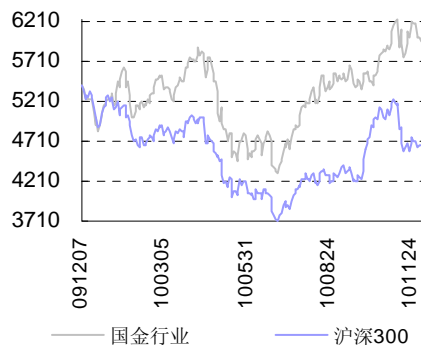


目标价格(人民币): 17.58-20.51元

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	20.00
发行A股数量(百万股)	22.10
总股本(百万股)	88.40
国金服装指数	5972.01
沪深300指数	3165.57
中小板指数	7401.07



客户关系稳定的运动鞋底生产企业

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.381	0.510	0.452	0.586	0.754
每股净资产(元)	3.77	2.13	6.77	7.19	7.81
每股经营性现金流(元)	0.32	1.07	0.54	0.38	0.49
市盈率(倍)	N/A	N/A	44.26	34.13	26.53
行业优化市盈率(倍)	13.79	27.78	27.78	27.78	27.78
净利润增长率(%)	50.99%	33.56%	18.26%	29.68%	28.66%
净资产收益率(%)	20.74%	23.96%	6.67%	8.15%	9.65%
总股本(百万股)	66.30	66.30	88.40	88.40	88.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论

- **中国运动品牌高速发展期已过, 后奥运时代面临行业整合。**经过奥运之前不惜代价的全行业快速扩张, 目前中国前十大运动品牌渠道数量均已超过6000家, 市场竞争较为混乱, 后奥运时代的运动品牌面临行业整合。运动品行业是一个集中度较高的行业, 我们认为未来市场将会向大品牌集中, 行业进入平稳增长期;
- **公司客户关系稳定,**公司是运动鞋鞋底的生产企业, 属于体育用品中间行业。截止到2009年底, 公司对前五大客户销售额占收入比重的62.38%。未来公司计划进一步向大品牌集中订单, 虽然可能导致定价话语权降低, 但这有助于公司减少受行业整合的冲击影响、规模化生产, 降低单位成本, 提高产品竞争力;
- **募集资金项目扩大产能, 毛利率较高的PH鞋底占比提升。**公司发行2210万股, 发行价20.00元, 募集资金净额4.08亿元, 其中超募资金为2.58亿元。募集资金项目基本用于扩大公司生产产能。随着公司客户进一步向大品牌集中, 高端产品需求量将持续增长, 以及公司募集资金EVA/PH鞋底产能扩张项目逐步投产, 我们预计未来EVA鞋底将稳定增长, 毛利率较高的PH鞋底占收入比重有望持续提升。

投资建议

- 综合以上分析, 我们预测公司2010-2012年销售收入分别为3.67亿元、4.71亿元和6.11亿元, 分别同比增长12.4%、28.3%和29.7%; 净利润分别为0.40亿元、0.52亿元和0.67亿元, 分别同比增长18.3%、29.7%和28.7%; 对应的EPS分别为0.452元、0.586元和0.754元。
- 按照A股生产型企业和次新股估值标准, 考虑到新股估值较高, 我们给予公司2011年30-35倍PE, 对应合理股价为17.58-20.51元。

风险提示

- 运动品行业整体增速低于预期的风险;
- 客户集中度过高导致的对单一客户销售出现问题的风险;
- 面对大客户, 议价能力下降, 以及原料价格波动导致的毛利率降低风险。

刘宇袖 联系人
(8621)61038285
liuyx@gjzq.com.cn

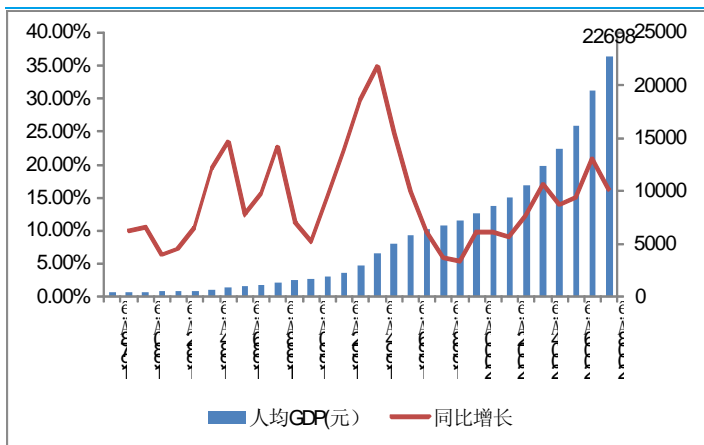
张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130206080208
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

