

以研发带动销售 运动鞋底行业潜力领袖

泰亚股份 (002517)

合理价值范围: 17.36-20.46 元

新股研究

2010年11月23日 星期二

消费品小组

张先萍

021-50586660-8633

zxp@longone.com.cn

联系人: 丰婧

021-50586660-8672

fengjing@longone.com.cn

重要数据

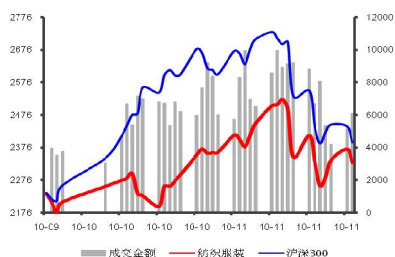
发行股数 (万股) 2,210

发行后总股本 (万股) 8,840

发行日期 2010/11/24

主承销商 华泰联合证券

纺织服装行业相对沪深300走势



投资要点

- **鞋都泉州地区研发实力最强、规模最大的鞋底制造商。**公司经营全部采用ODM模式自主研发设计产品,以成本加成方式定价,未来将打造自己的鞋底品牌。近三年净利润复合增长率为42%,是一家快速成长的公司。
- **行业成长性好,区域性明显,集中度低,扩张空间大。**未来行业年增速将保持在15%以上。鞋底行业集中度不高,许多厂商较小且无研发能力,正是大鱼吃小鱼的发展期。
- **背靠泉州,强大研发引领公司成长。**泰亚拥有多项专利及独家技术,坚持以研发带动销售战略。强大研发能力是其核心竞争力。同时公司具有区域优势,位于以泉州为核心的国内品牌运动鞋制造集群内,销售费用低,客户关系稳定,与国内运动鞋名品共同成长。
- **未来增长点:**1、兼并小厂商、协同开厂和完成2000万双鞋底的募投项目扩大产能。公司与大客户关系良好,安踏一家即可吃掉公司增长后的全部产能,公司为保障自主性规避风险,才分散供货。因此扩张后产能将迅速被市场消化。2、未来将完全放弃PU鞋底,专注做中高端产品,提高毛利。
- **盈利预测与估值:**我们预计公司2010年-2012年EPS为0.46、0.62、0.90元。综合考虑公司行业内地位及成长速度,给予公司2011年28-33倍市盈率,合理价值区间为17.36-20.46元。

盈利预测	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	32653.30	35961.08	43297.14	60529.40
营业收入增长率	7.5%	10.1%	20.4%	39.8%
营业利润(万元)	4507.55	5454.99	7309.12	10611.11
营业利润增长率	35.0%	21.0%	34.0%	45.2%
净利润(万元)	3378.00	4091.24	5481.84	7958.33
净利润增长率	33.6%	21.1%	34.0%	45.2%
每股净资产(元)	2.13	6.31	6.93	7.83
每股收益(元)	0.51	0.46	0.62	0.90

资料来源: 东海证券研究所

目录

1. 公司一览	3
1.1 研发最强的运动鞋底制造商	3
1.2 家族企业，实际控制人为夫妻关系	3
2. 公司经营特点分析	4
2.1 客户管理：八成产能贡献大客户，两成结交潜力新星	4
2.2 经营模式：100%纯 ODM 鞋底商剑指品牌鞋底制造	5
2.3 定价策略：成本加成定价稳定收益	6
3. 背靠鞋都泉州，研发优势引领公司快速成长	6
3.1 核心竞争力：研发优势	6
3.2 区域优势：地处鞋都泉州，运动鞋品牌集中	7
4. 发展动力	8
4.1 行业将保持 15%左右增速	8
4.2 向外扩张兼并，协同开厂，完成募投项目以扩大产能	9
4.3 提升中高端产品比例，提高毛利率	10
5. 财务分析	11
6. 盈利预测	11
7. 风险提示	12

图形目录

图 1、公司经营方式	3
图 2、公司股权结构关系图	4
图 3、研发经费情况	6
图 4、2008 年运动服饰企业市场份额	7
图 5、2008 年主要国家人均运动鞋数量	8
图 6、2008 年主要运动鞋生产国及产量（亿双）	9

