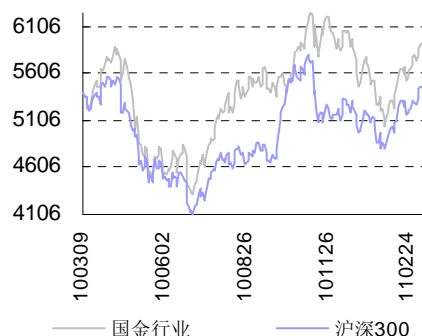


目标价格(人民币): 69.40-77.80元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	67.00
发行A股数量(百万股)	70.00
总股本(百万股)	670.00
国金服装指数	5906.34
沪深300指数	3338.86
中小板指数	7443.86



共赢合作和双品牌运作是公司特色和优势所在

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	1.145	1.668	2.103	2.841	3.804
每股净资产(元)	1.67	3.34	11.75	13.91	17.22
每股经营性现金流(元)	1.73	1.36	2.31	2.97	4.07
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	27.78	27.78	27.78	27.78	27.78
净利润增长率(%)	54.90%	45.69%	40.79%	35.12%	33.89%
净资产收益率(%)	68.50%	49.95%	17.90%	20.42%	22.09%
总股本(百万股)	600.00	600.00	670.00	670.00	670.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- 公司主要经营服饰设计与开发、外包生产、服饰营销和分销, 拥有“森马”休闲服饰和“巴拉巴拉”儿童服饰两大知名品牌, 2008年两大品牌的国内市场占有率分别排名第二、第一。
- 公司坚持共赢合作经营理念(与加盟商和供应商共赢), 在此理念指引下, 双品牌运作成为公司优势所在, 休闲服“森马”品牌专注于需求增长很快的二三四线城市, “巴拉巴拉”童装品牌具有先发优势, 未来国内休闲服和童装市场的持续快速增长使得公司未来仍有巨大发展空间, 我们预计公司未来3年净利润复合增长率有望达到36.6%;
- 与美邦相比, 美邦优势在于产品和市场营销, 公司在于强大的销售网络, 美邦在1、2线城市称雄, 公司在3、4线城市占优, 虽然两者品牌定位相似, 但已形成差异化竞争, 美邦激进经营和公司共赢合作经营是双方差异形成的基础;
- 公司此次发行7000万股, 发行价67元, 募集资金用于扩大销售网络和进行信息化网络建设, 这些都为公司未来发展打下基础;
- 我们预计公司11-13年完全摊薄EPS为2.103、2.841、3.804, 分别同比增长40.8%、35.1%和33.9%;
- 根据和近期上市纺织服装行业新股和美邦的估值比较分析, 考虑到公司是目前上市纺织服装零售企业唯一成功运行双品牌的企业, 我们给予公司11年33-37倍估值, 对应的合理价格区间在69.4-77.8元之间。
- 风险提示:
 - 公司童装业务发展低于预期的风险;
 - 店铺扩张低于预期的风险;
 - 原材料过快上涨带来的业绩风险。

张斌

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

估值与投资建议：合理价格区间 69.4-77.8 元

估值水平：我们认为公司“森马”品牌专注于需求旺盛的二三四线市场；“巴拉巴拉”品牌基数较小且市场空间较大，公司未来 3 年净利润复合增长率 36.6%。A 股上市公司中与公司业务最为接近的是美邦服饰，预计美邦的 11 年 PE 估值 30 倍，由于公司是目前上市纺织服装零售企业唯一成功运行双品牌的企业，我们认为估值可能高于美邦；再考虑纺织服装行业近期发行的 6 只新股的 PE 情况，考虑到我们给予公司 11 年 33-37 倍的目标 PE 区间，上市后合理价格区间为 69.4-77.8 元。

图表1：近期上市纺织服装行业新股和美邦比较

股票简称	收盘价(元)	PE	
		2010年(E)	2011年(E)
搜于特	84.10	79.9	45.4
江苏旷达	20.88	41.8	31.6
泰亚股份	26.14	58.6	42.6
华斯股份	26.61	55.6	41.1
希努尔	24.10	33.8	26.0
嘉麟杰	15.54	52.5	43.7
美邦服饰	28.90	38.5	30.4
平均		51.5	37.2

来源：国金证券研究所

迅速成长的休闲服饰、儿童服饰领军企业

休闲服饰和儿童服饰的领军企业

公司主要经营服饰设计与开发、外包生产、服饰营销和分销，拥有“森马”休闲服饰和“巴拉巴拉”儿童服饰两大知名品牌。公司主要收入和利润来源于“森马”休闲服饰，07-10 年“森马”休闲服饰的销售收入平均占比分别为 81.02%、77.11%、79.79%。“森马”休闲服饰和“巴拉巴拉”儿童服饰市场占有率位居国内前列。

