

卡奴迪路 (002656.SZ)

服装行业

评级: 增持 维持评级

公司研究

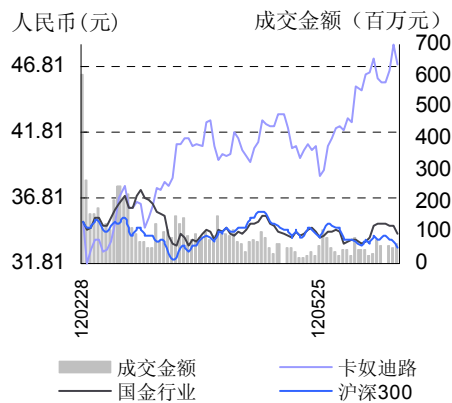
市价(人民币): 46.98元

目标(人民币): 50.47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)	25.00
总市值(百万元)	4,698.00
年内股价最高最低(元)	48.52/27.80
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

1. 《公司的竞争优势在于产品及渠道来源》, 2012.2.13

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

新增店铺的运营效率更为关键

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.869	1.458	1.628	2.116	2.567
每股净资产(元)	2.64	4.09	11.38	12.87	14.72
每股经营性现金流(元)	1.02	1.45	2.06	2.01	2.41
市盈率(倍)	N/A	N/A	28.86	22.20	18.30
行业优化市盈率(倍)	26.61	26.41	26.41	26.41	26.41
净利润增长率(%)	62.45%	67.72%	48.88%	30.00%	21.28%
净资产收益率(%)	32.97%	35.68%	14.30%	16.44%	17.44%
总股本(百万股)	75.00	75.00	100.00	100.00	100.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **卡奴迪路的品牌定位符合趋优消费趋势, 短中期内仍有发展空间。**相较于国际品牌的奢华定位, 公司相对较低的价格优势、本土化设计及版型的体贴更加符合了区域性新富人群的需求, 从而产生了公司品牌的生存空间; 随着国际品牌的进驻中国, 公司的竞争优势相对弱化, 但国际品牌渠道下沉速度较慢, 从而为公司在二三四线市场的开拓及品牌建设留下一定的时间。
- **资金实力推动渠道扩张, 渠道价值提升公司竞争力。**公司致力于核心商圈的渠道网络建设, 上市融资为新建渠道带来资金实力; 扩大渠道布局将进一步凸显出公司的竞争优势, 提升公司整体的竞争实力。
- **新增店铺运营效率更为关键。**虽然公司优势突出, 资金实力雄厚, 但目前行业运行环境有所恶化, 且消费疲软的态势加剧了各品牌对消费者的争夺, 以上两者在一定程度上影响新增门店的运行效率; 我们认为高端品牌的发展更多需要依赖内生增长, 更多强调新建店铺的盈利能力, 即成功率而不是扩张速度, 需要增加目标消费群体的忠诚度, 从而提高品牌形象, 推升业绩。因此, 在认同公司外延式扩张策略的同时, 担心公司终端运营效率存在不达预期的风险。

盈利预测及投资建议

- 卡奴迪路的品牌定位和上市红利使得公司具备一定的生存发展空间, 预计公司 2012-2014 年分别实现销售收入 6.44 亿、8.26 亿、10.12 亿元, 分别同比增长 39.51%、28.31%、22.50%; 实现归属于母公司净利润分别为 1.63 亿、2.12 亿、2.57 亿元, 分别同比增 48.88%、30%、21.28%, 对应 EPS 分别为 1.628 元、2.116 元、2.567 元。
- **目标价 50.47 元。**A 股纺织服装上市公司中, 与公司业务较为接近的是探路者、搜于特、朗姿股份, 我们以 3 家公司 2012 年平均估值 31 倍为参考, 给予公司 12 年 31 倍 PE, 对应价格为 50.47 元。维持增持评级。

风险

- 公司作为高档服装品牌, 过快外延式扩张可能导致经营风险。
- 存货过多、渠道扩张过度可能损害品牌形象的风险。
- 公司核心竞争力有待提高。

内容目录

公司定位符合趋优消费趋势，短中期内发展空间相对较大	3
定位高端男装，借区域性市场供给的不均衡，迎合新富阶层对名品的诉求..	3
顺应商场下沉的趋势，渠道新建的空间相对较大	4
资金实力推动渠道扩张，渠道价值提升公司竞争力	4
终端管理能力较强，上市融资助推外延扩张	4
渠道价值将构筑一定的壁垒，提升公司竞争力	5
新增店铺运营效率更为关键	5
虽然公司优势突出，资金实力雄厚，但目前行业运行环境有所恶化，在一定	
程度上影响新增门店的运行效率	5
假日系列产品的培育需要不断探索和调整	6
盈利预测	6
风险提示	7
附录：三张报表预测摘要	9

