

希努尔 (002485.SZ)

服装行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

市价(人民币): 19.70元

目标(人民币): 22.90元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	62.75
总市值(百万元)	3,940.00
年内股价最高最低(元)	24.76/18.49
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

1. 《业绩平稳增长》，2011.8.19
2. 《团购和直营体系推动业绩增长》，2011.4.20

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

焦娟 联系人
(8621)61038269
jiaoj@gjzq.com.cn

未来进入持续且相对稳健的发展阶段

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.740	0.718	0.916	1.181	1.509
每股净资产(元)	2.97	9.30	10.08	11.13	12.51
每股经营性现金流(元)	1.45	0.49	1.20	1.33	1.71
市盈率(倍)	N/A	38.43	26.38	20.46	16.01
行业优化市盈率(倍)	26.15	26.61	26.41	26.41	26.41
净利润增长率(%)	6.20%	29.40%	27.51%	28.91%	27.84%
净资产收益率(%)	24.89%	7.73%	9.08%	10.61%	12.06%
总股本(百万股)	150.00	200.00	200.00	200.00	200.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司是一家平稳发展的男士正装零售企业: 1) 以男士正装为主的服装生产及零售企业, 产品定位中档, 以高性价比为特色, 生产模式以自产为主, 销售模式则以直营店和特许加盟店为主、团体订购、贴牌和网上直销为辅; 2) 一如既往保持稳健的经营风格, 2010年上市后, 公司侧重于稳健经营, 着力于精细化内部管理; 稳健经营的风格选择是公司基于对正装市场本质的深刻认识和理性选择, 符合男士正装行业的发展特点; 公司的经营风格体现在财务指标上;
- 公司的战略选择符合正装行业的本质要求:
 - 正装行业发展平稳, 本质在于产品的性价比, 男式正装消费总体更加趋于理性化, 从行业本质来看, 正装行业的本质在于产品的高性价比;
 - 公司的核心竞争力在于高性价比, 即“品牌提升, 价值回归”, 公司深刻认识到正装行业的本质, 在竞争过程中始终秉承价值竞争, 体现在产品定位上, 则是赢得广泛口碑的“高性价比”; 1) 在品牌提升方面, 公司在北方区域已经建立起了较高的品牌知名度, 目前在终端门店升级方面改善较大; 2) 上市以来, 公司一如既往秉承“品牌提升, 价值回归”, 采纳新式版型, 采购新颖面料, 提升产品本身的品质层次, 但在此基础上谨慎提高价格中枢, 通过规模效益消化品质提升所带来的成本提高, 提高企业盈利能力; 3) 公司在售后服务方面打造出了品牌特色, 领先为顾客创造增值服务, 开辟了国内西装终身免费干洗的售后服务先例, 并不断地延伸售后服务内容, 开展“以旧换新”、“三件套”、“量身定制”等增值服务;

投资建议

- 正装行业需求平稳, 公司的发展战略符合正装行业的本质, 2012-2013年, 公司一方面继续升级专卖店形象, 同时借力于商场, 发挥商场店中店的快速扩张作用, 考虑到公司品牌形象进一步提升的预期较大、外延式扩张的速度预期较快、门店升级带动收入及盈利能力的提升, 我们认为公司 2012-2013年的业绩将持续且相对稳健的增长。

估值

- 11-13年公司业绩的持续、稳定增长的概率较大, 我们给予公司未来 6-12个月 22.9元目标价位, 相当于 25x11PE 和 19x12PE。

风险

直营建设速度、加盟收入增速低于预期的风险; 新品牌建设失败的风险。

内容目录

公司是一家平稳发展的男士正装零售企业	4
定位于高性价比的男士正装企业	4
一如既往保持稳健的经营风格	6
公司的战略选择符合正装行业的本质要求	9
正装行业发展平稳，本质在于产品的性价比	9
公司的核心竞争力在于高性价比，即“品牌提升，价值回归”	10
未来业绩增长点：店铺升级促内生增长+商场店中店拉动外延扩张	14
终端门店形象升级，促进店铺内生性增长	14
转建商场店中店，加速外延式扩张	14
2012-2013 年公司业绩将持续且相对稳健的增长	15
盈利预测及估值	16
风险提示	17
附录：三张报表预测摘要	18

图表目录

图表 1：公司目前拥有希努尔和美尔顿两个品牌	4
图表 2：档次不同的男士正装特点分析	4
图表 3：2010 年公司各项业务收入占比	5
图表 4：公司主要产品历年销售收入占比	5
图表 5：2010 年男装上市企业产品结构比较	5
图表 6：团购订做业务近年情况	6
图表 7：出口收入比例将呈下降趋势	6
图表 8：中国男式西服套装历年出口金额及增速	6
图表 9：中国男式西服套装历年出口数量及增速	6
图表 10：中国男衬衫历年出口金额及增速	6
图表 11：中国男衬衫历年出口数量及增速	6
图表 12：1990-2010 年 Hugo Boss 的收入及净利润增速	7
图表 13：公司历年的销售收入、净利润及其增速	8
图表 14：男装上市公司 2010 年营业收入和净利润情况	8
图表 15：公司历年渠道数量及增速	8

图表 16: 国内男装上市公司 2010 年销售渠道情况.....	8
图表 17: 中国西装套装产量及增速.....	9
图表 18: 全国重点大型百货商场男西装销售量及增速.....	9
图表 19: 公司经营举措分析.....	10
图表 20: 与竞争对手报喜鸟相比.....	11
图表 21: 2011 年最受欢迎的男装品牌.....	12
图表 22: 公司领先为顾客创造增值服务.....	13
图表 23: 店中店具备扩张较快和产品定价较高的优势.....	15
图表 24: 可比公司估值水平.....	16
图表 25: 盈利预测.....	18

公司是一家平稳发展的男士正装零售企业

定位于高性价比的男士正装企业

- 公司是一家以男士正装为主的服装生产及零售企业：公司产品定位中档，以高性价比为特色，生产模式以自产为主，销售模式则以直营店和特许加盟店为主、团体订购、贴牌和网上直销为辅；
 - 公司目前拥有“希努尔”和“美尔顿”两个品牌，“希努尔”目前定位为高性价比的中档专卖店产品，高价位产品将来以商场专柜渠道为主；“美尔顿”原为公司的衬衫子品牌，以线上销售为主，2011年开始开设实体店，定位为公司的偏休闲装的品牌；

图表1：公司目前拥有希努尔和美尔顿两个品牌

	希努尔	美尔顿
定位	核心品牌，定位为中高端的男士正装品牌	品牌定位为公司的偏休闲装的低端品牌
价位	西装主流零售价在1000元左右，最低价798元，最高价可达1万元，衬衫价格以198-798元为主流价位	之前品牌以衬衣为主，定位更低、花色更多、更休闲，现在则定位提升，只做衬衣，价格比希努尔更高档，主流价位在200-500元之间
渠道	目前以加盟专卖店为主，高价位产品将来以商场专柜（全部直营）渠道为主	原为公司的衬衫子品牌，以线上销售为主，2011年开始开设实体店，目前已有11家实体店全部以自营模式运营

来源：公司财报、国金证券研究所

- 男士正装是公司的核心产品，其他则包括休闲西装、衬衫、西裤、棉服茄克、针织衫，定位以中档为主，公司主要目标客户是二三四线城市的中产阶级，主力销售产品零售价为1000元左右；

图表2：档次不同的男士正装特点分析

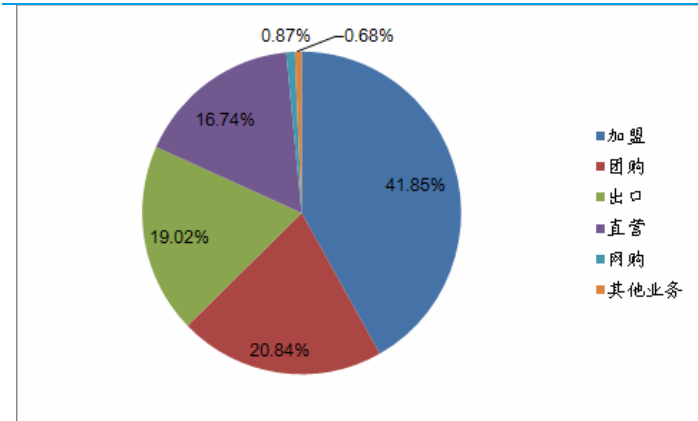
	奢侈品	中高端	中端
主要品牌	杰尼亚、阿玛尼、波士等国外品牌及创世极个别国内品牌	雅戈尔、罗蒙、威克多、报喜鸟、杉杉	希努尔、红领国人
产品价格	1万元以上	3000元左右	1000元左右
品牌特色	重视面料与工艺，具有深厚的品牌文化	重视营销、面料与工艺，着力塑造品牌文化	重视做工与面料
经营模式	单量单裁，推限量版维持品牌贵族血统	直营+加盟+团购	直营+加盟+团购
目标客户	社会名流、企业家	具有一定身份的成功人士	三、四线城市中产者
消费者需求	心理需求，身份的象征	形象要求及一定的心理需求	形象及一定心理需求
进入壁垒	极高	高	高
区域市场	一线城市	二、三线城市	三、四线城市

