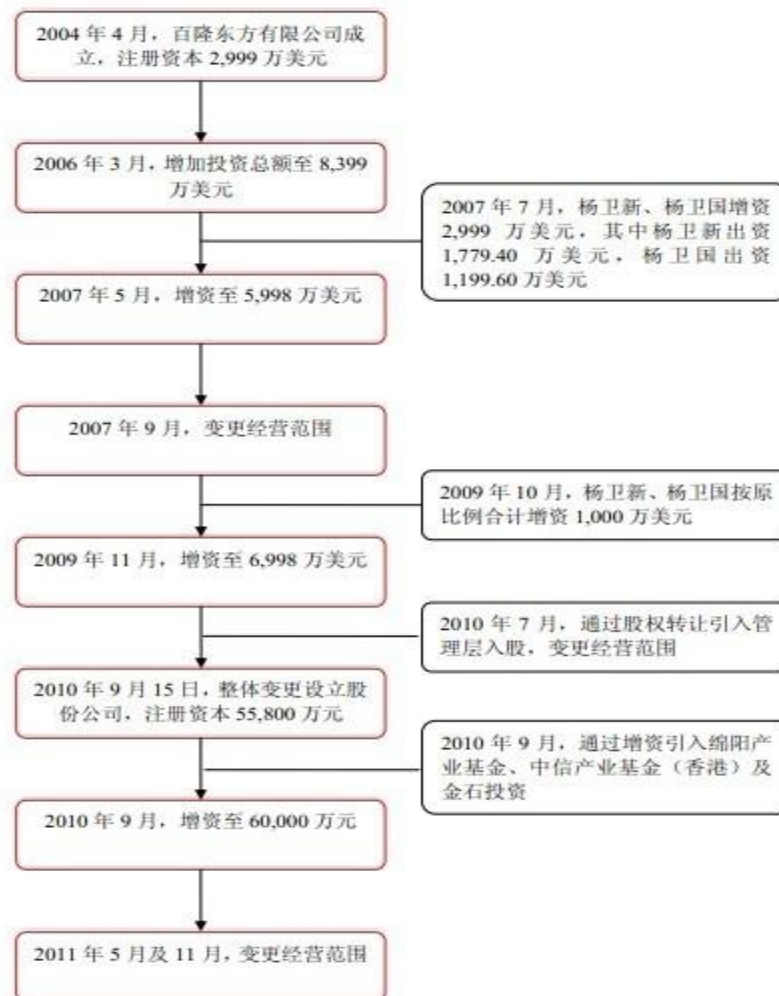
图 1: 公司上市前股本形成及变化图.....	4
图 2: 发行前股权结构图.....	5
图 3: 我国 2001-2011 年纺织品产量.....	6
图 4: 我国 2008-2010 年针织服装产量.....	7
图 5: 公司运营流程图.....	8
图 6: 采购流程示意图.....	9
图 7: 品牌运营商下单程序示意图.....	10

1. 公司概况

百隆东方股份有限公司成立于2004年，公司主要从事色纺纱的研发、生产和销售，经营产品包括纯棉色纺纱、混纺色纺纱等。公司在色纺纱行业经过数十年的积淀，已建立起经验丰富的核心管理、研发、生产及销售团队。作为国内领先的色纺纱生产企业，公司在浙江、山东、河北、江苏等地均设立有生产基地，各类色纺纱产品的年生产能力接近100万吨。公司通过潜心研发新品种，目前推出的色纺纱颜色已达5,500余种，基本覆盖全部的流行色系列，可以满足各类布料生产的需要。