表格目录

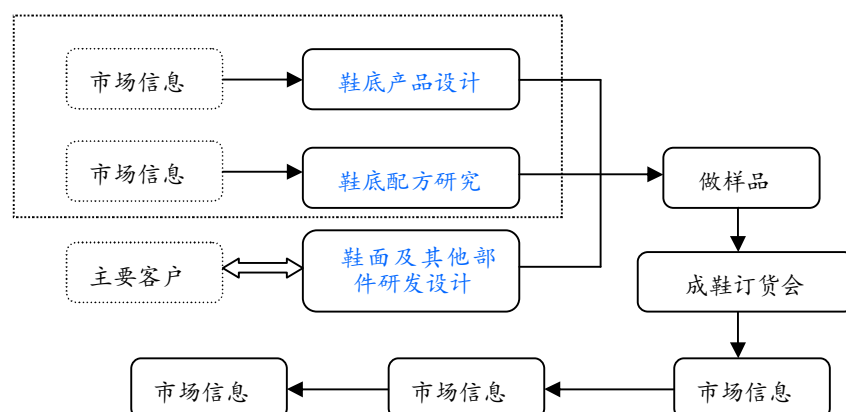
表 1、经营模式	3
表 2、主要客户销售情况	4
表 3、市场细分	7
表 4、主要运动品牌上市企业运动收入增长情况	8
表 5、主要产品毛利变化	10
表 6、主要产品价格变化	10
表 7、财务指标	11
表 8、盈利预测	11

1. 公司一览

1.1 研发最强的运动鞋鞋底制造商

公司自2000年1月3日设立起，一直从事运动鞋鞋底的研发、生产及销售，公司主要产品为EVA鞋底、PH鞋底、PU鞋底和鞋底配件，是泉州地区规模最大、研发技术水平最高的运动鞋鞋底企业。公司目前是安踏、特步最大的鞋底供应商，也是361度、鸿星尔克、德尔惠排名前五位的鞋底供应商。是福建省同时拥有市级、省级企业技术中心的两家运动鞋鞋底企业之一，拥有多项专利，研发实力强。公司经营全部采用ODM模式自主研发设计产品，未来将打造自己的鞋底品牌。近三年净利润复合增长率为42%，是一家快速成长的公司。

图 1、公司经营方式



资料来源：招股说明书

表 1、经营模式

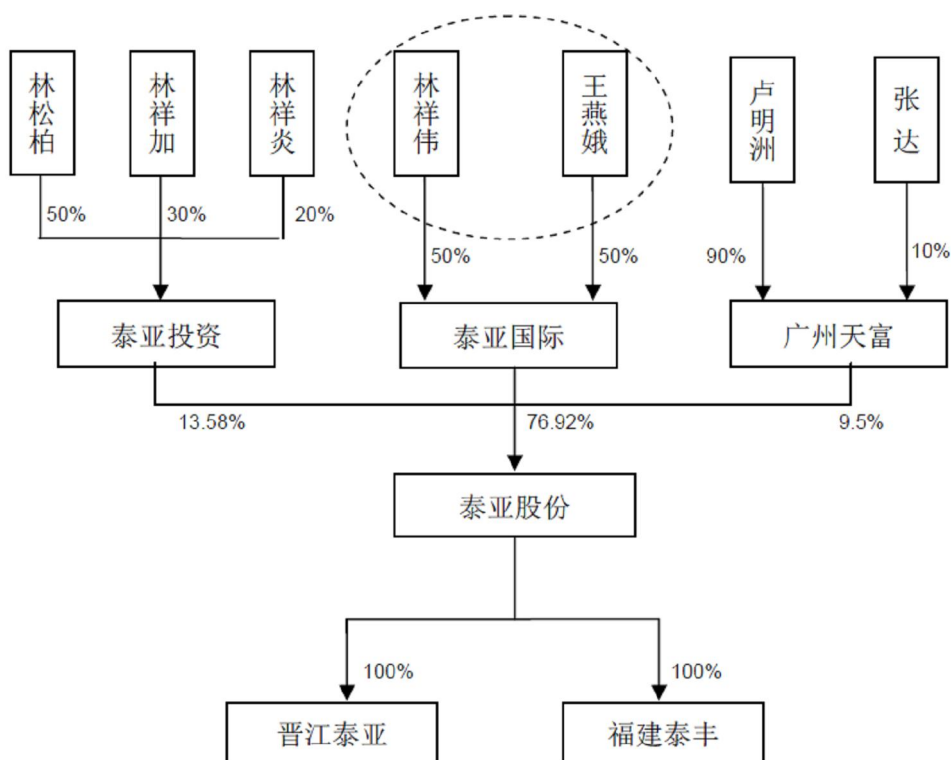
采购模式	集中采购、主要选择福建省内供应商、建立供应商信息库，与主要供应商长期合作
生产模式	劳动密集型、完全独立完成，无外协加工
销售模式	客户主要是泉州地区国内知名品牌运动鞋企业
定价模式	成本加管理利润定价
结算模式	每年对客户进行评分，分为 A、B、C 三个等级，采取不同结算政策

