

华斯股份 (002494.SZ)

裘皮行业具有竞争优势的龙头企业

李燕华 纺织服装 研究员

电话: 020-87555888-636

eMail: lyh9@gf.com.cn

公司具备行业完整产业链，是裘皮行业龙头

公司具备从原料收购、鞣制处理、染色加工、服饰设计加工和销售贸易的完整产业链条，具备产业集成优势，是我国裘皮行业生产规模最大的裘皮制造销售龙头企业。公司产品以裘皮服装为主，88%出口海外。近三年收入和净利润复合增长率为 18%和 192%。

行业发展空间较大，公司竞争优势明显

由于裘皮的天然保暖和奢侈品属性，天气寒冷地区的需求较大，俄罗斯、美国、西欧和日本是世界主要传统消费地区，未来俄罗斯将成为公司重点发展的海外市场。

中国是世界上最大的裘皮生产和加工中心，随着居民人均收入水平的提高，我国正成为新兴的裘皮消费国，根据中国皮革协会估计，未来几年，中国的高档商品销售额将以年均 20%的速度增长。裘皮行业消费预计增长迅速。

公司对原材料控制能力和研发能力较强，产业链一体化效应显著，具有明显的规模优势。公司地处我国裘皮贸易集散地河北省肃宁县，原材料供应充分，劳动力资源丰富，具有产业集群优势。

盈利预测与投资建议

根据收入预测，我们预计 10-12 年公司 EPS 分别为 0.46、0.59 和 0.8 元。根据参考公司估值，给予公司 10 年 PE 估值区间为 38-40 倍，对应的合理价值为 17.5-18.4 元。预计上市价格为 20-25 元。风险主要来自国内外经济复苏情况、汇率波动和出口退税政策变化。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(万元)	29,464	35,541	40016	46745	58048
EBITDA(万元)	4,103.38	5,777.48	7417	8743	11634
净利润(万元)	2,140.44	3,738.17	5183	6678	9038
净利润增长率	389.06%	74.65%	38.65%	28.85%	35.34%
每股收益(元)	0.31	0.44	0.46	0.59	0.80
市盈率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股红利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源: 财务报表, 广发证券发展研究中心

价格区间

发行价格	0.00 元
上市价格	20-25 元

股票数据

总股本(万股)	11350
流通股本(万股)	2850
主要股东:	
	贺国英
主要股东持股比例	42.29%
流通 A 股比例	25.11%

财务比率

ROE	17.12%
ROA	18.00%
资产负债率	35.04%
每股净资产(元)	2.57

2009 年报数据

发行信息:

发行价格(元)

主承销商:

华泰联合证券有限责任公司

发行市盈率

目录索引

一、 投资估值.....	3
二、 公司概况.....	3
(一) 公司是裘皮行业龙头企业.....	3
(二) 股本结构集中.....	5
三、 裘皮行业未来市场容量巨大.....	6
四、 公司竞争优势较强.....	8
(一) 原材料控制优势明显.....	8
(二) 研发能力领先，客户资源稳定.....	9
(三) 生产与区域优势明显.....	9
五、 募集资金项目.....	9
六、 盈利预测.....	10

图表索引

图 1: 公司 10 年中期裘皮服装收入占比 74%.....	4
图 2: 公司 10 年出口占比 88%.....	4
图 3: 我国 09 年裘皮行业前十大公司销售额比较.....	4
图 4: 近三年收入复合增长率 18%.....	4
图 5: 近三年净利润复合增长率 192%.....	4
图 6: 公司近几年全球收入构成.....	5
图 7: 公司近几年国内收入构成.....	5
图 8: 公司股权结构图.....	6
图 9: 城镇人均可支配收入与农村人均纯收入增长.....	7
图 10: 服装及社会消费品零售总额增速.....	7
图 11: 我国裘皮行业产值.....	7
图 12: 我国裘皮行业产值市场容量.....	7
表 1: 主要参考公司的估值.....	3
表 2: 募集资金投资计划.....	10
表 3: 公司盈利预测.....	11

一、投资估值

根据公司收入预测，我们预计10-12年公司发行股本全面摊薄后EPS分别为0.46、0.59和0.83元。

公司产品定位高端，具有奢侈品属性，公司原材料控制能力较强、规模生产优势明显，是我国裘皮行业的龙头企业，未来随着规模扩张，业绩增长潜力较大，前景乐观。公司经营模式与瑞贝卡类似，行业处于发展阶段与家纺、品牌服装类似，参考目前这些公司的估值，我们给予公司 2010 年 PE 估值区间为 38-40 倍，对应的合理估值为 17.5-18.4 元。

