

嘉麟杰 (002486.SZ)

纺织行业

新股研究

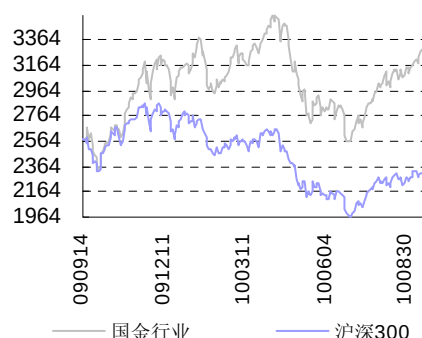
客户稳定的户外功能性面料出口企业

目标价格(人民币): 6.07-7.39元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行A股上限(百万股)	52.00
总股本(百万股)	156.00
国金纺织指数	3270.38
沪深300指数	2965.01
中小板指数	6929.10



公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.237	0.274	0.264	0.318	0.407
每股净资产(元)	1.68	1.96	3.19	3.32	3.60
每股经营性现金流(元)	0.42	0.48	0.42	0.43	0.51
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	19.82	47.97	47.97	47.97	47.97
净利润增长率(%)	37.99%	15.98%	28.35%	20.27%	28.25%
净资产收益率(%)	14.06%	14.00%	8.29%	9.56%	11.32%
总股本(百万股)	156.00	156.00	208.00	208.00	208.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论

- **户外功能性面料出口企业。**公司超过 98%产品外销, 主要为知名户外运动品牌商和高端大众运动品牌商提供起绒类面料、纬编羊毛面料和运动型功能面料, 同时也应客户需求直接加工生产成衣。国外户外运动品的发展是公司业绩增长的市场驱动力;
- **客户集中度高确保收入和毛利率稳定性。**公司前五大客户占主营业务收入比重超过 80%, 公司客户追求稳定长期的合作关系, 因此公司产品的销售收入具有保障性, 毛利率水平也相对稳定;
- **自主户外零售品牌建设短期无法为公司贡献利润。**建设户外运动品牌, 产品设计和功能性的保障很重要, 但更为重要的是市场营销以及渠道拓展, 这些绝非一日之功, 公司的自主品牌短期内不会给公司贡献利润, 明年开始公司加大力度拓展渠道将增加公司销售费用率;
- **募集资金项目 12 年投产。**公司此次上市发行 5200 万股, 募集资金用于建设 680 万米/年高档织物生产项目, 募集资金项目建设, 为公司将来进一步开拓新客户和新市场做好准备。

盈利预测

- 预计公司未来业绩平稳增长, 2010-2012 年净利润分别为 5493 万元、6606 和 8472 万元, 增速分别为 28.357%、20.27%和 28.25%; 对应股本摊薄后 EPS 分别为 0.264 元、0.318 元和 0.407 元;
- 目前 2010 年市场一致预测生产型企业平均估值为 22.32 倍, 品牌零售类企业平均估值接近 40 倍, 公司作为生产高档功能性面料的出口企业, 未来销售收入和毛利率水平稳定增长, 我们给予公司 2010 年 23-28 倍 PE, 对应的合理股价为 6.07 元-7.39 元。

风险提示

- 客户高度集中的风险;
- 汇率波动增加公司财务费、降低公司产品竞争力的风险;
- 出口退税政策调整的风险。

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

公司功能性面料主要应用于快速发展的户外用品市场

公司基本情况介绍

- 公司主要从事起绒类面料、纬编羊毛面料和运动型功能面料等高档针织面料的开发与生产，以及国际知名运动品牌成衣的生产销售；具备年生产织物面料 1,200 万米、加工成衣 300 万件的生产能力，在针织方面具有从纬编织造、染色、后整理到成衣的连续加工生产能力；在中国纺织工业协会评选的 2008-2009 年度针织行业竞争力 10 强排名中位列第 3 名；
- 公司主要客户为全球 12 个知名户外运动和高尔夫球品牌商、6 个高端大众运动品牌商，但客户非常集中，前五大客户占总收入比重达到 80%，其中前两名是高端运动面料供应商 polartec 和知名户外运动品牌 icebreaker（图表 6）；
- 公司主要的产品系列包括：以高弹纤维形成高密挡风层服装面料为代表的起绒类面料系列、以薄型保暖弹性内衣面料为代表的纬编羊毛面料系列和以导湿保暖空气夹层服装面料为代表的运动型功能面料系列，同时公司也应客户需求直接加工生产成衣；
- 公司本次发行 5200 万股，发行后总股本 20800 万股，本次发行占发行后总股本比例的 25%。