中国运动品牌行业进入整合期

体育用品行业将随着宏观经济发展而稳定增长

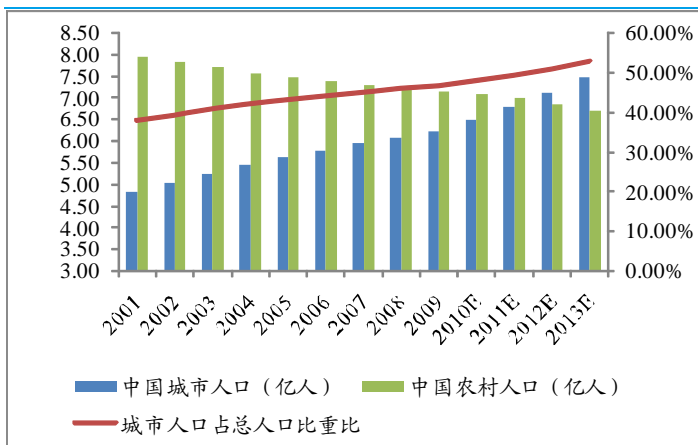
- 目前中国体育产业的年产值占 GDP 比重约为 0.3%，而在发达国家这一比重在 1%-3% 之间。按照惯例人均 GDP 达到 3000 美元时，居民的消费结构将发生深刻转变，包括体育消费支出在内的休闲娱乐支出将显著增加。2008 年中国人均 GDP 为 22698 元，已经超过了 3000 美元，居民消费有望由原来的传统型消费进入质量升级型消费，休闲娱乐和体育健身等将成为消费支出中增速较快的项目（图表 1）；
- 城市化进程将带来体育运动人口数量和运动装备消费需求的稳定增长：
 - 根据人口学的纳瑟姆曲线，城市化率超过 30% 时国家将进入高速城市化的阶段，直至城市化水平达到 70% 左右。我国在 1995 年达到 30% 的城市化拐点，预计高速城市化的进程可持续到 2030 年。2010 年中国城市化率将达到 50%，城市人口相应地将达到 7 亿（图表 2）；
 - 国家体育总局抽样调查显示，2007 年我国体育人口已达到人口总数的 37%，体育消费边际倾向为 1.5，即收入每增加 1%，体育消费就增加 1.5%。
- 根据福建省鞋业行业协会预测，未来中国运动鞋消费市场将超过世界平均增长速度，年均增长有望保持在 15% 以上，2010 年市场容量将达到 10 亿双。