图表目录

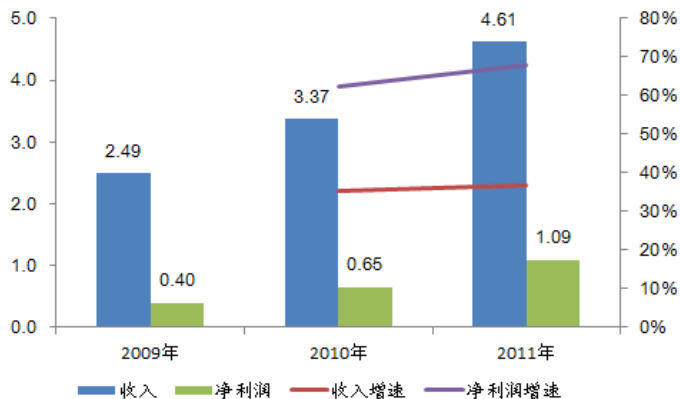
图表 1: 2009-2011 年收入及净利润水平	3
图表 2: 假日系列收入占比不断提升	3
图表 3: 2008-2011 年直营店及加盟店数量及增速	3
图表 4: 公司营业收入 75%来源于直营店	3
图表 5: 全国重点大型百货商场近一年来的服装销售情况	6
图表 6: 全国 50 家重点大型零售企业近一年的运行情况	6
图表 7: 公司未来业绩收入拆分	7
图表 8: 可比公司估值水平	7
图表 9: 销售预测	8

公司定位符合趋优消费趋势，短中期内发展仍有空间

定位高端男装，借区域性市场供给的不均衡，迎合新富阶层对名品的诉求

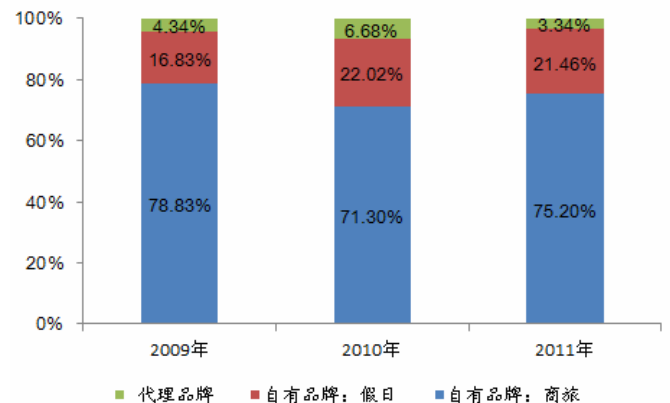
- 公司专注于卡奴迪路品牌的设计研发、品牌推广及终端零售，同时代理了6大国际一线品牌在中国的皮具销售业务，2011年公司实现营业收入及净利润分别为4.6亿元、1.1亿元，直营、加盟终端分别达到了175、143家；从收入构成来看，商旅系列2011收入占比75.2%，近年来，假日系列的高速增长带来收入占比的明显提升；从渠道结构来看，公司收入的75%来源于直营店；从市场分布来看，公司主力销售区域为东南沿海及部分经济发达的内陆地区。

