

评级：强烈推荐（首次评级）

纺织服装

公司事件点评

证券研究报告

分析师 吕丽华 S1080510120003

电话：0755-82485024

邮件：lvlihua@fcsc.cn

报喜鸟(002154)投资者交流会纪要

事件：

2012年4月20日下午2时，公司董事吴志泽先生、董事长兼总经理周信忠先生向投资者介绍了公司治理及背后的利益关系、股份减持计划、2012年工作思路、未来发展战略，并回答了投资者的有关问题。

点评：

资本家族化、经营职业化和股份减持计划。公司控股股东为报喜鸟集团，持股比例占35.29%，其自然人股东吴志泽、吴真生、陈章银、吴文忠、叶庆来分别持有其32%、20%、20%、8%；持有上市公司的股权分别为9.83%、4.49%、2.56%、2.99%、0.32%。该五自然人股东自10年开始实施股份逐步退出计划，吴真生、陈章银、吴文忠、叶庆来这四位股东在12年和13年自愿减持，股份不能超过2000万股/年，合计不能超过5000万股；吴志泽未来5年内不能减持，只能增持。公司认为，只有通过股权调整、投资调整、两权分离、广泛选用职业经营人才才能以高效的决策机制实现公司长远的战略目标，即关注公司长期利益，又能控制经营风险。

效率驱动及服装服务业时代的竞争策略。未来公司将要素驱动的增长模式转变为效率驱动的增长模式，效率优先和服务至上是两大贯彻思路，前者体现在组织效率（三级、四大中心）、管理效率（二三、四五、信息化）、资源效率（多品牌共享、供应与市场）和创新能力方面，以全新的合作加盟理念，建立加盟商职业化经营团队；后者体面在由研究产品向研究消费潜在需求转变，经营重点由市场为中心转向以个人为中心，报喜鸟商学院成为传承企业文化、支撑核心业务、输送精英人才的战略基地，以精准精细的终端服务实现批发向零售商转变、向客户为王转变。

大店工程和巨人计划推动应收账款走高。公司不仅关注铺数量的增加，更强调店铺质量的提升，通过“巨人计划”支持加盟商做大做强，提高人均店铺数量和大店数量，提升坪效。公司在加盟商的选择上，最看重的是理念，与公司经营发展战略是否相符，而非资金实力，通过对加盟商的直营化管理，做到全程管制风险。目前公司有25个巨人，店铺数量约200家，未来3~5年将支持60个巨人，意味着将新增600家店铺。公司将加盟商分为A、B、C三类，C类为经营不佳的加盟商，将会被淘汰掉，其市场将交由A去做，并由公司支持其资金收购C的店铺，并且由12年4月1日起将对加盟商收取资金占用费，费用不低于同期银行贷款利率。巨人计划也导致11年应由账款达7.17亿元，同比增长了171.53%。

围绕“报喜鸟”品牌的多品牌协同经营。多年来公司坚持正装为主，且从来不打折。旗下品牌包括“报喜鸟”、“圣捷罗”、“宝鸟”、“比路特”、“法兰诗顿”、“HAZZYS”、“TOMBOLINI”，代理意大利“巴达萨里”品牌。其中“报喜鸟”是品牌组合中最重要的，公司主要利润也是来自该品牌的贡献，其他品牌处于微利状态；“圣捷罗”针对时尚年轻及婚庆群体，去年转盈约500万元；“宝鸟”解决了“报喜鸟”不能做职业团购的问题，12年1季度的盈利超过11年全年（约300万元）；比路特定位运动休闲，11年亏损约900万元，12年亏损额度会有缩小，但步向盈利还需要培育；“法兰诗顿”和“HAZZYS”定位二线城市之奢侈品品牌，以期提升“报喜鸟”品牌形