来源：公司财报、国金证券研究所

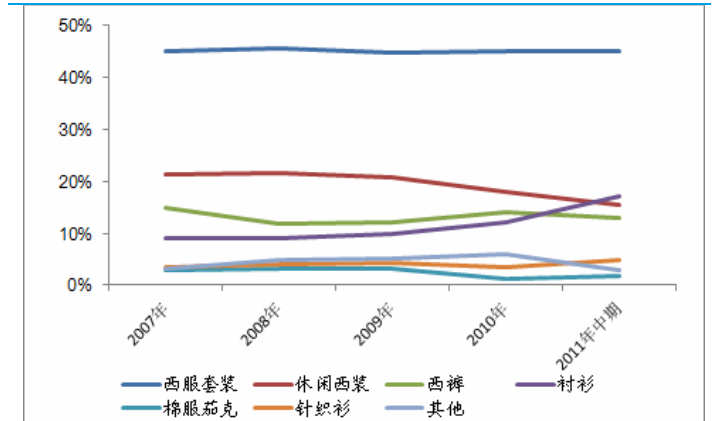
- 公司拥有正装生产基地，主导产品西装、衬衫全部实现自产，羊毛衫、皮具、领带、T恤、棉服等服饰类非主导产品，则委托加工。公司目前年综合生产能力为1800万（件）套，其中主导产品西装年产量450万套、衬衫500万件、西裤500万条、女装100万件、T恤毛衫等各类服饰产品250万件。自备产能的最大作用是控制产品品质，同时发挥规模优势降低单位成本；此外，也能提高公司快速交货能力，提高运营效率；
- 产品特点为高性价比，公司凭借服装加工方面的优势，在工艺、面料等方面不断升级，在同等价位档次的产品中，公司产品具有较好的品质；在价格方面，公司产品价格优势明显，价格中枢低于竞争对手，已打造出性价高的消费者口碑；
- 公司业务重心为内销，目前收入占比为80%以上，1）内销业务中，直营专卖店、加盟专卖店、团购、网购的收入占总营业收入的比例为

17%、42%、21%、0.87%（2010年）；2）国外贴牌出口业务 2010 年收入占比为 19%；3）公司业务重心为内销，团购及出口贴牌业务主要是为了充分利用生产淡季的产能，服装行业具有季节性波动的特性，公司销售旺季为每年的 10 月份至次年 2 月，2007 年-2009 年，公司在此季节实现的西服套装收入占全年收入的 53.72%、51.68%、46.53%；4）此外，公司拥有少量的网络销售业务，2010 年营业收入占比 0.87%，网上销售是直销和特许加盟销售的有效补充，使公司的销售区域可迅速拓展至专卖店覆盖不到的地区，但网购产品的价位偏低；

图表3: 2010 年公司各项业务收入占比



图表4: 公司主要产品历年销售收入占比



来源: 公司财报、国金证券研究所

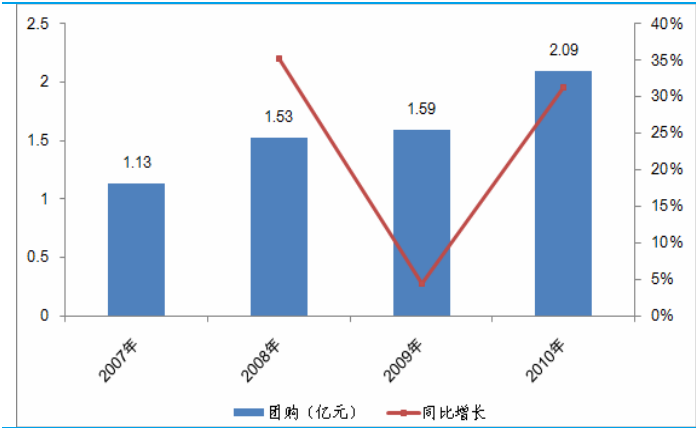
图表5: 2010 年男装上市企业产品结构比较

公司	收入规模	产品结构
希努尔	10亿	西服套装45.08%、休闲西服18.07%、西裤14.13%、衬衫12.03%、针织衫3.56%、棉服茄克1.15%
报喜鸟	12亿	上衣32.23%、西裤24.38%、衬衫9.93%、T恤5.62%、夹克衫5.18%、羊毛衫4.95%、皮衣7.64%、领带0.77%
九牧王	17亿	男裤52.53%、茄克16.56%、T恤9.30%、衬衫7.62%
七匹狼	20亿	外套21.89%、裤子20.22%、T恤18.97%、茄克16.80%、毛衫10.54%、衬衫5.25%、西服4.49%、裙子0.12%
利郎	21亿	上衣75.27%、裤类15.32%、西服套装6.06%、配件3.35%
红豆股份	6亿	西服42.00%、休闲服25.95%、衬衫22.23%、T恤5.05%、羊毛衫4.76%
步森股份	5亿	衬衫23.96%、裤装21.81%、西服20.44%、茄克18.10%、针织衫10.10%

来源: 公司财报、国金证券研究所

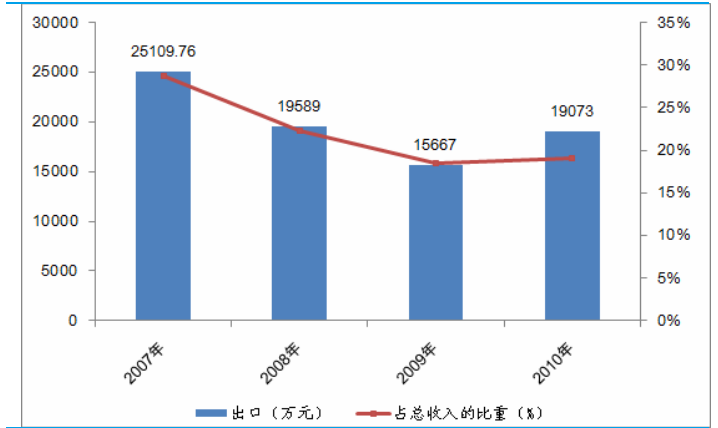
- 公司未来将继续以内销零售业务为主，兼顾销售费用较低的团购业务。考虑到产能充分利用，汲取国外先进的设计、管理理念的需要，外销业务将继续保留，随着内销市场的不断扩大，海外整体需求的不足，未来公司出口收入比例将略有下降；