图表1：发行前后股本结构变化

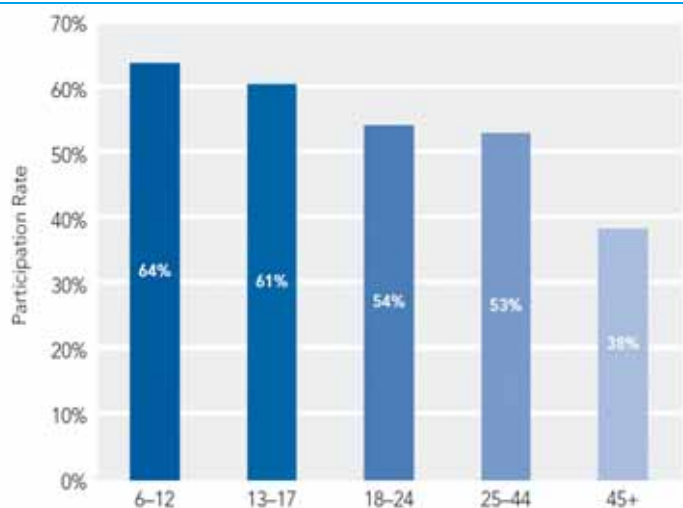
	发行前持股数量 (万股)	持股比例	发行后持股数量 (万股)	持股比例
上海国骏投资有限公司	4691.81	30.08%	4691.81	22.56%
兼松纤维株式会社	3912.00	25.08%	3912.00	18.81%
株式会社日阪制作所	1820.25	11.67%	1820.25	8.75%
嘉乐进出口有限公司	1563.94	10.02%	1563.94	7.52%
天津泰达科技风险投资股份有限公司	1171.50	7.51%	651.50	3.13%
上海约利商贸有限公司	1062.00	6.81%	1062.00	5.11%
厦门朴实投资顾问有限公司	1050.00	6.73%	1050.00	5.05%
上海裕复企业管理咨询咨询有限公司	328.50	2.11%	328.50	1.58%
全国社会保障基金理事会	n/a	n/a	520.00	2.50%
社会公众股	n/a	n/a	5200.00	25.00%
合计	15600.00	100%	20800.00	100.00%

来源：招股说明书，国金证券研究所

户外用品市场前景广阔

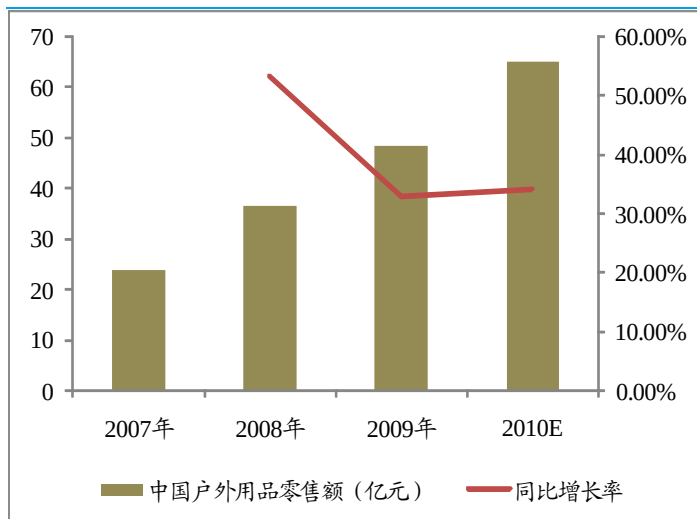
- 公司主要产品起绒类面料和纬编羊毛面料对应的下游市场为户外运动市场，运动型功能面料主要面对的是体育运动中的高尔夫、航海等高端运动形式，而以上户外、高尔夫和航海等运动正是近年来发展速度最快的运动形式；
- 2008 年，在美国这个全球最大的户外用品市场，占人口总数 48.6%，接近 1.5 亿人参与户外运动（图表 2），2008 年美国传统户外零售市场销售额约为 135 亿美元；而在新兴国家户外用品行业仍然处于快速成长期：以中国为例，中纺协户外用品分会的《中国户外用品市场调查报告》显示：2008 年之前的 10 年中国户外用品市场年均复合增长率接近 50%；2009 年中国户外用品零售总额达到了 48.5 亿元人民币，同比增长 32.88%。根据《2010-2015 年中国户外用品行业投资分析及前景预测报告》数据：中国户外市场 2010 年零售总额有望达到 60-70 亿元，未来几年的复合同比增速仍将超过 30%（图表 3）。