资料来源：招股说明书、东海证券研究所整理

1.2 家族企业，实际控制人为夫妻关系

林祥伟、王燕娥夫妇目前间接持有 76.92% 的股份，为公司的实际控制人。除公司及其全资子公司晋江泰亚和福建泰丰以外，公司实际控制人林祥伟、王燕娥夫妇及其家族成员控制、参股的企业共 6 家。林松柏、林祥加、林祥炎及林祥伟为兄弟关系。

图 2、公司股权结构关系图



资料来源：招股说明书、东海证券研究所

2. 公司经营特点分析

2.1 客户管理：八成产能贡献大客户，两成结交潜力新星

公司客户以泉州地区国内运动鞋品牌企业为主，前五大客户包括安踏、特步、361 度、鸿星尔克、德尔惠，报告期内公司对优质客户的销售比例逐年上升。2009 年，公司对前五大客户的销售已占到公司销售收入的 62.38%；前十大客户，除上述企业外，还包括喜得龙、贵人鸟、金莱克等品牌运动鞋企业，2009 年公司对前十大客户的销售占销售收入的 73.72%。

表 2、主要客户销售情况

年份	销售客户名称	销售收入 (万元)	比例
2010 年 1-6 月	特步	4,259.00	24.53%
	安踏	2,602.85	14.99%
	鸿星尔克	1,282.05	7.38%
	南海南岗	1,278.00	7.36%
	三六一度	1,059.81	6.10%
	合计	10,481.71	60.36%
	2009 年	特步	6,751.42
安踏		6,703.75	20.55%

	三六一度	2,757.34	8.45%
	鸿星尔克	2,435.90	7.47%
	德尔惠	1,704.58	5.22%
	合计	20,352.99	62.38%
2008年	安踏	6,287.21	20.72%
	三六一度	3,005.08	9.90%
	特步	2,554.91	8.42%
	鸿星尔克	1,794.87	5.91%
	德尔惠	1,421.36	4.68%
	合计	15,063.43	49.63%
2007年	特步	2,341.75	10.07%
	安踏	2,217.37	9.54%
	鸿星尔克	1,154.21	4.96%
	金莱克	1,028.51	4.42%
	莆田华丰	653.25	2.81%
	合计	7,395.09	31.80%

资料来源：招股说明书

经过多年合作，公司已成为上述前五大客户的开发伙伴级供应商，并签订了战略合作协议，在同等价格的条件下，将优先采购公司产品，并力争向公司年均采购增长率不低于 20%。由于公司加大研发设计力度，产品档次提高，向知名鞋企销售比重逐年增加。公司与安踏合作关系进一步升级，已经确定了共同到安徽等地开合作工厂计划，这为公司未来产能扩张奠定了良好的市场基础。

同时，公司也不放弃对于潜力品牌鞋商的合作关系，每年保持 20%的产能与这些新星合作，当前几大客户之中某家出现情况时，可以及时的调整销售方向，不影响公司稳定发展，增强公司抗风险能力。

2.2 经营模式：100%纯 ODM 鞋底商剑指品牌鞋底制造

国内鞋底行业经营模式主要是OEM和ODM两种。公司采用ODM模式，根据成鞋企业的规格和技术要求，设计和生产产品，并按约定价格出售给成鞋企业。除非运动鞋品牌企业买断设计产品版权，否则公司可自行组织生产出售。由于具有自主研发设计能力，产品附加值高，因此能获得较丰厚的利润。