图表1：2009-2011年收入及净利润水平

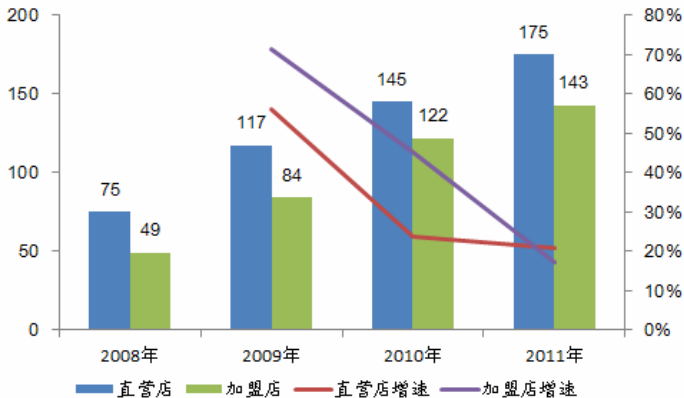


来源：国金证券研究所、招股说明书

图表2：假日系列收入占比不断提升

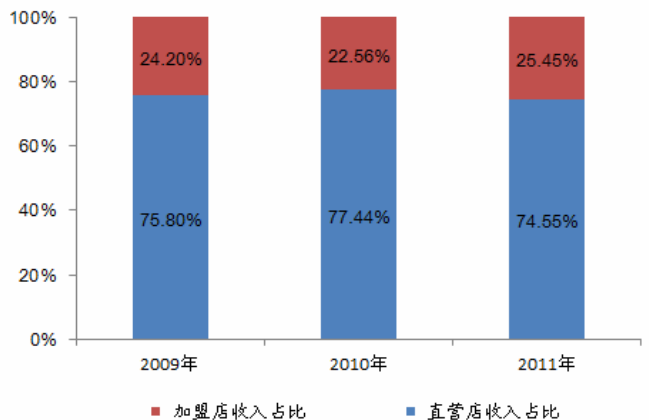


图表3：2008-2011年直营店及加盟店数量及增速



来源：国金证券研究所、招股说明书

图表4：公司营业收入75%来源于直营店



- 公司目标消费群为趋优消费的新富阶层。《顾客要买什么》一书中得到一个结论，消费者正在进行趋优或者趋低消费，消费市场两极分化。中国的消费市场已开始两极分化，人们开始渐渐去追求低价格高产品功能（趋低消费）或品牌感受（趋优消费），而不愿去为特色不够鲜明的中档产品买单。同时，中国国民收入水平的两极分化，也加剧了消费者市场的两极分化。相对而言，区域性的高收入群体是趋优消费的主力军，他们追求较高的产品品质及名品满足感。此外，中国消费者，特别是高收入人群的消费不够理性，从众、过度追求高价也是公司得以发展的基础之一。
- 公司定位于高端男装，顺应了新富人群的趋优消费势头。国际品牌的奢华定位、国内诸多品牌的大众化覆盖，产生了公司品牌的生存空间；较之于国际二三线品牌的同类竞争，公司相对较低的价格优势、本土化设计及版型的体贴更加符合了区域性新富人群的需求。

- **各区域的市场供给不均衡，渠道即市场。**一二线市场的商业发展较成熟，规模也较大，零售渠道供给较多，消费者具备丰富的选择面，但由于品牌竞争的激烈，渠道资源的稀缺性因竞争而凸显；三四线市场购买渠道的可选择面相对较少，购物场所集中，渠道资源的稀缺性主要体现在零售场所，尤其是高端百货业的稀缺上。对高端男装来说，在高档商场的男装楼层是否有店面，店面位置设在何处，与谁为邻，往往决定了消费者对他的心理定位，对高端男装品牌而言，拥有了渠道即具备了销售市场。
- **未来的重要市场预计为二三四线。**从竞争的角度而言，随着国际品牌的进驻中国，公司的竞争优势相对弱化，但国际品牌全球化运营最求谨慎，出于对品牌的呵护，渠道下沉速度较慢，从而为公司在二三四线市场的开拓及品牌建设留下一定的时间，未来公司市场开拓及利润贡献的主要市场预计来源于二三四线。此外，男性消费者品牌忠诚度相对较高，深耕区域的品牌竞争力有望得以延续，一二线作为公司最先开拓的市场，随着品牌建设的推进，未来虽然不能直面国际化品牌的竞争，但也有望保留一定的忠诚客户群。