图表2：2008年美国不同年龄段参与户外运动人口占比



来源：OIA,《中国户外用品调查报告》，国金证券研究所

图表3：2007-2010E 中国户外用品零售额及增长率



- 近年来高尔夫运动周围已经形成了一个包括球具业、服装业、球场设施设备等相关行业的巨大产业链。发达国家 1/10 的人将高尔夫作为基础运动，美国高尔夫运动年产值约为 800 至 1000 亿美元；中国近五年高尔夫人口的复合增长达到了 26.6%。

公司客户集中有助于保证业绩平稳

生产工艺领先的功能性面料生产企业

- 公司技术研发实力突出。在户外运动过程中，消费者需要户外产品实现排汗、保暖、防风、抗紫外线等功能性，因此户外用品功能性面料代表了服装面料中的高端技术和工艺流程。公司技术研发实力突出，独创的“羊毛+氨纶”、“羊毛+涤纶+氨纶”、“超细羊毛+兰精阻燃纤维”、“铜氨丝+中空纤维”等多种原料组合已经实现规模化生产，并且保持较高的成品率和稳定性，其中高支羊毛等部分领域的纬编生产工艺居于国际领先水平（图表 4）；

图表4：主要技术类荣誉

项目名称	主要荣誉	认证时间
上海市高新技术企业、国内针织摇粒绒行业标准起草单位和毛针织纬编面料国	高新技术转化项目	2008年2月
高弹纤维形成高密挡风层服装面料”	高新技术转化项目	2008年3月
“导湿保暖空气夹层服装面料”	科学技术进步奖二等奖，全国针织行业在该项评选中的唯一且最高奖项	2008年10月
“高弹高密防风针织双面绒针织加工技术研究”	科学技术进步奖三等奖	2008年10月
“薄型保暖弹性针织技术研究及产品开	科学技术进步二等奖	2010年
发”		
“高收缩毛/晴双面绒织物”		

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 完善的质量管理体系和环保标准。

- 目前公司已完成了 ERP 系统、MES（制造执行系统）、染色中控系统的开发与运用，这些系统的应用使公司在产品开发阶段可以尽可能低的节约成本，减少浪费，并且在后台运作管理流程上提高效率；
- 公司成为中国大陆首家通过 Bluesign®认证的体系合作伙伴。该体系发起设立的企业均为全球具有一流知名度的企业，环保认证标准也是全球最为严格的。取得 Bluesign®认证的企业必须采用该联盟认可的原料、染料、助剂，控制和避免在生产过程中对大气和水资源造成污染，同时在生产过程中对能源消耗的控制必须达到行业全球的中等水平以上；
- 公司与日本著名综合检测机构 Q-TECH 公司合作建立成衣检品中心，公司出产的产品在织造、印染等环节均经过 100%检测。
- **国内纺织生产性企业中首家拥有自动仓储系统。**公司投资 2,000 余万元采购的自动仓库系统实行全自动、数字化管理，货物按照出口地、产品类别等信息分类堆放，可以在极短的时间内检索到相应的货物并迅速出货。
 - 该系统于 2009 年 6 月投入使用后，仓库的使用率提高了 12 倍，经测算该仓库每年可以为公司节约仓库租借费用 220 万元、人工成本 100 万元；
 - 该系统可以根据客户的指令要求按出口港直接配货，帮助客户直接发货给下游客户。这种仓储配货服务，使公司成为客户供应链的关键环节，帮助公司与客户之间建立相互依存的伙伴关系，并且为公司增加了物流环节的利润。