图表1：1978-2008 年中国人均 GDP 及其同比增长率



来源：euromonitor，国家统计局，国金证券研究所

图表2：中国城市化进程

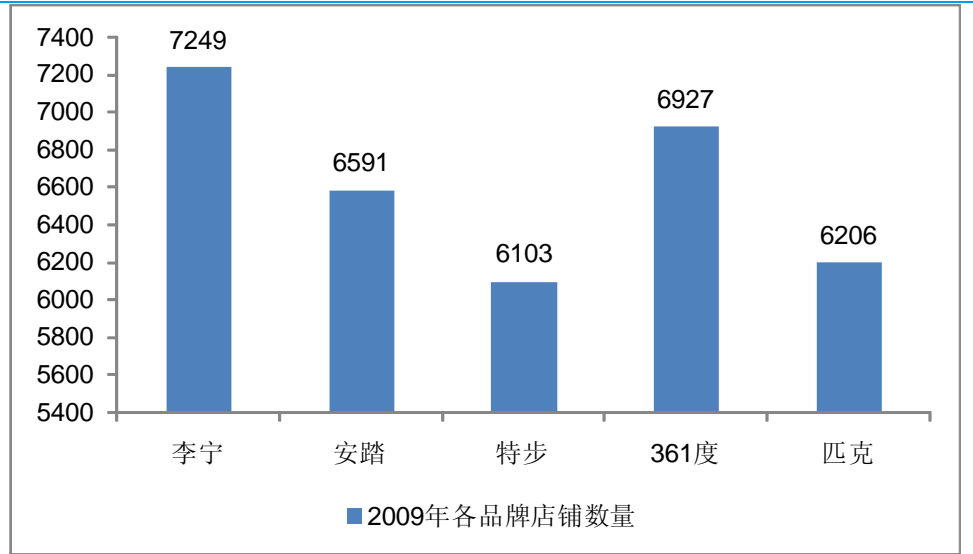


中国运动品牌高速发展期已过，后奥运时代面临行业整合

- 从 90 年代申办 2000 年奥运会开始，中国就进入了全民体育关注时期，以安踏为首的福建泉州运动代工企业纷纷创立自主品牌。2001 年中国申办 2008 年奥运会成功之后，一批运动品牌借助“CCTV 广告+代言人”的形式开始迅速扩张，截止到 2008 年底，根据国家体育总局体育装备中心的估算，年产值在 30 亿以上的运动品牌已经超过了 10 个；
- 经过前期不惜代价的全行业快速扩张，目前李宁、安踏、特步等中国前十大运动品牌渠道数量均已超过 6000 家（图表 3），二三四线城市的商业街已经遍布了运动品牌零售渠道，店铺密度非常大，市场竞争较为混乱，后奥运时代的运动品牌面临渠道整合；
- 由于运动品非常强调产品的功能性，时尚性稍弱，因而运动品是一个集中度较高、先发优势非常明显的行业，国际上基本耐克和阿迪占据约 50% 的市场份额，成为行业巨无霸，锐步和彪马等沦为收购对象。我们认为中国运动品行业也将步欧美后尘，未来集中度将逐渐提高。08 年之前的市场份额基本上已经使运动品牌排定了座次，未来新品牌进入将非常困难。并且

我们认为在行业整合中一批中小品牌将被洗掉，未来市场将会向大品牌集中。

图表3: 截止到2009年各运动品牌渠道数量



来源: 国金证券研究所

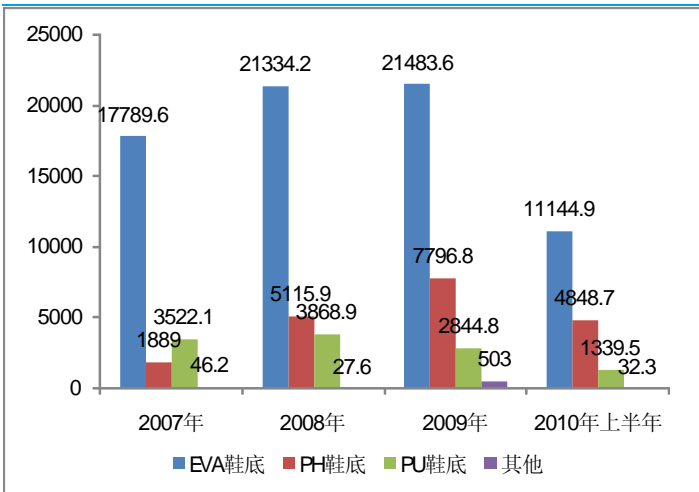
客户关系稳定的运动鞋底生产企业

客户集中度较高的运动鞋底生产企业

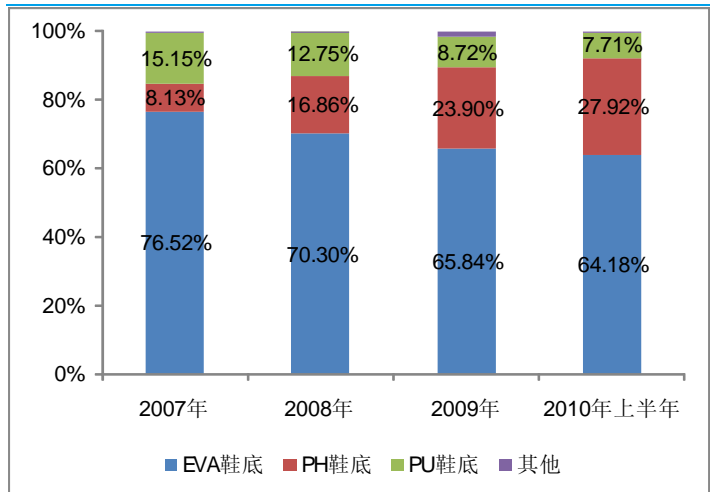
- 泰亚鞋业是运动鞋鞋底的生产企业，属于体育用品中间行业。主要产品为EVA鞋底、PH鞋底、PU鞋底和鞋底配件，2009年销售收入达到了3.27亿元；
- 公司位于中国运动鞋之乡泉州，泉州占全国运动鞋产量的一半（年产量约14亿双）、全球产量的1/5。公司地理位置优越，毗邻安踏、特步、361度、鸿星尔克、德尔惠、喜得龙、贵人鸟等品牌企业的总部，物流非常便利，目前是安踏、特步最大的鞋底供应商，也是361度、鸿星尔克和德尔惠排名前五位的鞋底供应商。截止到2009年底，公司对前五大客户销售额占总收入比重的62.38%；
- 本次公司公开发行2210万股，发行后总股本8840万股，发行价格20元。本次发行后，公司实际控制人林祥伟、王燕娥夫妇通过泰亚国际持有公司57.69%的股份，占有绝对控股权。