公司和成鞋品牌企业一起，站在消费者的角度上，共同开发有新款鞋底，为品牌鞋企在推广品牌时增添亮点，提高品牌附加值。同时，也开始注重自己

的品牌打造，已经注册了属于自己的鞋底商标



，目前还没有用该

品牌生产鞋底。

2.3 定价策略：成本加成定价稳定收益

公司采取“成本加管理利润”的方式确定产品销售价格，即在产品制造成本的基础上加上预设的毛利率来确定产品的价格。制造成本由技术中心和财务部共同确定。在此基础上综合考虑客户合作关系、市场价格趋势及供求关系变化、同档次产品价格、公司品牌等因素最终确定产品实际销售价格。公司也会根据行业状况、短期内的市场波动及诸如原油价格变动等大环境的影响，进行适当的调价。这种定价方式有利于稳定毛利率，转移成本压力。

由于公司较强的研发设计能力，客户对公司产生一定依赖，公司议价能力不断增强。

3. 背靠鞋都泉州，研发优势引领公司快速成长

3.1 核心竞争力：研发优势

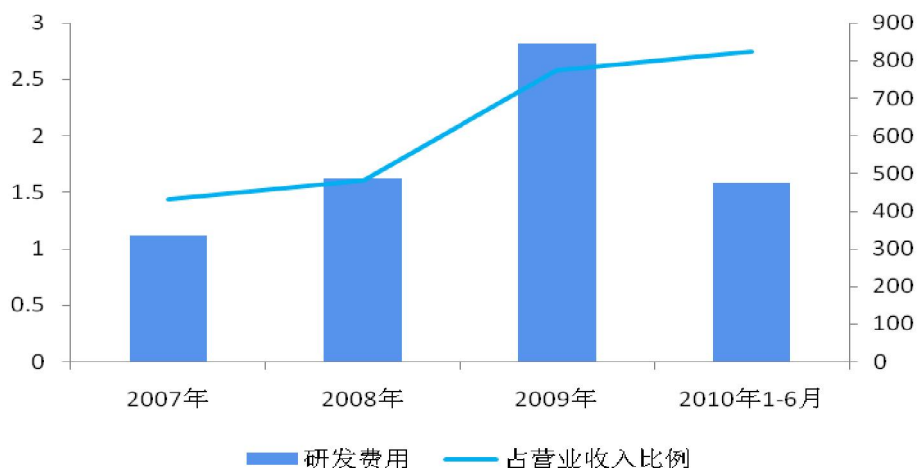
研发能力强：运动鞋鞋底成本仅占运动鞋成本25%左右，但运动鞋外观效果的50%由鞋底的款式决定，而运动鞋的功能性则70%体现在鞋底上。公司是福建省同时拥有市级、省级企业技术中心的两家运动鞋鞋底企业之一。公司已拥有多项专利及非专利技术，另有10项发明专利、2项实用新型专利和5项外观设计专利申请已获受理，其中10项发明专利均已通过初步审查。

管理层重视：公司高度重视技术创新工作，把技术进步、技术革新、工艺改进作为推动企业发展的核心动力。公司优先保证研究开发费用的足额投入，购置先进的研发设备、检测设备。战略发展上坚持以研发带动销售。

产学研结合创新：公司与厦门大学等知名高校进行研发合作，积极引进外部专家到公司开展研发、教学、培训工作。公司与安踏、特步、361度、鸿星尔克、德尔惠等知名运动鞋企业进行战略合作，共同设计和研发创新型产品，并在市场信息采集、优秀员工培训等多方面进行共享合作。

研发激励机制：公司在技术中心实行“新产品开发奖励机制”，即新产品上市后按一定比例给予开发人员奖励，充分调动研发人员的主观能动性，形成良好的技术创新氛围。

图 3、研发经费情况



资料来源：招股说明书、东海证券研究所

3.2 区域优势：地处鞋都泉州，运动鞋品牌集中

从地域上看，我国运动鞋的生产研制目前已形成了以福建泉州、广东东莞等为代表的产业集群。以泉州地区为核心的产业集群，年总产量约14亿双，约占国内运动鞋总量的50%，泉州因此也被称为“中国鞋都”。该产业集群中多以生产国内自有品牌运动鞋为主，如安踏、特步、361度等，有较多的鞋底企业为其配套生产，其中部分鞋底生产厂家具有较强的研究和技术开发实力，与国内主要品牌运动鞋企业合作，开发设计具有高技术含量的运动鞋鞋底。以东莞地区为核心的产业集群，主要做贴牌生产。