先进和稳定的工艺技术、规范化的治理流程和环保标准都是国际大企业选择与公司发展长期稳定合作关系的最主要原因。

客户集中度高，未来收入和毛利率水平较为稳定

- 公司超过 98%产品外销，并且客户集中度非常高，2010 年上半年前五大客户占主营业务收入比重超过 80%。

图表5：公司客户集中度高的优劣势分析

风险点	一旦公司的某个大客户出现经营问题，公司的业绩将受到巨大打击，公司未来将通过开拓新客户降低单一客户销售占比来降低风险
户外用品行业前景 减小外销波动	公司主要面对的下游市场为发展前景广阔的泛户外运动市场，该市场在全球范围内处于较为快速的发展期，因此相对于其他纺织出口企业，公司受外销波动影响相对较小
客户稳定，保障订单	公司的主要客户均为国际知名企业，这些公司非常重视产品质量、稳定性，并且对生产环节的环保和人权要求也很高，一旦选定某些值得信赖的代工企业即追求稳定长期的合作关系，公司未来订单具有保障
收入增长相对平稳	目前公司增长更多依赖已有大客户的订单增加，但公司的加工量已经占到这些企业较高比例，进一步提高难度较大，
毛利率保持稳定	长期信任的合作关系将使公司的毛利率水平保持稳定：在原材料成本上涨的情况下，公司可以较为顺畅的向下游客户转移成本；同样在原材料成本下降或者退税率提高等情况下，公司也需要将利润转移给下游客户

来源：国金证券研究所

图表6：公司五大客户介绍

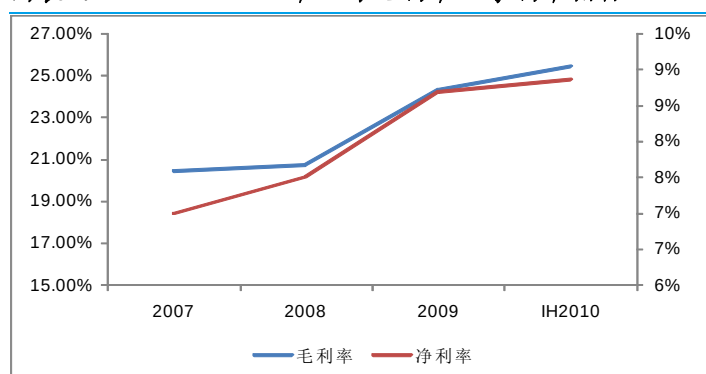
客户名称	客户介绍	公司向其销售产品	10年上半年销售收入（万元）	占公司营业收入比重	占该客户采购比重
polartec	公司系世界户外运动面料品牌知名度最高、市场份额最大的公司之一，为The North Face、Columbia等多个世界顶级户外运动服装及装备商供应高性能双面绒面料	起绒类面料	8975.47	30.33%	接近30%
icebreaker	新西兰最大的全羊毛户外服饰品牌商，目前在全球24个国家拥有超过2000家零售店，2009年销售收入约6亿元人民币	纬编羊毛成衣	8040.82	27.17%	90%以上
Kathmandu	新西兰知名户外品牌	运动型功能成衣	2384.73	8.06%	
兼松纤维	从事服装和纺织品贸易、分销和零售的日本领先公司，公司通过兼松纤维向nike golf, nike sports wool等品牌销售功能性面料	运动型功能成衣	2300.33	7.77%	
株式会社岛村	日本知名品牌零售商	运动型功能成衣	2118.72	7.16%	
总计			23820.07	80.48%	