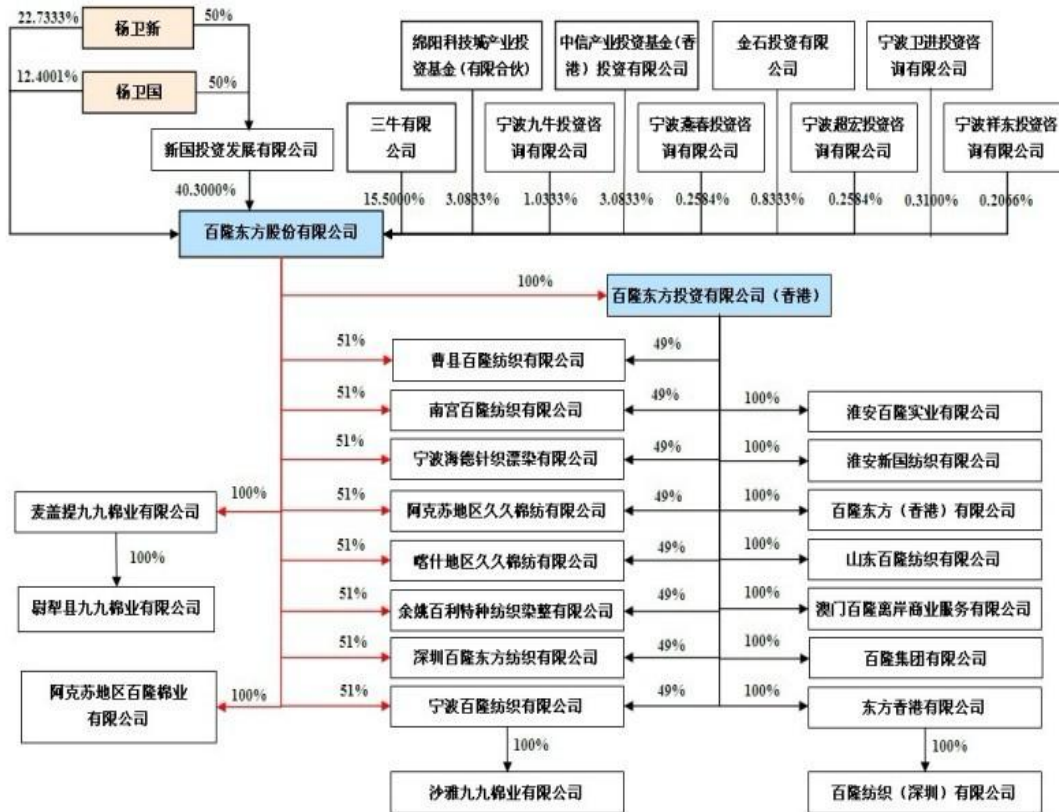
公司注册资本60,000万元，经过四次增资和一次公司改制形成上市前最终的股权结构。其中第一股东为新国投资系，持股比例为40.30%；实际控制人为杨卫新、杨卫国兄弟二人，合计直接间接持有公司91.97%的股权。

图 1：公司上市前股本形成及变化图



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 2: 发行前股权结构图



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

公司上市发行前总股本为 15,000 万股, 上市后公司总股本将增至 75,000 万股, 主要股东持股比例相应下降, 如表 1 所示:

表 1: 公司上市前后股权结构变化

	股份数 (万股)	股份比例 (%)	股份数 (万股)	股份比例 (%)
一、有限售条件的流通股	60,000	100.00	60,000	80.00
新国投资发展有限公司	24,179.98	40.30	24,179.9814	32.24
杨卫新	13,639.98	22.73	3,17713,639.98	18.19
三牛有限公司	9,300.02	15.50	9,300.02	12.40
绵阳科技城产业投资基金 (有限合伙)	1,850.00	3.08	1,850.00	2.47
中信产业投资基金 (香港) 投资有限公司	1,850.00	3.08	1,850.00	2.47
宁波九牛投资咨询有限公司	619.99	1.03	619.99	0.83
金石投资有限公司	500.00	0.83	500.00	0.67
宁波卫进投资咨询有限公司	185.98	0.31	185.98	0.24