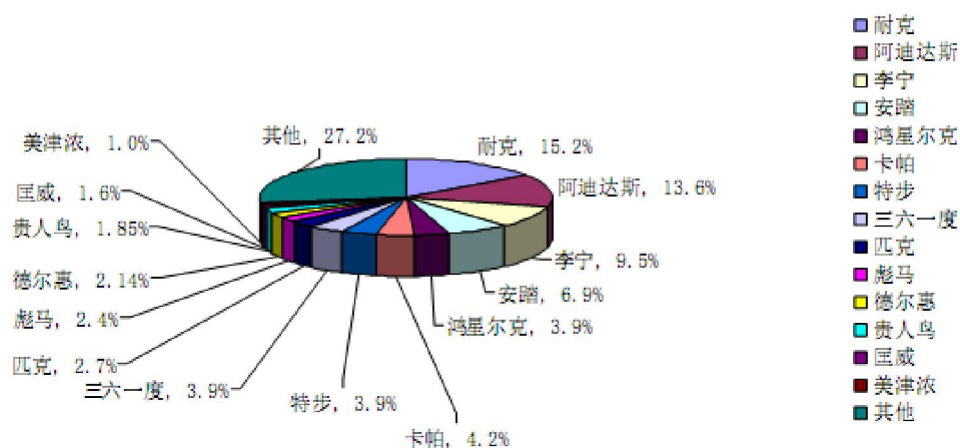
表 3、市场细分

序号	目标市场	主要经营模式	代表区域	主要客户
第一类	国内运动鞋品牌企业	ODM、OEM	泉州为核心的产业集群	安踏、特步等
第二类	国外运动鞋品牌企业	OEM	东莞为核心的产业集群	耐克、阿迪达斯等
第三类	无特定目标市场	OEM	浙江省及国内其他区域	小规模成鞋生产企业

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

中国运动服饰市场，以耐克、阿迪达斯为代表的国际品牌市场占有率约为30%；以李宁、安踏为代表的国内知名品牌市场占有率约为40%，其中安踏、特步、361度、鸿星尔克等发源于福建省泉州市的品牌占据国内品牌的70%左右。

图 4、2008 年运动服饰企业市场份额



资料来源：招股说明书

行业资源越来越朝国内主要品牌集中，行业竞争中的“马太效应”越来越明显，中国运动鞋行业已进入品牌化阶段。我国运动鞋行业中的国内知名品牌正在以超过行业平均发展水平数倍的速度发展，规模不断壮大并逐步在新一

轮竞争中赢得了领先优势。已上市的国内运动鞋企业，最近三年运动鞋收入的平均增长速度均超过40%，远超行业平均约15%的增速。上述品牌中，除李宁外，安踏、特步、361度和匹克均是泉州的运动鞋品牌。

表 4、主要运动品牌上市企业运动收入增长情况

企业名称	2007 年增长率 (%)	2008 年增长率 (%)	2009 年增长率 (%)
李宁	45.74	59.31	20.08
安踏	101.42	56.94	31.48
特步	444.35	71.30	11.31
匹克	55.68	80.33	35.80
361 度	43.93	150.41	86.69

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

背靠泉州这个品牌鞋企孵化地，与知名国内运动品牌比邻而居，公司不但与大客户建立了良好的关系，并且还与潜在鞋业新星维持合作关系，有利于增强公司抗风险能力，降低成本，降低销售费用，分享泉州品牌成鞋商的高速成长收益。