表 1：主要参考公司的估值

简称	股价 (元)	EPS			PE		
		10E	11E	12E	10E	11E	12E
罗莱家纺	65.93	1.44	1.96	2.67	45.81	33.65	24.68
富安娜	40.25	0.87	1.16	1.57	46.26	34.77	25.63
梦洁家纺	39.96	1.01	1.35	1.80	39.75	29.50	22.21
报喜鸟	25.17	0.86	1.09	1.30	29.34	23.09	19.36
瑞贝卡	11.28	0.32	0.46	0.52	35.25	24.52	21.69
均值					39.28	29.1	22.7

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

注：股价为 2010 年 10 月 14 日收盘价

二、公司概况

(一) 公司是裘皮行业龙头企业

公司主要从事特种养殖动物毛皮的深加工和裘皮服装、饰品的设计、研发和制造。公司具备从原料收购、鞣制处理、染色加工、服饰设计加工和销售贸易的完整产业链条，具备产业集成优势，是我国裘皮行业生产规模最大的龙头企业。

2009 年公司生产的裘皮服装和裘皮饰品共计 26.98 万件。公司的主导产品裘皮服装为裘皮行业的高附加值产品，不但原料价格昂贵，而且设计和技术含量高，附加价值高，具有较高的品牌价值和工艺品价值。公司更在 2009 年获得业内首个高新技术企业认证，在 2010 年被评定为业内首家“农业产业化国家重点龙头企业”。

公司产品的主要出口，重点销售领域是欧洲市场、东亚市场和俄罗斯及周边国家，未来重点发展俄罗斯及周边国家和国内市场。

图 1: 公司 10 年中期裘皮服装收入占比 74%

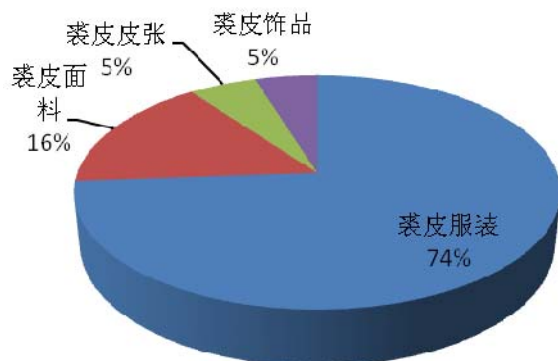
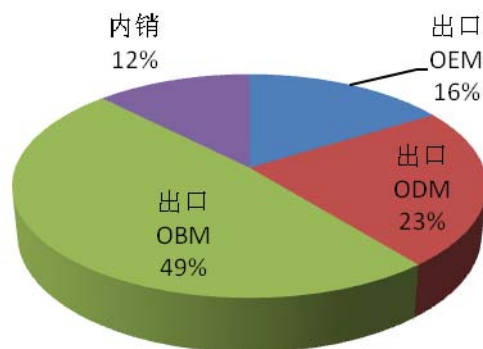


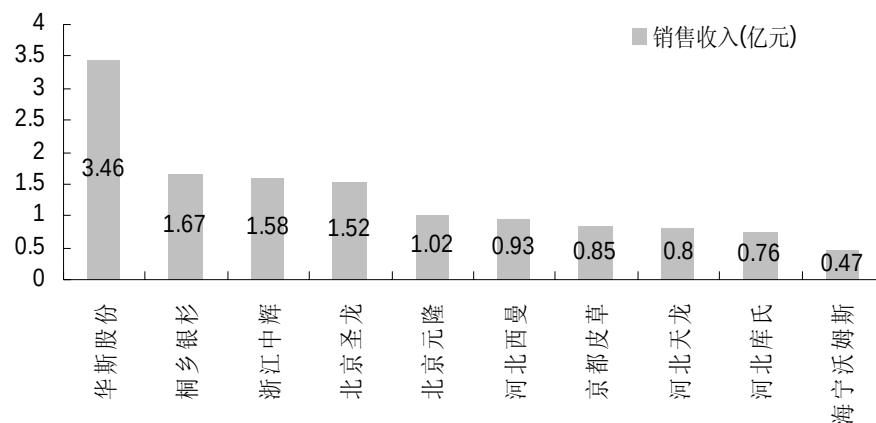
图 2: 公司 10 年出口占比 88%



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

公司无论经营规模还是盈利能力均处于行业领先地位。据中国皮革协会统计, 华斯股份裘皮服装产量居裘皮服装企业第一位。公司 2007 年度、2008 年度、2009 年度和 2010 年 1-6 月主营业务收入分别为 23,891.32 万元, 28,473.44 万元、34,605.98 万元和 16,828.54 万元, 全行业居首。