宁波燕春投资咨询有限公司	155.01	0.26	155.01	0.21
宁波超宏投资咨询有限公司	155.01	0.26	155.01	0.26
宁波样东投资咨询有限公司	123.99	0.21	123.99	0.17
二、本次发行流通股	-	-	15,000	20.00
合计	60,000	100.00	75,000	100.00

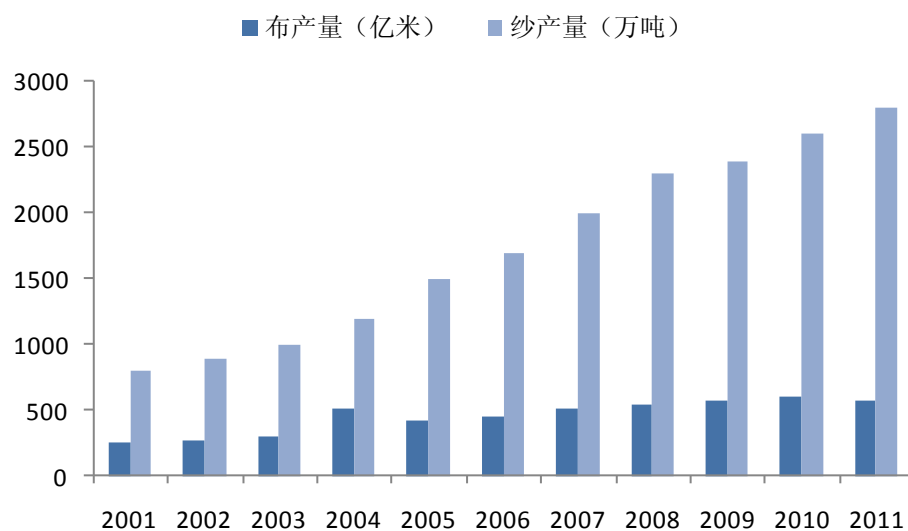
资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

2. 色纺行业未来前景广阔

2.1 国内纺织行业竞争优势明显

纺织工业是我国国民经济的传统支柱产业和重要的民生产业，也是国际竞争优势明显产业。中国纺织业具有传统优良、产业链完整、劳动力资源丰富的特点，成为全球纺织业分工体系下主要的生产、加工和出口国。进入 21 世纪以来，我国纺织工业持续快速发展，形成了从上游纤维原料加工到服装、家用、产业最终端产品制造不断完善的产业体系，生产持续较快增长，产品出口大幅增加。金融危机后，“中国制造”的国际竞争优势不降反升，2010 年，国家海关总署数据显示，2010 年我国纺织品服装累计出口 2,065.30 亿美元，同比增长 23.59%。其中，纺织品出口 770.51 亿美元，同比增长 28.44%，2010 年以来我国纺织出口已创出汇率改革以来最高增长水平。其中固然有外需回升等外在因素的影响，然而更重要的深层次原因在于中国纺织服装行业在国际市场中的竞争优势并未在经济危机中削弱，反而还得到提升。