象；“巴达萨里”品牌由全资子公司欧爵公司代理，其同时也运营“TOMBOLINI”，在品牌组合中起到领航作用，主打在一线市场的高档商场。

11年公司债，12年计划实施定增，公司11年11月发行公司债券6亿元，其中3亿元存续期5年，票面利率7%；3亿元存续期7年，票面利率7.4%，实际募集资金5.95亿元，其中1.2亿元用于归还银行短期借款，其余用于补充流动资金。公司计划于12年推进11年非公开发行项目，定增数量不超过5000万股，计划融资15亿元，主要用于营销网络优化建设项目，拟新增180家报喜鸟品牌主力店（单店面积400平方米）、100家圣捷罗品牌主力店（单店面积200平方米），新增营业面积9.2万平方米，其中购置直营、合作经营店铺47家共计1.64万平方米。

给予“**强烈推荐**”评级。预计12~14年EPS分别为0.83、1.08、1.38元，当前股价下的PE为14.7倍，处于同行业估值低端，给予“**强烈推荐**”投资评级。

风险提示：渠道扩张所致的管理风险、新店经营低于预期、减持风险。

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	
营业收入	2028	2575	3271	4154	
收入同比(%)	61%	27%	27%	27%	
归属母公司净利润	368	485	632	814	
净利润同比(%)	52%	32%	30%	29%	
毛利率(%)	58.9%	60.0%	61.0%	62.0%	
ROE(%)	17.0%	18.3%	19.6%	20.4%	
每股收益(元)	0.63	0.83	1.08	1.38	
P/E	19.40	14.72	11.30	8.78	
P/B	3.30	2.70	2.22	1.79	
EV/EBITDA	15	11	9	7	

附：1、投资者见面会纪要

2、三大财务报表预测



会议纪要:

第一部分、董事兼创始人：吴志泽

报告主题：公司治理及背后的利益关系（董事会、监事会、经理层）

- 产品经营 → 品牌经营 → 资本运作
- 家庭工厂 → 合伙企业 → 上市公司
- 民企 → 合资 → 国有

一、资本家族化、经营职业化

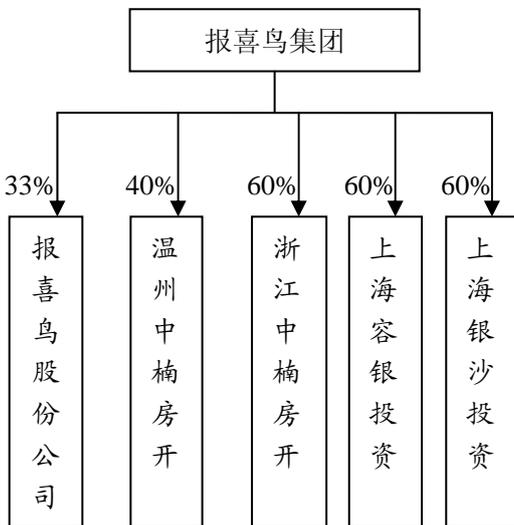
- 1、战略方向长远规划
- 2、相对高效的决策机制
- 3、广泛选用职业经营人才
- 4、两权分离可以相互制约、监督
- 5、既关注公司长期利益，又能控制经营风险

二、2010年集团董事会决议

- 选择一个公司经营，四个公司财务投资。
- 坚持并增持经营公司，逐步退出财务性投资公司。
- 本人及直系亲属均不能参与财务性投资的日常经营。

三、股权安排

- 10年后开始安排逐步退出计划



四、减持计划

- 四个人（吴真生、陈章银、吴文忠、叶庆来）减持不会超过 5000 万股，12 年不能减持
- 12 年减持不能超过 2000 万股，13 年减持也不能超过 2000 万股。
- 集团今年不减持，明年和后年也不会减持超过 1000 万股
- 吴志泽至少在 5 年内不会减持，会逐步增持。
- 只有通过股权调整、投资调整才能实现资本家族化、经营职业化目标。