顺应商场下沉的趋势，渠道新建的空间相对较大

- **公司顺应商场下沉、部分消费者顺利接受的趋势，渠道新建的空间仍然较大。**一二线市场消费者意识成熟，对知名品牌的认知较为充分，且随着国际品牌的进驻，将增加公司提高渠道密集度的成本；二三类市场则不同，二三类城市及二三类商场招商能力相对较弱，公司凭借目前已有的渠道资源优势，在进驻成本方面具备一定的优势；此外，国内服装市场消费层次差异性较大，在沿海消费者品牌意识觉醒时，内陆的消费者品牌信息的掌握却仍相当有限。
- **商场渠道下沉的本质在于区域性的消费逐渐升级，从统计数据来看未来高端男装的销售占比也将持续提升，这为公司未来的外延式扩张提供了较大的空间。**
 - **从数据测算来看，预计国内高级男装市场规模将保持快速增长的态势。**据中国行业咨询网调查研究，2010年国内高级男装市场零售总额为714.9亿元，2005-2010年的年均复合增长率达到26.1%；预测2014年国内高级男装市场规模将达到1464.08亿元，2010-2014年的年均复合增长率达19.6%。同时高级男装市场销售总额占男装市场销售总的的比重从2005年的8.6%增加到2010年的11.95%，预测2014年达到13.7%。
 - **公司最近一轮的渠道建设起始于2009年，2011年公司门店总数由2008年的124家增加至318家，年复合增速36.88%，直营店和加盟店数量的年复合增速分别为32.64%和42.90%。**其中2009年新增门店77家，增速达到62%。成功上市融资后，公司将开启下一轮的快速扩张，在较为广阔的扩张空间下，预计渠道拓展的广度、深度都有进一步提升的空间。

资金实力推动渠道扩张，渠道价值提升公司竞争力

终端管理能力较强，上市融资助推外延扩张

- **终端精细化管理能力强。**高端产品主要是通过高档商场的终端门店展示，来打造品牌形象，与广东板块内的其他企业类似，公司对国际品牌的经营模式接触较早，最先开始模仿欧美企业的精细化管理，公司注重终端细节，尽力做精做细每一环，终端门店展示效果较为突出；此外，公司因定位中高端，在营销方面较为低调，侧重于口碑传播及平面传播、终端推广，即使有代言人的运作，也常是浅尝辄止；强调VIP、会员等模式，适合稳固忠诚消费者。
- **公司致力于核心商圈的渠道网络建设，上市融资为新建渠道带来资金实力。**公司渠道网络主要分布在国内大中城市及港澳地区的高级百货、高档购物中心、机场、五星级酒店等高档零售渠道；由于中高端品牌的规模不大，销售也难以突破一定的规模，在国外品牌进驻中国，蚕食商场主流位

置之际，公司积极向中等城市进军，在现有渠道资源基础上，公司**未来将向专卖店、中等城市渠道下沉的方向发展**。男装市场竞争激烈，利用资金优势迅速抢占渠道资源已成为所有品牌的共识。公司目前拥有的资金优势，是新建渠道的最大推动力。上市融资之后，不仅解决了资金不足扩张乏力的问题，资本市场所带来的品牌影响力，也为卡奴迪路做了一次无形的广告宣传。

渠道价值将提升公司竞争力

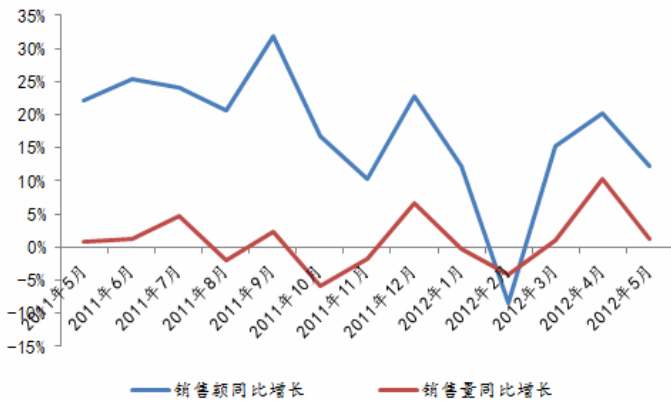
- 公司计划利用融资优势，计划在未来 2 年内完成 186 家直营门店的建设，这将为公司带来新的业绩增长点，考虑到公司丰富的零售管理经验、已有的渠道资源，我们认为公司完成店铺数量扩张的概率较大。
- 男装行业竞争激烈，渠道资源较为稀缺，扩大渠道布局将进一步凸显出公司的竞争优势，相对于竞争对手构筑出一定的壁垒，提升公司整体的竞争实力。
 - 中国大中型城市的百货商店和购物中心中高档商务休闲男装品牌蜂拥出现，由于兼具商务装的功能性和休闲装的随意性满足了特定消费者的需求。在各个百货商店的男士楼层主要由国外知名品牌和国内商务休闲品牌组成，竞争较为激烈。
 - **男装行业进入壁垒较低，并且服装产品的款式和品质极易被模仿，男装的渠道就成为有效的竞争壁垒。**百货商场是一线城市重要的销售渠道，百货商场通过其持续的客流量、良好的购物环境和高档的店面形象成为品牌服饰在店铺资源极其稀缺的一线城市建立零售终端的重要选择。但销售渠道，尤其是高端男装渠道资源却十分稀缺，“渠道为王”在高端男装市场尤其适用。