图 3：我国 2001-2011 年纺织品产量



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

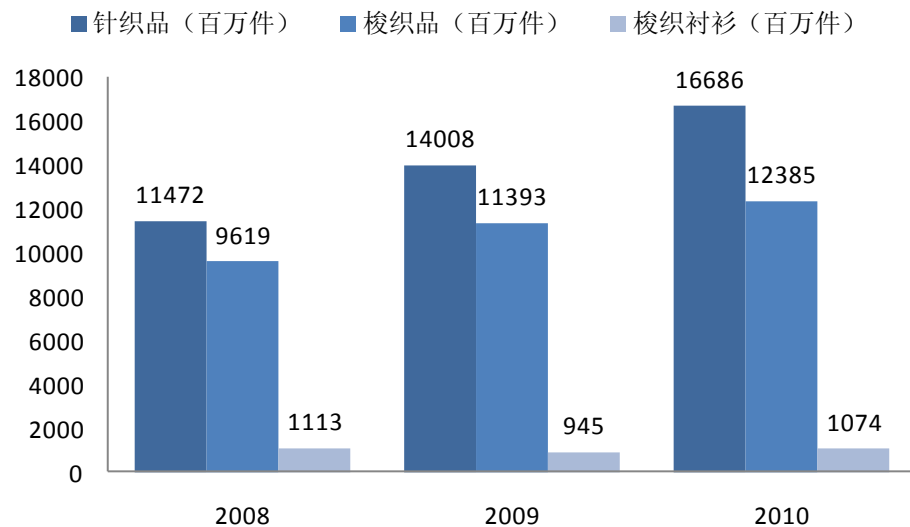
2.2 色纺行业处于起步阶段 市场容量呈扩大趋势

首先，色纺纱 80 年代起源于日本，由于其采用“先染色、后纺纱”的新技术手段，缩短了后续加工企业的生产流程，降低了生产成本，尤其是突破性地解决了传统染整行业污染较高的问题，极大地降低了能源消耗和环境破坏，因此具有较高的附加值。相对于采用“先纺纱、后染色”的传统工艺，色纺纱有较强的市场竞争力和较好的市场前景。

其次，随着人们生活水平的不断提高，纺织品已不再是单纯的实用性消费品，除了基本的御寒遮体等功能以外，更多的是要体现时尚、健康、舒适、运动、环保元素，这就对纺织品的设计和开发提出了更高的要求。由于色纺纱产品具有时尚性、环保性和科技性，且能以“小批量，多品种，快速反应”的特点响应快速多变的市场需求，因此受到市场的广泛欢迎。目前，国际市场色纺纱制品已十分流行，国内市场也在不断扩大，色纺纱的需求量呈逐年上升趋势。

目前，我国色纺纱尚处在起步阶段，但增长潜力巨大，特别在家用纺织面料、衬衣及休闲装面料领域。我国针织品产量在近几年稳步增长，按照我国 2010 年针织品 166.86 亿件的产量，将存在较可观的潜在市场需求规模。随着消费者消费习惯升级以及服装品位提升，色纺纱在纺织面料中的应用比例将会逐步提高，市场容量也将不断增大。

图 4：我国 2008-2010 年针织服装产量



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

2.3 色纺行业双寡头格局形成

2009 年，我国纺纱总产能在 1.1 亿锭左右，其中色纺纱产能约 500 万锭，纯棉产品则占据色纺纱的多数产能。目前，公司拥有的色纺纱自有及外协加工总产能达到 100 万锭左右，鉴于以棉花为原料的中低档色纺纱市场相对独立，我国中高档色纺纱行业事实上已形成寡头垄断的竞争格局，公司与华孚色纺两家公司占据主要的生产能力和市场份额。

色纺纱相对于传统纺纱行业毛利率相对较高，多年来诸多企业试图进入色纺行业，但由于色纺纱市场尤其是高端色纺纱市场的进入壁垒较高且寡头垄断的竞争格局已基本形成，因此目前尚未有同等规模的竞争者出现，进入和退出该行业的企业数量基本相同。

3. 公司运营模式特征

公司作为我国色纺行业的龙头企业，通过自制生产为主、委托外协加工为辅的生产模式，集中采购与零星采购相结合的原材料采购模式，直营和代理相结合的销售模式，以“小批量、多品种、快速反应”为经营特色，研发、生产和销售各类色纺纱产品。