来源：招股说明书，国金证券研究所

财务指标分析，公司处于行业内中等偏上水平

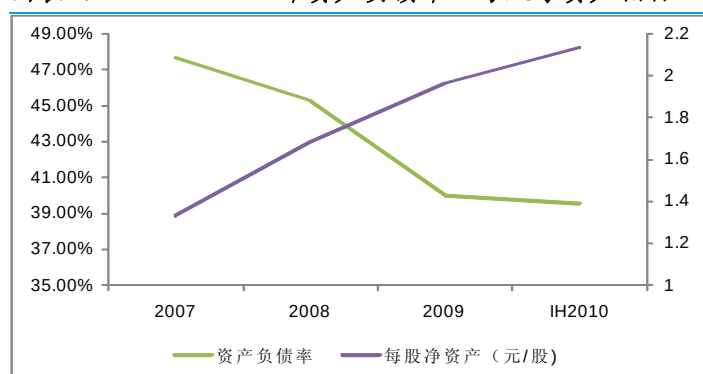
- 近年来随着销售规模的扩大，公司的盈利指标以及运营能力持续改善。

图表7：2007-1H2010 年公司毛利率及净利率指标



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表8：2007-1H2010 年资产负债率及每股净资产指标



- 与业内主要公司相比，公司净利率和毛利率高于行业均值，与公司市场地位比较匹配；而由于公司上市之前筹集资金以银行借款为主，偿债指标低于平均水平，未来公司上市募集资金到位之后将改善偿债能力。

图表9：与业内主要公司财务指标比较

股票代码	股票名称	盈利能力			偿债能力			运营能力	
		净利率	毛利率	ROE	资产负债率	流动比率	速动比率	存货周转率	应收账款周转率
000726	鲁泰A	17.47%	33.80%	9.23%	33.11%	1.17	0.51	1.16	13.40
600483	福建南纺	1.50%	7.58%	0.98%	38.10%	1.38	1.24	4.52	5.95
600493	凤竹纺织	6.11%	15.99%	4.45%	52.40%	1.06	0.62	1.83	3.73
600510	黑牡丹	9.83%	15.07%	4.20%	38.91%	2.42	1.11	0.44	2.57
002070	众和股份	8.73%	23.13%	5.65%	49.95%	1.55	1.16	1.29	4.16
002087	新野纺织	3.52%	11.00%	2.78%	49.70%	1.37	0.98	2.02	6.10
002127	新民科技	7.25%	16.05%	8.21%	49.11%	1.23	0.96	4.18	14.79
002394	联发股份	9.21%	20.92%	6.77%	26.62%	2.91	2.31	2.96	5.59
算术平均		7.95%	17.94%	5.28%	42.24%	1.64	1.11	2.30	7.04
002486	嘉麟杰	8.86%	25.45%	8.23%	39.56%	1.59	0.85	1.97	4.53

来源：招股说明书，聚源数据，国金证券研究所

Kroceus—自有品牌建设短期内无法贡献利润

- 公司 2009 年 6 月设立上海嘉麟杰运动用品有限公司，利用自身功能性面料的生产优势向下游品牌延伸，建设自主户外零售品牌—Kroceus，截止到 10 年年底预计该品牌可以拓展至 15 家专卖店；公司计划明年开始加大力度拓展自有品牌；
- 建设户外品牌，产品设计和功能性的保障很重要，但更为重要的是市场营销以及渠道拓展，这些绝非一日之功，一个新品牌被消费者认识和接受需要一个长期的过程，渠道也应该配合品牌影响力的提升循序渐进来拓展，我们认为短期内自有品牌不会给公司贡献利润，明年开始公司加大力度拓展渠道渠道将提高公司销售费用率。