新增店铺运营效率更为关键

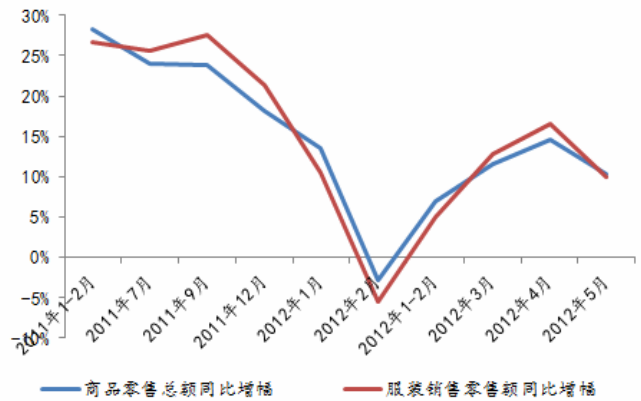
虽然公司优势突出，资金实力雄厚，但目前行业运行环境有所恶化，在一定程度上影响新增门店的运行效率

- 公司具备渠道扩张的经验，但目前内销市场的未来趋势依然不明朗，新增店铺对消费的吸纳能力预计将弱化。全国百家大型零售企业的 5 月统计数据显示，服装商品零售额同增 12.16%，零售量同增 1.34%，销售额、销售量增速均不及去年同期及上月；与此同时，全国 50 家重点大型零售企业 5 月份商品零售额同比增长 10.3%，相比上月的增长速度呈现一定的回落，其中，食品、服装、日用品和家电等销售增速均相比上月出现回落，增速分别为 14.77%、9.93%、9.14%和-4.14%，化妆品增速和上月基本持平；受消费疲软的持续影响，国内未来的消费趋势依然不明朗，预计公司新增的终端门店，预计对消费的吸纳能力略有弱化，运营效率将受此影响；此外，百货业渠道下沉、购物中心的扩张，其本身也处于探索期，目前呈现出同质化的趋势，商场/购物中心的同质化竞争对原有终端有分流客群的作用。

图表5: 全国重点大型百货商场近一年来的服装销售情况



图表6: 全国 50 家重点大型零售企业近一年的运行情况



来源: 国金证券研究所、中华商业信息网

- 目前消费疲软的态势加剧了各品牌对消费者的争夺。从终端调研来看, 2011年下半年以来, 消费者消费欲望有弱化的趋势, 尤其是东南沿海等经济发达的城市, 消费信心普遍不足, 各品牌基于发展的需要加大了对消费者的争夺力度, 加剧了竞争激烈程度; 此外, 随着商场促销力度的加大, 消费者消费行为逐渐变化, 正价销售率逐渐下降, 干扰了终端正常运营。
- 高档品牌发展更多依赖开店成功率而不是开店速度, 即更多强调内生增长和新店盈利能力。我们认为高端品牌的发展更多需要依赖内生增长, 更多强调新建店铺的盈利能力, 即成功率而不是扩张速度, 需要增加目标消费群体的忠诚度, 从而提高品牌形象, 推升业绩。香港上市的宝姿 (ports, 0589.hk) 在市场较好而且上市初期, 店铺年度复合增长率 13%, 但即使如此 07 年以后, 宝姿店铺调整一直持续到目前, 宝姿承认店铺过快扩张是导致公司经营出现问题的关键。虽然宝姿是女装品牌, 与公司存在较大差异, 但高档的定位是一致的。
- 公司渠道扩张将给企业带来同步的收入增长, 但终端门店的运营效率将是决定企业盈利能力的关键, 这又取决于公司层面费用支出的投入产出比, 真正考验企业的运营效率。同时, 由于费用支出的效用转换需要一定的周期, 企业的运营状况反应在盈利能力上具备一定的滞后性, 同时运营效率的不同也将放大盈利能力的波动性。