图 5：公司运营流程图



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

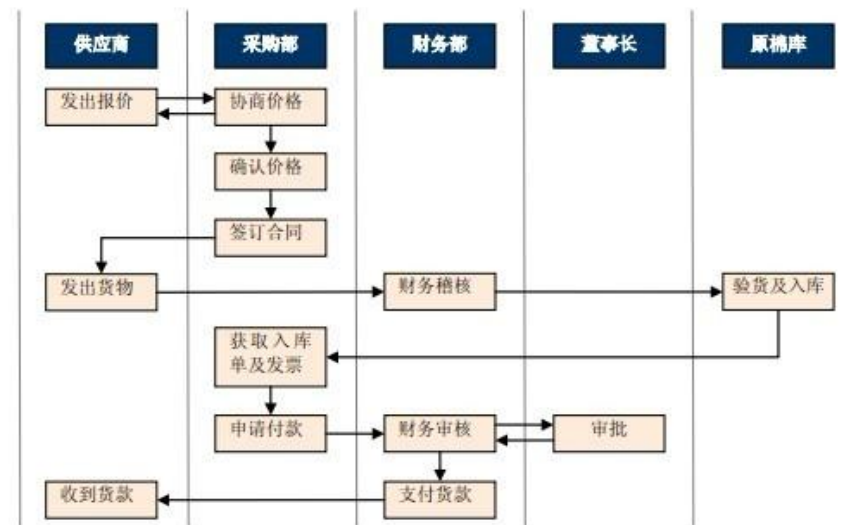
3.1 三位一体的采购模式

公司目前原材料总用量在 16 万吨左右，其中棉花约 15 万吨，其他纤维约 1 万吨。棉花是公司最重要的原材料采购物资，主要采用产地集中采购、产地零星采购及进口棉采购三种模式。公司目前在我国新疆阿克苏地区、喀什地区、巴音郭楞蒙古族自治州等地设有棉花收购及初加工基地，在南疆地区兵团与地方棉花供应商的新棉集中上市时期，集中向当地棉农收购和加工优质棉花；产地零星采购主要是直接面向生产工厂附近的棉花产区供应商采取比价原则及货到验收后付款方式，挑选适合于公司产品的棉花用以生产。同时，公司根据市场形势变化采用拍卖国储棉和动用期货棉等方式，控制棉花采购成本；此外公司还从国外进口部分皮棉以弥补国内采购的空缺。

表 2：公司三位一体采购模式

年份	采购模式	采购金额	占棉花总采购额比例
2011 年	产地集中采购	92,461.38	34.76%
	产地零星采购	84,607.70	31.81%
	进口棉	88,936.50	33.43%
	合计	266,055.59	100.00%
2010 年	产地集中采购	60,723.77	32.97%
	产地零星采购	104,846.46	56.93%
	进口棉	18,588.64	10.09%
	合计	184,158.88	100.00%
2009 年	产地集中采购	69,802.55	33.63%
	产地零星采购	125,834.38	60.62%
	进口棉	11,952.33	5.76%
	合计	207,589.26	100.00%

图 6：采购流程示意图



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

3.2 “以销定产”，自产为主的生产模式

公司主要采用“以销定产”的生产模式，但在产品销售淡季时也存在一定比例的库存生产。公司计划部接受所有销售订单，根据客户的要求和工厂的生产情况向客户确认交期，按交期和颜色系列的不同将订单下达给生产总厂；如遇销售淡季，计划部结合销售部门意见给工厂下达库存生产任务。如订单为客户来样，需将来样交由产品开发中心生产小样，由客户确认小样后再确定交期。

此外，公司还根据销售进度及生产安排确定一定外协加工比例，以满足公司自有产能不足的需要。公司外协加工主要分为色纺纱加工和散纤维染色加工两部分，公司专设外协部负责外协加工单位的筛选、评定、审查和日常管理等工作。

表 3：公司产量情况表（单位：吨）

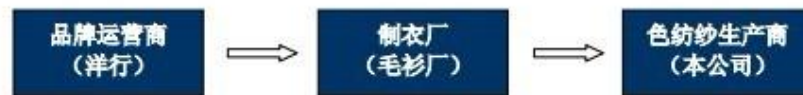
	2011 年度	2010 年度	2009 年度
自产	76,924.86	72,489.97	74,,908.36
外协加工	23,107.80	43,237.22	25,414.85
合计	100,032.66	115,727.19	100,323.21