五、未来战略

● 要素驱动向效率驱动转变

- 1、改革开放（80年代）
- 2、城市化（90年代）
- 3、GDP超3000美元，消费升级（2000年）

● 服装服务业时代的到来

- 1、服装工业（80-90年代）
- 2、服装商业（2001年-2010年）
- 3、服装服务业（2010年以后）

六、效率驱动及服装服务业时代的竞争策略

● 效率优先

- 1、组织效率（三级、四大中心）
- 2、管理效率（二三、四五、信息化）：物流
- 3、资源效率（多品牌共享、供应与市场）
- 4、创新能力

● 服务至上

- 1、研究产品向研究消费潜在需求转变
- 2、经营重点由以市场为中心转向以人为中心
- 3、商学院（系统学习）

附图：报喜鸟商学院



第二部分、董事长兼总经理：周信忠

报告主题：效率驱动与服装服务业时代下的策略解读—兼析2012年工作思路

前年以来，按上述驱动，进行了一些投资，由前2年成熟阶段迈入再发展阶段。1.0时代是渠道为王，现在是服装2.0年代，服务业时代，以客服为王，首先是正装，第二是不打折正装。最好方式是直营方式，直营能贯彻公司服务。选择加盟商，需要投钱。

一、效率驱动时代下的策略

● 全新的合作加盟理念，建立加盟商职业化经营团队

（1）提高产销率：配置精准、快速补单、人均门店、供应链与信息化系统

- 快速补单能做到14%，代理商订货最多不超过90%，最看重代理商的理念，而不是资金实力。例如江西一代理商，没有资金，但公司投资3000万元，现在发展的不错。

（2）降低租售比：大店及二流地段

- 二流地段靠大店支撑，租售比会低，代理商资金流强，代理商的费用：租金、人工、装修费，人工费用不会降低，只能上涨。降低租金和装修费，例如公司在2011年就支持代理商购店铺达130多家，但15年内这些店铺必须经营报喜鸟，这也导致公司应收账款高，现金会流出。



			店数	售(亿)	售(亿)	率		金额	率		店数	国店 数比 重	国销 售比 重
全国	10年	10.7	715	16.5	20	21%	1.87	280	15%	77	715	11%	23%
	11年	15.05	821	20	27.5	38%	1.83	335	25%	135	821	16%	32%

附件 1.2: 实施巨人计划后的变化

属性	年份	代理商			巨人数量	总店数	人均店铺 数	店铺占比	占全国销 售比重
		数量	总店数	人均店铺 数					
代理商市 场	10年	338	575	1.7	23	107	4.7	18.6%	23%
	11年	367	680	1.85	35	193	5.5	28.4%	35%

备注: 1、不变店铺是指两年内硬件(面积), 未发生改变的店铺;

2、大店是指 400 平方米以上的, 面积指建筑面积;

3、巨人是指一个代理商至少有三个店铺, 且其中最大的店铺至少 400 平米。

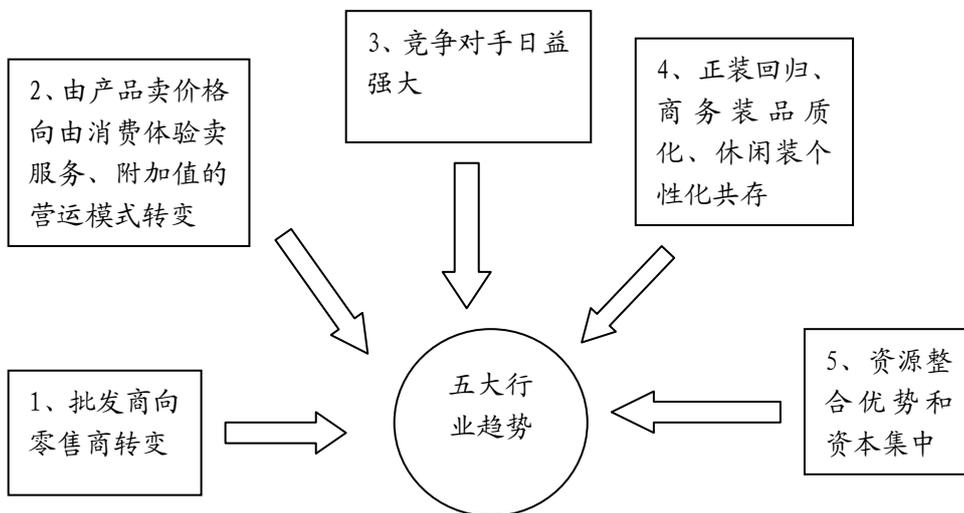
五、2012 年工作思路

1、如果藐视或无视行业大趋势, 那简直就是等死!