假日系列的培育需要不断探索和调整

- 产品系列的培育也需要一定的时间。一个新品牌或一个新的产品系列, 若想其产品与服务得到广大消费者的认同和接受, 就必须通过各种渠道不断地把品牌理念、行为、产品等信息传播到市场, 以便在更大范围内获得更多消费者的理解和认同。目前公司假日系列尚处于成长阶段, 各方面运作尚未定型, 尤其是产品设计方面, 存在较大的波动风险, 需要不断摸索和调整, 通过不断的修正逐渐得到消费群体的不断认可; 此外中国消费者的消费理念不断成熟和挑剔, 其多样化的需求也为新品牌、新系列的建设和增加了难度。
- 假日系列的外延式扩张需要相对较慢的去探索。目前公司假日系列的门店相对较少, 未来拓展的空间较大, 但考虑到不同产品系列的培育需要探索和调整, 若新增门店速度过快, 将带来较大的风险。

盈利预测

我们对公司的盈利作如下假设:

- 营业收入: 我们预计公司 2012-2014 年分别实现销售收入 6.44 亿、8.26 亿、10.12 亿元, 分别同比增长 39.51%、28.31%、22.50%。
 - 店铺数量方面: 预计 2012-2014 年分别新增门店 110 家、110 家、110 家, 其中直营店分别新增 75 家、75 家、75 家, 分别达到 250

家、325家、400家；加盟店分别新增35家、35家、35家；分别达到178家、213家、248家。

- **单店平效方面：**综合考虑单价提高、同店销量增长、新店占比等因素，我们预计2012-2014年直营店平效分别为2.30、2.30、2.30万元/平米；加盟店平效分别为0.84、0.84、0.84万元/平米。
- **毛利率：**随着品牌影响力的不断提升，我们预计2012-2014年直营店毛利率分别为66.5%、66.5%、66.5%；加盟店毛利率分别为57%、57%、57%。
- **三项费用：**预计2012-2014年营业费用率分别为23%、23%、23%；管理费用率分别为7.5%、7.5%、7.5%。

图表7：公司未来业绩收入拆分

	2012E	2013E	2014E		2012E	2013E	2014E
直营店				加盟店			
门店净增	75	75	75	门店净增	35	35	35
门店数	250	325	400	门店数	178	213	248
平均单店面积	86.06	86.58	87.35	平均单店面积	100.00	100.00	100.00
店铺面积	21515.858	28138.158	34941.663	店铺面积	17800	21300	24800
同比增长	44.64%	30.78%	24.18%	同比增长	24.48%	19.66%	16.43%
平效(万元/平米)	2.30	2.30	2.30	平效(万元/平米)	0.84	0.84	0.84
销售额(万元)	49486.47	64717.76	80365.82	销售额(万元)	14894.49	17892.00	20832.00
同比增长	43.85%	30.78%	24.18%	同比增长	26.84%	20.12%	16.43%
毛利率	66.50%	66.50%	66.50%	毛利率	57.00%	57.00%	57.00%
毛利额	32908.51	43037.31	53443.27	毛利额	8489.86	10198.44	11874.24

来源：国金证券研究所、招股说明书

盈利预测和估值：

- 卡奴迪路的品牌定位和上市红利使得公司具备一定的生存发展空间，预计公司2012-2014年分别实现销售收入6.44亿、8.26亿、10.12亿元，分别同比增长39.51%、28.31%、22.50%；实现归属于母公司净利润分别为1.63亿、2.12亿、2.57亿元，分别同比增长48.88%、30%、21.28%，对应EPS分别为1.628元、2.116元、2.567元。
- **目标价50.47元。**A股纺织服装上市公司中，与公司业务较为接近的是探路者、搜于特、朗姿股份，我们以3家公司2012年平均估值31倍为参考，给予公司12年31倍PE，对应价格为50.47元。维持增持评级。

图表8：可比公司估值水平

	股价	市值	EPS			PE		
	(元)	(亿元)	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
探路者	18.30	63.76	0.49	0.71	0.97	37.58	25.81	18.90
搜于特	21.64	62.32	0.82	1.06	1.34	26.39	20.45	16.21
朗姿股份	38.80	77.60	1.40	2.00	2.78	27.71	19.40	13.96
平均估值						30.56	21.89	16.35