图 3: 我国 09 年裘皮行业前十大公司销售额比较

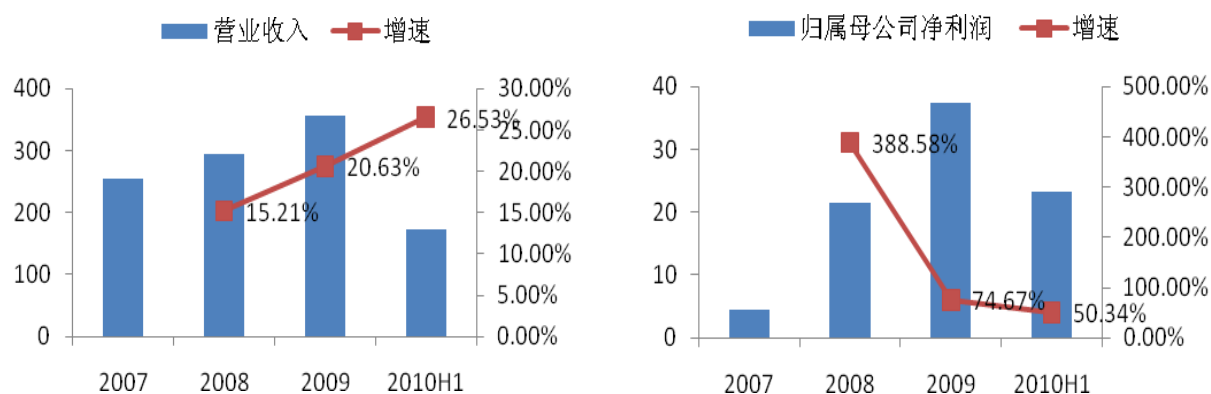


数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

公司近几年主营业务收入增长迅速, 主要由于出口业务收入和内销收入均大幅增长所致, 公司出口收入由 2007 年度的 21,819.81 万元增加至 2009 年度的 29,241.40 万元, 复合增长率 16%; 内销收入由 2007 年的 2,071.51 万元增加到 2009 年的 5,364.58 万元, 复合增长率 61%。内销市场增长迅速。

图 4: 近三年收入复合增长率 18%

图 5: 近三年净利润复合增长率 192%



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

从销售的地区分布看，海外的欧洲市场、东亚市场和俄罗斯及周边国家是重点销售领域，2007 年度、2008 年度、2009 年度和 2010 年 1-6 月，上述区域的销售额占销售总额的比例分别为 90.44%、87.85%、83.64%和 86.82%。尤其是 2008 年以来，公司大力拓展俄罗斯及周边国家市场，取得了很大的突破，来自该地区的销售收入由 2007 年的 374.86 万元增加到 2009 年的 8,852.15 万元，2010 年 1-6 月实现收入 6,065.64 万元，成为公司未来极具发展潜力的海外市场。