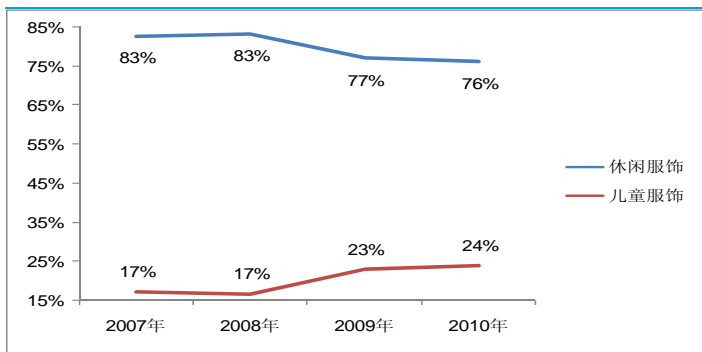
公司此次发行 7000 万股，发行价 67 元，发行融资用于扩大公司销售网络。

图表2：公司两大品牌的具体特点

品牌	目标客户	价格定位	经营模式	发展过程和特色
森马	16-25年轻人	高性价比	自主研发设计、自主物流配送中心，生产外包，加盟和直营相结合，依靠多种营销方式进行市场推广	贡献了大部分利润，公司依靠建设森马品牌发展而来。品牌建设初期，充分利用了当时国内休闲服竞争不激烈、香港品牌对市场变化不够灵敏的市场契机，以三四线城市为主，在共赢合作理念指引下，形成和美邦的差异化竞争，逐渐奠定了当前休闲服龙头企业的地位
巴拉巴拉	3-12岁中产阶级和小康家庭儿童			模式上借鉴森马，充分利用了21世纪初童装市场竞争不激烈的时机，在森马品牌原有加盟商的支持下，快速覆盖全国市场，形成了先发优势

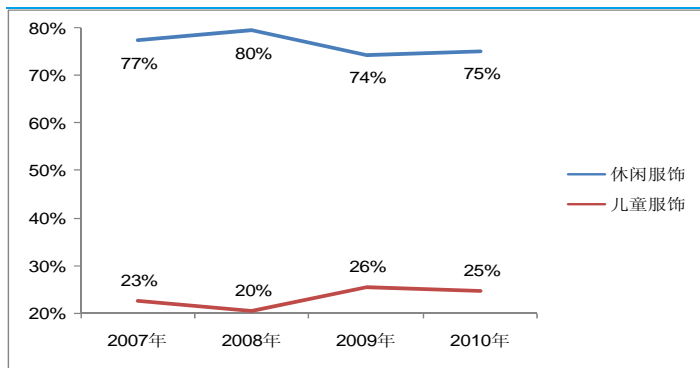
来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表3: 07-10年休闲服饰和儿童服饰销售收入占比