图表6: 团购订做业务近年情况

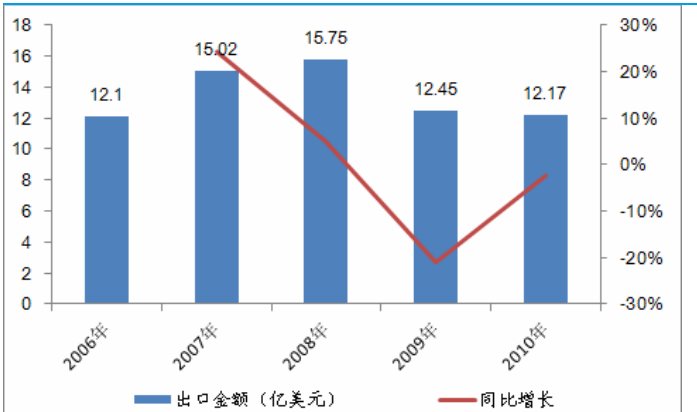


来源: 公司财报、国金证券研究所

图表7: 出口收入比例将呈下降趋势

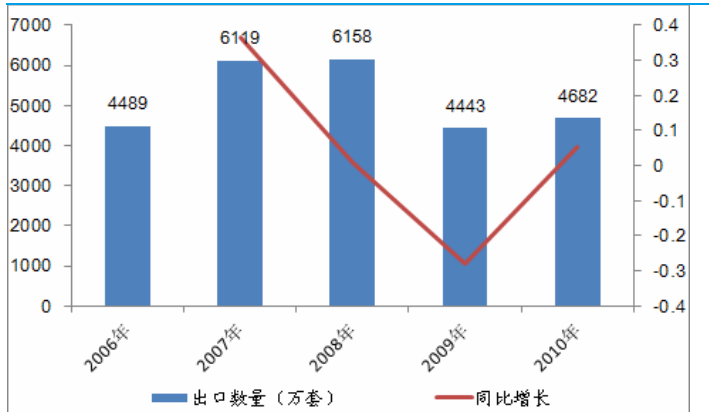


图表8: 中国男式西服套装历年出口金额及增速

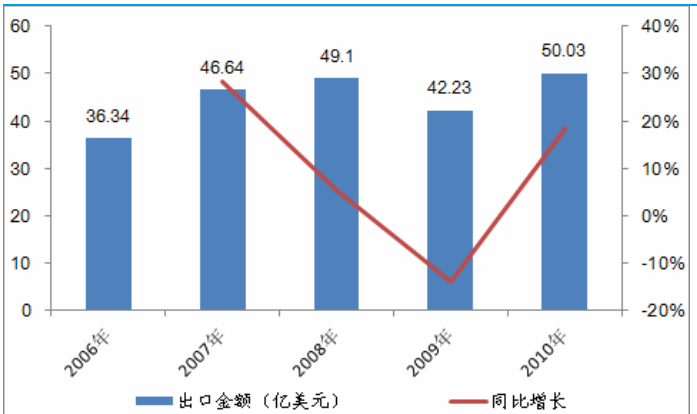


来源: 公司财报、国金证券研究所

图表9: 中国男式西服套装历年出口数量及增速

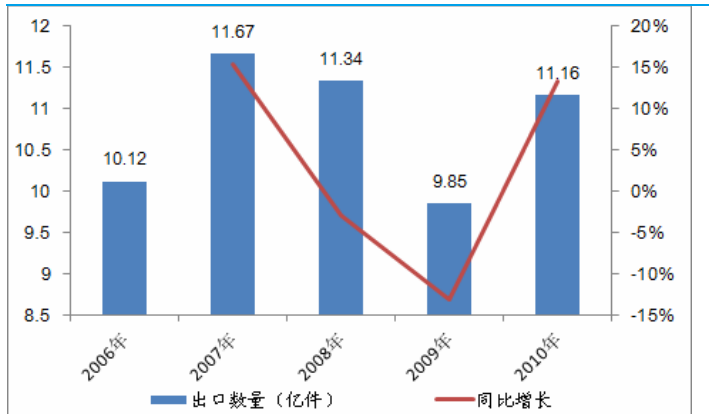


图表10: 中国男衬衫历年出口金额及增速



来源: 公司财报、国金证券研究所

图表11: 中国男衬衫历年出口数量及增速



- 2011 年前三季度, 公司实现收入、净利润分别为 7.5 亿元、9431 万元, 22010 年收入、净利润分别为 10 亿元、1.4 亿元; 截止 2011 年中期, 公司的总门店数量为 606 家, 其中 30 家直营店基本上以专卖店为主;

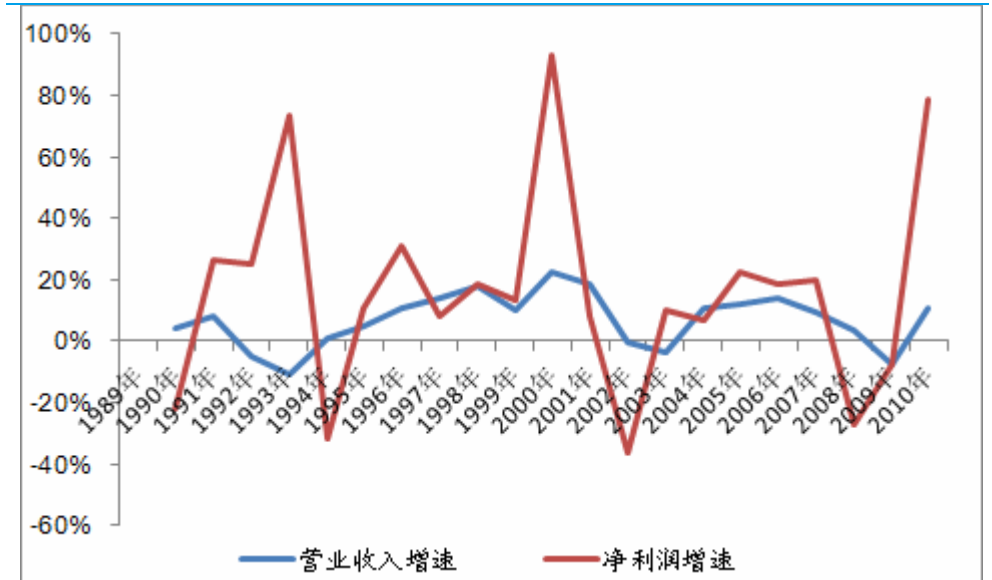
一如既往保持稳健的经营风格

- 公司战略及管理思路偏稳健, 在立足于做好当前门店的终端管理提升的前提下, 再考虑渠道扩张: 2008 年之前, 公司在外延式扩张方面速度较快, 导致新生店铺在区域布局、零售管理、门店展示等方面参差不齐, 对整体运营管理的体系也较为粗放, 2010 年上市后, 公司侧重于精细化内部管

理，通过升级终端门店、创新西装版型、引进国外面料等举措，稳健提升产品设计能力、门店精细化管理能力；

- **公司在经营方面侧重于稳中求胜：**稳健经营的风格选择是企业基于对正装市场本质的深刻认识和理性选择，符合男士正装行业的发展特点；以国外男装 Hugo Boss 为例，1990-2010 年，公司年收入增速平均值为 7%；

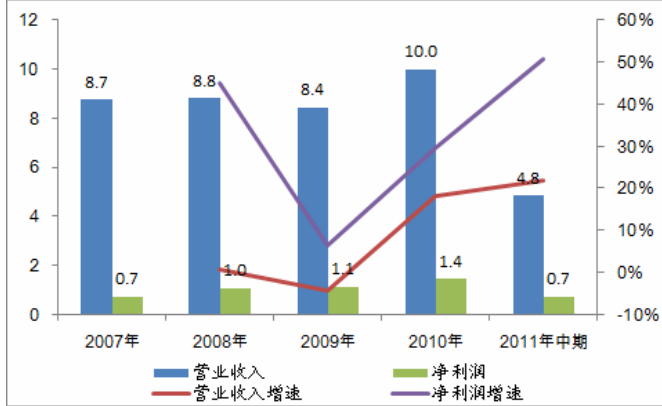
图表12：1990-2010 年 Hugo Boss 的收入及净利润增速



来源：公司财报、国金证券研究所

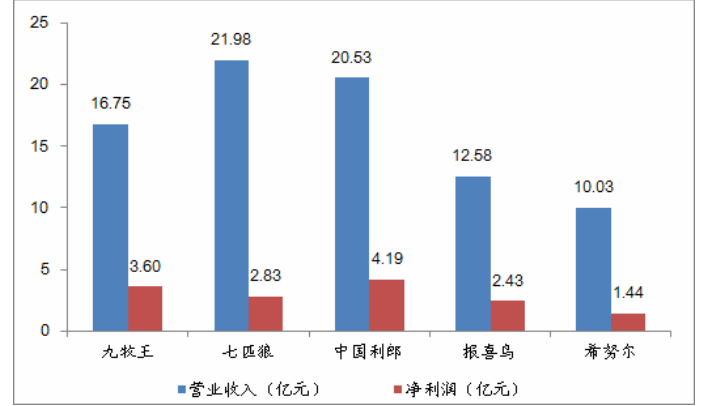
- **男士正装的消费特点：**1) 从正装的产品特点来看，正装通常价值较高，使用场合较为正式，且使用寿命长的特点，消费者对正装内在品质的要求远高于一般服装；2) 从消费的角度来看，正装的消费偏理性，冲动消费的概率较小，消费者在购买正装前具有明确的目的性，购买过程也更加关注面料、缝制工艺等内在细节所铸造的品质；3) 从消费者的角度来看，男性消费者原本就比女性在消费时更加趋于理性，更加关注产品内在品质、更加注重产品的性价比；
- **男士正装的销售特点是周转较慢：**1) 正装的使用场合局限性较强，消费者穿着机会和购买频率较低；2) 正装的面料多为品质感较佳的毛料，毛料的设计开发和生产周期较一般面料要长；以上两点决定了正装产品在销售时，货品的库存周转天数要高于一般服装；
- **正装行业的本质在于产品的性价比：**较之于快速时尚行业的本质“快速反应”、运动行业的本质“运动精神”，正装的产品特点、消费特点和销售特点，决定了正装行业的本质为“产品的性价比”，正装消费者的理性消费决定了企业的价值导向应当是如何为产品创造更高的性价比；
- **公司的经营风格体现在财务指标上：**2008-2010 年公司营业收入、净利润、终端门店数量的复合增速分别为 4.34%、25.88%、4.59%；与竞争对手相比，公司目前收入及净利润规模相对较小，外延式扩张方面，未来发展空间较大；