图 6：公司近几年全球收入构成

图 7：公司近几年国内收入构成

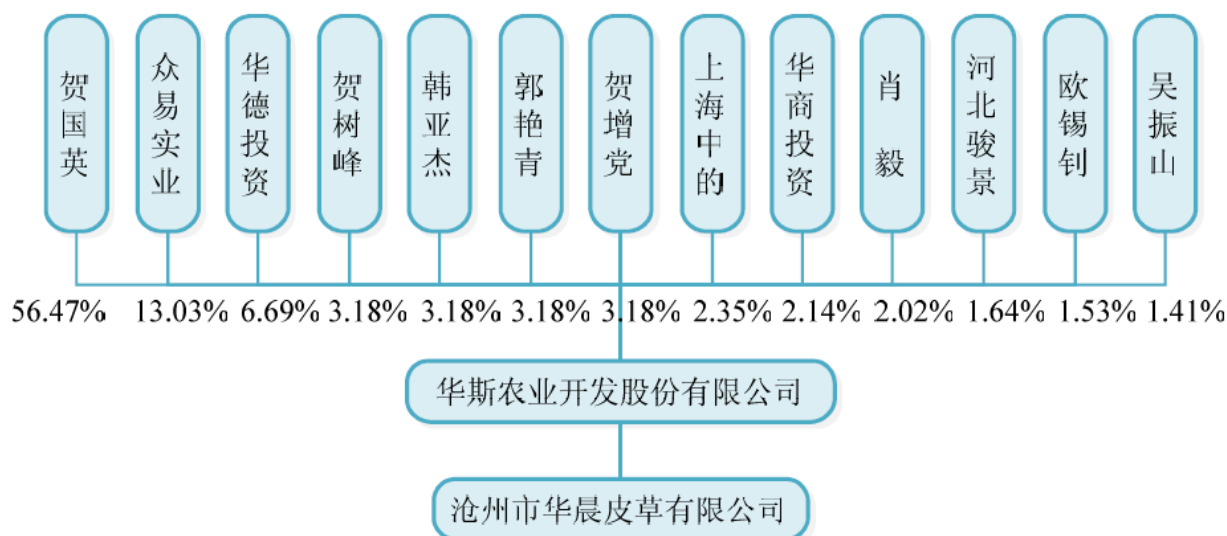


数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

(二) 股本结构集中

本次发行前公司共有 13 名股东，全部为法人股东。控股股东为实际控制人贺国英先生，占有公司发行前 56.47%的股权。本次发行前本公司的总股本为 8500 万股，本次拟发行人民币普通股 2850 万股，本次公开发行的股份占发行后总股本约 25%，实际控制人贺国英先生占发行后 42.29%的股权，发行前后股权均较为集中。

图 8：公司股权结构图



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

三、裘皮行业未来市场容量巨大

裘皮行业的产业链主要包括特种动物养殖、原皮采购、鞣制、染色、加工、裘皮服饰设计、制造和营销。近年来裘皮行业市场规模保持平稳增长。世界裘皮服饰及原料出口总额从 2005 年的 26.35 亿美元上升至 2009 年的 34.38 亿美元，年复合增长率达 6.88%(国家统计局)。

裘皮行业市场需求大

由于裘皮的天然保暖和奢侈品属性，俄罗斯、美国、日本和西欧是世界裘皮制品进口和消费的主要国家和地区。俄罗斯由于气候寒冷，对各类裘皮制品的需求较大，是世界裘皮行业最重要的消费市场之一。俄罗斯的裘皮加工业总体技术水平较低，本国的裘皮加工能力仅能满足国内 10%-15% 的需求，市场缺口需要大量的进口填补。美国水貂消费量较大，每年需从国外进口大量水貂皮和其他裘皮服饰。日本的裘皮市场在上世纪七八十年代经历了急剧扩张期后市场需求稳定，消费额仅次于俄罗斯和美国，居世界第三位。西欧是传统的主要裘皮消费地区，其总体消费市场增长较为平稳。

随着人均国民收入水平的提高，以中国为代表的新兴工业化国家正在成为新兴的裘皮消费国，裘皮经销商开始把产品销售的重点转移到中国市场。据中国皮革网统计，中国的毛皮及制品(不含生皮)进口额从 2002 年的 1.67 亿美元上升至 2008 年的 4.53 亿美元，年复合增长率 18.09%。2009 年我国毛皮及制品(不含生皮)进口 2 亿美元。

我国裘皮行业未来发展空间较大

服装消费与居民收入水平密切相关。我国经济持续快速健康增长，据

国家统计局统计，2001 年—2009 年我国城镇居民人均可支配收入和农村居民人均年纯收入复合增长率分别为 12.16%和 10.22%。随着居民收入水平提高，居民衣着消费需求一直保持稳定增长，从 2001 年到 2009 年社会消费品零售总额复合增长 14.29%，而服装零售额复合增长 21.89%。我国服装零售额增长速度要远高于同期人均可支配收入和社会消费品零售总额的增速。