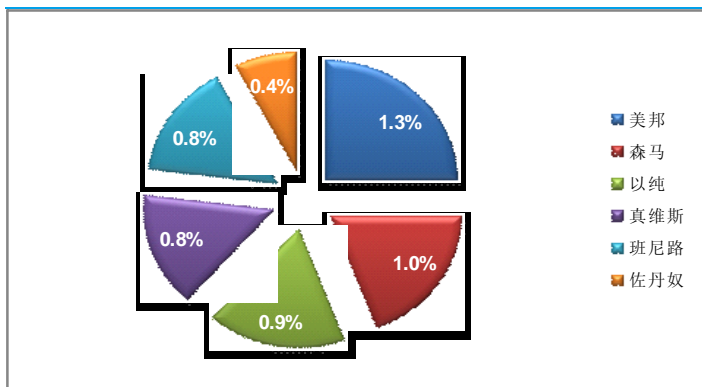


来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表4: 07-10年休闲服饰和儿童服饰毛利占比

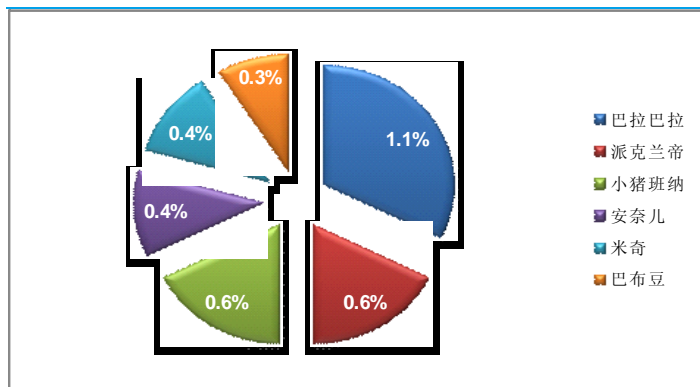


图表5: 2008年森马品牌国内市场占有率



来源: Euromonitor、国金证券研究所

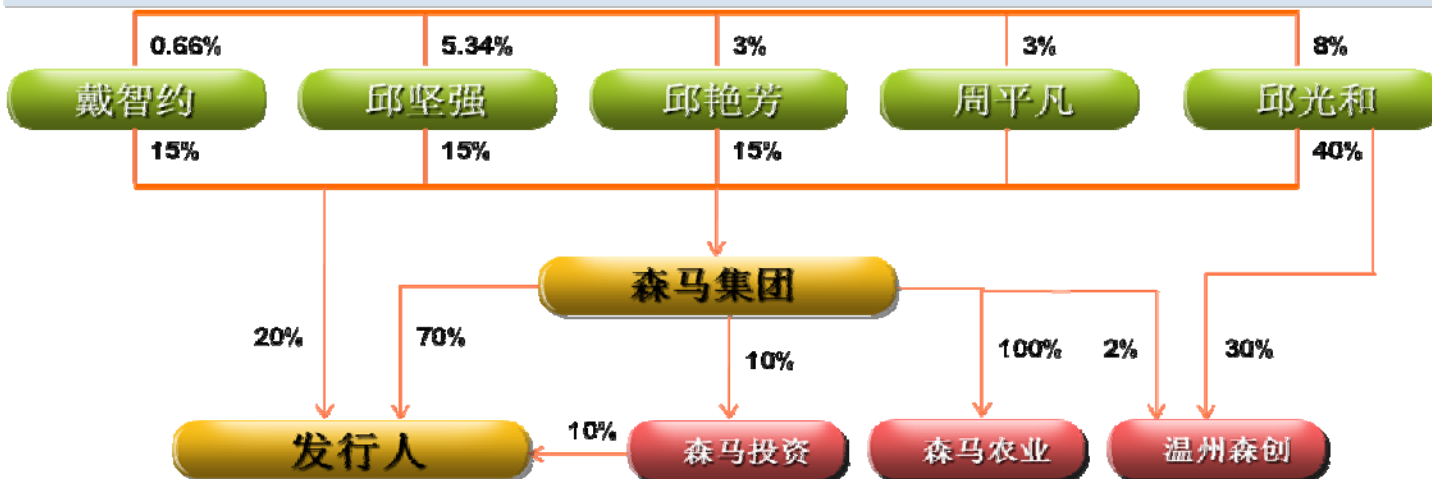
图表6: 2008年巴拉巴拉品牌国内市场占有率



发行人基本情况

公司控股股东为森马集团，发行前持股比例为 70%，实际控制人是邱光和、周平凡、邱艳芳、戴智约，发行前实际持股比例总计为 94%。公司高管层通过投资森马投资从而间接持有公司股权。

图表 7: 发行人组织结构及控制关系



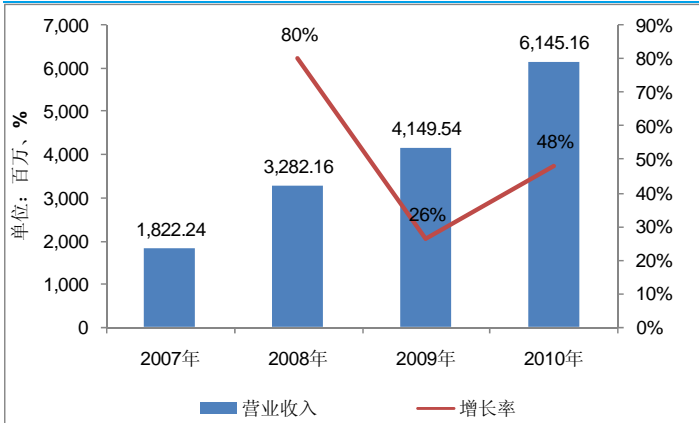
来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

内生性增长、外延式扩张推动业绩增长

07-10 年公司实现营业收入 18.22 亿元、33.22 亿元、42.50 亿元、61.45 亿元，复合增长率 35.52%，实现净利润 1.50 亿元、4.43 亿元、6.86 亿元、10.00 亿元，复合增长率达到 60.69%。

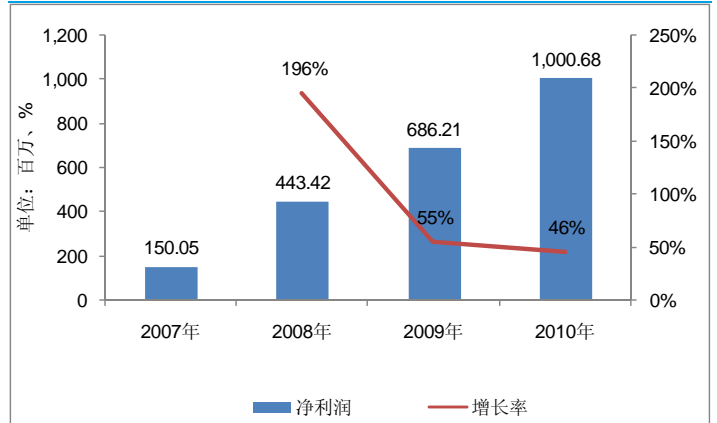
公司快速成长。业绩的不断增加主要来自营业面积的扩大和平效的提高。其中儿童服饰的贡献率明显提高。