图表13: 公司历年的销售收入、净利润及其增速

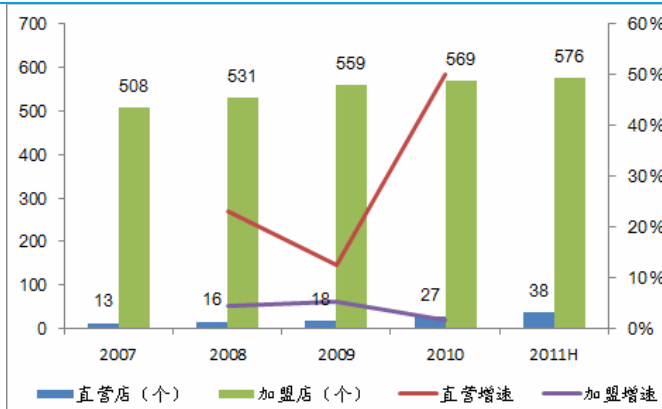


来源: 公司财报、国金证券研究所

图表14: 男装上市公司2010年营业收入和净利润情况

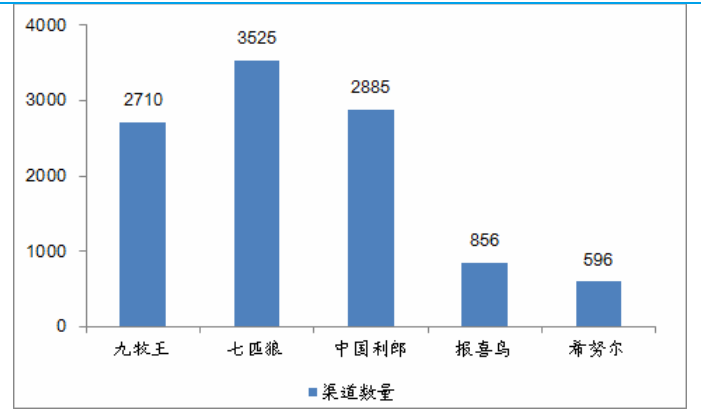


图表15: 公司历年渠道数量及增速



来源: 公司财报、国金证券研究所

图表16: 国内男装上市公司2010年销售渠道情况

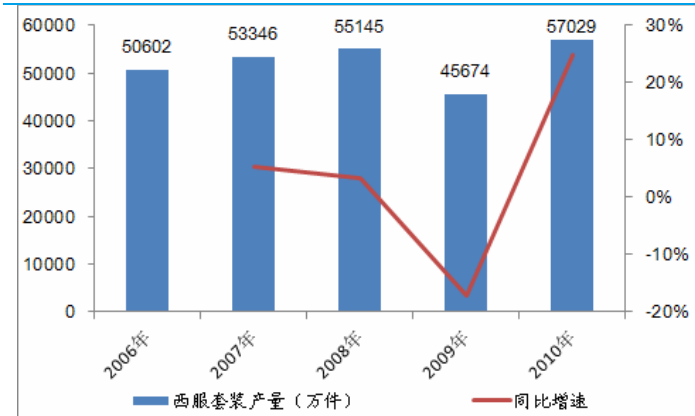


公司的战略选择符合正装行业的本质要求

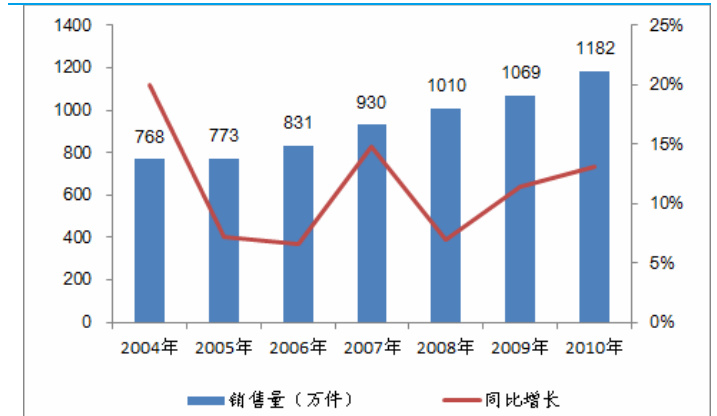
正装行业发展平稳，本质在于产品的性价比

- **正装行业发展平稳，市场集中度较高：** 西装从其职能可以分为两大类，“正式场合”穿着的西装，称之为“职业西装”，“非正式场合”穿着的西装，称之为“时尚西装”，前者主要是政府官员和商业人士的形象衣着，由于它本身标志着严肃性和职业性，并表达了社会地位和经济能力，这种传统的价值象征是其他服饰难以取代的，“职业西装”的前景仍然相当可观；与此同时，我国男装西服的品牌集中度较高，根据中华全国商业信息网的统计，2010年全国前十大男西装品牌的市场占有率合计为36.07%，品牌消费已经成为男装及整个服装行业的消费特点和消费趋势；

图表17：中国西装套装产量及增速



图表18：全国重点大型百货商场男西装销售量及增速



来源：国家统计局、中国毛纺织协会、国金证券研究所

- **男式正装消费总体更加趋于理性化：** 男性消费者的消费心理普遍更加成熟和理性，既不愿承受过高的品牌溢价，也不再轻易跟随降价的风潮，而是更看重产品的性价比、面料款式、科技含量、品牌质量、售后服务等内在的品质；
- **正装行业的本质在于产品的性价比：** 产品的性价比可以简单解释为单位价格的产品能够为消费者带来的总体利益，从微观经济学的角度来看，可以理解为卖方为买方提供更多的消费者剩余；在竞争愈加激烈，消费者面临更多选择的背景下，各大品牌在竞争过程中，将逐步回归性价比的商业本质，从价格竞争转向价值竞争的轨道；

图表19: 公司经营举措分析

	公司经营情况	我们的分析
品牌经营已见成效, 品牌地位树立	品牌服装销售在华北和西北地区建立了相对强势的品牌形象和地位, 在2011年最受欢迎的男装品牌排名第七	公司经营规模超过10亿元, 品牌经营历史10年以上, 表明公司具有一定的经营实力
	已经建立了加盟店569家、直营店27家的销售网络	公司定位中端, 且区域性特征明显, 对非强势区域的外延扩张采用加盟为主的销售网络是比较合理的; 对于西服, 消费者消费具有较强的目的性, 因此难以采取休闲服品牌那样的集中开店模式, 店铺密度没有必要太大, 关键在于品牌知名度的提升和打造
	产品大部分自产, 建成了自己的设计师团队和营销管理队伍, 已经形成设计、生产、营销完善的品牌经营模式, 建立了相应的管理体系	
	已形成成熟的订货会制度, 订货金额占收入比例65%、补单占比35%	西服时尚性稍弱, 产品风格变换速度不如休闲服, 补单比率高是能够做到的, 为满足补单需求的面料存储有一定存货压力, 但由于西服的风格变化小且慢, 面料计提损失的概率较小
公司相对独特的经营举措, 提升公司实力	“8个零”加盟政策有助于公司快速扩张; 其中三个零具有公司特色, 即: 3个月内代理销售允许退换货; 只要经营3年以上, 全部装修费用公司负责; 终身免费干洗, 公司提供干洗费用支持。允许退换货解除了加盟商最担忧的存货风险、提供全部装修费用降低了加盟商资金要求、提供干洗服务有助于吸引消费者	公司这些措施对发展确实有利, 西服时尚变化慢、干洗实际费用不高的产品特点也是公司能够实施这些措施的内在原因。如果继续采取这些措施, 公司的经营强势区域有望扩大。我们也应该看到, 这些措施的实施表明对于加盟商而言, 公司的渠道依赖性较强, 对加盟商的控制力有待提高, 在一定程度上表明公司品牌地位有进一步提高的空间和必要
	西服三件套销售模式, 即一套西服附赠一件容易磨损的裤子, 既通过隐形促销提高了销售业绩, 也是为消费者着想的经营举措	干洗免费和三件套销售一样都有利于促进消费者购买
未来公司发展途径	公司希望通过上市加快直营店建设, 同时加盟制度同步推进; 通过2011年对商场中店模式的摸索, 成效较好, 未来公司将大力推进商场中店的模式; 未来公司将同步推进终端专卖店的形象升级, 提升品牌形象	建设直营店是必要的, 但我们希望能够稳步推进, 毕竟现在租金和商场扣点过高, 而且直营店需要大量经营人才, 需要在管理制度和流程上进行较大更新和变革。加盟制度在目前国内市场仍有相当强的生命力, 在较长时间内仍是符合公司品牌定位的较佳销售网络模式
总结	同时公司经营有特色, 符合中档品牌定位也顾及消费者适用习惯。但西服整体市场的平稳发展是制约公司发展速度的最大不利因素, 未来更可能以等于行业均值的速度平稳发展	

