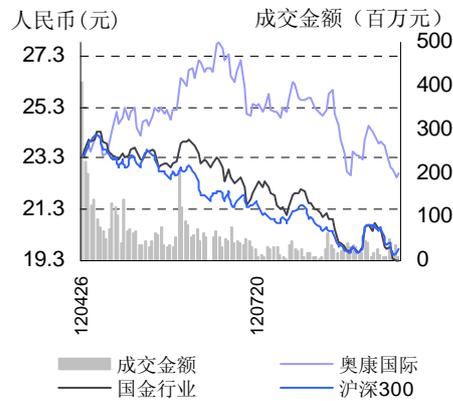


市价(人民币): 22.72元
目标(人民币): 26.24-29.17元

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)	81.00
总市值(百万元)	91.10
年内股价最高最低(元)	27.83/22.57
沪深300指数	2215.52
上证指数	2033.19



相关报告

- 《公司在原有竞争优势基础上稳步扩张》，2012.8.22
- 《公司未来一年将充分打造先发优势》，2012.5.21
- 《公司质地较好,扣非后业绩符合预期》，2012.5.2

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

未来业绩增长的确定性、稳定性仍然很强

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.875	1.429	1.458	1.873	2.397
每股净资产(元)	2.25	3.68	9.21	10.83	12.93
每股经营性现金流(元)	1.00	0.87	1.71	1.26	1.98
市盈率(倍)	N/A	N/A	16.18	12.60	9.84
行业优化市盈率(倍)	26.24	21.42	20.22	20.22	20.22
净利润增长率(%)	39.75%	63.33%	27.84%	28.44%	27.96%
净资产收益率(%)	38.86%	38.83%	15.84%	17.30%	18.54%
总股本(百万股)	319.98	319.98	400.98	400.98	400.98

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 目前国内纺织服装行业的消费增长乏力,各子行业均受到冲击,但影响程度因各子行业所处的发展阶段及消费特征不同,而呈现出一定的差异性。受益于鞋履行业稳健发展的特征,公司作为龙头企业,2012年上半年业绩稳定,分季度的业绩表现也保持稳定。
- 公司未来业绩增长的逻辑: 1) 鞋类市场竞争相对缓和、品牌地位相对稳定使得公司龙头优势明显; 2) 公司上市后,依托上市红利,将在未来一年中快速规模化发展,较之于竞争对手,打造出足够的先发优势。
- 未来业绩增长的确定性、稳定性仍然很强: 业绩驱动因素聚焦于外延式扩张的稳步推进; 从决策层的组织架构来看,公司的管理团队稳健,经营风格一向谨慎,有利于公司上市后大规模的稳健扩张; 从市场开拓的动力来看,经销体系认同公司的发展策略,归属感强,扩张信心足,在消费疲软的大环境下,稳定的经销体系将在一定程度上平滑公司业绩波动的风险。依托上市红利,公司未来一年将充分打造先发优势,从而以较大的概率,带动业绩稳步增长。

盈利预测及投资建议

- 公司质地优秀,经营稳健;未来将依托多品牌建设,夯实渠道资源价值,继续强化竞争优势,一如既往看好公司未来的稳定、快速发展。我们预计2012-2014年实现归属于母公司净利润分别为5.85亿、7.51亿、9.61亿元,分别同比增27.84%、28.44%、27.96%,对应EPS分别为1.458元、1.873元、2.397元。
- 目标价26.24元-29.17元: A股上市公司中,与公司业务接近的是星期六、七匹狼、九牧王、报喜鸟、希努尔、卡奴迪路,我们以6家公司2012年平均估值17.41倍为基础,给予公司12年18-20倍PE估值,对应价格为26.24元-29.17元,维持买入评级。