图表 8: 07-10 年公司营业收入及增长率

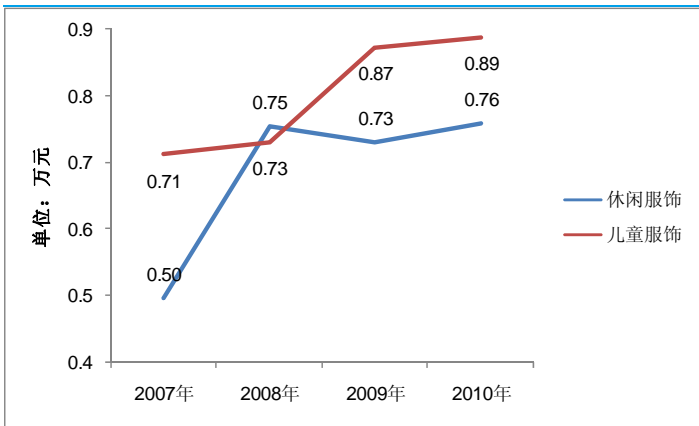


来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 9: 07-10 年公司净利润及增长率

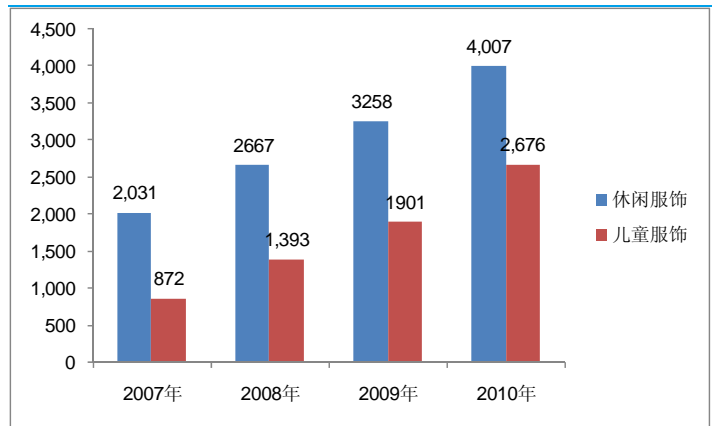


图表 10: 07-10 公司两大品牌平效

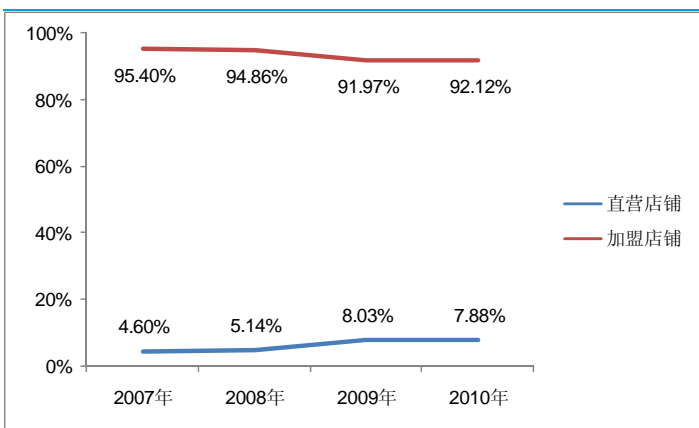


来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 7: 07-10 公司两大品牌店铺数量

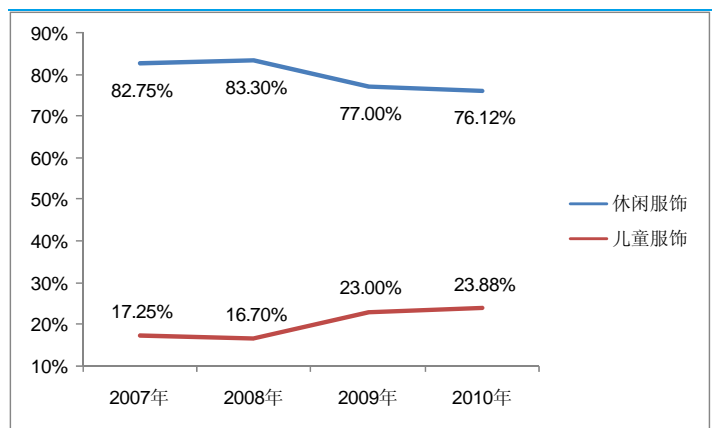


图表 12: 07-10 公司直营、加盟店铺的贡献率



来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 8: 07-10 休闲、儿童服饰对收入的贡献率



共赢合作的发展理念和双品牌运作是公司特色和竞争实力的基础

休闲服装、儿童服装的细分市场处于快速成长期

- 休闲服饰: 竞争激烈, 品牌领先者将受益。

国内休闲服饰市场规模大，成长速度快。2008年国内休闲服的市场规模约为5,000亿元，约占服装市场销售总额的50%。2003-2008年，成人休闲装销售额的年均复合增长率为13.91%。休闲服中16-25岁的成人休闲装增长速度最快。2003-2008年，16-25岁休闲服装市场的销售额年均复合增长率达到15.08%，高于成人休闲装的13.91%。

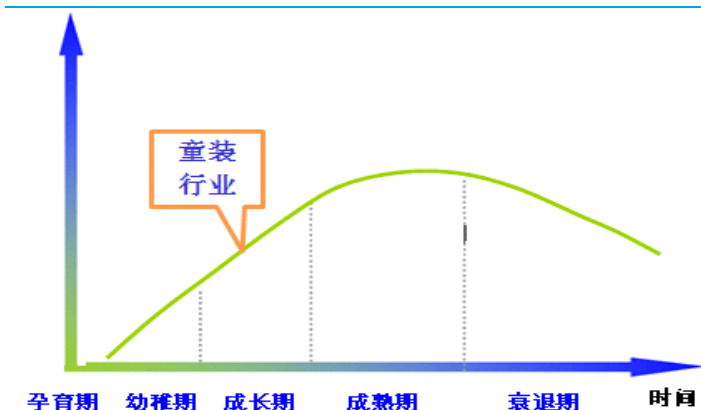
国内休闲服市场竞争激烈。国内休闲服市场集中度低，竞争激烈。在国际大众休闲装品牌的强势冲击下，国内自主品牌纷纷加紧扩张，抢占市场份额，加速了国内服装行业品牌时代的来临。

■ 儿童服饰：竞争优势者将腾飞。

童装市场进入高速成长期。随着中国进入第三次生育高峰期（第一次在20世纪50年代，第二次在20世纪80年代初），新生儿出生数进入高峰期，这是童装市场快速发展的基础。我国童装行业的发展已初具规模，产业层次比较明显，不同的童装品牌从年龄、价位和设计风格等维度来划分各自的细分市场并展开竞争。根据香港贸易发展局发表的《中国童装市场》综合调查报告预计，内地童装市场未来将以每年40%的速度增长，到2012年，销售额将超过3000亿元人民币。但从国内童装市场的现实经营状况看，迄今为止还没有形成如男装、女装、休闲装、运动装那样的全国性品牌或领袖品牌，品牌集中度尚不高。

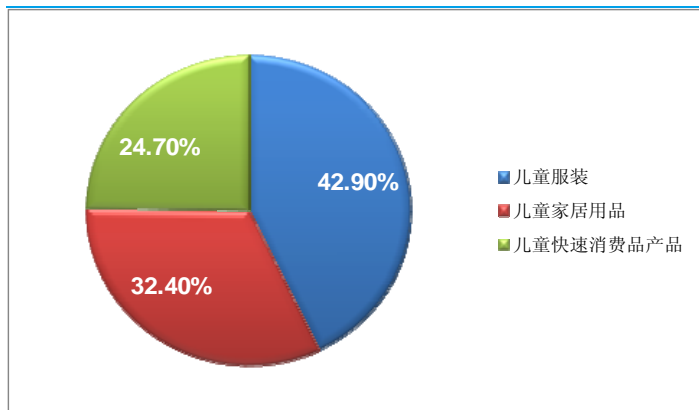
品牌领军者将抢占市场先机。受益于我国国民经济的发展，家庭可支配收入也逐步提高，童装市场规模的不断扩大，品牌竞争将替代价格竞争，领先的童装品牌企业将致力于品牌经营，来引导消费者的选择倾向。