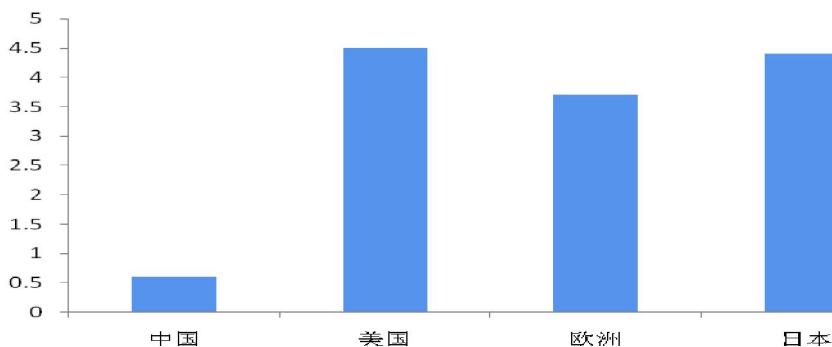
4. 发展动力

4.1 行业将保持 15%左右增速

GDP及居民收入将保持高增速，城市化进程加速、消费观念的变迁促进运动鞋业发展。随着居民可支配收入不断提升，中国城市化进程加快，国内消费需求潜力巨大。民众健身意识的不断增强也有利于运动鞋市场的扩大。运动鞋作为运动休闲用品，因其轻便、舒适、大方而备受现代人的青睐。根据国家统计局数据，2006年、2007年和2008年我国城镇居民家庭人均鞋类支出分别为205.8元、242.64元和270.42元，呈逐年上升的趋势。

我国运动鞋人均消费量仍有较大提升空间。根据福建省鞋业行业协会的统计，2008年我国人均运动鞋拥有量为0.6双，距美国人均4.5双、欧洲3.7双、日本4.4双相差甚远。而且未来中国“一鞋通天下”局面有望打破，人们将注重专业篮球鞋、跑步鞋等功能性，实现“一人多鞋”。

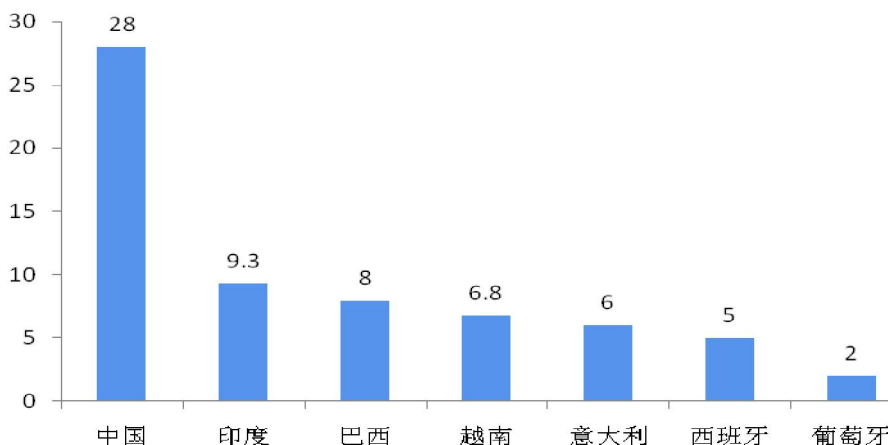
图 5、2008 年主要国家人均运动鞋数量



资料来源：招股说明书、东海证券研究所

运动鞋底制造转向中国。近几年来，美、日、欧由于成本因素将生产逐渐转移到发展中国家。中国已经成为世界上最大的运动鞋鞋底生产国家。东南亚国家由于劳动力成本优势，运动鞋鞋底生产也在快速增长中。但中国鞋底制造业经过多年发展，在产业配套、工人整体素质及生产技术上都积累了相当大的优势，其他国家一时很难复制，在相当长时间内中国地位无可替代。

图 6、2008 年主要运动鞋生产国及产量（亿双）



资料来源：招股说明书、东海证券研究所

我国运动鞋底市场也在快速增长。运动鞋产业的蓬勃发展引致了对运动鞋鞋底的强劲需求。根据福建省鞋业行业协会的统计，2007年、2008年增长速度分别为13.4%、14.2%，2008年国内运动鞋鞋底销售收入为74亿元，2010年预计可以达到98亿元。中国运动鞋鞋底市场规模稳步扩大。

4.2 向外扩张兼并，协同开厂，完成募投项目以扩大产能

扩张兼并空间大：鞋底行业区域性明显，行业集中度不高，产能比较分散，存在大量无研发实力的小鞋底厂商，像公司这样具备强大研发实力且生产规模质量均佳的鞋底厂商稀少，因此存在很大的兼并扩张空间，而且公司管理层也有此方面设想。

协同开厂：由于公司强大研发实力及其无可替代性，安踏等知名品牌多次希望公司能把所有产能为其服务，或者由成鞋商直接投资于公司，之前出于关联交易考虑，管理层拒绝了安踏的投资。在上市后，公司计划将与安踏在安徽等地协同开厂。