象 Kodak、NOKIA、ESPPIT、李宁这些公司, 从强盛到衰弱!

结论: 认准趋势, 认准消费者, 认准对手!

2、紧抓行业发展趋势, 夯实系统竞争力



行业趋势 1——批发商向零售商转变

- 表现特征: 运动品牌的集体论陷和女装品牌的崛起
- 公司策略: 推动代理商向零售商转变
- 代理商策略: 推动店员向零售商转变
- 关键工作: 附件 2



附件 2: 品牌商向零售商转变的逻辑

主体	核心角色定位	2012 重点策略	2012 重点工作
公司	政策推动者和价值观引领者	不仅关注品牌, 更关注消费者	推动向零售商转变
代理商	利益共同体和价值观执行者	代理商成长与职业化经营团队	巨人计划
卖货人(店员)	门店竞争力关键	店长店员成长	培训与绩效管理
买货人(销售者)	销售的来源	客户关系管理	服务年
货品	成功的基础保障	不仅关注产品, 也要关注货品管理	货品运行管控和拼盘
终端形象	销售的基础平台	硬件是基础, 软件是关键	软件形象提升规划

主要结论: 加盟模式直营化管理

- 12 年重启 ERP 改造, 以货品、客户为中心, 分析客户的消费行为、消费特点, 精准化的客户服务。

行业趋势 2——由产品卖价格向由消费体验卖服务、附加值的营运模式转变

- 表现特征: 消费者趋高趋低趋势
- 公司策略: A: 附加值提升规划(附件 3)
B: 2012 服务年和效率年
- 代理商策略: A: 共同推动提升附加值
B: 共同推动服务年和效率相关工作
- 关键工作: A: 大店数量、千万级单店数量和店铺质量服务年和效率年
B: 服务年和效率年

附件 3: 附加值提升规划

- (1)、品牌核心价值规划(不打折、新锐艺术人物、量体巡店和定制、华服)
- (2) 规模扩张(系列化延伸与品牌形象——商务正装定位)
- (3) 规模扩张(销售额)与产销率提升——供应链与精细化管理
- (4) 渠道下沉与品牌形象——服务、大店与巨人计划
 - 二三线城市高价位, 为当年新货, 趋高; 北京、上海这些一线城市低价格, 前两年旧货, 趋低。
 - 公司外聘法国雅高为员工进行培训。12 年二次补单达 15%。以正装为主题, 大店大的品牌, 小店小店的品牌。实行店的内部买手制。

行业趋势 3——竞争对手日益强大

- 表现特征: 商场下沉/多品牌经销商/区域强势品牌/福建品牌
- 公司策略 } 针对商场: 强大自己的基础上利用商场渠道/商场货品拼盘
- 代理商策略 } 针对福建品牌: 美誉度/产品/供应商调整
- } 针对区域强势品牌: 西南市场的雷迪波尔等/东北市场温馨鸟/西北市场的劲霸
- } 针对多品牌经销商: 大店/多品牌集成大店



- 关键工作：商场拼盘和商场大厅/成本费用规划/四川分公司

行业趋势 5——资源整合优势向资本集中

- 表现特征：多品牌营运公司、租金上涨
- 公司策略：巨人计划
多品牌协同经营
- 代理商策略：搭建一辈子的事业平台
- 关键工作：巨人计划与多品牌协调整合

第三部分、问答环节

Q: 行业景气度脉络？公司几个品牌的经营状况？

A (周):