图表9：童装行业处于快速成长期

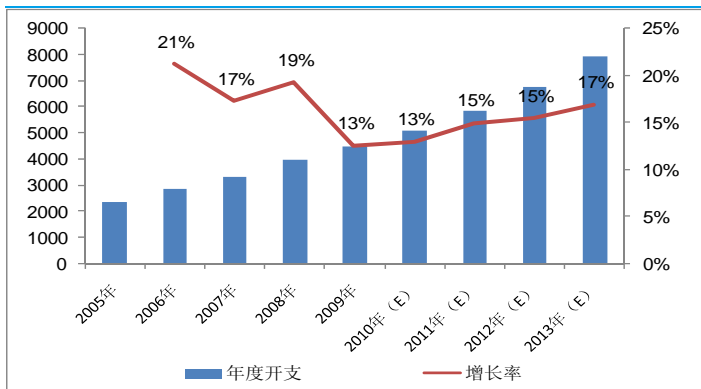


来源：弗若斯特沙利文咨询公司、国金证券研究所

图表15：2009年儿童服饰占据童装行业的半壁江山

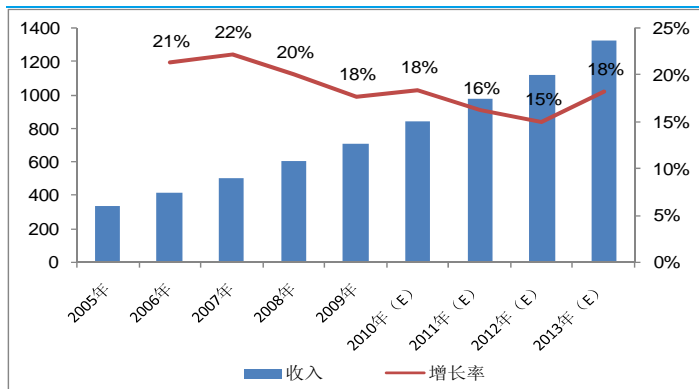


图表16 城市儿童消费品人均消费额迅速增加



来源：弗若斯特沙利文咨询公司、国金证券研究所

图表1710：国内童装市场年度收入（单位：亿、%）



公司特色鲜明，竞争优势明显

■ 坚持共赢合作经营模式以及双品牌运作是公司最大差异

公司和美邦一样，都是地位时尚流行的中低端休闲服品牌，通过两者的比较可以更清楚地看到公司特色和竞争优势：

图表 18: 公司与美邦比较分析

	森马	美邦	分析
相似之处	品牌定位	都是中低档休闲服，都比较强调时尚和个性。相对而言，美邦价位略高	
	供应链	都是全部外包，都非常强调供应链管理和物流水平提高	
	市场营销	都采用明星代言+媒体营销+店铺装潢的营销方式	
相异之处	管理层经营风格	稳健、谨慎	敢于冒险
	产品设计	曾经一度追随美邦，近年来自有特色逐渐显现，	产品设计始终是公司强项之一，也是美邦品牌在02年前后脱颖而出的法宝之一
	多品牌运作	旗下森马休闲服品牌和巴拉巴拉童装品牌都成功，童装品牌日益成为利润增长点	都市新品牌从08年运行至今仍难言盈利，未来发展前景仍需谨慎
	品牌强势地区	以2、3、4线城市为主，渠道下沉已经实施多年，在县城竞争力很强	以1、2线城市为主
	销售渠道	坚持以加盟为主，即使利用上市融资机会发展直营，但未来仍计划保持加盟比例不变。努力实现和加盟商共赢、大力扶持加盟体系是公司特色、也是核心竞争力之一	上市后，大力发展直营，目前直营和加盟收入比例相近
	店铺情况	店铺面积与一般休闲服品牌相似，在100-200平米之间	大店策略是公司特色和优势之一，店铺面积在500平米左右
总结	近年来，两企业的差异逐渐明显，美邦自上市以后，一系列激进的经营策略是导致差异明显的主要原因。我们认为国内市场空间巨大，那些经营策略适合市场变化的企业才能走得更远。公司的共赢合作发展理念具体体现在销售渠道优势和供应链优势，供应链优势使得公司逐渐摆脱产品是美邦“学生”的定位，渠道优势更是公司与美邦的最大差异。我们很欣喜地看到森马仍坚持共赢合作理念，坚持加盟为主要的销售渠道、强化原有两个品牌的建设和经营、坚持在原有强势的3、4线城市重点发展，我们相信公司未来以30-40%的速度持续发展是完全有可能的		