募投项目扩张产能：公司计划投入 1.3 亿元建成年产 2000 万双鞋底的项目，该项目完成后将缓解目前的产能不足压力，有效占领市场，为公司带来每年 2.9 亿元的收入。

4.3 提升中高端产品比例，提高毛利率

过去毛利因为研发和质量不断提高。公司采用成本加管理利润模式进行产品销售价格管理，每个季度初根据销货成本和市场供需情况，结合年度经营计划预设的毛利率和销量水平确定产品毛利率。最近三年及一期公司主营业务毛利率逐年上升，2010年1-6月、2009年及2008年主营业务毛利率较上一年度分别增加0.43个百分点、2.73个百分点和3.13个百分点，主要原因系公司以前年度不断加强对产品研发设计的投入所形成的研发设计优势正逐步在产品毛利率上得以体现。

表 5、主要产品毛利变化

产品类别	2010年1-6月		2009年		2008年		2007年	
	毛利 (万元)	毛 利 率 (%)	毛利 (万元)	毛 利 率 (%)	毛利 (万元)	毛 利 率 (%)	毛利 (万元)	毛 利 率 (%)
EVA 鞋底	2,416.59	21.68	4,634.62	21.57	4,216.59	19.76	2,895.04	16.27
PH 鞋底	1,282.75	26.46	2,059.81	26.42	1,088.02	21.27	388.60	20.57
PU 鞋底	264.95	19.78	539.38	18.96	670.47	17.33	563.58	16.00
其他	4.63	14.33	86.02	17.10	3.68	13.34	5.23	11.33
合计	3,968.93	22.86	7,319.83	22.43	5,978.76	19.70	3,852.46	16.57

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

表 6、主要产品价格变化

产品类别	2010年1-6月	2009年	2008年	2007年
EVA鞋底	11.63	10.43	11.71	9.33
PH鞋底	15.97	14.98	20.04	18.89
PU鞋底	12.16	11.73	11.25	9.55

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

未来提高中高端产品比例，并进一步加强研发，提升毛利。此次募投项目之一“技术中心扩建项目”建成后将进一步加强公司研发能力，提高产品附加值和公司议价能力，稳定毛利。另一个募投项目年产2000万双运动鞋鞋底项目完成后，将极大扩大公司产能，规模生产降低成本，并且由于此项目都是高毛利的EVA和PH鞋底生产线，公司还计划将目前的PU生产线全部用来生产高端产品，因此毛利将进一步提高。

5. 财务分析

公司目前资产负债结构合理，流动比率、速动比率均属行业正常范围，公司的应收账款逐年上升，其中 2008 年末较 2007 年末上升 87.57%，2009 年末较 2008 年末上升 9.49%，主要原因因为公司销售规模不断扩大，但是由于客户都是优质品牌商，账款回收有保障，存货变现能力较强，资产流动性较好，具有较强的偿债能力。

地处鞋都泉州，主要客户也都在泉州附近，因此公司的销售费用率保持非常低的比率，07 年至 09 年分别为 0.62%、0.64%、0.51%。管理费用持续增长主要由于管理员工资和研发投入逐年增加。财务费用也维持较低水平，07 年至 09 年分别为 3.12%、2.71%、2.34%，未来由于募集资金的到位，财务费用将大幅降低。

表 7、财务指标

财务指标	2010 年 1-6 月	2009 年	2008 年	2007 年
应收账款周转率	-	5.29	6.72	9.05
存货周转率	-	3.29	3.74	4.77
流动比率	1.50	1.39	1.20	1.05
速动比率	1.00	0.89	0.85	0.78
销售费用	0.71	0.51	0.64	0.62
管理费用	6.91	6.38	5.11	4.64
财务费用	1.68	2.34	2.71	3.12
主营业务毛利(%)	22.86	22.43	19.70	16.57

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

6. 盈利预测

综合考虑公司行业内地位及公司的成长速度，给予 2010 年 50-55 倍市盈率，建议询价区间为 51-56.1 元。我们预计公司 2010 年-2012 年 EPS 为 0.46、0.62、0.90 元。综合考虑公司行业内地位及成长速度，给予公司 2011 年 28-33 倍市盈率，合理价值区间为 17.36-20.46 元。