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

3.3 直营与代销相结合的销售模式

公司十分重视与品牌运营商（洋行）的交流、推广和营销，这主要由品牌运营商在色纺纱市场直接面对终端消费者的地位决定的。一般品牌运营商的下单程序如下：

图 7：品牌运营商下单程序示意图



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

公司实施营销的主要方式包括：通过参加国内外行业展会，进行品牌推广及宣传；通过拜访推介会等方式推介公司产品，挖掘新的客户资源；对现有品牌运营商客户定期拜访，获取市场信息并推介公司产品；针对重点客户召开开发组、采购组、质量保证组的产品推介会；与品牌运营商建立合作开发关系等。

公司色纺纱产品主要销往品牌运营商指定的或品牌运营商旗下的成衣厂及其他面料织造厂商，销售区域主要分布在中国大陆、欧美、亚洲、非洲等地区，长期合作伙伴包括 ZARA、H&M、GAP、Oldnavy、M&S、Esprit、Polo、A&F、Target、JCPenny、Uniqlo、Nautica、Burberry、DKNY、Giordano、Baleno、雅戈尔、李宁、美特斯邦威等众多国内外知名品牌。内销比例高于出口比例。国内销售主要采取直营模式，国外销售则采取直营和部分代理模式相结合。

表 4：公司销售情况表（单位：万元）

	2011 年度	2010 年度	2009 年度
内销	252,979.34	229,566.51	172,695.80
外销	149,109.29	171,925.18	137,333.50
合计	402,088.63	401,491.69	310,029.30

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

3.4 一流的技术水平

公司选用国内先进的清花、梳棉、粗纱和细纱设备，以及进口的 RIETER 并条和 SAVIO 络筒设备；中心实验室配备有技术领先的 USTERIV 型条干仪、纱疵仪等检测仪；为保证产品品质，公司现配备有从美国进口的 ATLAS 皂洗牢度仪、起毛起球仪、摩擦牢度仪等设备，可严格按照美国 AATCC 标准及日本 JIS 标准实施色牢度测试。此外，公司还设有适合于小品种订单和来样加工订单的专纺生产线。公司配备的专业色彩分析师在开发彩色花纱系列的基础上，融合当今世界服装面料的时尚流行色彩，每年不断推出新的纱线色彩，至今共推出 32 本混色纱色卡，给全球知名服饰品牌客户丰富的选择。

公司始终十分注重对新产品的的设计开发，近年来不断加大对研发活动的投入力度，具体投入情况如下：

表 5：公司研发情况表（单位：万元）

	2011 年度	2010 年度	2009 年度
研发投入	14,687.53	14,396.87	8,839.66
占营业收入比	3.08%	2.95%	2.68%

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

4. 募集资金项目

公司本次拟向社会公众公开发行人人民币普通股（A 股）不超过 15,000 万股，占发行后总股本不超过 20%。募集资金扣除发行费用后，将投资于山东邹城年产 25,000 吨色棉纺项目和江苏淮安高档纺织品生产项目，以及用于其他与主营业务相关的营运资金。

表 6：公司募投项目拟投资金额

项目名称	总投资额（万元）	拟投入募集资金（万元）
山东邹城年产 25000 吨色棉纺项目	39,840	8,959.02
江苏淮安高档纺织品生产项目	66,389	17,993.50
其他与主营业务相关的营运资金	—	—

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

4.1 山东邹城棉纺项目

项目预计总投资 39,840 万元（6,000 万美元），建设地点位于山东邹城工业园区，项目用地规模 300 亩，拟新建各类建、构筑物总建筑面积 156,001 平方米。项目设计产能为年产 25,000 吨 19.5 号纯棉色纺纱。项目建成后，预计每年新增销售收入 139,500 万元，实现新增利润 8,007 万元，投资利润率为 22.47%，所得税前财务内部收益率 28.15%，所得税后财务内部收益率 21.75%。

表 7：山东邹城棉纺项目拟投资金额

类别	总投资额（万元）	比例
设备购置安装	27,286.00	85.36%
土地	4,680.00	14.64%
工程费用	0.00	0.00%
合计	31,966.00	100.00%