风险

- 直营店建设不达预期的风险、新品牌建设周期过长的风险。
- 目前国内纺织服装消费增速放缓,对鞋类消费影响可能大于我们预期,导致业绩低于预期。

内容目录

消费持续疲软，行业特征及竞争格局为公司带来相对稳健的增长	3
消费疲软迹象尚未改善，消费增长放缓，竞争加剧.....	3
受益于鞋履行业稳健发展的特征，公司业绩的稳定性强	3
未来业绩增长的确定性、稳定性仍然很强	3
业绩驱动因素聚焦于外延式扩张的稳步推进	3
经销体系认同公司的发展策略，归属感强，扩张信心足	4
盈利预测及估值	4
风险提示	6
附录：三张报表预测摘要	8

图表目录

图表 1: 2012 年半年报业绩——纺织服装板块整体表现、奥康个股表现	3
图表 2: 可比公司估值水平	5
图表 3: 业务拆分	6
图表 4: 销售预测	7

消费持续疲软，行业特征及竞争格局为公司带来相对稳健的增长

消费疲软迹象尚未改善，消费增长放缓，竞争加剧

- 我们认为目前消费动力受国内外需求增速的放缓而略显不足，根源在于国内经济结构调整与全球经济运行进入调整期的叠加作用，以及同质化高速发展后导致的过度扩张形成的严重供过于求，再加上成本上升以及网购等冲击。消费增长乏力，各子行业均受到冲击，但影响程度因各子行业所处的发展阶段及消费特征不同，而呈现出一定的差异性。
- 消费疲软的大环境下，鞋履行业受冲击相对较小：1) 鞋履作为服装的配饰，频繁购买的特征相较于服装不明显，在消费趋于理性的大环境下，受影响相对较小；2) 鞋履产品的功能性较强，消费者更倾向于选择品牌知名度、口碑较高的产品，龙头企业的地位稳固，品牌企业销售波动的风险相对更少。

受益于鞋履行业稳健发展的特征，公司业绩的稳定性强

- 作为鞋履行业的龙头企业，公司在 2012 年上半年业绩稳定：分季度来看，2012 年一、二季度，公司收入增速分别为 26%、18%；净利润增速分别为 39%、36%。从跟踪调研了解的情况来看，一季度公司销售稳定，受消费疲软的影响，二季度同店增速出现一定的下滑，二季度收入增速环比下滑 8 个百分点；二季度收入增速下滑明显，但净利润增速相对于一季度，表现出较强的稳定性。
- 公司分季度的业绩表现与服装子板块的整体趋势不同，根源在于鞋履行业所处的发展阶段、消费特征与服装行业不同：从服装子板块 2012 年上半年的整体业绩表现来看，收入增速相对稳定，上半年板块收入增长的均值为 17.5%，一、二季度单季收入增速分别为 16.2%、18.8%；净利润增速 10.4%，其中一季度 14.4%，二季度净利润增速放缓至 5.5%；为抵御消费疲软的冲击，业内企业均加大了市场开拓力度，费用率，尤其是销售费用率的提升是服装子行业净利润增速在毛利率提升的背景下，依然低于收入增速的原因。公司上半年经营较为稳健，考虑到鞋履行业目前处于稳定的发展阶段，消费需求、竞争格局相对稳定，公司并未大规模刺激市场需求，这也是公司业绩，尤其是净利润增速保持相对稳定的根本原因。

图表1：2012 年半年报业绩——纺织服装板块整体表现、奥康个股表现

	收入增速			净利润增速		
	1H 2012	1Q 2012	2Q 2012	1H 2012	1Q 2012	2Q 2012
纺织服装	5.56%	4.34%	6.73%	-15.70%	-23.14%	-7.16%
纺织	-5.02%	-6.83%	-3.37%	-41.33%	-61.76%	-18.97%
服装	17.50%	16.22%	18.81%	10.40%	14.44%	5.51%
服装（剔除美邦）	17.05%	14.78%	19.34%	9.77%	14.10%	4.51%
化学纤维	-0.80%	24.05%	-17.10%	-97.41%	-58.32%	-131.83%
重点零售个股	14.16%	17.53%	10.29%	10.52%	14.64%	5.13%
重点零售个股（剔除美邦）	11.93%	14.40%	9.16%	9.64%	14.20%	3.53%
奥康国际（603001.SH）	21.77%	26.10%	17.82%	37.18%	39.20%	35.57%