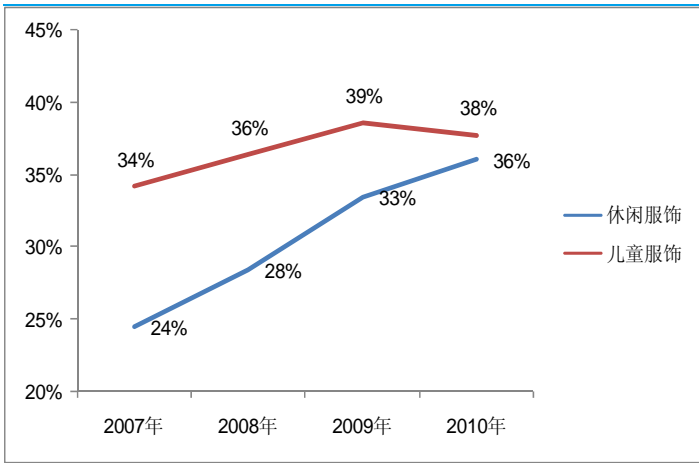
来源：国金证券研究所

■ 在共赢合作发展理念的指引下，两大品牌共同发展推升业绩

公司拥有“森马”休闲服饰与“巴拉巴拉”儿童服饰两大知名品牌，国内市场占有率双双领先，多品牌资源及运营经验的汲取、共享能进一步完善和优化公司多品牌经营的运作平台，促进公司业务的快速、稳固发展。此外，还能分散单品牌运营的风险。截止 2010 年公司森马品牌的店铺数量为 4007 家，已经超过竞争对手班尼路；巴拉巴拉的店铺数量在 2010 年为 2676 家，远高于竞争对手。

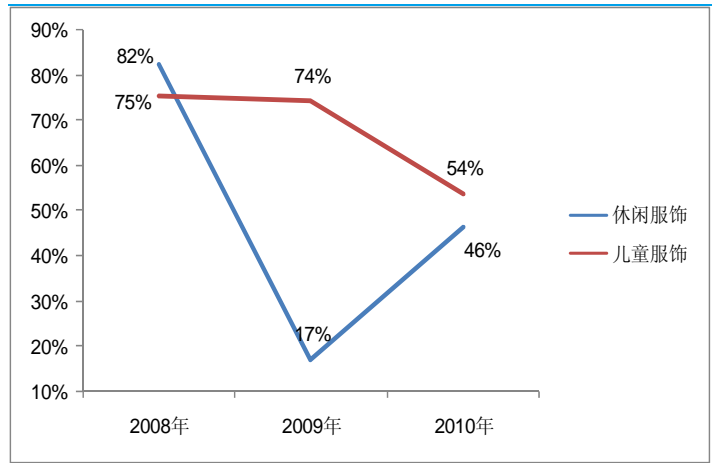
- **森马：继续在二三四线城市逞强。**森马休闲服已经在二三四线城市确立了强势品牌地位，未来依靠强大的销售网络和时尚流行的产品，有望继续保持快速平稳增长；
- **巴拉巴拉：先发和渠道优势继续推动业绩增长。**经过近十年的发展，巴拉巴拉成为我国儿童服饰的第一大品牌，市场占有率处于领军地位，先发优势明显；同时其类似于森马的渠道网络也是发展的基石之一，作为领军品牌的巴拉巴拉将受益于童装市场的巨大空间，有望保持高速增长。