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

根据本项目的实际情况，项目建设期为 1 年，固定资产投资于建设期按建设进度逐步投入。流动资金根据各年生产负荷的安排，在项目生产期间逐年分期投入。本项目主要财务指标测算如下：

表 8：项目完全达产后的效益指标测算

指标	数量
年均营业收入（万元）	139,500.00
年均总成本费用（万元）	123,121.67
年均税后净利润（万元）	8,006.78
投资利润率（%）	22.47
所得税前投资回收期（含建设期）（年）	4.61
所得税后投资回收期（含建设期）（年）	5.27
所得税前财务内部收益率（%）	28.15
所得税后财务内部收益率（%）	21.75

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

4.2 江苏淮安高档纺织品生产项目

项目预计总投资 66,388.80 万元（9,990 万美元），其中建设投资 58,899.95 万元（8,863.10 万美元），流动资金 7,488.84 万元（1,126.90 万美元）。建设地点位于淮安市经济开发区内，项目用地规模 562.68 亩，拟新建各类建、构筑物总建筑面积 258,368 平方米。项目设计产能为年产 24,000 吨 30 支纯棉花灰纱。项目建成后，预计每年新增销售收入 137,520 万元，实现新增利润 11,714.72 万元，投资利润率为 17.65%，所得税前财务内部收益率 26.56%，所得税后财务内部收益率 20.12%。

表 9：江苏淮安高档纺织品生产项目拟投资金额

类别	总投资额（万元）	比例
设备购置安装	25,970.08	44.09%

土地	9,565.56	16.24%
建筑工程费用	22,952.89	38.97%
其他费用	411.42	0.70%
合计	58,899.95	100.00%

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

根据本项目的实际情况，项目建设期为 1 年，固定资产投资于建设期按建设进度逐步投入。流动资金根据各年生产负荷的安排，在项目生产期间逐年分期投入。本项目主要财务指标测算如下：

表 10：项目完全达产后的效益指标测算

指标	数量
年均营业收入（万元）	134,769.60
年均总成本费用（万元）	118,301.65
年均税后净利润（万元）	11,422.014
投资利润率（%）	17.65
所得税前投资回收期（含建设期）（年）	4.68
所得税后投资回收期（含建设期）（年）	5.58
所得税前财务内部收益率（%）	26.56
所得税后财务内部收益率（%）	20.12

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

5. 盈利预测与估值

我们对公司盈利预测假设如表 11 所示：

表 11：盈利预测假设

	2010	2011	2012E	2013E
产能（吨）	77000	77000	84700	101640
YOY	0.00%	0.00%	10.00%	20.00%
自制产量（吨）	72489.97	76924.86	83853	96558
产能利用率	94.14%	99.90%	99.0%	95.0%
外部产量（吨）	43237	23107.80	23000	33000
总产量（吨）	115727	100032.7	106853	129558
YOY	15.35%	-13.56%	6.8%	21.2%
销量（吨）	109589	88014	106853	126967

YOY	4.06%	-19.69%	21.4%	18.8%
产销率	94.70%	87.99%	100.00%	98.00%
产品单价(万元)	3.66	4.57	4.40	4.53
YOY	24.45%	24.70%	-8.00%	3.00%
销售收入(万元)	401492	402,088.63	470153	575414
YOY	29.50%	0.15%	16.93%	22.39%

资料来源: 东兴证券研究所

预计公司2012-2014年EPS分别为1.39、1.59和1.91元,对应13.6元的上市定价,2012年动态PE为9.79倍,明显低于纺织服装制造板块13倍的估值中枢,建议“申购”。

6. 风险提示

募投项目推进进度慢于预期。

表 12: 盈利预测表 (2010A-2014E)