图表4: 分产品销售收入构成

单位(万元)



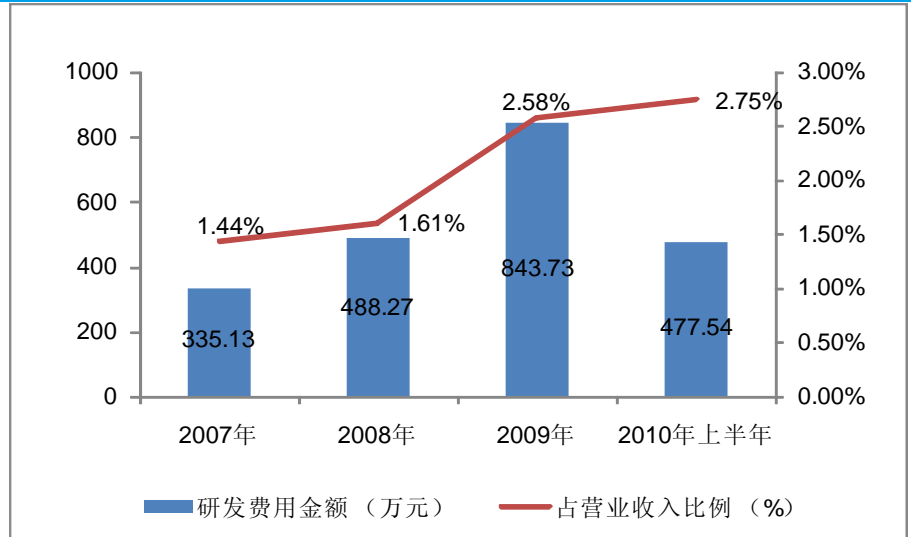
图表5: 不同产品占销售收入比重



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

- 鞋底是运动鞋最重要的组成部分，运动鞋鞋底成本仅占运动鞋成本的 25% 左右，但运动鞋外观效果的 50% 由鞋底款式决定，而运动鞋的功能性则 70% 体现在鞋底上，防滑性、高弹性、耐磨性，减震性，抓地性等运动鞋的关键性能都是由鞋底决定的。公司非常重视产品研发，近几年逐年提高研发费用投入，2009 年公司研发费用投入达到了收入比重的 2.58%。

图表6: 2007 年-1H2010 年研发费用投入及占收入比重



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

客户稳定关系, 高端产品占比将逐步提升

- 泰亚前十大客户均为国内知名运动品牌, 2009 年该十大客户占泰亚销售收入比重的 73.72%, 未来公司计划进一步向大品牌集中订单, 我们之前分析, 后奥运时代的运动品牌行业已经开始洗牌, 市场份额将逐步向大品牌集中, 而泰亚将订单向大品牌集中的策略符合运动品牌行业发展趋势, 有助于帮助公司减少受行业整合的冲击影响、确保收入; 另外, 集中而稳定的客户关系也有利于公司规模生产, 降低单位成本, 提高产品竞争力;
- 经过多年合作, 公司已经与这些大品牌都建立了稳定互信的合作关系, 成为安踏、特步、361 度、鸿星尔克和德尔惠的开发伙伴级供应商, 签订了战略合作协议: 在同等价格的条件下, 他们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%;