- 行业景气度正在缓步提升，行业趋势表现为正装只会变好，不会变差，目前的市场比前好很多。近 10 年都没有新的正装品牌再出现，而休闲装刚出现不少。市场份额更多的来自竞争对手的退出。例如欧洲、日韩，在其商场以正装为主，而我们市场在这方面相比还比较低。
- 公司主要利润来自于报喜鸟，其他品牌处于微利状态。一个品牌出利润要多几年时间。
 - ✓ 圣捷罗：10 年亏损，11 年盈利 500 万元左右。时尚化，针对婚庆群体。
 - ✓ 宝鸟：B2B 业务，解决报喜鸟不做团购业务的问题，职业团购，11 年 300 多万元利润，12 年 1 季度盈利超过去年全年（11 年 1 季度是亏损的）
 - ✓ 比路特：运动休闲定位，11 年亏损 900 万元左右，12 年业绩会改善，走向盈利还需要时间。
 - ✓ 法兰诗顿和 HAZZYS：HAZZYS 定位二线城市的奢侈品品牌，已经进驻上海的港汇、久光百货等商场，深圳的金光华很快就会开业。这两个品牌是提升报喜鸟的地位。
 - ✓ 以欧爵公司为主体的品牌，基于报喜鸟在一级市场上的地位，每年投资广告费约 3000 万元，不会带来亏损。
- 4 个逻辑，2 个出发点：（1）未来多品牌是围绕报喜鸟，以期提升报喜鸟品牌。（2）始终围绕商装这条主线，市场、供应链、品牌，借鉴学习，协同发展。

Q: 未来开店空间有多大？新开店计划？融资和开店的关系？

A (周):

- 未来开店的发展目标是 1200-1500 家，更追求店质量，而非店数量，鼓励老代理去开店，培养更多的巨人代理商。
- 如果第一年单店销售低于 1500 万元的不开。
- 融资和开店有关系，但关系不大。

Q: 公司核心竞争力体现在哪些方面？12 年收入增长情况？如何进行费用控制？

A (周):

- 持之以恒的坚持是最大的核心竞争力，体现在对正装的不懈坚持。
 - ✓ 第一是对正装的坚持，有 8 个老外量体定制，以正装为主，全部自己生产，满足所有人的需求



- ✓ 第二是坚持从不打折，从来没有打折行为的出现。
- ✓ 第三是不特别看重目前利润，寻求品牌未来的发展。
- 11 年报喜鸟销售 38%。12 年服装不景气，对于公司，零售受到影响，12 年 1 季度到 4 月，销售增长 20% 多，同比是下降的。从财务上理解，会让代理商退出一部分，让代理商没有库存压力，落后 15 个点，今年春夏季，4-7 月没有改变的化，影响销售终端 1.4 亿元，增加代理商库存 2000 万元，折扣价退回公司，退回的货品以不低于代理商价格卖给奥莱，终端库存基本上没有。
- 今年的销售，天气、经济等会有影响，对财务报表有实质的影响在明年。天气对销售影响比别的品牌要好：夹克、T，一季投产量几千，比劲霸、七匹狼要好
- 15 万平米，按目前测算，多出 2000 万库存成本，1.4 亿元，分摊到每平米上，压力比较小，不到 10 万进价，不到 20 万元/店。
- 应收账款增加和巨人计划有关的，支持巨人约 5.5 家。

Q: 江西 3000 万元支持一个人有效的资源整合，代理商 83%，直营店 17%，扶持代理方面或扶持人方面，哪个更好？

A (周):

- 支持巨人 10 家，目前有 35 个巨人。未来 3-5 年规划：60 个巨人，也就是增加新店 600 家。江西市场支持比直营有效，支持他是有价值的、有效应：
 - ✓ 一是，江西市场是 06 年作为重点扶持的市场，06 年整个市场才 1700 万元，经过这几年扶持，单店突破 1000 万元就有 6 个，新余、上饶这些地方的单店可以达到几千万。
 - ✓ 景德镇、九江是直营市场，做的不太好，今年会交给他做。九江一个市场做下来，没有挣钱，主要是税收重，交给他做，税收才 1 万元。
 - ✓ 二是，直营大店的操作是在商场，专卖店的税收太重，个体和法人的差异，目的是节约税收。象福建诺奇、海澜之家，都是通过加盟解决税收。
 - ✓ 三是，代理商操作，是最好的激励。
 - ✓ 四是，江西市场，九江、景德镇，已经新开 2 家，湖北黄石、鄂州新开 2 家，新的销售贡献，今年会增加几千万销售收入。
 - ✓ 五是，公司强势区域东北、西北、华东，弱势市场是中部市场
 - ✓ 六是，从 4 月 1 日开始收取年利息 7.2%，比直营有效。
- 在 06 年，他在余姚时，当时的市场有 600 万，到 11 年余姚市场已达到 1800 万元。他的财务是公司派送，他付工资，全部监控。