股票估值和定价

图表 10 市场一致预测分类估值

	股票代码	股票名称	市场预期 PE (2010 年一致)	算数平均 PE
生产型企业	000726	鲁泰 A	12.82	22.32
	600510	黑牡丹	20.39	
	002070	众和股份	26.67	
	002098	浔兴股份	21.42	
	002193	山东如意	30.32	
品牌零售企业	002154	报喜鸟	30.53	39.66
	002029	七匹狼	35.99	
	002269	美邦服饰	38.09	
	002291	星期六	41.34	
	002293	罗莱家纺	46.40	
	002327	富安娜	45.62	
次新股	002394	联发股份	26.12	
	002425	凯撒股份	40.15	

来源：聚源数据，国金证券研究所，PS:股价以 2010 年 9 月 14 日收盘价为基准

目前 2010 年市场一致预测生产型企业平均估值为 22.32 倍，品牌零售类企业平均估值接近 40 倍，公司作为生产户外运动功能性面料的出口企业，未来销售收入和毛利率水平稳定增长，我们给予公司 2010 年 23-28 倍 PE，对应的合理股价为 6.07 元-7.39 元。

盈利预测

- 2010 年全球经济持续回暖，上半年公司根据市场轻薄化和功能化的发展趋势，开发出多款起绒类面料新产品，获得了用户认可，因此上半年对 Polartec 的起绒类面料销售量达到了 405 万米，接近去年全年水平；销售金额为 8,975.47 万元，同比增长 44.67%。我们预计随着公司工艺技术提升，公司起绒面料销售将持续快速增长，预计 2010-2012 年增速分别为 35%、25%和 35%；
- 公司的纬编羊毛产品主要向 icebreaker 销售，该企业的销售拓展速度会在一定程度上制约公司在该类产品上的销售收入增速，我们预计公司羊毛产品销售以 15%的速度稳定增长；
- 公司 09 年在日本设立子公司，主要拓展 nike、adidas 等运动品牌客户，我们预计公司运动型功能面料业务未来增速为 25%；
- 我们预计公司对主要客户销售产品毛利率水平将基本保持稳定；
- 公司目前拥有 6 家自主品牌零售店，预计年底之前将再开 9 家左右，明年计划快速拓展零售终端，因此我们预测公司 2010-2011 年销售和管理费用率将逐步提升。

图表 11：盈利预测

项 目	2007	2008	2009	1H10	2010E	2011E	2012E
起绒类产品							
销售收入（百万元）	124.58	162.59	147.56	115.17	199.20	249.00	336.15
增长率（YOY）		30.52%	-9.25%		35.00%	25.00%	35.00%
毛利率	17.63%	18.33%	24.91%	24.95%	25.00%	25.00%	25.00%
销售成本（百万元）	102.61	132.79	110.80	86.43	149.40	186.75	252.12
增长率（YOY）		29.41%	-16.56%		34.84%	25.00%	35.00%
毛利（百万元）	21.97	29.81	36.76	28.73	49.80	62.25	84.04
增长率（YOY）		35.68%	23.33%		35.48%	25.00%	35.00%
占总销售额比重	32.75%	33.19%	30.16%	38.91%	32.70%	33.46%	35.96%
占主营业务利润比重	28.24%	29.34%	30.88%	38.14%	31.92%	32.59%	34.97%
纬编羊毛产品							
销售收入（百万元）	142.09	199.52	186.42	93.06	214.38	246.54	283.52
增长率（YOY）		40.42%	-6.57%		15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	24.74%	24.35%	24.59%	23.98%	24.00%	24.00%	24.00%
销售成本（百万元）	106.93	150.95	140.57	70.75	162.93	187.37	215.47
增长率（YOY）		41.16%	-6.87%		15.90%	15.00%	15.00%
毛利（百万元）	35.15	48.58	45.84	22.31	51.45	59.17	68.04
增长率（YOY）		38.18%	-5.63%		12.23%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	37.35%	40.73%	38.10%	31.44%	35.19%	33.13%	30.33%
占主营业务利润比重	45.19%	47.81%	38.51%	29.62%	32.98%	30.97%	28.31%
运动型功能产品							
销售收入（百万元）	113.71	127.79	155.26	87.16	194.07	242.59	303.24
增长率（YOY）		12.38%	21.49%		25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	18.18%	18.17%	23.45%	27.72%	28.00%	28.00%	28.00%
销售成本（百万元）	93.04	104.57	118.84	63.00	139.73	174.66	218.33
增长率（YOY）		12.39%	13.65%		17.58%	25.00%	25.00%
毛利（百万元）	20.67	23.22	36.42	24.16		67.92	84.91
增长率（YOY）		12.35%	12.35%		4.05%	181.12%	25.00%
占总销售额比重	29.89%	26.08%	31.73%	29.45%	31.86%	32.60%	32.43%
占主营业务利润比重	26.57%	20.34%	19.51%	48.34%	15.49%	35.56%	35.33%
自主品牌销售							
销售收入（百万元）			0.09	0.58	1.50	6.00	12.00
增长率（YOY）					1518.12%	300.00%	100.00%
毛利率			38.73%	20.65%	28.00%	28.00%	28.00%
销售成本（百万元）			0.06	0.46	1.08	4.32	8.64
增长率（YOY）					1801.41%	300.00%	100.00%
毛利（百万元）			0.04	0.12	0.42	1.68	3.36
增长率（YOY）					1069.92%	300.00%	100.00%
占总销售额比重			0.02%	0.19%	0.25%	0.81%	1.28%
占主营业务利润比重			0.03%	0.16%	0.27%	0.88%	1.40%
销售总收入（百万元）	380.38	489.91	489.32	295.97	609.15	744.13	934.91
销售总成本（百万元）	302.58	388.30	370.27	220.64	453.14	553.10	694.56
毛利（百万元）	77.79	101.61	119.05	75.33	156.01	191.02	240.35
平均毛利率	20.45%	20.74%	24.33%	25.45%	25.61%	25.67%	25.71%