来源: 公司财报、国金证券研究所

公司的核心竞争力在于高性价比, 即“品牌提升, 价值回归”

- 公司的核心竞争力在于公司深刻认识到正装行业的本质, 在竞争过程中始终秉承价值竞争, 体现在产品定位上, 则是赢得广泛口碑的“高性价比”;
 - 公司价位优势明显: 公司的主要价格定位与竞争对手雅戈尔、罗蒙、杉杉、报喜鸟等相比, 仍有较为明显的区隔;
 - 消费升级的趋势下, 公司高性价比的竞争优势仍然明显: 在国内品牌服饰产品价格不断上升的背景下, 公司产品价位提升是顺应社会消费升级的趋势, 公司产品价格及毛利率的不断提升, 并未改变公司性价比高、立足于在中端市场的战略定位;
 - 与竞争对手报喜鸟相比: 与报喜鸟相比, 公司在企业规模、品牌经营实力上, 都存在一定的差距, 但我们认为经营理念的不同并不代表企业的实力, 关键要看公司的经营举措是否符合品牌定位, 公司稳健经营的风格符合正装行业的本质要求, 其经营举措也符合中档品牌的定位;

图表20: 与竞争对手报喜鸟相比

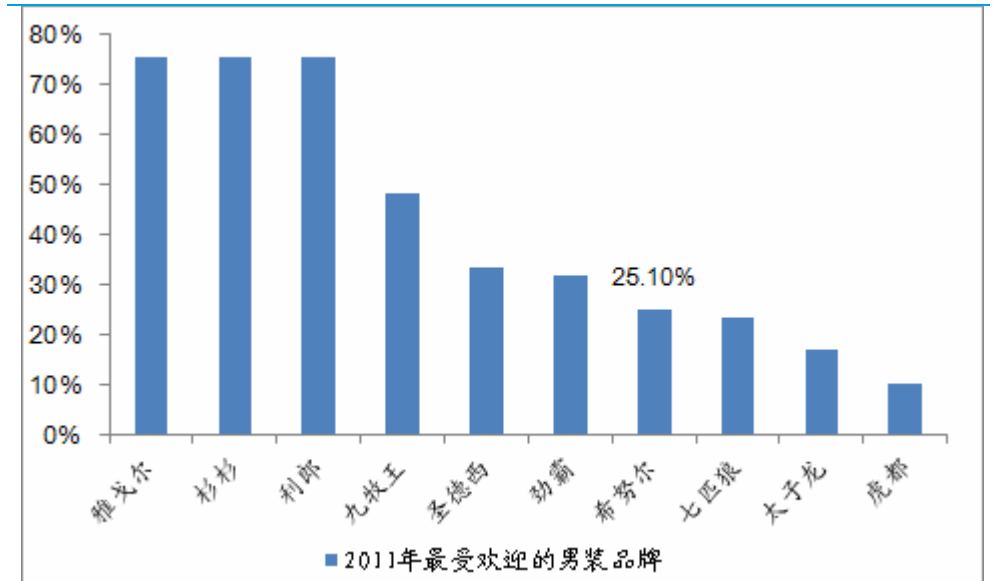
	公司	报喜鸟	我们的观点
规模	2010年国内销售8.1亿元	09年国内销售收入11.4亿元	规模是我们评判服装零售公司优劣的最关键指标之一，因为经过国内服装零售近20年牛市，规模不大只能说明管理层经营水平不够高
	中档西服	中高档西服和商务男装	不能简单地用档次差别来评判品牌优劣，关键看经营措施是否符合品牌定位
	采取符合中档定位的经营举措，如“八个零”加盟政策吸引加盟商，以干洗免费、以旧换新等促销手段吸引消费者	经营举措符合中高档定位，如采取vip俱乐部形式增加顾客忠诚度，在相对应的高档时装杂志上做宣传广告等	
	相同点：加盟为主、采取稳健扩张的策略、用募集资金建直营店		中国地区差异大，商业环境恶劣，加盟制具有一定优势。相对而言，直营比加盟更适合定位高档的品牌，报喜鸟仍在向高端努力，采取加盟制也是当前合理选择
产能	大部分自产		西服流行变化慢，更多变化在于面料，因此拥有自己产能是有益的
	都有团体订制，不过报喜鸟以宝鸟品牌进行		因为国内西服零售市场季节性强，团体订制业务可以满足淡季富余产能。不过，报喜鸟利用宝鸟品牌从事团体订制，有利于维护报喜鸟品牌的中高档定位
出口业务	2010年出口近2亿元	2010年出口只有5000余万元	报喜鸟更专注品牌经营
2010年效益指标	毛利率：希努尔38.76%、报喜鸟53.36% 净利率：希努尔14.33%、报喜鸟19.57% 库存周转率：希努尔2.58、报喜鸟1.75 营业费用率：希努尔15.46%、报喜鸟16.52% 管理费用率：希努尔4.81%、报喜鸟13.07%		希努尔费用比率低也与费用较低的出口业务多有关，同时品牌档次略低对产品质量和终端服务要求降低，相应降低管理费用

来源：公司财报、国金证券研究所

- 在品牌提升方面，公司在北方区域已经建立起了较高的品牌知名度，目前在终端门店形象升级方面改善较大：公司依靠过硬的产品品质、高性价比的产品特色、终身免费干洗等增值服务，深耕于北方市场，建立起了较高的正装品牌知名度；随着二三四线城市消费者对品牌消费诉求的不断提升，公司2011年-2013年将分批次升级终端门店形象；
 - 在维护正装品牌的终端形象上：公司目前的专卖店以加盟为主，为保持终端销售的稳定性，维护终端形象的统一性，公司从物流配送、销售礼仪、售后服务、品牌推广、顾客投诉等各个环节建立了统一的服务标准、统一销售终端形象，尤其是物流配送方面，公司建立起完善的物流配送系统，通过统一配送，规模化以降低成本的同时，完善对终端的支持力度；通过监督店面、培训店员、绩效考核、信息化管理等保障对终端店铺的控制力；
 - 在门店形象升级上：所谓形象升级，即对现有门店装潢的翻新，打破原有外观形象及店内设计风格，换以一种更为高档、时尚的设计，调整原有的产品结构布局；公司在硬件方面继续加大终端升级装修力度，继续对部分专卖店进行形象提升；软件方面加强对各店陈列、服务、导购、管理等方面的督导和培训；加大对量体人员的培训力度，提高量体人员的整体技术水平；
 - 门店升级是一种市场策略：通过提升终端形象匹配品牌不断提升的需求，通过门店装修、升级，改变视觉效果等带来的崭新店面形象吸引消费者，增加人流量，进而带动终端销售；与此同时，店铺升级不仅

体现在店铺装修与换货架等硬件上，也体现在店员营销能力同步提升上；

图表21: 2011年最受欢迎的男装品牌



来源：中国竞争情报网、国金证券研究所

- 上市以来，公司一如既往秉承“品牌提升，价值回归”，采纳新款版型，采购新颖面料，提升产品本身的品质层次，但在此基础上谨慎提高价格中枢，通过规模效益消化品质提升所带来的成本提高，提高企业盈利能力；
 - 产品品质提升带来内在价值的提高，高于零售价格的提升：公司具备生产方面的固有优势，始终重视产品内在品质的不断提升，包括设计质量、加工工艺、面辅料质量，在此基础上，通过规模化采购，研发、采购新型面料来降低消费者购买成本，强化产品高性价比的特点；
 - 服装行业的技术主要体现在设计、生产环节：服装设计分为款式设计、结构设计、工艺设计三部分。款式设计是反映服装设计师对流行趋势的把握和引导，突出款式的新颖性、时尚性和独创性；结构设计是针对款式设计结合人体体型以及面料风格和花色设计布料裁剪版型的工作；工艺设计是针对款式设计、结构设计与规模化生产相结合的工作，是提高生产效率和产品质量的关键。对男士正装而言，其设计、生产环节技术水平的提高所带动的内在品质提升，主要体现在工艺和面料方面；
 - 在工艺方面，公司采用国际先进设备及工艺，采购优质面料，保证产品品质：公司设备引自海外，拥有国际化水准的生产设备，通过与计算机软件（电脑辅助设计、电脑制板排料、电脑缝纫等）的结合，打造出流程化的设计工艺、缝制工艺、整烫工艺及其他生产工艺，先进的设备和工艺保证了公司产品的高品质，目前公司生产的中高档西服均采用国际先进的全麻衬、半麻衬工艺；
 - 在面料方面：1) 服装质量及档次的高低很大程度上取决于其选择面料的特性，公司产品采用品质较高的材料，结合先进的制造工艺，使产品在面料的挺括、透气性、里布的光滑舒适及抗静电性、衬布的防水及弹性、包芯线的耐磨及耐褪色性等方面达到了较高的水平；2) 公司每年都会同供应商一起进行西装面、辅料深度研发和创新，然后买断该面、辅料的使用权，从而保证了面、辅料创新的独特性，增强了公司产品的竞争力；3) 公司每年西装生产量较大，需要大量的生产原料，具有较强的议价能力，长期以来与供应商建立了稳定的合作伙伴关系，共同开发面、辅料，减少了公司的原材料采购成本；