Q: 未来公司出现危机在哪个方面？对投资人是如何定位的，有没有大投资人计划，长期投资赚到钱？

A (周):

- 最大的危机是团队藐视市场的变化，比如企业文化核心是创新，经营团队是更多的看来，按吴总战略方向去执行。公司大股东不是利润最大化作为目标，对经营班子的考核，在品牌提升基础上的利润最大化，每年的广告费不低于销售收入的 8%，多年来坚持下的天条。
- 拥抱变化，持之以恒不放弃，危机就不会出现。

A (吴):



- 长期投资，对自己也是的，非主营业务全部退出，全部投入服装，自己的资金全部投服装。
- 公司治理结构完善，长短期相结合，不要太多的关注资本市场变化，更多的关注企业健康发展。

Q: 4000 多万在未来三年内要减持，是硬性还是选择？

A (周):

- 是选择减持，最高额不超过 4000 多万，不集中在一个年度，可以保留，不能重新买进。吴总不能减持，只能增持。

Q: 宝鸟情况？B2C 业务规划？团购行业情况？

A (周):

- 行业有前途，例如乔治白就做的不错
- 之所以收购这个品牌，是解决报喜鸟只做零售不能做团购，如果做团购就会失去品牌的价值，只能收购宝鸟品牌去运作团购业务。
- 在收购前，宝鸟 09 年销售收入 3 个亿，2300 万利润，利润率 7%-8%，乔治白全高些。原因是团购投标时，有的不要宝鸟，只要报喜鸟品牌投标，放弃一些单子，预计未来影响更小些。
- 宝鸟的工厂在上海，成本比乔治白在温州的要高，目前在安徽筹建工厂，今年利润会增加的比较好，会恢复到 09 年水平。
- 未来不会再有新的投入，净资产 2 亿，恢复 2000 万利润，10%回报，也是可以的。

Q: 投资者见面会提供的报喜鸟销售增长 38%，而 2011 年报表有 60%多，差异在哪？

A (周):

- 公司卖给代理商的货，不会 100%卖给市场，会有库存留下来，代理商按一定比例可以退货，退货有时间要求，但过渡期也要销售，因此会留一部分货卖。
- 终端销售和公司销售有时间差，例如 12 月份会将明年春天的货发完，有 6 个月的跨期。

Q: 同一品牌价格差？现金流，ROE 低，财务安排的最佳选择？库存商品有 4 亿，应收账款 6 亿，加起来 10 亿，是不是压货在流通环节？

A (周):

- 报喜鸟作为西服品牌，婚庆占销售的 50%，从品牌定位不是目标客户，但又是销售主体。
- 正装的价格拉的宽，是出于战略上的考量，是必要的
- 在资本结构上，有统筹安排，随着资本金、净资产的增加，通过债务融资。
- 这次融资完成后，未来 3 年内没有股权融资需求。届时资本金有 40 亿，利息是 16 亿，长期战略需要。
- 绝对没有故意压货，一是今年春节提前，发货提前；二是面积扩大，10 年 10 万平米扩张到 15 万平米，铺货增加；三是采购价、零售价提高。
- 15 万平米，所有的库存，按成本价分摊，每平米是 4782 元，库存是内部考核指标，是放在公司还是放在代理商，只是放法的问题。

Q: 高速发展下的高资本消耗，直营带来的是控制人，加盟投入很大，资本回报低，有没有买店的



需要？二三线品牌是高端定位，一线城市定位老品的话，会不会影响长远发展？公司有 5、6 个品牌，如何定位？

A (周):