来源：国金证券研究所、同花顺

未来业绩增长的确定性、稳定性仍然很强

业绩驱动因素聚焦于外延式扩张的稳步推进

- 公司未来业绩增长的逻辑：1) 鞋类市场竞争相对缓和、品牌地位相对稳定使得公司龙头优势明显；2) 公司上市后，依托上市红利，将在未来一段时间快速规模化发展，较之于竞争对手，打造出足够的先发优势。
- 依托上市红利，公司未来一年将充分打造先发优势：品牌零售企业上市后将大幅提升品牌知名度，公司目前所具备的资金实力，在运营管理改善、

终端渠道布局等方面，能够发挥出“先发优势”，强化公司在渠道、管理方面的竞争优势，具体将体现在产品品类完善、多品牌建设、渠道结构优化、运营效率提高上。

- **业绩驱动因素聚焦于渠道扩张：**产品品类的完善、多品牌建设的持续推进，为渠道扩张奠定基础，2012年上半年，公司终端门店净增加408家，店铺数量较年初增长9%，借助于募集资金实力、经销商的充足信心，预计公司2012年全年完成1000家（店铺数量同比增长22%）的概率较大；分品牌来看，预计康龙品牌店铺数量的增长速度相对较快；与店铺数量的增长相比，终端门店平均面积的逐渐提升，目前单个店铺的平均面积为60-70平米，未来将逐渐向100平米的目标水平提升，这将带动单个店铺年均销售额的渐增。
- **管理团队稳定：**市场的竞争集中体现于管理团队的集体作战能力上，公司根基扎实，管理团队较为稳定，企业文化非常突出，集中表现为管理层对企业的归属感较强。公司管理层的和谐稳定，有利于公司上市后大规模的扩张发展。
- **经营策略将一如既往保持稳健：**稳定的公司管理层有序、稳健的传承企业文化，经营层面保持相对稳健；在渠道扩张、康龙等其他品牌的建设上，公司一向较为谨慎；在渠道扩张方面，公司根据年度规划，控制门店建设的节奏；在新品牌建设上，从主品牌奥康的强势销售区域开始试探消费者的接受程度，辅之以深度营销，进行区域性深耕。

经销体系认同公司的发展策略，归属感强，扩张信心足

- **经销体系的稳定性是公司的核心竞争力之一：**目前中低端鞋履行业内的龙头企业，主要以经销体系为渠道扩张方式，公司的经销体系主要由经验丰富、合作历史较长的大经销商组成，多年的区域扩张经验，相互信任、风险共担的合作理念，是公司相对于其他企业而言，最为核心的竞争优势之一。在消费疲软的大环境下，稳定的经销体系将在一定程度上平滑公司业绩波动的风险。
- **经销体系中的大经销商，认同公司未来的扩张策略：**根据我们对经销商的调研，经销体系中的大经销商，对公司的归属感较强，主要源于公司一直以来对品牌形象的营销和呵护，公司管理层打造百年品牌的长远眼光和稳健经营的理念；公司成功上市后，经销商体系对未来渠道扩张的信心十足，与公司共同发展的意愿强烈。品牌知名度的提升、多品牌建设的尝试、皮具业务的发展、国际品牌代理业务的探索，坚定了经销体系与公司合作共赢的信心。

盈利预测及估值

■ 盈利预测假设：

- 公司募集资金项目重点建设直营体系，我们根据募投规划，预计2012-2014年直营独立店分别新增50家、50家、50家；直营商场店分别新增60家、60家、60家；经销商店铺未来三年分别增加600家、610家、620家。
- 根据公司历史上的店效情况及未来规划，参考公司未来的开店速度及店铺盈利周期，我们预计2012-2014年直营独立店店效分别为180万元/家、185万元/家、190万元/家；直营商场店店效分别为68万元/家、71万元/家、75万元/家；考虑到公司未来将加大对经销商店铺运营的效率及终端零售能力，我们预计经销商店铺店效分别为52万元/家、55万元/家、59万元/家。
- 随着公司品牌知名度的不断提升，我们预计终端体系的盈利能力将有所提高，但考虑到新品牌的市场拓展需要一定的扶持，我们保守估计2012-2014年直营体系毛利率分别为53.5%、54.5%、55.5%；加盟体系毛利率分别为34.5%、34.5%、34.5%。