- **领先为顾客创造增值服务：**在产品的广义内涵中，包含了服务在内。提高产品的内在价值，不但可以从产品品质着手，也可以从提高售前、售中、售后的服务水平做起，公司在售后服务方面打造出了品牌特色；
 - **开辟了国内西装终身免费干洗的售后服务先例，**针对西装单价高、使用寿命长的特点，公司为提高顾客忠诚度，创新性的最先提出终身免费干洗的特色售后服务，公司对售出的相关服饰实行终生免费干洗，采用公司统一干洗和补贴干洗费（适用于不便统一干洗的地区）两种方式，目前已投资数千万元，建设成四大干洗服务中心，严格按照六道国际标准的干洗程序，与之配套的是组建一支由 200 多辆专用车组成的物流配送车队、600 多个服务网点，在最短的服务时间内，满足消费者需求；
 - **公司始终以顾客的需求为价值取向，**不断地延伸售后服务内容，开展“以旧换新”、“三件套”、“量身定制”等增值服务；

图表22：公司领先为顾客创造增值服务

终生免费干洗	<p>通过终生免费干洗及在干洗过程中免费缝补衣扣等细微化服务，获得更多消费者青睐</p> <p>通过口碑的宣传手段，减少其他营销投入</p> <p>以顾客需求为导向，使消费者获得实实在在的优惠，通过终生免费干洗可以获得更真实可靠的客户信息，利于公司后续的销售及VIP客户档案的建立</p> <p>目前公司已建立诸城、河南、河北、夏津四大干洗中心，消费者可将干洗服饰送至就近的直营店或特许加盟店，公司负责将干洗服饰运送至就近的干洗中心，不便统一干洗的地区，当地的直营店或特许加盟商按照公司规定自行组织到公司认可的干洗店进行干洗，确保干洗质量</p> <p>1) 通过提供增值服务，提高了对于客户的粘性：售出产品免费干洗的送取地点都是在公司的门店中，增加了客户的进店率，提高了客户二次消费的可能；2) 单件成本不高：干洗中心的投入成本不高，干洗一件西装的成本平均不到一元，同时，由于公司物流中心每天都会去各门店送货，本身回来的时候车都是空的，这样带回需要干洗的西装的物流成本几乎为零；3) 迎合了目标消费群的需求：较之于一二线城市，三四线城市干洗店不多，因此免费干洗在三四线的推广充分契合了目标消费者的需求，特色营销的效果更加突出</p>
三件套	针对西裤容易磨损，折旧较快的特点，自2003年起实行买一套西装（一件西装上衣、一条裤子），赠一条裤子；这一贴心的实惠受到顾客的认可，西装套服三件套始终是公司最畅销的主力产品
以旧换新	提高消费者对希努尔品牌的忠诚度
量身定制	由直营店和特许加盟店专业人员负责量体，然后将顾客的信息反馈给销售中心，最后由销售中心报送生产中心组织生产，并在5-10天内送达客户，满足消费者的个性化需求，扩大客户来源，提高公司的销售量
总结	这种增加自身成本，让利于广大的消费者的做法，目的就是为消费者提供最方便最快捷的服务，体现出公司体悟到影响消费者购买决策的关键因素，并以实际行动来承诺消费需求，为客户创造超值服务

来源：公司财报、国金证券研究所

未来业绩增长点：店铺升级促内生增长+商场店中店拉动外延扩张

终端门店形象升级，促进店铺内生性增长

- 2011 年公司试点专卖店的形象升级，成效显著，未来 2012-2013 年将继续推广终端店铺的形象升级，提升品牌形象并直接拉动公司未来营业收入的提高；
 - 终端门店的店铺形象，是体现品牌形象、提升品牌实力的最好载体，公司升级后的店铺更具备时尚感，在消费层次较低的二三四线城市，能够吸引更多的消费者；
 - 专卖店升级的方向是购物体验更加舒适、惬意，一般来讲，升级之后的门店在店面布局、货品陈列、灯光效果、购物气氛等方面有非常明显的提升，以潍坊市的门店为例，装修后无论是店铺的国际化风格、品质、产品陈列，在当地都是独一无二的；
 - 公司门店升级，一方面适应了消费者对消费升级的诉求，同时提升公司的品牌形象；另一方面，在销售业绩提升的同时，利好公司未来产品附加值的提升；
 - 改造后的门店单店平效提升明显，提升幅度达到 30%-40%，尚没有改造的门店，同期的平效仅有 20%左右的提升，差别明显；
 - 2011 年公司已完成 70 余家门店的升级，并计划于 2012 年实现 200-300 家门店升级改造任务，2013 年完成剩余门店的（约 300 家）的改造任务。

转建商场店中店，加速外延式扩张

- 2011 年下半年公司尝试建设商场店中店的模式，营运效益较好，公司计划于 2012 年开始大规模推行商场店中店的建设；
 - 外延式扩张模式为“蛛网式”：对于区域性品牌而言，正装行业的产品特性决定了公司需要先把现有的市场做好，耕耘出区域优势后，再去开拓新的市场；公司采用“蛛网式”的外延式扩张模式，精耕细作于新开拓市场，待后续物流等体系建设完毕，区域市场开拓步入正轨后，再寻求下一片空白市场；这样的扩张模式符合公司一贯以来稳健经营的风格，有利于稳健提升品牌形象；
 - 快速外延式扩张的基础已具备：公司外延式扩张在 08 年之前非常快，但是之后明显感受到管理瓶颈——整体的资源受到了局限，团队协作能力、加盟商的素质、内部的研发和营销，都遇到了发展的瓶颈，为了平稳过渡，公司之后一直在整顿、夯实基础，放慢外延式扩张的节奏；正装不同于休闲装，在品质、营销、终端管理方面要求很高，经营要更为谨慎、稳健，公司此举符合正装行业的发展特点，2008-2011 年的精细化管理为下一步快速的外延式扩张提供了较好的基础；此外，为平稳推进外延式扩张对人才储备的需求，公司现已储备 60 余名店长在诸城旗舰店等培训见习，未来将派驻到各家新店，保证在终端管理方面的人才需求；
 - 转战商场店中店，未来将加速外延式扩张：公司在 2011 年尝试建设商场店中店，商场店中店符合消费趋势的变化——消费者越来越倾向于一站式购物，店中店的模式一方面具备分散经营风险、提升品牌知名度的优势，另一方面则体现出低效益（扣点为 25%左右）、展示面积过小的缺点，公司综合考虑，认为店中店将发挥品牌宣传、拓展中高端产品的作用；2011 年公司试点 10 多家商场店中店，经济效益超越公司预期，公司计划 2012 年新增店铺 100-150 家，其中仅有少部分地面店（侧重于直营），大部分为商场店中店（全部直营）；

图表23: 店中店具备扩张较快和产品定价较高的优势

街边专卖店	商场店中店	总结
店铺选址、异地扩张对消费需求认识不足等导致开店速度较慢	基于成熟商场的既有优势，店中店开店速度快	店中店具备扩张较快和产品定价较高的双重优势
需要采用持续性措施，提升人流量	商场人流量有保障，门店培育期较短	
专卖店的消费群，消费水平参差不齐	商场消费群体收入较高，有利于提升品牌美誉度和产品议价能力	
专卖店需支付年租金或购买成本，一次性投入较大	无需付出租金或买店成本，一次性投入较少，对资金的要求压力小	
大众化购买，产品定价中档为主	产品偏中高端，适应消费者支付能力更强的特征	