- 资本回报率低，表面上看是不对的
- 核心位置的大店会购置的
- 多品牌规划，不是盲目去投，均围绕报喜鸟品牌，今年投的法兰西斯和 HAZZYS，是在报喜鸟这个大的品牌团下运营的。
- 一级市场做直营，二级市场做加盟。直营不超过 20%比例，目前占比是 15%。直营的坏处是内部控制。加盟市场直营化管理。
- 品牌发展：喜鸟、欧爵、圣捷罗、宝鸟四条线，围绕商务正装。
- Zara、杉杉都有几十个品牌，但也就一个品牌出名。



资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2576	3160	3991	5237
现金	596	838	989	1544
应收账款	717	725	1038	1244
其他应收款	151	152	219	262
预付账款	601	807	959	1212
存货	511	638	786	975
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	1510	1365	1376	1308
长期投资	1	1	1	1
固定资产	935	861	786	709
无形资产	107	135	178	214
其他非流动资产	467	368	411	385
资产总计	4086	4526	5366	6545
流动负债	913	920	1092	1477
短期借款	355	200	300	500
应付账款	183	277	312	405
其他流动负债	375	443	480	572
非流动负债	987	941	1047	1078
长期借款	56	112	168	224
其他非流动负债	931	829	879	854
负债合计	1900	1860	2139	2555
少数股东权益	22	16	4	-8
股本	587	587	587	587
资本公积	634	634	634	634
留存收益	942	1428	2001	2776
归属母公司股东权益	2164	2649	3222	3998
负债和股东权益	4086	4526	5366	6545

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-7	333	160	397
净利润	359	479	621	801
折旧摊销	65	88	90	89
财务费用	12	19	19	28
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-474	-274	-597	-552
其他经营现金流	30	22	28	30
投资活动现金流	-760	29	-89	-30
资本支出	624	0	0	0
长期投资	-55	-68	34	-17
其他投资现金流	-191	-39	-56	-47
筹资活动现金流	833	-120	80	189
短期借款	260	-155	100	200
长期借款	56	56	56	56
普通股增加	294	0	0	0
资本公积增加	-290	0	0	0
其他筹资现金流	513	-21	-76	-67
现金净增加额	66	242	151	556

资料来源: 第一创业证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2028	2575	3271	4154
营业成本	834	1030	1276	1578
营业税金及附加	25	33	43	56
营业费用	358	458	605	789
管理费用	312	407	530	685
财务费用	12	19	19	28
资产减值损失	64	50	50	50
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	423	578	748	967
营业外收入	14	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	433	578	748	967
所得税	74	99	128	166
净利润	359	479	621	801
少数股东损益	-9	-6	-12	-13
归属母公司净利润	368	485	632	814
EBITDA	499	685	857	1084
EPS (元)	0.63	0.83	1.08	1.38

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	61.2%	27.0%	27.0%	27.0%
营业利润	49.5%	36.9%	29.4%	29.1%
归属于母公司净利润	51.7%	31.7%	30.3%	28.7%
获利能力				
毛利率(%)	58.9%	60.0%	61.0%	62.0%
净利率(%)	18.2%	18.8%	19.3%	19.6%
ROE(%)	17.0%	18.3%	19.6%	20.4%
ROIC(%)	16.4%	20.4%	21.6%	24.0%
偿债能力				
资产负债率(%)	46.5%	41.1%	39.9%	39.0%
净负债比率(%)	21.63%	16.77%	21.87%	28.33%
流动比率	2.82	3.44	3.65	3.55
速动比率	2.22	2.70	2.89	2.85
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.60	0.66	0.70
应收账款周转率	4	3	3	3
应付账款周转率	4.55	4.48	4.33	4.41
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.83	1.08	1.38
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.01	0.57	0.27	0.68
每股净资产(最新摊薄)	3.68	4.51	5.49	6.81
估值比率				
P/E	19.40	14.72	11.30	8.78
P/B	3.30	2.70	2.22	1.79
EV/EBITDA	15	11	9	7

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135