图表 19: 儿童服饰的毛利率明显高于休闲服饰

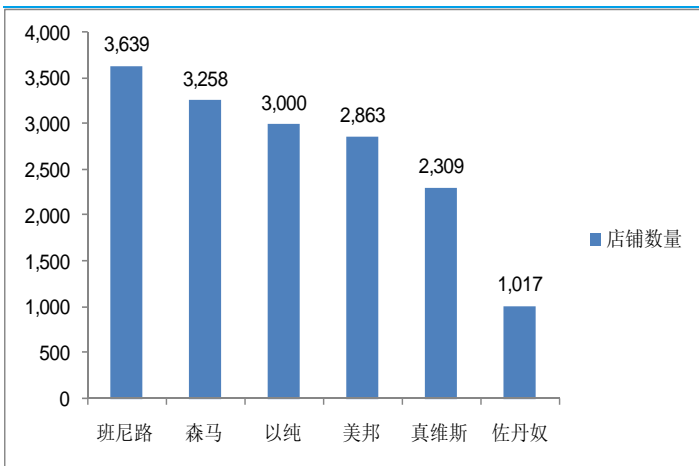


来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 11: 07-10 年儿童服饰销售收入高速增长

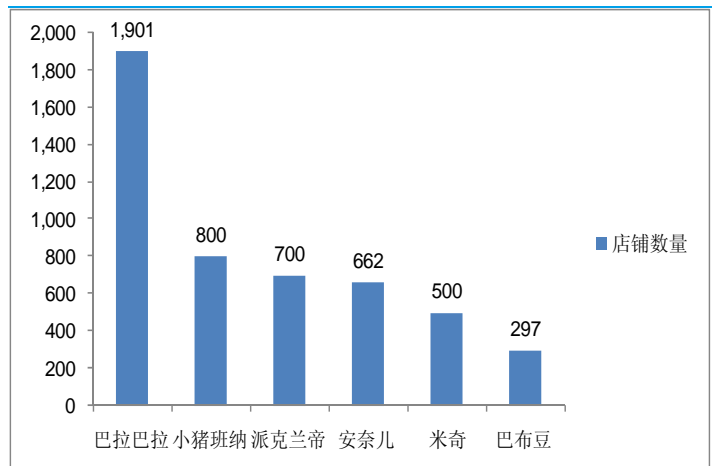


图表 12: 2009 年森马店铺数量与竞争对手对比



来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 13: 2009 年巴拉巴拉店铺数量与竞争对手对比



公司盈利预测及说明

我们认为未来公司仍以外延式扩张为主，内生增长为辅，预计休闲服收入增速在 30%左右，童装收入增速超过 40%，毛利率相对稳定。

图表14: 公司产品盈利预测

项 目	2007	2008	2009	1H10	2010	2011E	2012E	2013E
森马休闲服								
销售收入(百万元)	1,499.67	2,734.10	3,195.24	1,652.35	4,677.42	6,080.65	7,904.84	10,276.29
增长率(YOY)		82.30%	16.95%		46.39%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	24.49%	28.41%	33.46%	36.07%	36.03%	36.00%	36.00%	36.00%
销售成本(百万元)	1,132.40	1,957.18	2,127.53	1,056.35	2,992.15	3,891.61	5,059.10	6,576.83
增长率(YOY)		72.83%	8.70%		40.64%	30.06%	30.00%	30.00%
毛利(百万元)	367.27	776.69	1,069.84	596.00	1,685.27	2,189.03	2,845.74	3,699.47
增长率(YOY)		111.48%	37.74%		57.53%	29.89%	30.00%	30.00%
占总销售额比重	82.30%	82.29%	75.18%	75.04%	74.40%	72.36%	70.90%	69.31%
占主营业务利润比重	77.24%	79.16%	74.02%	74.80%	74.89%	72.37%	70.52%	68.59%
巴拉巴拉童装								
销售收入(百万元)	312.67	548.06	954.28	480.66	1,467.73	2,172.24	3,084.58	4,380.11
增长率(YOY)		75.28%	74.12%		53.81%	48.00%	42.00%	42.00%
毛利率	34.24%	36.44%	38.61%	40.79%	37.79%	38.00%	38.20%	38.40%
销售成本(百万元)	205.61	348.34	585.83	284.60	913.07	1,346.79	1,906.27	2,698.15
增长率(YOY)		69.42%	68.18%		55.86%	47.50%	41.54%	41.54%
毛利(百万元)	107.06	199.71	368.45	196.06	554.66	825.45	1,178.31	1,681.96
增长率(YOY)		86.54%	84.49%		50.54%	48.82%	42.75%	42.74%
占总销售额比重	17.16%	16.49%	22.45%	21.83%	23.35%	25.85%	27.67%	29.54%
占主营业务利润比重	22.51%	20.35%	25.49%	24.60%	24.65%	27.29%	29.20%	31.19%
其它								
销售收入(百万元)	9.93	40.54	100.81	68.90	141.91	150.00	160.00	170.00
增长率(YOY)		308.31%	148.64%		40.78%	5.70%	6.67%	6.25%
毛利率	11.97%	11.17%	9.10%	6.93%	7.23%	7.00%	7.00%	7.00%
销售成本(百万元)	8.74	36.01	91.63	64.13	131.65	139.50	148.80	158.10
增长率(YOY)		312.02%	154.43%		43.67%	5.96%	6.67%	6.25%
毛利(百万元)	1.19	4.53	9.17	4.77	10.26	10.50	11.20	11.90
增长率(YOY)		281.02%	102.56%		11.85%	2.34%	6.67%	6.25%
占总销售额比重	0.54%	1.22%	2.37%	3.13%	2.26%	1.79%	1.44%	1.15%
占主营业务利润比重	0.25%	0.46%	0.63%	0.60%	0.46%	0.35%	0.28%	0.22%
销售总收入(百万元)	1822.27	3322.70	4250.32	2201.91	6287.06	8402.89	11149.42	14826.40
销售总成本(百万元)	1346.76	2341.54	2805.00	1405.07	4036.87	5377.90	7114.17	9433.07
毛利(百万元)	475.52	981.17	1445.33	796.84	2250.19	3024.98	4035.25	5393.33
平均毛利率	26.09%	29.53%	34.01%	36.19%	35.79%	36.00%	36.19%	36.38%

来源: 国金证券研究所

募投项目有助于公司竞争力进一步提高

本次募集资金主要用于营销网络建设和信息化建设, 各项目预计总投资 29.32 亿元, 使用募集资金 20.56 亿元。

根据募股项目计划, 营销网络建设完成后, 将使公司在未来 24 个月内在全国新建营销网点 63 个, 营业面积新增 59,780 平方米, 扩张率为 10%, 其中直营面积增加 10560 平方米, 扩张率为 45%。营销网络的建设, 有助于完善公司的营销网络体系, 尤其是于稳定和拓宽重点区域的销售网络, 增强公司的终端控制力, 将进一步增强公司的市场份额和市场竞争能力。

信息化建设项目建设完成后, 将建成集中式信息化管理平台, 提高供应链管理水平和有效降低企业内外部沟通成本; 增强营销渠道掌控能力, 提高盈利能力和营业收入。

图表 20: 募集资金项目专注于提升公司竞争力

序号	项目名称	项目投资额	使用募集资金	募投资金占比
1	营销网络建设项目	267,564.68	180,000.00	67.27%
2	信息化建设项目	25,616.64	25,616.64	100.00%