图 9：城镇人均可支配收入与农村人均纯收入增长

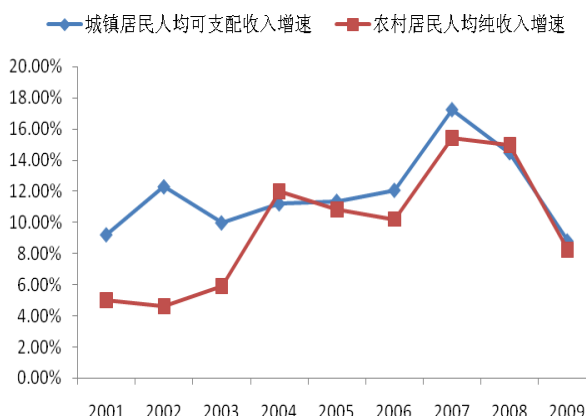
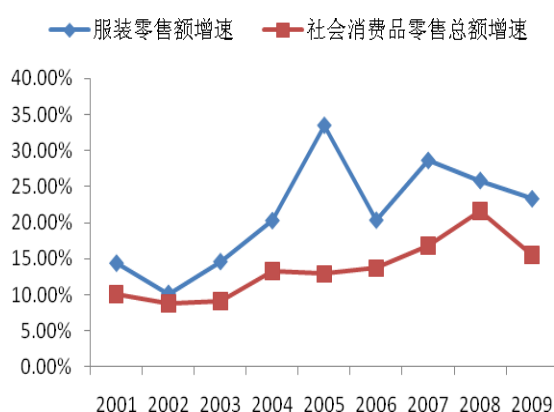


图 10：服装及社会消费品零售总额增速



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

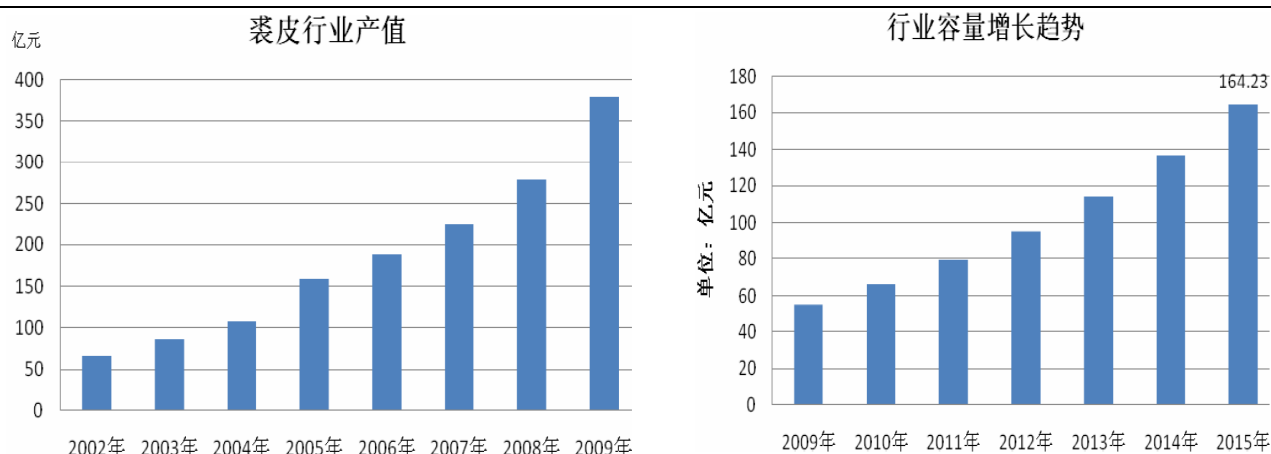
我国裘皮业目前行业集中度较低，没有全国性的领头羊品牌，各公司竞争混乱。行业处于初级发展阶段。近年来，裘皮服装的消费市场呈现出显著地时尚化特征，其功能从以保暖为主转为以装饰为主，设计因素在行业运营中的重要性凸显。裘皮服装的颜色、用料、款式和板型更具多样性和多变性，成为消费者购买行为的首选因素之一。作为时尚元素，裘皮广泛与皮革、丝绸、羊毛等面料相结合，轻薄时尚的裘皮服饰产品突破了消费季节和地区对传统裘皮服饰的限制，其消费领域和消费时间不断扩大。