图表7: 前五大客户占公司销售比重

	2007年	2008年	2009年
安踏	9.54%	20.72%	20.55%
特步	10.07%	8.42%	20.69%
361度		9.90%	8.45%
鸿星尔克	4.96%	5.91%	7.47%
德尔惠		4.68%	5.22%
向前五大客户销售占比	31.80%	49.63%	62.38%

图表8: 公司占主要客户采购量比重

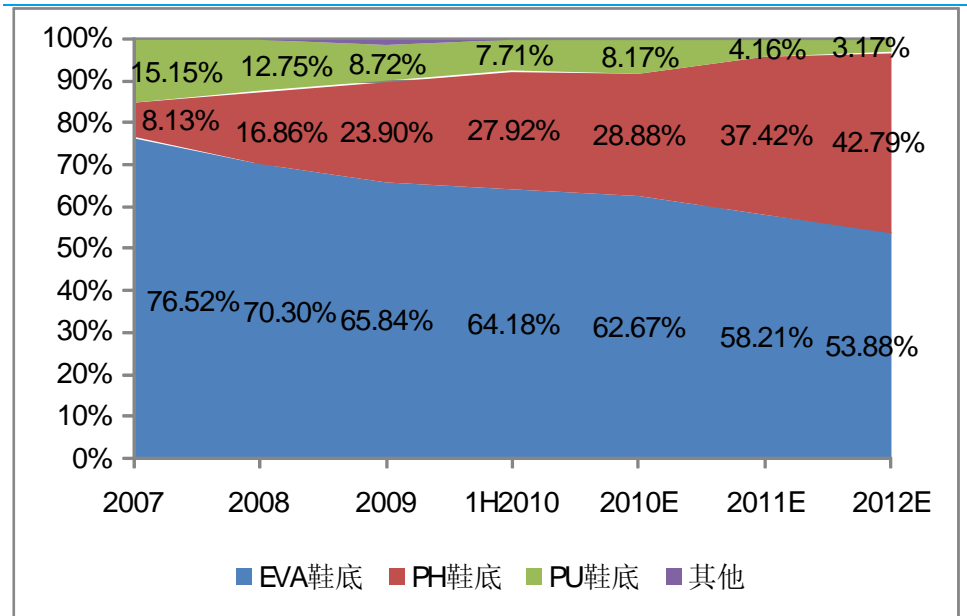
	2008年			2009年		
	销量	向公司采购量	占比	销量	向公司采购量	占比
安踏	2680	549	20.49%	3464	912	26.33%
特步	1830	156	8.52%	1910	589	30.84%
鸿星尔克	1950	164	8.41%	-	212	-
匹克	1170	18	1.54%	1650	12	0.73%

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

- 2008 年开始公司逐步调整产品结构, 毛利率较高的 PH 鞋底占收入比重逐步提升。目前 PH 与 EVA 鞋底在品牌运动鞋中的应用比例大致在 4:6 之间, 而在公司产品结构中 EVA 鞋底占收入比仍然超过 65%, PH 鞋底占比

低于 25%。随着公司客户进一步向大品牌集中，高端产品需求量将持续增长，以及公司募集资金 EVA/PH 鞋底产能扩张项目逐步投产，我们预计未来 EVA 鞋底将稳定增长，PH 鞋底占收入比重有望持续快速提升；

图表9: 各产品类别占收入比重预测



来源: 国金证券研究所

- 客户集中带来收入相对稳定增长好处的同时，由于规模差距太大，也导致公司面对安踏等客户话语权不够，在原油波动导致成本波动的情况下，转嫁成本压力的能力减弱，未来毛利率存在下降可能；
- 公司采用直销模式，在品牌零售企业的客户订货会上直接获取订单，拿到订单之后再组织生产，这有利于公司控制库存，2009 年公司存货占销售收入比重 22.7%，并且形成存货跌价损失的可能性较小。

募集资金项目大幅度扩张产能

- 公司本次实际募集资金净额 4.08 亿，其中超募资金为 2.58 亿元。募集资金项目主要为扩大 EVA 和 PH 鞋底产能项目和扩建技术中心项目。

图表10: 募集资金项目

	项目总投资 (万元)	使用募集资金 (万元)	建设期
年产2000万双EVA/PH运动鞋鞋底项目	14,308.50	13,169.98	2年
技术中心扩建项目	1855	1,855	1年