来源：国金证券研究所、同花顺；股价对应6月21日收盘价

风险提示

- **店铺扩张过快导致的经营风险**

我们认为高档服装品牌发展更多依靠品牌形象提高，依靠开店成功率，而不是开店速度，公司外延式扩张策略存在经营风险，使得未来业绩可能低于我们预期。

■ 存货过多的风险

公司目前存货水平较高，服装作为时尚商品，时令性非常强，存货过高是企业经营大忌。公司存货较高隐含未来计提跌价准备的风险。我们认为未来随着公司加大对终端门店的建设力度，铺货所导致的新增存货可能进一步增加公司处理存货的难度，此外，若新增门店的经营状况不达预期，必然导致存货的继续增加。

■ 渠道扩张过度可能损害品牌形象的风险

公司将利用募集资金推动外延式扩张，但中高端男装的品牌形象需要精心的呵护，而不能一味大肆扩张，高档品牌外延式扩张一般采取稳步推进的策略。此外，公司继续扩大三四线城市市场，渠道下沉是不是会损害公司高档品牌形象需要时间检验。

■ 公司核心竞争力有待提高

公司的竞争优势主要体现在产品和渠道两方面，我们认为依靠这两个优势获得当前市场地位是完全有可能的，但品牌形象继续提高、业绩持续高速增长则将依赖于公司整体经营实力的提高。除了存货高以外，公司平均单店销售额在 200 万元左右，不高；有许多店铺需要和商场签订保底协议；公司整体销售额不高，这些表明公司品牌形象有待提高。我们希望管理层利用上市机会修炼内功，提升企业经营管理的整体水平，力争在产品、渠道、营销、企划等全方位发展，在企业制度、流程等方面奠定发展的坚实基础。

图表9：销售预测

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
直营					
销售收入(百万元)	260.99	344.02	494.86	647.18	803.66
增长率(YOY)		31.81%	43.85%	30.78%	24.18%
毛利率	63.14%	65.24%	66.50%	66.50%	66.50%
销售成本(百万元)	96.19	119.58	165.78	216.80	269.23
增长率(YOY)		24.31%	38.64%	30.78%	24.18%
毛利(百万元)	164.80	224.44	329.09	430.37	534.43
增长率(YOY)	#REF!	36.19%	46.62%	30.78%	24.18%
占总销售额比重	77.44%	74.55%	76.87%	78.34%	79.41%
占主营业务利润比重	78.09%	77.24%	79.49%	80.84%	81.82%
加盟					
销售收入(百万元)	76.05	117.42	148.94	178.92	208.32
增长率(YOY)		54.41%	26.84%	20.12%	16.43%
毛利率	60.80%	56.33%	57.00%	57.00%	57.00%
销售成本(百万元)	29.81	51.28	64.05	76.94	89.58
增长率(YOY)		72.01%	24.89%	20.12%	16.43%
毛利(百万元)	46.23	66.14	84.90	101.98	118.74
增长率(YOY)		43.06%	28.36%	20.12%	16.43%
占总销售额比重	22.56%	25.45%	23.13%	21.66%	20.59%
占主营业务利润比重	21.91%	22.76%	20.51%	19.16%	18.18%
销售总收入(百万元)	337.04	461.44	643.81	826.10	1011.98
销售总成本(百万元)	126.00	170.86	229.83	293.74	358.80
毛利(百万元)	211.04	290.58	413.98	532.36	653.18
平均毛利率	62.61%	62.97%	64.30%	64.44%	64.54%