来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

风险提示

- **公司童装业务发展低于预期的风险。**公司童装主要在于销售优势和渠道优势，不过我们也注意到由于儿童生长迅速，服装主要由母亲挑选，客户的忠诚度不高、消费频率也一般；全国大范围的市场营销活动作用不如休闲服那么大和明显；此外近年来，随着童装市场发展，品牌增加很多，竞争加剧。
- **店铺扩张低于预期的风险。**由于租金过快上涨，以及市场品牌快速增加，优质店铺资源稀缺，如果店铺盲目扩张，可能导致增收不增利，此外，许多纺织服装零售上市后，由于市场变化过快，募股项目中的店铺扩张计划需要不断修改，这些都可能导致外延式扩张可能低于我们预期，从而导致业绩可能低于预期。
- **原材料过快上涨带来的风险。**10年下半年以棉花为首的纺织原料暴涨，尽管公司作为品牌服装企业，可以利用产品设计、规模化、市场营销等手段规避成本上升风险，但如果2季度棉价继续上涨，存在未来毛利率下降可能；
- **公司市值过大风险。**公司按照发行价市值已经约450亿元，是国内纺织服装零售第一大公司，可能影响投资者投资热情。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	3,323	4,250	6,287	8,403	11,149	14,826
增长率		27.9%	47.9%	33.7%	32.7%	33.0%
主营业务成本	-2,342	-2,804	-4,037	-5,378	-7,114	-9,433
%销售收入	70.5%	66.0%	64.2%	64.0%	63.8%	63.6%
毛利	981	1,447	2,250	3,025	4,035	5,393
%销售收入	29.5%	34.0%	35.8%	36.0%	36.2%	36.4%
营业税金及附加	-18	-27	-38	-50	-67	-89
%销售收入	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-238	-340	-583	-823	-1,076	-1,431
%销售收入	7.1%	8.0%	9.3%	9.8%	9.7%	9.7%
管理费用	-91	-134	-169	-252	-334	-445
%销售收入	2.7%	3.2%	2.7%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	634	946	1,459	1,899	2,558	3,429
%销售收入	19.1%	22.3%	23.2%	22.6%	22.9%	23.1%
财务费用	-2	6	13	8	17	18
%销售收入	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-46	-37	-93	-3	-2	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	-5	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.1%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	587	915	1,374	1,904	2,573	3,444
营业利润率	17.7%	21.5%	21.9%	22.7%	23.1%	23.2%
营业外收支	-11	0	-5	0	0	0
税前利润	576	915	1,369	1,904	2,573	3,444
利润率	17.3%	21.5%	21.8%	22.7%	23.1%	23.2%
所得税	-133	-228	-368	-495	-669	-896
所得税率	23.1%	25.0%	26.9%	26.0%	26.0%	26.0%
净利润	443	686	1,001	1,409	1,904	2,549
少数股东损益	0	-1	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	443	687	1,001	1,409	1,904	2,549
净利率	13.3%	16.2%	15.9%	16.8%	17.1%	17.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	443	687	1,001	1,409	1,904	2,549
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	57	49	134	110	229	350
非经营收益	-7	-8	-11	21	0	0
营运资金变动	-99	311	-309	6	-140	-175
经营活动现金净流	394	1,039	814	1,546	1,993	2,724
资本开支	-247	-316	-506	-1,497	-1,509	-1,510
投资	-55	-19	0	-1	0	0
其他	-266	-7	7	0	0	0
投资活动现金净流	-569	-342	-499	-1,498	-1,509	-1,510
股权募资	206	20	0	4,659	-183	0
债权募资	114	-60	0	0	0	1
其他	-50	-119	-21	0	-201	-268
筹资活动现金净流	270	-159	-21	4,659	-384	-267
现金净流量	96	537	294	4,707	100	947

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	173	717	1,004	5,711	5,810	6,757
应收款项	55	87	324	572	850	1,210
存货	543	581	1,034	1,105	1,462	1,938
其他流动资产	48	35	318	432	571	757
流动资产	819	1,420	2,681	7,820	8,693	10,663
%总资产	76.4%	70.6%	75.8%	77.9%	71.3%	69.6%
长期投资	0	9	3	4	3	3
固定资产	146	461	708	2,107	3,385	4,544
%总资产	13.6%	22.9%	20.0%	21.0%	27.8%	29.7%
无形资产	99	106	114	103	107	112
非流动资产	254	593	858	2,216	3,498	4,661
%总资产	23.6%	29.4%	24.2%	22.1%	28.7%	30.4%
资产总计	1,073	2,013	3,539	10,036	12,191	15,323
短期借款	60	0	0	0	0	0
应付款项	468	838	1,303	1,675	2,215	2,939
其他流动负债	79	161	220	492	653	847
流动负债	607	999	1,524	2,166	2,869	3,786
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	11	11	0	0	0
负债	607	1,010	1,535	2,166	2,869	3,787
普通股股东权益	466	1,003	2,003	7,870	9,322	11,536
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,073	2,013	3,539	10,036	12,191	15,323

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	2.359	1.145	1.668	2.103	2.841	3.804
每股净资产	2.478	1.671	3.339	11.746	13.914	17.218
每股经营现金净流	2.097	1.730	1.357	2.307	2.974	4.065
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.300	0.400	0.500
回报率						
净资产收益率	95.18%	68.50%	49.95%	17.90%	20.42%	22.09%
总资产收益率	41.34%	34.13%	28.28%	14.04%	15.62%	16.63%
投入资本收益率	92.79%	70.02%	52.97%	17.86%	20.30%	21.99%
增长率						
主营业务收入增长率	82.34%	27.92%	47.92%	33.65%	32.69%	32.98%
EBIT增长率	146.22%	49.10%	54.29%	30.12%	34.70%	34.05%
净利润增长率	195.52%	54.90%	45.69%	40.79%	35.12%	33.89%
总资产增长率	97.39%	87.63%	75.81%	183.61%	21.47%	25.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.6	5.1	7.3	15.0	18.0	20.0
存货周转天数	64.5	73.1	73.0	75.0	75.0	75.0
应付账款周转天数	27.7	46.2	39.8	25.0	25.0	25.0
固定资产周转天数	1.6	19.2	30.2	83.3	104.6	107.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-24.23%	-71.53%	-50.13%	-72.57%	-62.33%	-58.56%
EBIT利息保障倍数	388.9	-164.7	-114.0	-227.7	-153.2	-188.6
资产负债率	56.57%	50.18%	43.38%	21.58%	23.53%	24.71%

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)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
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: 201204	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 921 室