利润表(百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	4,874.79	4,761.19	5,351.53	12.40%	6,404.14	19.67%	7,636.88	19.25%
营业成本	3,548.83	3,440.48	3,898.51	13.31%	4,641.38	19.06%	5,516.59	18.86%
营业费用	110.82	111.22	101.68	-8.58%	128.08	25.97%	152.74	19.25%
管理费用	277.18	264.52	246.17	-6.94%	320.21	30.08%	381.84	19.25%
财务费用	41.68	6.26	-19.00	N/A	-4.27	N/A	-5.28	N/A
投资收益	132.74	60.74	60.00	-1.22%	60.00	0.00%	60.00	0.00%
营业利润	1,026.30	957.38	1,152.06	20.33%	1,340.31	16.34%	1,605.17	19.76%
利润总额	1,076.09	1,053.85	1,154.06	9.51%	1,342.31	16.31%	1,607.17	19.73%
所得税	128.29	102.37	112.10	9.51%	147.65	31.71%	176.79	19.73%
净利润	947.79	951.48	1,041.96	9.51%	1,194.66	14.66%	1,430.38	19.73%
归属母公司所有者的净利润	930.13	951.48	1,041.96	9.51%	1,194.66	14.66%	1,430.38	19.73%
NOPLAT	940.66	870.04	1,023.00	17.58%	1,189.08	16.24%	1,423.90	19.75%
资产负债表(百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	1,376.91	1,114.42	2,260.87	102.87%	2,567.90	13.58%	2,938.42	14.43%
交易性金融资产	11.01	1.82	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	295.04	264.45	297.24	12.40%	355.70	19.67%	424.17	19.25%
预付款项	81.29	90.03	99.94	11.00%	111.73	11.80%	125.75	12.55%
存货	2,446.64	2,854.90	2,670.21	-6.47%	3,179.02	19.06%	3,778.49	18.86%
流动资产合计	4,283.94	5,051.83	6,058.14	19.92%	6,960.70	14.90%	8,032.44	15.40%
非流动资产	1,472.13	1,551.94	1,533.60	-1.18%	1,512.65	-1.37%	1,495.44	-1.14%

资产总计	5,756.07	6,603.77	7,591.74	14.96%	8,473.35	11.61%	9,527.89	12.45%
短期借款	2,021.25	1,644.08	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	168.75	211.87	236.79	11.76%	281.91	19.06%	335.07	18.86%
预收款项	146.95	219.21	219.21	0.00%	219.21	0.00%	219.21	0.00%
流动负债合计	2,659.12	2,162.36	490.48	-77.32%	535.82	9.24%	589.09	9.94%
非流动负债	495.99	872.95	627.85	-28.08%	627.85	0.00%	627.85	0.00%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	2,600.97	3,568.45	6,473.42	81.41%	7,309.68	12.92%	8,310.95	13.70%
净营运资本	1,624.82	2,889.47	5,567.66	92.69%	6,424.88	15.40%	7,443.35	15.85%
投入资本 IC	3,325.27	4,182.59	4,255.06	1.73%	4,784.30	12.44%	5,415.04	13.18%
现金表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	947.79	951.48	1,041.96	9.51%	1,194.66	14.66%	1,430.38	19.73%
折旧摊销	130.91	143.75	0.00	N/A	130.95	N/A	138.21	5.54%
净营运资金增加	-586.41	1,264.65	2,678.20	111.77%	857.21	-67.99%	1,018.48	18.81%
经营活动产生现金流	525.65	437.24	1,239.17	183.41%	711.16	-42.61%	855.35	20.28%
投资活动产生现金流	-52.24	-797.89	-32.62	N/A	-50.00	N/A	-61.00	N/A
融资活动产生现金流	-4.87	306.50	-60.10	N/A	-354.13	N/A	-423.83	N/A
现金净增 (减)	468.55	-54.15	1,146.45	N/A	307.03	-73.22%	370.52	20.68%

分析师简介

谭可

纺织服装研究员，2007年加盟东兴证券研究所，曾外派香港研究港股消费板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券