- 直营团购的规模较小，成功上市将提升品牌的知名度，预计未来公司直营团购业务将仍以较高的速度增长，但考虑到团购业务的不稳定性，我们保守估计未来三年公司直营团购的收入增速分别为 60%、60%、60%。
 - 公司战略上以内销为主，但仍然非常重视 OEM/ODM 带来的设计、技术、运营、零售等方面的经验学习，考虑到 2012 年海外客户存在略微的变动，我们预计 2012 年此业务收入增速-16%，2013-2014 年均保持 0 增长，毛利率保守预计保持在 15%。
 - 男鞋企业规模优势明显，未来公司将一方面加大对渠道建设的投入力度，另一方面将继续强化品牌实力的提升，预计费用支出的变动情况匹配其收入增长，预计 2012-2014 年营业费用率分别为 10%、9.6%、9.2%；管理费用率分别为 5.6%、5.6%、5.6%。
- **盈利预测和估值**
- 一如既往看好公司未来的稳定、快速发展。我们预计 2012-2014 年实现归属于母公司净利润分别为 5.85 亿、7.51 亿、9.61 亿元，分别同比增 27.84%、28.44%、27.96%，对应 EPS 分别为 1.458 元、1.873 元、2.397 元。
 - **目标价 26.24 元-29.17 元：**A 股上市公司中，与公司业务接近的是星期六、七匹狼、九牧王、报喜鸟、希努尔、卡奴迪路，我们以 6 家公司 2012 年平均估值 17.41 倍为基础，给予公司 12 年 18-20 倍 PE 估值，对应价格为 26.24 元-29.17 元，维持买入评级。

图表2: 可比公司估值水平

	股价	市值	EPS (元)			PE (倍)		
	(元)	(亿元)	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
星期六	5.92	22.46	0.24	0.27	0.32	24.26	22.34	18.68
七匹狼	20.48	107.46	1.19	1.56	2.03	17.18	13.15	10.09
九牧王	20.54	126.90	1.20	1.56	1.99	17.13	13.18	10.33
报喜鸟	10.49	63.60	0.87	1.16	1.44	12.06	9.05	7.29
希努尔	8.27	28.19	0.68	0.74	0.81	12.14	11.21	10.16
卡奴迪路	35.27	37.51	1.63	2.05	2.54	21.66	17.19	13.91
平均估值						17.41	14.35	11.74