来源：国金证券研究所

2012-2013 年公司业绩将持续且相对稳健的增长

- 2008-2011 年的精细化内部管理为公司外延式扩张打好基础，终端门店的形象升级符合公司品牌形象提升的内在要求，在直接拉动公司业绩的同时，将强化公司的品牌实力，进而拉动盈利提升；2012-2013 年，公司一方面继续升级专卖店形象，也借力于商场，发挥商场店中店的快速扩张作用，考虑到公司品牌形象进一步提升的预期较大、外延式扩张的速度预期较快、门店升级带动收入及盈利能力的提升，我们认为公司 2012-2013 年的业绩将持续且相对稳健的增长。

盈利预测及估值

■ 我们对公司的盈利作如下假设:

- 公司西服套装, 尤其是三件套, 受益于内销市场的不断扩大, 11-13 年的收入增速预计为 22%、22%、21%, 专卖店形象升级后, 品牌知名度提高, 预计 11-13 年毛利率分别为 50%、50%、50%;
- 公司休闲西装业务主要面向出口 (2007 年度、2008 年度、2009 年度及 2010 年 1-6 月, 外销收入占该产品全部销售收入的比重分别为 71.49%、66.18%、63.14%及 59.19%), 预计增长较为保守, 11-13 年预计收入增速分别为 12%、12%、12%, 品牌知名度的提高也能拉动休闲西装的盈利能力, 11-13 年预计毛利率分别为 28%、28%、28%;
- 公司西裤业务主要面向出口 (2007 年度、2008 年度、2009 年度及 2010 年 1-6 月, 外销收入占该产品全部销售收入的比重分别为 72.51%、43.38%、42.12%及 63.43%), 11-13 年预计收入增速分别为 35%、33%、30%, 11-13 年毛利率预计为 26%、25.5%、25%;
- 公司衬衫业务, 11-13 年预计收入增速分别为 40%、40%、40%, 受公司衬衫业务自主开发及生产比例加大的影响, 预计 11-13 年毛利率为 50%、50.5%、51%;
- 公司棉服茄克业务增长势头较猛, 11-13 年预计收入增速均为 50%, 受公司此项业务自主开发及生产比例加大的影响, 11-13 年毛利率预计为 50%、51%、51.5%;
- 公司 11-13 年的销售费用率分别为 17.5%、17.5%和 17.5%, 主要考虑到直营店铺数量的增加; 11-13 年公司管理费用预计保持稳定, 基本在 5.2%左右;
- 参照 2010 年的税率水平, 公司 11-13 年的实际税率预计为 16%, 主要系公司获全国高新技术企业认定资格, 母公司所得税按 15%的税率计缴所致。

■ 具体收入分拆和毛利率预测见图表 25。

- **投资建议:** 正装行业需求平稳, 公司的发展战略符合正装行业的本质, 2012-2013 年, 公司一方面继续升级专卖店形象, 同时借力于商场, 发挥商场店中店的快速扩张作用, 考虑到公司品牌形象进一步提升的预期较大、外延式扩张的速度预期较快、门店升级带动收入及盈利能力的提升, 我们认为公司 2012-2013 年的业绩将持续且相对稳健的增长;

■ 相对估值

- 预计公司 2011-2013 年的营业收入为 12.40、15.51 和 19.40 亿元, 增速分别为 23.6%、25.1%和 25.0%; 净利润为 1.83、2.36 和 3.02 亿元, 增速分别为 27.5%、28.9%和 27.8%; EPS 为 0.916、1.180 和 1.509 元, 复合增速 28.36%;
- 我们选取 A 股市场上 6 家可比零售企业, 以其 2011 年平均 PE 为参考标准, 目前报喜鸟、七匹狼、九牧王 2011 年的平均市盈率在 23 倍左右, 综合考虑三家家纺目前 26x11PE, 考虑到 11-13 年公司业绩的持续、稳定增长的概率较大, 我们给予公司未来 6-12 个月 22.9 元目标价位, 相当于 25x11PE 和 19x12PE。

图表24: 可比公司估值水平

	报喜鸟	七匹狼	九牧王	富安娜	罗莱家纺	梦洁家纺
2011年PE估值	19.73	24.39	23.97	28.42	26.10	22.42

来源: 国金证券研究所

风险提示

- 直营店建设需要大量人才、相应的管理和经营水平提高，存在直营店业绩低于预期风险；
- 公司对强势地区以外地区的扩展持谨慎态度，未来加盟收入增速有低于预期风险；
- 新品牌建设前期是持续投入的过程，建设周期可能过程，或者新品牌存在建设失败的风险，在财务指标上，可能会影响到公司的管理费用的变动。