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

- 公司上市募集资金到位之前，2000 万双运动鞋鞋底项目已经开始先期建设，预计该项目 2011 年将新增公司产能 600 万双、2012 年新增产能 1200 万双、2013 年新增产能 2000 万双，项目完全达产后，公司 EVA 鞋底产能增长 45.45%，PH 鞋底产能增长 158.73%；
- 我们预计凭借公司与几大客户的战略合作伙伴关系，随着公司募集资金项目陆续投产之后，公司的销售收入将增长。

图表11: 募集资金项目预测

		第一年(建设 期)	第二年(建设 期)	第三年(运营 期)	第四年(运营 期)
产能(万 双)	EVA	-	300	600	1000
	PH	-	300	600	1000
单价(元/ 双)	EVA	-	10.5	10.5	10.5
	PH	-	18.9	18.9	18.9
销售收入 (万元)	EVA	-	3150	6300	10500
	PH	-	5670	11340	18900
	合计	-	8820	17640	29400

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表12: 募集资金达产后产能

	募集资金项目达 产前产能	本项目新增产 能	募集资金项目达 产后产能	增幅
EVA鞋底 (万双)	2200	1000	3200	45.45%
PH鞋底 (万双)	630	1000	1630	158.73%

股票估值和定价

盈利预测分析

- 根据公司向大客户集中和逐步提高高端 PH 产品占比的经营策略, 以及我们对运动品牌市场和公司产能扩张项目的分析, 我们预计未来公司 EVA 鞋底收入将稳定增长, PH 鞋底收入将快速提升, 而低端的 PU 鞋底将逐步淘汰产能;
- 考虑到面对大客户议价能力削弱, 以及成本波动可能影响毛利率, 我们预计公司单项产品毛利率有所降低;
- 随着公司客户集中度提高, 我们预计公司的销售费用基本保持稳定, 销售费用率会略降, 管理费用将随着公司扩大产能, 管理人员增长而持续增长, 而管理费用率基本保持稳定。

图表13: 盈利预测

项 目	2007	2008	2009	1H10	2010E	2011E	2012E
EVA鞋底							
销售收入 (百万元)	177.90	213.34	214.84	111.45	230.00	280.00	340.00
增长率 (YOY)		19.92%	0.70%		7.06%	21.74%	21.43%
毛利率	16.27%	19.76%	21.57%	21.68%	21.50%	20.50%	20.50%
销售成本 (百万元)	148.95	171.18	168.49	87.28	180.55	222.60	270.30
增长率 (YOY)		14.92%	-1.57%		7.16%	23.29%	21.43%
毛利 (百万元)	28.95	42.17	46.35	24.17	49.45	57.40	69.70
增长率 (YOY)		45.65%	9.91%		6.70%	16.08%	21.43%
占总销售额比重	76.52%	70.30%	65.84%	64.18%	62.67%	59.45%	55.65%
占主营业务利润比重	75.15%	70.53%	63.32%	60.89%	59.20%	55.17%	51.88%
PH鞋底							
销售收入 (百万元)	18.89	51.16	77.97	48.49	106.00	160.00	240.00
增长率 (YOY)		170.82%	52.40%		35.95%	50.94%	50.00%
毛利率	20.57%	21.27%	26.42%	26.46%	26.50%	25.50%	24.50%
销售成本 (百万元)	15.00	40.28	57.37	35.66	77.91	119.20	181.20
增长率 (YOY)		168.45%	42.43%		35.80%	53.00%	52.01%
毛利 (百万元)	3.89	10.88	20.60	12.83	28.09	40.80	58.80
增长率 (YOY)		179.98%	89.32%		36.37%	45.25%	44.12%
占总销售额比重	8.13%	16.86%	23.90%	27.92%	28.88%	33.97%	39.28%
占主营业务利润比重	10.09%	18.20%	28.14%	32.32%	33.63%	39.21%	43.77%
PU鞋底							
销售收入 (百万元)	35.22	38.69	28.45	13.40	30.00	30.00	30.00
增长率 (YOY)		9.85%	-26.47%		5.46%	0.00%	0.00%
毛利率	16.00%	17.33%	18.96%	19.78%	19.50%	19.00%	19.00%
销售成本 (百万元)	29.58	31.98	23.05	10.75	24.15	24.30	24.30
增长率 (YOY)		8.11%	-27.92%		4.75%	0.62%	0.00%
毛利 (百万元)	5.64	6.70	5.39	2.65	5.85	5.70	5.70
增长率 (YOY)		18.97%	-19.55%		8.46%	-2.56%	0.00%
占总销售额比重	15.15%	12.75%	8.72%	7.71%	8.17%	6.37%	4.91%
占主营业务利润比重	14.63%	11.21%	7.37%	6.68%	7.00%	5.48%	4.24%
其他							
销售收入 (百万元)	0.46	0.28	5.03	0.32	1.00	1.00	1.00
增长率 (YOY)		-40.23%	1722.32%		-80.12%	0.00%	0.00%
毛利率	11.33%	13.33%	17.10%	14.33%	14.50%	14.50%	14.50%
销售成本 (百万元)	0.41	0.24	4.17	0.28	0.86	0.86	0.86
增长率 (YOY)		-41.59%	1643.06%		-79.49%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	0.05	0.04	0.86	0.05	0.15	0.15	0.15
增长率 (YOY)		-29.64%	2237.50%		-83.14%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	0.20%	0.09%	1.54%	0.19%	0.27%	0.21%	0.16%
占主营业务利润比重	0.14%	0.06%	1.18%	0.12%	0.17%	0.14%	0.11%
销售总收入 (百万元)	232.47	303.47	326.28	173.65	367.00	471.00	611.00
销售总成本 (百万元)	193.94	243.68	253.08	133.97	283.47	366.96	476.66
毛利 (百万元)	38.52	59.79	73.20	39.69	83.54	104.05	134.35
平均毛利率	16.57%	19.70%	22.43%	22.86%	22.76%	22.09%	21.99%