来源：国金证券研究所、同花顺；股价为 2012 年 9 月 24 日收盘价

图表3: 业务拆分

	2008	2009	2010	1H11	2011	2012E	2013E	2014E
直营体系								
直营独立店								
门店净增		38	26		88	50	50	50
门店数	9	47	73	116	161	211	261	311
同比增长		422.22%	55.32%		120.55%	31.06%	23.70%	19.16%
店效 (万元/家)	240.22	152.03	230.50	100.04	181.47	180.00	185.00	190.00
同比增长		-36.71%	51.61%		-21.27%	-0.81%	2.78%	2.70%
销售额 (万元)	2,161.96	7,145.50	16,826.16	11,604.17	29,216.94	37980	48285	59090
同比增长		230.51%	135.48%		73.64%	29.99%	27.13%	22.38%
毛利率	34.35%	41.30%	44.70%	53.57%	50.54%	53.50%	54.50%	55.50%
毛利额	742.63	2951.09	7521.29	6216.35	14766.24	20319.30	26315.33	32794.95
直营商场店								
门店净增		32	-89		15	60	60	60
门店数	358	390	301	309	316	376	436	496
同比增长		8.94%	-22.82%		4.98%	18.99%	15.96%	13.76%
店效 (万元/家)	56.84	58.78	70.72	38.03	65.40	68.00	71.00	75.00
同比增长		3.41%	20.31%		-7.52%	3.97%	4.41%	5.63%
销售额 (万元)	20,348.70	22,922.91	21,285.49	11,749.80	20,666.68	25568	30956	37200
同比增长		12.65%	-7.14%		-2.91%	23.72%	21.07%	20.17%
毛利率	34.35%	41.30%	44.70%	53.57%	50.54%	53.50%	54.50%	55.50%
毛利额	6989.78	9467.16	9514.61	6294.37	10444.94	13678.88	16871.02	20646.00
直营团购								
销售额 (万元)	8,386.18	5,828.86	6,428.30	4,715.98	13,040.00	20864	33382.4	53411.84
同比增长		-30.49%	10.28%		102.85%	60.00%	60.00%	60.00%
毛利率	34.35%	41.30%	44.70%	53.57%	50.54%	53.50%	54.50%	55.50%
毛利额	2880.65	2407.32	2873.45	2526.35	6590.42	11162.24	18193.41	29643.57
加盟体系								
经销商店铺								
门店净增		636	714		540	600	610	620
门店数	2145	2781	3495	3650	4035	4635	5245	5865
同比增长		29.65%	25.67%		15.45%	14.87%	13.16%	11.82%
店效 (万元/家)	18.52	34.62	41.59	24.33	48.62	52.00	55.00	59.00
同比增长		86.99%	20.13%		16.88%	6.96%	5.77%	7.27%
销售额 (万元)	39,717.58	96,286.41	145,369.43	88,786.41	196,163.86	241020	288475	346035
同比增长		142.43%	50.98%		34.94%	22.87%	19.69%	19.95%
毛利率	27.66%	28.32%	31.86%	34.11%	32.47%	34.50%	34.50%	34.50%
毛利额	10985.88	27268.31	46314.70	30285.04	63694.41	83151.90	99523.88	119382.08
其他								
OEM/ODM								
销售额 (万元)	37,166.06	32,884.48	30,859.54	15,899.19	35,596.25	30000.52	30000.52	30000.52
同比增长		-11.52%	-6.16%		15.35%	-15.72%	0.00%	0.00%
毛利率	14.32%	19.15%	18.90%	15.89%	14.86%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利额	5322.18	6297.38	5832.45	2526.38	5289.60	4500.08	4500.08	4500.08
门店总数	2512	3218	3869	4075	4512	5222	5942	6672
主营业务收入合计(亿元)	1078	1651	2208	1328	2947	3554	4311	5257
同比增长		53.15%	33.74%		33.48%	20.61%	21.29%	21.95%
主营业务毛利率	24.98%	29.32%	32.64%	36.04%	34.20%	37.37%	38.29%	39.37%
主营业务毛利额(亿元)	269.21	483.91	720.57	478.48	1007.86	1328.12	1654.04	2069.67