表 8、盈利预测

利润表(万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	32653	35961	43297	60529
增长率	7.5%	10.1%	20.4%	39.8%
营业成本	25308	27798	33036	45639
营业成本/营业收入	77.5%	77.3%	76.3%	75.4%
营业税金及附加	31	18	22	30
销售费用	167	255	299	412

销售费用/营业收入	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%
管理费用	2080	2337	2862	4074
管理费用/营业收入	6.4%	6.5%	6.6%	6.7%
财务费用	764	239	(102)	(100)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	205	145	136	145
其他收入	0	0	0	0
营业利润	4508	5459	7317	10619
增长率	35.0%	21.1%	34.0%	45.1%
营业外净收支	91	0	0	0
利润总额	4598	5459	7317	10619
增长率	39.0%	18.7%	34.0%	45.1%
所得税费用	1220	1365	1829	2655
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	3378	4094	5488	7964
增长率	33.6%	21.2%	34.0%	45.1%

资料来源：东海证券研究所

7. 风险提示

公司的大客户建立自营鞋底生产厂，由此造成大客户流失；原材料价格上涨和劳动力成本上升。

现金流量表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1675	2529	3378	4094	5488	7964
资产减值准备	(154)	222	(273)	205	0	0
折旧摊销	810	836	843	844	1398	1980
公允价值变动损失	(154)	68	(205)	(145)	(136)	(145)
财务费用	725	823	764	239	(102)	(100)
营运资本变动	(10783)	(3097)	2428	(2778)	(3218)	(6782)
其它	154	(222)	273	(205)	(0)	0
经营活动现金流	(8452)	336	6444	2015	3532	3018
资本开支	(8468)	(376)	(347)	(6583)	(6449)	(1581)
其它投资现金流	0	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(8468)	(376)	(347)	(6583)	(6449)	(1581)
权益性融资	0	0	0	39780	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0	0
支付股利、利息	0	0	0	0	0	0
其它融资现金流	18504	2980	(4954)	(11000)	0	0
融资活动现金流	18504	2980	(4954)	28780	0	0
现金净变动	1584	2941	1143	24212	(2918)	1436
货币资金的期初余额	0	1584	4525	5667	29880	26962
货币资金的期末余额	1584	4525	5667	29880	26962	28398
企业自由现金流	0	1522	8191	(4243)	(2858)	1506
权益自由现金流	0	0	3237	(15422)	(2782)	1581

资产负债表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1584	4525	5667	29880	26962	28398
应收款项	10923	11970	6537	6404	8066	11940
存货净额	5041	7975	7427	7783	9217	12349
其他流动资产	1825	3058	1094	2253	2663	3405
流动资产合计	19373	27528	20725	46320	46909	56092
固定资产	7672	7070	6667	12446	17734	17581
无形资产及其他	526	553	1516	1415	1314	1213
投资性房地产	50	71	111	111	111	111
长期股权投资	0	0	0	0	0	0
资产总计	27621	35222	29019	60292	66068	74997
短期借款及交易性金融负债	11200	13900	11000	0	0	0
应付款项	3908	2747	2257	2320	2609	3573
其他流动负债	3303	6379	1665	0	0	0
流动负债合计	18410	23026	14922	2320	2609	3573
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
长期负债合计	0	0	0	0	0	0
负债合计	18410	23026	14922	2320	2609	3573
少数股东权益	0	0	0	0	0	0

股东权益	9211	12196	14097	57972	63460	71424
负债和股东权益总计	27621	35222	29019	60292	66068	74997

关键财务与估值指标	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.52	0.78	0.51	0.46	0.62	0.90
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	2.85	3.77	2.13	6.56	7.18	8.08
ROS	7%	8%	10%	11%	13%	13%
ROE	18%	21%	24%	7%	9%	11%
毛利率	17%	20%	22%	23%	24%	25%
EBIT Margin	12%	14%	16%	16%	17%	17%
EBITDA Margin	15%	16%	19%	18%	20%	21%
收入增长	-	31%	8%	10%	20%	40%
净利润增长	-	51%	34%	21%	34%	45%
资产负债率	67%	65%	51%	4%	4%	5%
息率	-	-	-			
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	3.1	2.8	1.8	0.4	0.3	0.3

附注：

分析师简介及跟踪范围：

张先萍：纺织及商贸行业分析师，三年行业工作经验。

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122