来源: 国金证券研究所

估值和定价

我们预计公司 10-12 年净利润增速分别为 18.26%、29.68%和 28.66%，摊薄后 EPS 分别为 0.452 元、0.586 元和 0.754 元。按照 A 股生产型企业 and 次新股估值标准，考虑到目前市场新股估值较高的因素，我们给予公司 2011 年 30-35 倍 PE，对应合理股价为 17.58-20.51 元。

图表14：估值比较

	2010年	2011年	2012年	2011年平均估值
搜于特	104.84	60.13	37.96	41.51
华斯股份	78.3	59.08	43.01	
嘉麟杰	68.87	54.97	39.72	
凯撒股份	57.12	44.24	34.49	
际华集团	27.56	25.2	21.51	
嘉欣丝绸	38.28	25.08	18.97	
联发股份	26.61	21.88	18.45	
新野纺织	35.12	28.43	23.88	
凤竹纺织	26.32	28.57	25	
山东如意	42.02	24.68	18.94	
众和股份	27.38	19.56	14.13	
黑牡丹	20.7	16.35	12.16	
华孚色纺	19.87	15.68	12.36	
金飞达	44.28	38.17	34.59	
罗莱家纺	49.19	36.89	27.83	35.15
富安娜	48.76	36.4	28.28	
希努尔	48.62	36.33	28.16	
星期六	46.87	35.28	27.08	
美邦服饰	48.17	33.61	25.25	
梦洁家纺	43.89	31.72	26.1	
报喜鸟	36.07	28.08	22.65	
七匹狼	35.97	27.64	21.65	
探路者	79.25	50.42	33.28	13.27
匹克	12.5	9.96	8.08	
361度	13.42	11	9.35	
安踏	20.92	17.11	14.18	
李宁	17.77	15.81	13.48	