来源: 国金证券研究所、公司年报

风险提示

- 直营店建设不达预期的风险。
- 新品牌建设周期过长的风险。

- 目前国内纺织服装消费增速放缓，可能影响鞋类消费，导致业绩可能低于预期。

图表4: 销售预测

项目	2008	2009	2010	1H11	2011	2012E	2013E	2014E
直营								
销售收入(百万元)	308.97	358.97	445.40	280.70	629.24	844.12	1,126.23	1,497.02
增长率(YOY)		16.18%	24.08%		41.27%	34.15%	33.42%	32.92%
毛利率	34.35%	41.30%	44.70%	53.57%	50.54%	53.50%	54.50%	55.50%
销售成本(百万元)	202.84	210.72	246.31	130.33	311.22	392.52	512.44	666.17
增长率(YOY)		3.88%	16.89%		26.36%	26.12%	30.55%	30.00%
毛利(百万元)	106.13	148.26	199.09	150.37	318.02	451.60	613.80	830.85
增长率(YOY)		39.69%	34.29%		59.73%	42.01%	35.91%	35.36%
占总销售额比重	28.67%	21.75%	20.17%	21.14%	21.35%	23.75%	26.12%	28.47%
占主营业务利润比重	39.42%	30.64%	27.63%	31.43%	31.55%	34.00%	37.11%	40.14%
加盟								
销售收入(百万元)	397.18	962.86	1,453.69	887.86	1,961.64	2,410.20	2,884.75	3,460.35
增长率(YOY)		142.43%	50.98%		34.94%	22.87%	19.69%	19.95%
毛利率	27.66%	28.32%	31.86%	34.11%	32.47%	34.50%	34.50%	34.50%
销售成本(百万元)	287.32	690.18	990.55	585.01	1,324.69	1,578.68	1,889.51	2,266.53
增长率(YOY)		140.22%	43.52%		33.73%	19.17%	19.69%	19.95%
毛利(百万元)	109.86	272.68	463.15	302.85	636.94	831.52	995.24	1,193.82
增长率(YOY)		148.21%	69.85%		37.53%	30.55%	19.69%	19.95%
占总销售额比重	36.85%	58.33%	65.85%	66.88%	66.57%	67.81%	66.92%	65.82%
占主营业务利润比重	40.81%	56.35%	64.28%	63.29%	63.20%	62.61%	60.17%	57.68%
OEM/ODM								
销售收入(百万元)	371.66	328.84	308.60	158.99	355.96	300.00	300.00	300.00
增长率(YOY)		-11.52%	-6.16%		15.35%	-15.72%	0.00%	0.00%
毛利率	14.32%	19.15%	18.90%	15.89%	14.86%	15.00%	15.00%	15.00%
销售成本(百万元)	318.44	265.87	250.27	133.73	303.07	255.00	255.00	255.00
增长率(YOY)		-16.51%	-5.87%		21.10%	-15.86%	0.00%	0.00%
毛利(百万元)	53.22	62.97	58.32	25.26	52.90	45.00	45.00	45.00
增长率(YOY)		18.32%	-7.38%		-9.31%	-14.93%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	34.48%	19.92%	13.98%	11.98%	12.08%	8.44%	6.96%	5.71%
占主营业务利润比重	19.77%	13.01%	8.09%	5.28%	5.25%	3.39%	2.72%	2.17%
销售总收入(百万元)	1077.80	1650.68	2207.69	1327.56	2946.84	3554.32	4310.98	5257.37
销售总成本(百万元)	808.59	1166.77	1487.12	849.07	1938.98	2226.20	2656.95	3187.70
毛利(百万元)	269.21	483.91	720.57	478.48	1007.86	1328.12	1654.04	2069.67
平均毛利率	24.98%	29.32%	32.64%	36.04%	34.20%	37.37%	38.37%	39.37%