来源：国金证券研究所

募集资金项目分析

- 公司的募集将全部投于高档织物面料生产技术改造项目，项目总投资 2.65 亿元。若超募，超募资金考虑投入自有品牌建设。本次募集资金项目达产后，公司高档织物面料的产能将从现有的 1,200 万米/年增加到 1,880 万米/年，募集资金项目建设周期为 12 个月；
- 近年来公司产品在国际市场的认可度不断提高，公司募集资金项目建设，为公司将来进一步开拓新客户和新市场做好准备。

风险提示

- **客户高度集中的风险。**2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年 1-6 月，公司向前五名客户销售总额占公司当年主营业务收入的比重分别为 84.71%、85.36%、76.30%和 80.48%。一旦公司的某个大客户出现经营问题，公司的业绩将受到巨大打击，未来公司将通过开拓新客户降低单一客户销售占比来降低风险；
- **汇率波动风险增加公司财务费用的风险。**公司超过 98%业务出口，主要采取信用证形式以美元结算。公司自接受订单至货款回笼，平均业务周期为 3 个月，期间汇率波动有可能会引发汇兑损益，增加公司的财务费用；
- **人民币升值降低公司产品竞争力的风险。**今年以来人民币持续升值，目前人民币对美元中间价已由年初的 6.8273 降至 6.7378，未来人民币继续升值会降低公司产品竞争力；
- **出口退税政策调整的风险。**从 2009 年 4 月 1 日起，纺织品、服装的出口退税率已提高至 16%，若未来退税率下降，将降低公司盈利空间。