中国已经成为世界上最大的裘皮生产和加工中心，占世界裘皮加工总量的 45%左右。2002 年-2008 年七年间规模以上(即年销售额 500 万元以上)企业数量年均增长 11.1%，从业人员人数年均增长 6.4%，毛皮原料及制品进、出口额年均增速分别为 37.7%和 9.3%。根据中国皮革协会统计，2009 年 12 月规模以上企业数量 421 家(不含养殖)，从业人员 5.1 万余人，规模以上毛皮及制品企业工业总产值 378 亿元，同比增长 26.1%；毛皮服装产量 250 万件，同比增长 21.7%，我国毛皮及制品(不含生皮)出口 13 亿美元，同比增长 49.7%，各月规模以上毛皮及制品企业工业总产值同比大幅度增长，且平稳加快。

随着居民生活水平的提高，对于衣着要求已经从简单的实用和质量过渡到时尚、舒适和美观。根据中国皮革协会估计，未来几年，中国的高档商品销售额将以年均 20%的速度增长。2015 年，预计国内裘皮服饰市场容量将达 164.23 亿元。

图 11：我国裘皮行业产值

图 12：我国裘皮行业产值市场容量



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

四、公司竞争优势较强

(一) 原材料控制优势明显

作为中高端消费品，裘皮服装对原皮的品质有较高要求。原皮品类众多，从品种、颜色、质量、尺寸和净度、价格等方面各类动物原皮间差异较大且具有较为显著的非标化特征，每个市场的原皮也各具特点。

公司对原材料控制优势较为明显，具有稳定、快速的原皮资源采购能力和较高的原皮品质控制能力，同时规模存货、分级配皮标准体系建立保证了较强原皮综合利用开发能力。

公司建立有稳定的面向全球市场的采购渠道，国内采购一方面以“公司+基地+农户”的模式保证原皮的稳定供应，另一方面通过公司所在地的全国最大裘皮交易市场进行调节和补充；海外采购则通过芬兰赫尔辛基拍卖会、丹麦哥本哈根拍卖会以及加拿大多伦多拍卖会配置优质和稀缺的原皮资源。依托上述采购渠道，公司的采购效率较高且采购成本较低，这均有助于增强公司承接订单的能力。

尽管裘皮行业具有非标（准）化的特点，但公司制定的裘皮原料分级标准仍然在业内得到同行的广泛认可，“华斯一级”、“华斯二级”等分类标准是业内公认的对原皮颜色、净度等性质的评定术语。公司各级采购师及专业验货人员近 80 名，大多具有丰富的专业检验毛皮经验，能够在收购现场即时判定各原皮的细微差别，并根据其潜在的可开发价值进行评估定价。

由于原皮细分级别多、自然属性突出、单体面积较小，在进行服装生产时需要进行大量选配原皮的工作。可供选择的皮张存销量、配皮的同质能力、皮张合理搭配以及裘皮加工技术水平等都直接影响最终产品的质量和生产成本。所以与采购皮张类似，需要相关人员大量的实际锻炼和经验积累。公司在分级环节中建立了针对品种、颜色、质量、尺寸和净度差别的五级分类标准，实现了非标原料的同质化分类和各类原皮资源的优化配置，保障最终产品颜色、光泽和毛绒致密程度的统一。

（二）研发能力领先，客户资源稳定

公司的裘皮研发中心下设专业研发部、设计部、工艺部和纸样部，共有专业的设计师、打版师和工艺师 95 人。公司每年将高级设计师、高级技师派往香港、米兰等地交流学习，保持先进的国际理念和技术水平。近年来公司累计开发研制 15 项新工艺技术并进行成果转化，荣获多项全国裘皮服装大赛、貂貉狐品种大赛奖项，开发了具有国际先进水平的一毛多色、毛革一体化等工艺和新型裘皮面料产品，大大提高了公司服装服饰设计的自主创新能力和产品国际竞争力。

随着近年来稳定持续的发展，公司产品在款式设计、工艺质量、研发设计等方面得到了业界的广泛认可，已成为德国、法国、英国、意大利等多国知名裘皮企业的最大设计、生产基地。公司通过 OEM 模式与 ESCADA、ROSENBERG & LENHART、GIULIANA TESO、BYTE、LAUREL、GRINVEST 和 YVES SALOMON 等国际一线品牌形成了长期的稳定合作关系。这些高端客户拥有国际水平的设计研发机构和品牌运营网络，其产品需求稳定，订单提前时间较长且对产品价格的敏感性较低，使得公司相对于国内其他裘皮服装 OEM 模式的企业具有明显销售优势。