来源: 国金证券研究所、公司年报

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	1,667	2,211	2,966	3,554	4,311	5,257	货币资金	289	406	526	2,728	2,661	2,862
增长率		32.6%	34.1%	19.8%	21.3%	22.0%	应收款项	554	555	816	899	1,143	1,458
主营业务成本	-1,182	-1,490	-1,941	-2,226	-2,657	-3,188	存货	189	385	444	483	606	762
%销售收入	70.9%	67.4%	65.4%	62.6%	61.6%	60.6%	其他流动资产	37	57	93	47	55	66
毛利	484	721	1,025	1,328	1,654	2,070	流动资产	1,068	1,403	1,879	4,157	4,465	5,148
%销售收入	29.1%	32.6%	34.6%	37.4%	38.4%	39.4%	%总资产	75.1%	77.1%	79.5%	85.0%	79.1%	76.3%
营业税金及附加	-11	-15	-19	-27	-32	-39	长期投资	0	0	7	108	307	507
%销售收入	0.7%	0.7%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	188	191	200	424	675	898
营业费用	-107	-189	-294	-355	-414	-484	%总资产	13.2%	10.5%	8.4%	8.7%	12.0%	13.3%
%销售收入	6.4%	8.6%	9.9%	10.0%	9.6%	9.2%	无形资产	151	190	241	198	195	193
管理费用	-76	-115	-167	-199	-241	-294	非流动资产	355	416	485	731	1,179	1,601
%销售收入	4.5%	5.2%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	%总资产	24.9%	22.9%	20.5%	15.0%	20.9%	23.7%
息税前利润 (EBIT)	290	402	545	747	966	1,252	资产总计	1,423	1,819	2,364	4,888	5,644	6,749
%销售收入	17.4%	18.2%	18.4%	21.0%	22.4%	23.8%	短期借款	474	307	180	0	0	0
财务费用	-24	-32	-8	21	22	21	应付款项	562	719	901	996	1,056	1,267
%销售收入	1.5%	1.4%	0.3%	-0.6%	-0.5%	-0.4%	其他流动负债	96	72	105	201	246	297
资产减值损失	-8	-6	-2	-14	-16	-23	流动负债	1,132	1,098	1,186	1,197	1,302	1,565
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	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	1,132	1,098	1,186	1,197	1,302	1,566
营业利润	259	364	534	754	973	1,250	普通股股东权益	291	721	1,178	3,691	4,342	5,183
营业利润率	15.5%	16.5%	18.0%	21.2%	22.6%	23.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-1	7	62	15	15	15	负债股东权益合计	1,423	1,819	2,364	4,888	5,644	6,749
税前利润	258	372	596	769	988	1,265	比率分析						
利润率	15.5%	16.8%	20.1%	21.6%	22.9%	24.1%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-58	-91	-139	-185	-237	-303	每股指标						
所得税率	22.3%	24.6%	23.3%	24.0%	24.0%	24.0%	每股收益	1.879	0.875	1.429	1.458	1.873	2.397
净利润	200	280	457	585	751	961	每股净资产	2.725	2.252	3.682	9.206	10.829	12.926
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	-0.890	0.998	0.869	1.713	1.263	1.984
归属于母公司的净利润	200	280	457	585	751	961	每股股利	0.000	0.000	0.230	0.200	0.250	0.300
净利率	12.0%	12.7%	15.4%	16.5%	17.4%	18.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	68.95%	38.86%	38.83%	15.84%	17.30%	18.54%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	14.08%	15.40%	19.35%	11.96%	13.31%	14.24%
净利润	200	280	457	585	751	961	投入资本收益率	29.51%	29.50%	30.78%	15.38%	16.92%	18.36%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	24	33	41	53	77	111	主营业务收入增长率	54.51%	32.64%	34.15%	19.84%	21.29%	21.95%
非经营收益	14	14	10	27	-15	-15	EBIT增长率	188.39%	38.52%	35.42%	37.13%	29.38%	29.56%
营运资金变动	-333	-8	-231	23	-307	-262	净利润增长率	363.04%	39.75%	63.33%	27.84%	28.44%	27.96%
经营活动现金净流	-95	319	278	687	506	795	总资产增长率	14.66%	27.83%	29.96%	106.81%	15.46%	19.56%
资本开支	-8	-271	-97	-206	-294	-295	资产管理能力						
投资	0	0	-20	-101	-200	-200	应收账款周转天数	83.8	88.5	81.2	90.0	95.0	100.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	53.3	70.2	77.9	80.0	85.0	90.0
投资活动现金净流	-8	-271	-116	-307	-494	-495	应付账款周转天数	80.7	84.9	69.8	60.0	60.0	60.0
股权募资	0	150	0	2,009	0	0	固定资产周转天数	41.1	31.5	24.3	38.1	52.6	58.7
债权募资	152	-56	-32	-180	0	1	偿债能力						
其他	94	-75	11	-6	-80	-100	净负债/股东权益	63.63%	-13.65%	-29.36%	-73.91%	-61.27%	-55.19%
筹资活动现金净流	247	18	-21	1,823	-80	-99	EBIT利息保障倍数	12.0	12.7	64.8	-35.5	-43.3	-61.0
现金净流量	144	67	140	2,203	-68	201	资产负债率	79.57%	60.38%	50.16%	24.49%	23.07%	23.20%

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	1	10	13	13
增持	0	0	7	7	13
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.37	1.36	1.42

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 2012-05-02	增持	23.82	N/A
2 2012-05-21	增持	24.78	32.42 ~ 32.42
3 2012-08-22	增持	25.83	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“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