来源：国金证券研究所、招股说明书

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)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	249	337	461	644	826	1,012	货币资金	115	127	214	878	824	800
增长率		35.4%	36.9%	39.5%	28.3%	22.5%	应收款项	25	34	58	72	103	140
主营业务成本	-105	-126	-171	-230	-294	-359	存货	78	102	146	176	241	315
%销售收入	42.0%	37.4%	37.0%	35.7%	35.6%	35.5%	其他流动资产	23	29	64	82	105	128
毛利	144	211	291	414	532	653	流动资产	242	293	482	1,209	1,273	1,382
%销售收入	58.0%	62.6%	63.0%	64.3%	64.4%	64.5%	%总资产	85.8%	76.0%	82.1%	81.1%	73.1%	68.1%
营业税金及附加	-2	-3	-5	-7	-9	-10	长期投资	0	0	0	101	200	300
%销售收入	0.8%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	21	23	31	127	215	296
营业费用	-63	-91	-106	-148	-190	-233	%总资产	7.6%	6.1%	5.3%	8.5%	12.3%	14.6%
%销售收入	25.4%	27.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	无形资产	18	68	72	52	50	49
管理费用	-23	-27	-33	-48	-62	-76	非流动资产	40	92	105	282	467	647
%销售收入	9.3%	8.1%	7.1%	7.5%	7.5%	7.5%	%总资产	14.2%	24.0%	17.9%	18.9%	26.9%	31.9%
息税前利润 (EBIT)	56	90	147	211	272	334	资产总计	282	385	587	1,490	1,741	2,030
%销售收入	22.5%	26.8%	31.9%	32.8%	32.9%	33.0%	短期借款	33	40	60	0	0	8
财务费用	-2	-3	-2	7	11	8	应付款项	104	128	189	263	337	412
%销售收入	0.7%	0.7%	0.5%	-1.0%	-1.3%	-0.8%	其他流动负债	12	19	30	89	116	137
资产减值损失	-1	-1	-2	-1	0	0	流动负债	149	187	279	352	453	557
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	1	2	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	149	187	280	352	453	558
营业利润	54	87	143	217	282	342	普通股股东权益	133	198	306	1,138	1,287	1,472
营业利润率	21.5%	25.8%	31.0%	33.7%	34.2%	33.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	1	4	0	0	0	负债股东权益合计	282	385	587	1,490	1,741	2,030
税前利润	54	88	147	217	282	342	比率分析						
利润率	21.5%	26.0%	31.8%	33.7%	34.2%	33.8%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-13	-23	-38	-54	-71	-86	每股指标						
所得税率	25.1%	25.7%	25.5%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.535	0.869	1.458	1.628	2.116	2.567
净利润	40	65	109	163	212	257	每股净资产	1.771	2.637	4.087	11.384	12.870	14.717
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.644	1.017	1.450	2.056	2.015	2.412
归属于母公司的净利润	40	65	109	163	212	257	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.470	0.630	0.720
净利率	16.1%	19.3%	23.7%	25.3%	25.6%	25.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	30.22%	32.97%	35.68%	14.30%	16.44%	17.44%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	14.25%	16.93%	18.63%	10.92%	12.16%	12.65%
净利润	40	65	109	163	212	257	投入资本收益率	25.33%	28.12%	29.77%	13.90%	15.84%	16.93%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	13	21	19	17	24	30	主营业务收入增长率	71.27%	35.42%	36.91%	39.51%	28.31%	22.50%
非经营收益	2	3	2	1	0	0	EBIT增长率	89.89%	60.99%	63.22%	43.29%	28.86%	22.88%
营运资金变动	-7	-13	-24	25	-34	-46	净利润增长率	111.79%	62.45%	67.72%	48.88%	30.00%	21.28%
经营活动现金净流	48	76	108	206	201	241	总资产增长率	33.93%	36.70%	52.43%	153.92%	16.78%	16.62%
资本开支	-19	-68	-38	-94	-109	-110	资产管理能力						
投资	0	0	0	-101	-100	-100	应收账款周转天数	24.4	23.4	28.0	30.0	35.0	40.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	261.0	261.5	265.4	280.0	300.0	320.0
投资活动现金净流	-19	-68	-38	-195	-209	-210	应付账款周转天数	127.2	93.8	64.8	70.0	70.0	70.0
股权募资	0	0	0	715	0	0	固定资产周转天数	30.2	23.9	17.6	66.4	90.6	103.2
债权募资	13	7	20	-60	0	9	偿债能力						
其他	-2	-3	-4	-1	-47	-63	净负债/股东权益	-61.60%	-43.91%	-50.09%	-77.13%	-63.99%	-53.78%
筹资活动现金净流	11	4	16	654	-47	-55	EBIT利息保障倍数	32.1	35.8	62.1	-31.9	-25.7	-39.5
现金净流量	41	11	85	665	-55	-24	资产负债率	52.85%	48.64%	47.78%	23.62%	26.05%	27.49%

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
买入	1	4	4	8	10
增持	0	4	6	14	16
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.44	1.53	1.59	1.60

来源：朝阳永续

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

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：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

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)-61038271	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: 518026
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: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B