来源：聚源数据，Bloomberg，国金证券研究所

风险提示

- 中国运动品牌行业进入整合期，最近几年行业竞争较为混乱，公司面临行业整体增速低于预期的风险；
- 客户集中带来收入相对稳定增长好处的同时，由于规模差距太大，也导致公司面对安踏等客户话语权不够，在原油波动导致成本波动的情况下，转嫁成本压力的能力减弱，未来毛利率存在下降可能；
- 客户集中度过高导致的对单一客户销售出现问题的风险。公司前五大客户占收入比重超过 60%，未来仍将进一步提升客户集中度，一旦某一客户经营出现问题，公司业绩将出现巨大波动。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	232	304	327	367	471	611
增长率		30.6%	7.5%	12.4%	28.3%	29.7%
主营业务成本	-194	-244	-253	-283	-367	-477
%销售收入	83.4%	80.3%	77.5%	77.2%	77.9%	78.0%
毛利	39	60	73	84	104	134
%销售收入	16.6%	19.7%	22.5%	22.8%	22.1%	22.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	-1
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-1	-2	-2	-3	-3	-4
%销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%
管理费用	-11	-16	-21	-24	-31	-40
%销售收入	4.6%	5.1%	6.4%	6.5%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	26	42	51	57	70	90
%销售收入	11.3%	13.9%	15.5%	15.5%	14.8%	14.7%
财务费用	-7	-8	-8	-7	-4	-5
%销售收入	3.1%	2.7%	2.3%	2.0%	1.0%	0.8%
资产减值损失	2	-1	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	20	33	45	50	65	85
营业利润率	8.8%	11.0%	13.8%	13.5%	13.8%	13.9%
营业外收支	-1	0	1	3	3	3
税前利润	20	33	46	53	68	88
利润率	8.6%	10.9%	14.1%	14.3%	14.5%	14.4%
所得税	-3	-8	-12	-13	-16	-21
所得税率	16.1%	23.6%	26.5%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润	17	25	34	40	52	67
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	17	25	34	40	52	67
净利率	7.2%	8.3%	10.3%	10.9%	11.0%	10.9%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	17	25	34	40	52	67
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	7	9	6	8	13	20
非经营收益	7	8	7	8	2	3
营运资金变动	-55	-32	23	-8	-34	-46
经营活动现金净流	-25	10	71	48	34	44
资本开支	-14	-3	-8	-28	-117	-77
投资	0	0	-27	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-14	-3	-35	-28	-117	-77
股权募资	0	5	13	429	-4	0
债权募资	48	27	-29	-110	10	109
其他	-7	-10	-8	-11	-17	-17
筹资活动现金净流	41	22	-24	309	-11	92
现金净流量	2	29	11	329	-94	59

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	16	45	57	385	291	350
应收款项	109	120	65	71	91	119
存货	50	80	74	78	101	131
其他流动资产	18	31	11	11	15	19
流动资产	194	275	207	545	498	618
%总资产	70.1%	78.2%	71.4%	83.8%	70.1%	69.4%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	77	71	67	82	183	238
%总资产	27.8%	20.1%	23.0%	12.6%	25.8%	26.7%
无形资产	5	6	15	22	28	32
非流动资产	82	77	83	106	213	273
%总资产	29.9%	21.8%	28.6%	16.2%	29.9%	30.6%
资产总计	276	352	290	651	711	891
短期借款	112	139	110	0	0	108
应付款项	67	85	30	31	41	53
其他流动负债	5	6	9	21	24	28
流动负债	184	230	149	52	65	189
长期贷款	0	0	0	0	10	11
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	184	230	149	52	75	200
普通股股东权益	92	122	141	599	635	690
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	276	352	290	651	711	891

比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.253	0.381	0.510	0.452	0.586	0.754
每股净资产	2.845	3.767	2.126	6.774	7.187	7.811
每股经营现金净流	-0.763	0.318	1.066	0.543	0.380	0.494
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	18.19%	20.74%	23.96%	6.67%	8.15%	9.65%
总资产收益率	6.06%	7.18%	11.64%	6.13%	7.29%	7.48%
投入资本收益率	10.77%	12.39%	14.83%	7.20%	8.20%	8.42%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	30.61%	7.54%	12.39%	28.34%	29.72%
EBIT增长率	N/A	61.44%	19.80%	12.01%	22.77%	28.82%
净利润增长率	N/A	50.99%	33.56%	18.26%	29.68%	28.66%
总资产增长率	N/A	27.52%	-17.61%	124.39%	9.12%	25.40%
资产管理能力						
应收账款周转天数	24.7	54.3	69.0	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	47.4	97.5	111.1	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	22.0	30.6	28.9	29.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	120.5	84.9	72.8	69.9	125.1	129.5
偿债能力						
净负债/股东权益	104.40%	76.87%	37.83%	-64.33%	-44.27%	-33.42%
EBIT利息保障倍数	3.6	5.1	6.6	7.9	15.5	17.8
资产负债率	66.65%	65.37%	51.42%	8.04%	10.59%	22.50%

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6-12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

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方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	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室