图表25: 盈利预测

项 目	2007	2008	2009	2010	1H11	2011E	2012E	2013E
西服套装								
销售收入(百万元)	394.50	400.57	377.97	449.05	218.29	561.31	701.63	870.03
增长率(YOY)		1.54%	-5.64%	18.80%	13.75%	25.00%	25.00%	24.00%
毛利率	42.58%	43.11%	45.61%	49.37%	48.03%	50.00%	50.00%	50.00%
销售成本(百万元)	226.52	227.89	205.58	227.35	113.45	280.65	350.82	435.01
增长率(YOY)		0.60%	-9.79%	10.59%	15.70%	23.44%	25.00%	24.00%
毛利(百万元)	167.98	172.69	172.39	221.69	104.84	280.65	350.82	435.01
增长率(YOY)		2.80%	-0.17%	28.60%		26.60%	25.00%	24.00%
占总销售额比重	45.13%	45.53%	44.86%	45.08%	45.19%	45.27%	45.23%	44.85%
占主营业务利润比重	57.37%	54.24%	54.40%	56.87%	50.39%	55.03%	54.38%	53.37%
休闲西装								
销售收入(百万元)	186.82	189.44	174.44	179.97	74.52	201.57	225.76	252.85
增长率(YOY)		1.40%	-7.92%	3.17%	11.30%	12.00%	12.00%	12.00%
毛利率	18.11%	30.49%	28.38%	26.53%	30.59%	28.00%	28.00%	28.00%
销售成本(百万元)	152.99	131.68	124.93	132.23	51.73	145.13	162.55	182.05
增长率(YOY)		-13.93%	-5.12%	5.84%	9.79%	9.76%	12.00%	12.00%
毛利(百万元)	33.83	57.76	49.50	47.75	22.80	56.44	63.21	70.80
增长率(YOY)		70.72%	-14.29%	-3.55%		18.21%	12.00%	12.00%
占总销售额比重	21.37%	21.53%	20.70%	18.07%	15.43%	16.26%	14.55%	13.04%
占主营业务利润比重	11.56%	18.14%	15.62%	12.25%	10.96%	11.07%	9.80%	8.69%
西裤								
销售收入(百万元)	130.80	104.82	101.80	140.74	61.89	190.00	252.70	328.52
增长率(YOY)		-19.86%	-2.88%	38.25%	23.78%	35.00%	33.00%	30.00%
毛利率	23.69%	29.42%	27.04%	23.52%	29.57%	26.00%	25.50%	25.00%
销售成本(百万元)	99.82	73.98	74.28	107.64	43.59	140.60	188.26	246.39
增长率(YOY)		-25.88%	0.39%	44.92%	9.81%	30.62%	33.90%	38.59%
毛利(百万元)	30.99	30.84	27.53	33.10	18.30	49.40	64.44	82.13
增长率(YOY)		-0.48%	-10.74%	20.25%		49.23%	30.44%	27.45%
占总销售额比重	14.96%	11.91%	12.08%	14.13%	12.81%	15.32%	16.29%	16.94%
占主营业务利润比重	10.58%	9.69%	8.69%	8.49%	8.80%	9.69%	9.99%	10.08%
衬衫								
销售收入(百万元)	80.18	78.47	83.00	119.83	82.57	167.76	234.87	328.82
增长率(YOY)		-2.13%	5.77%	44.38%	70.67%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利率	45.15%	44.50%	45.88%	48.55%	52.01%	50.00%	50.50%	51.00%
销售成本(百万元)	43.98	43.55	44.92	61.65	39.62	83.88	116.26	161.12
增长率(YOY)		-0.97%	3.14%	37.25%	66.79%	36.05%	38.60%	38.59%
毛利(百万元)	36.20	34.92	38.08	58.18	42.94	83.88	118.61	167.70
增长率(YOY)		-3.53%	9.05%	52.78%		44.18%	41.40%	41.39%
占总销售额比重	9.17%	8.92%	9.85%	12.03%	17.09%	13.53%	15.14%	16.95%
占主营业务利润比重	12.36%	10.97%	12.02%	14.92%	20.64%	16.45%	18.39%	20.57%
棉服茄克								
销售收入(百万元)	24.37	27.67	26.31	11.46	8.65	17.20	25.79	38.69
增长率(YOY)		13.54%	-4.91%	-56.43%	329.25%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利率	29.04%	20.83%	27.90%	38.48%	50.25%	50.00%	51.00%	51.50%
销售成本(百万元)	17.30	21.91	18.97	7.05	4.30	8.60	12.64	18.76
增长率(YOY)		26.67%	-13.40%	-62.83%	232.52%	21.91%	47.00%	48.47%
毛利(百万元)	7.08	5.76	7.34	4.41	4.35	8.60	13.15	19.93
增长率(YOY)		-18.56%	27.36%	-39.91%		94.91%	53.00%	51.47%
占总销售额比重	2.79%	3.15%	3.12%	1.15%	1.79%	1.39%	1.66%	1.99%
占主营业务利润比重	2.42%	1.81%	2.32%	1.13%	2.09%	1.69%	2.04%	2.44%
针织衫								
销售收入(百万元)	30.37	36.01	36.81	35.48	23.48	42.58	51.10	61.32
增长率(YOY)		18.57%	2.22%	-3.61%	46.43%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	29.04%	20.83%	27.90%	41.01%	46.89%	45.00%	45.00%	45.00%
销售成本(百万元)	21.55	28.51	26.54	20.93	12.47	23.42	28.10	33.72
增长率(YOY)		32.29%	-6.91%	-21.13%	27.35%	11.88%	20.00%	20.00%
毛利(百万元)	8.82	7.50	10.27	14.55	11.01	19.16	22.99	27.59
增长率(YOY)		-14.95%	36.92%	41.69%		31.68%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	3.47%	4.09%	4.37%	3.56%	4.86%	3.43%	3.29%	3.16%
占主营业务利润比重	3.01%	2.36%	3.24%	3.73%	5.29%	3.76%	3.56%	3.39%
其他								
销售收入(百万元)	27.18	42.80	42.30	59.53	13.68	59.53	59.53	59.53
增长率(YOY)		57.46%	-1.16%	40.74%	-22.62%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	29.04%	20.83%	27.90%	17.08%	28.08%	20.00%	20.00%	20.00%
销售成本(百万元)	19.29	33.88	30.50	49.37	9.84	47.63	47.63	47.63
增长率(YOY)		75.68%	-9.99%	61.86%	-23.37%	-3.52%	0.00%	0.00%
毛利(百万元)	7.89	8.92	11.80	10.17	3.84	11.91	11.91	11.91
增长率(YOY)		12.94%	32.39%	-13.84%		17.10%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	3.11%	4.86%	5.02%	5.98%	2.83%	4.80%	3.84%	3.07%
占主营业务利润比重	2.70%	2.80%	3.72%	2.61%	1.85%	2.33%	1.85%	1.46%
销售总收入(百万元)	874.24	879.79	842.64	996.08	483.08	1239.95	1551.39	1939.75
销售总成本(百万元)	581.44	561.41	525.72	606.22	275.00	729.91	906.26	1124.69
毛利(百万元)	292.79	318.39	316.92	389.85	208.08	510.04	645.13	815.06
平均毛利率	33.49%	36.19%	37.61%	39.14%	43.07%	41.13%	41.58%	42.02%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	888	850	1,003	1,240	1,551	1,940	货币资金	131	185	1,372	1,243	1,274	1,381
增长率		-4.3%	18.0%	23.6%	25.1%	25.0%	应收款项	84	66	85	93	116	145
主营业务成本	-569	-532	-613	-730	-906	-1,125	存货	296	223	253	300	372	462
%销售收入	64.0%	62.6%	61.1%	58.9%	58.4%	58.0%	其他流动资产	45	78	76	75	93	114
毛利	319	318	390	510	645	815	流动资产	557	552	1,786	1,711	1,855	2,103
%销售收入	36.0%	37.4%	38.9%	41.1%	41.6%	42.0%	%总资产	64.2%	57.6%	77.0%	72.6%	70.2%	69.7%
营业税金及附加	0	0	0	-11	-14	-18	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	268	349	457	614	753	874
营业费用	-157	-134	-155	-217	-271	-339	%总资产	31.0%	36.4%	19.7%	26.1%	28.5%	29.0%
%销售收入	17.7%	15.7%	15.5%	17.5%	17.5%	17.5%	无形资产	39	51	74	28	33	37
管理费用	-39	-44	-48	-64	-81	-101	非流动资产	310	406	535	645	788	912
%销售收入	4.4%	5.1%	4.8%	5.2%	5.2%	5.2%	%总资产	35.8%	42.4%	23.0%	27.4%	29.8%	30.3%
息税前利润 (EBIT)	124	140	187	217	279	357	资产总计	867	959	2,321	2,356	2,643	3,015
%销售收入	14.0%	16.5%	18.6%	17.5%	18.0%	18.4%	短期借款	60	200	0	0	0	0
财务费用	0	-11	-12	2	3	3	应付款项	332	234	216	281	350	435
%销售收入	0.0%	1.3%	1.2%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	其他流动负债	48	58	46	59	67	77
资产减值损失	-1	-6	-2	-1	0	0	流动负债	440	493	262	340	416	512
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	40	20	200	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	480	513	462	340	416	513
营业利润	123	123	172	218	281	359	普通股股东权益	387	446	1,859	2,016	2,226	2,502
营业利润率	13.9%	14.5%	17.2%	17.6%	18.1%	18.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-3	0	0	0	0	0	负债股东权益合计	867	959	2,321	2,356	2,643	3,015
税前利润	120	123	172	218	281	359	比率分析						
利润率	13.5%	14.5%	17.2%	17.6%	18.1%	18.5%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-15	-12	-29	-35	-45	-57	每股指标						
所得税率	12.6%	9.8%	16.6%	16.0%	16.0%	16.0%	每股收益	0.697	0.740	0.718	0.916	1.181	1.509
净利润	105	111	144	183	236	302	每股净资产	2.583	2.973	9.295	10.081	11.132	12.511
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.795	1.454	0.492	1.202	1.331	1.710
归属于母公司的净利润	105	111	144	183	236	302	每股股利	0.000	0.000	0.500	0.130	0.130	0.130
净利率	11.8%	13.1%	14.3%	14.8%	15.2%	15.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	26.98%	24.89%	7.73%	9.08%	10.61%	12.06%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	12.06%	11.58%	6.19%	7.77%	8.93%	10.01%
净利润	105	111	144	183	236	302	投入资本收益率	22.22%	19.01%	7.55%	9.05%	10.52%	11.98%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	32	42	47	49	67	86	主营业务收入增长率	0.58%	-4.31%	18.01%	23.64%	25.12%	25.03%
非经营收益	-1	5	13	10	0	0	EBIT增长率	17.65%	13.15%	32.96%	16.44%	28.33%	28.06%
营运资金变动	-16	59	-105	-2	-37	-46	净利润增长率	45.14%	6.20%	29.40%	27.51%	28.91%	27.84%
经营活动现金净流	119	218	98	240	266	342	总资产增长率	28.65%	10.58%	142.07%	1.52%	12.17%	14.08%
资本开支	-49	-172	-163	-162	-209	-210	资产管理能力						
投资	0	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	27.4	30.1	25.1	25.0	25.0	25.0
其他	1	2	3	0	0	0	存货周转天数	194.0	178.0	141.8	150.0	150.0	150.0
投资活动现金净流	-48	-171	-160	-163	-209	-210	应付账款周转天数	62.7	39.6	27.6	30.0	30.0	30.0
股权募资	80	0	1,269	0	0	0	固定资产周转天数	110.3	149.9	139.3	158.7	159.5	150.2
债权募资	100	120	-20	-200	0	1	偿债能力						
其他	-229	-64	-10	-7	-26	-26	净负债/股东权益	-8.04%	7.80%	-63.06%	-61.65%	-57.23%	-55.15%
筹资活动现金净流	-49	56	1,240	-207	-26	-25	EBIT利息保障倍数	-720.5	12.5	15.9	-125.4	-107.0	-131.5
现金净流量	22	104	1,178	-129	31	107	资产负债率	55.31%	53.49%	19.90%	14.42%	15.76%	17.00%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	2	13
买入	0	0	1	1	11
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	1.50	1.46

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-12-06	买入	28.13	32.45 ~ 37.08
2 2011-04-20	买入	24.13	N/A
3 2011-08-19	买入	23.33	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



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，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唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
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: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B