公司 ODM 模式的产品主要销售对象包括西欧、北美、日本和香港等国际和地区的大型经销商。通过与一线高端品牌商合作，公司及时掌握裘皮行业的最新变化和发展趋势，不断提升公司的品牌影响力、设计能力、工艺技术和市场反应速度，在国际国内裘皮行业享有较高的行业地位。

（三）生产与区域优势明显

公司业务已形成从原皮采购、裘皮皮张和裘皮面料生产、裘皮服饰设计生产再到成品分销的完整链条，是国内规模最大、加工层次最深、产业链条最长、连接农户最多的裘皮制造企业，产业链一体化效应显著，保证了产品制作质量、国际订单供应，具有较强的抗风险能力，也有利于节约裘皮资源和生产成本。

公司所处的河北省肃宁县及周边地区自古以来一直是我国裘皮贸易、特别是水貂皮贸易的集散地，是全国最大的原皮交易市场，年交易额近百亿元，有“中国裘皮之都”的美誉。目前，肃宁地区是我国最大的裘皮贸易集散地和裘皮半成品和成品批发贸易中心，也是裘皮行业原料价格和成品价格形成中心。地区形成了丰富的皮草文化，原材料供应充分，裘皮企业集聚，便于公司及时抓住市场信息，迅速决策；区内拥有裘皮制作技艺的当地人口非常普遍，很多高级技师来自港资和外资企业，劳动力要素资源丰富。

五、募集资金项目

公司本次计划公开发行 2850 万普通股，占发行后总股本的 25.11%。

所募集资金主要用于主营业务：1、新增年产裘皮服装 2 万件、饰品 1.8 万件的产能精深加工技术改造项目；2、新增高档裘皮服装 9 万件、饰品 4 万件的生产基地项目；3、新增 5 个直营专卖店及配送中心建设项目；4、裘皮工程技术研发中心建设项目；5、其他与主营业务相关的营运资金。总计投资额为 2.6 亿元。

表 2：募集资金投资计划

	投资额 (万元)	资金具体投向	建设 周期	预期营业 收入	预期净利 润
裘皮制品精深加工技术改造项目	4,335.06	新增年产裘皮服装 2 万件、饰品 1.8 万件	1 年	34,033.30	4,328.94
裘皮服装、服饰生产基地项目	8,033.08	新增高档裘皮服装 9 万件、饰品 4 万件	1 年	18,007.88	1,730.14
直营店及配送中心建设项目	5,655.35	新增 5 个直营专卖店	1 年	9,386.04	1,283.36
裘皮工程技术研发中心建设项目	2,976.51		1 年	—	—
其他与主营业务相关的营运资金	5,000.00		1 年	—	—
合计	26,000.00			61,427.22	7,342.44

数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

裘皮制品精深加工技术改造项目将新增年产裘皮服装 2 万件、饰品 1.8 万件的产能，达成后服装产能将达 15.65 万件，饰品产能将达 15.13 万件。裘皮服装、服饰生产基地项目将新增高档裘皮服装 9 万件、饰品 4 万件的产能，加上裘皮制品精深加工技术改造项目新增的产能公司产能将提升至裘皮服装近 25 万件、饰品近 20 万件，增幅分别达 83.15%和 50%，产值提升显著。

直营店及配送中心建设项目中公司将新建 5 个直营专卖店和配送中心（以购买方式获得），分别位于北京、哈尔滨、大连、银川、重庆等国内主要经济中心。

裘皮工程技术研发中心建设项目主要针对服装、服饰产品的设计研发以及经济特种养殖动物品种改良及选育，建成后可推动鞣制、染色废水处理的研究与开发，促进养殖技术的发展和特种养殖动物品种优化，增加养殖业的技术附加值，降低养殖成本，实现皮张质量大幅提高并满足多元化需求。