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	380	490	489	609	744	935
增长率		28.8%	-0.1%	24.5%	22.2%	25.6%
主营业务成本	-303	-388	-370	-453	-553	-695
% 销售收入	79.5%	79.3%	75.7%	74.4%	74.3%	74.3%
毛利	78	102	119	156	191	240
% 销售收入	20.5%	20.7%	24.3%	25.6%	25.7%	25.7%
营业税金及附加	0	0	0	-1	-1	-1
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-13	-16	-26	-35	-47	-59
% 销售收入	3.4%	3.3%	5.4%	5.8%	6.3%	6.3%
管理费用	-20	-26	-32	-46	-60	-75
% 销售收入	5.2%	5.3%	6.6%	7.5%	8.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	45	59	60	74	84	106
% 销售收入	11.9%	12.1%	12.3%	12.2%	11.3%	11.3%
财务费用	-14	-16	-11	-9	-6	-5
% 销售收入	3.8%	3.2%	2.2%	1.5%	0.8%	0.6%
资产减值损失	0	-1	-1	-1	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	31	43	48	65	78	100
营业利润率	8.1%	8.8%	9.9%	10.6%	10.5%	10.7%
营业外收支	0	-1	0	1	1	1
税前利润	31	43	49	66	79	101
利润率	8.2%	8.7%	9.9%	10.8%	10.6%	10.8%
所得税	-4	-5	-5	-10	-12	-15
所得税率	12.1%	12.5%	10.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	27	37	43	56	67	86
少数股东损益	1	0	1	1	1	1
归属于母公司的净利润	27	37	43	55	66	85
净利率	7.0%	7.5%	8.7%	9.0%	8.9%	9.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	27	37	43	56	67	86
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	22	28	31	31	42	50
非经营收益	14	16	9	10	5	5
营运资金变动	-13	-15	-8	-10	-24	-34
经营活动现金净流	50	66	75	87	89	107
资本开支	-58	-38	-35	-102	-158	-29
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	5	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-53	-38	-35	-103	-158	-29
股权募资	32	0	0	329	-11	0
债权募资	14	8	-15	-85	0	1
其他	-33	-15	-10	-11	-33	-33
筹资活动现金净流	13	-7	-25	234	-44	-32
现金净流量	10	21	15	217	-112	46

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	41	62	78	295	183	229
应收款项	31	41	67	55	68	85
存货	87	88	86	106	129	162
其他流动资产	9	5	13	18	21	26
流动资产	168	196	244	474	401	502
% 总资产	38.5%	40.6%	46.1%	57.0%	45.8%	52.5%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	255	274	270	331	440	411
% 总资产	58.6%	56.6%	51.0%	39.9%	50.3%	43.0%
无形资产	13	13	13	23	32	42
非流动资产	268	287	285	357	475	455
% 总资产	61.5%	59.4%	53.9%	43.0%	54.2%	47.5%
资产总计	436	483	529	831	876	956
短期借款	163	113	85	0	0	0
应付款项	45	46	64	65	79	99
其他流动负债	0	1	1	29	30	30
流动负债	207	161	150	94	109	130
长期贷款	0	57	71	71	71	72
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	207	218	220	164	179	201
普通股股东权益	226	262	306	663	691	749
少数股东权益	2	3	3	4	5	6
负债股东权益合计	436	483	529	831	876	956

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	#VALUE!	0.237	0.274	0.264	0.318	0.407
每股净资产	1.334	1.683	1.959	3.186	3.322	3.600
每股经营现金净流	0.299	0.424	0.483	0.416	0.430	0.513
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	11.85%	14.06%	14.00%	8.29%	9.56%	11.32%
总资产收益率	6.14%	7.64%	8.08%	6.61%	7.55%	8.86%
投入资本收益率	10.16%	11.93%	11.59%	8.57%	9.30%	10.87%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	28.79%	-0.12%	24.49%	22.16%	25.64%
EBIT增长率	N/A	31.77%	1.58%	23.17%	12.75%	26.05%
净利润增长率	N/A	37.99%	15.98%	28.35%	20.27%	28.25%
总资产增长率	N/A	10.91%	9.59%	57.04%	5.33%	9.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.1	25.5	38.1	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	52.3	82.1	85.6	85.0	85.0	85.0
应付账款周转天数	22.8	37.3	48.5	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	206.1	199.8	196.7	182.1	202.6	149.8
偿债能力						
净负债/股东权益	53.36%	40.72%	24.97%	-33.71%	-16.16%	-20.81%
EBIT利息保障倍数	3.2	3.8	5.7	8.0	14.3	19.3
资产负债率	47.63%	45.05%	41.62%	19.78%	20.48%	21.04%

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

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室