六、盈利预测

我们对公司的盈利预测主要基于以下假设：

- 1) 公司募集资金项目按计划明年年底完成。

2) 随着裘皮服装和国内市场销售比例提高, 未来三年公司综合毛利率水平稳步提升, 分别为 23.6%、24.5%和 25.53%。

3) 随着市场拓展加速, 公司期间费用率将有小幅提升。

4) 国家宏观经济稳定, 公司所得税优惠能持续。

表 3: 公司盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
出口收入	253.18	292.41	325.55	371.35	445.94
OEM	67.91	67.87	74.66	82.87	94.47
ODM	84.32	93.08	107.04	123.10	150.18
OBM	100.95	131.46	143.85	165.38	201.28
内销收入	31.56	53.65	64.61	86.10	124.55
主营业务	284.74	346.06	390.16	457.45	570.48
其他收入	9.9082	9.3545	10	10	10
总收入	294.64	355.41	400.1635	467.4512	580.4819
增速					
出口收入	16.03%	15.50%	11.33%	14.07%	20.09%
OEM	15.40%	-0.06%	10.00%	11.00%	14.00%
ODM	96.37%	10.39%	15.00%	15.00%	22.00%
OBM	-13.28%	30.23%	9.42%	14.97%	21.71%
内销收入	52.36%	69.98%	20.44%	33.26%	44.65%
主营业务	19.18%	21.54%	12.74%	17.25%	24.71%
其他收入	-41.10%	-5.59%	6.90%	0.00%	0.00%
总收入	15.21%	20.63%	12.59%	16.82%	24.18%
毛利率					
出口	17.00%	18.20%	21.50%	22.00%	22.50%
内销	20.60%	28.10%	37.00%	37.50%	38.00%
主营业务	17.37%	19.73%	24.07%	24.92%	25.88%
其他业务	3.13%	4.73%	5.50%	5.50%	5.50%
综合	16.89%	19.34%	23.60%	24.50%	25.53%

数据来源: 广发证券发展研究中心

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	87	593	545	570	
应收账款	25	33	39	48	
预付款项	1	2	2	2	
应收利息	0	0	0	0	
应收股利	0	0	0	0	
其他应收款	2	6	8	9	
存货	156	161	184	226	
流动资产合计	272	795	778	856	
长期股权投资	0	0	0	0	
固定资产	57	69	108	113	
在建工程	0	20	70	90	
无形资产	6	7	8	8	
长期待摊费用	0	0	0	0	
递延所得税资产	0	0	0	0	
非流动资产合计	64	96	186	211	
资产总计	336	891	963	1067	
短期借款	83	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	
应付账款	15	24	28	33	
预收款项	5	12	11	14	
应付职工薪酬	3	12	14	17	
应交税费	3	5	5	6	
应付利息	0	0	0	0	
应付股利	0	0	0	0	
其他应付款	0	0	0	0	
流动负债合计	109	63	68	82	
长期借款	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	
长期应付款	0	0	0	0	
预计负债	0	0	0	0	
递延所得税负债	0	0	0	0	
非流动负债合计	9	0	0	0	
负债合计	118	63	68	82	
股本	85	114	114	114	
资本公积	105	634	634	634	
盈余公积	3	11	21	35	
未分配利润	25	69	126	203	
少数股东权益	0	0	0	0	
负债股东权益总计	336	891	963	1067	
每股净资产(元)	2.57	7.30	7.89	7.30	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	355	400	467	580	
营业成本	287	306	353	432	
营业税金及附加	2	2	2	3	
销售费用	5	10	15	19	
管理费用	14	16	21	26	
财务费用	9	7	0	-3	
资产减值损失	-1	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资收益	3	0	0	0	
营业利润	42	59	77	104	
营业外收入	1	2	2	2	
营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	44	61	79	106	
所得税费用	6	9	12	16	
净利润	37	52	67	90	
归属于母公司净利润	37	52	67	90	
少数股东损益	0	0	0	0	
EPS(元)	0.44	0.46	0.59	0.80	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	21	80	50	64	
投资活动现金流量	-5	-39	-98	-39	
筹资活动现金流量	57	465	0	0	
现金及现金等价物净增加额	73	506	-48	26	
期末现金余额	87	593	545	570	
每股经营活动现金流(元)	0.24	0.70	0.44	0.57	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	20.6%	12.6%	16.8%	24.2%	
营业利润增长率	55.8%	38.9%	29.8%	36.3%	
毛利率	19.3%	23.6%	24.5%	25.5%	
营业利润率	12.0%	14.7%	16.4%	18.0%	
净利率	10.5%	13.0%	14.3%	15.6%	
净资产收益率	17.1%	6.3%	7.5%	9.2%	
总资产收益率	11.1%	5.8%	6.9%	8.5%	
流动比率	2.5	12.6	11.4	10.5	
资产负债率	35.0%	7.1%	7.1%	7.6%	
所得税税率	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。