

# 喜临门 (603008.SH) 室内家具行业

评级: 买入 上调评级

公司研究简报

市价(人民币): 11.93元

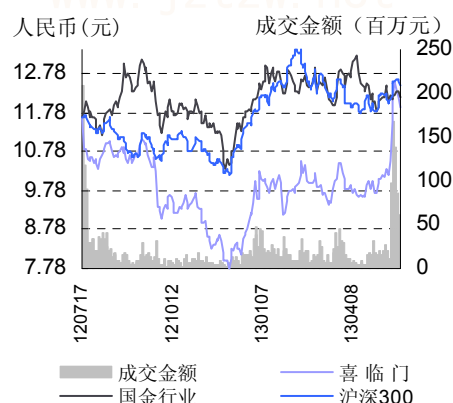
目标(人民币): 16.00元

璞玉

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)	52.50
总市值(百万元)	25.05
年内股价最高最低(元)	12.58/7.78
沪深300指数	2597.23
上证指数	2288.53



## 相关报告

- 1.《修炼内功,期待腾飞》, 2013.5.16
- 2.《业绩略低预期,OEM 贡献增长》, 2013.3.20
- 3.《双轮驱动的床垫领军者》, 2012.12.16

周文波 联系人  
(8621)61038290  
zhouwb@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
(8621)61038234  
hegw@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.558	0.484	0.609	0.790	1.014
每股净资产(元)	2.11	4.83	5.30	6.09	7.11
每股经营性现金流(元)	0.59	0.64	0.57	0.81	1.15
市盈率(倍)	N/A	21.20	20.19	15.56	12.13
行业优化市盈率(倍)	14.27	33.31	30.65	30.65	30.65
净利润增长率(%)	9.06%	15.78%	25.74%	29.74%	28.28%
净资产收益率(%)	26.48%	10.04%	11.49%	12.97%	14.27%
总股本(百万股)	157.50	210.00	210.00	210.00	210.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **床垫龙头企业成长空间大:** 我国床垫行业前八大企业市场占有率仅 12% 左右, 美国前四大品牌占 60% 左右市场份额, 我国床垫行业集中度具有较大的提升空间。床垫是相对标准化产品, 龙头企业可凭借资金实力, 以及渠道网络、品牌知名度方面的优势提高市场份额, 而且随着人们对生活品质的追求, 消费者越来越看重床垫的质量和舒适性, 具有品牌知名度的床垫也将越来越受到消费者的青睐。
- **制度改革, 渠道优化, 成效有望逐步显现:** 公司启动事业部制改革, 通过理顺绩效, 激发员工动力。而在运营上, 公司将持续加大品牌营销、提高公司品牌知名度; 同时加大产品线改造, 优化产品结构。在渠道方面, 公司一方面继续保持快速扩张的步伐, 同时加快店面改造, 调整门店布局, 打造高端形象, 以提高高档产品销售比重; 另一方面加强渠道精耕, 由坐商改行商, 提高产品动销。我们预计公司改革的成效有望于今年 4 季度开始逐步显现, 而且通过此次改革, 公司可迈上一个新台阶, 有望在分散的行业格局中脱颖而出, 成为行业整合者。
- **地产回暖, 下半年增速有望加快:** 由于国内地产市场的回暖, 作为后周期的床垫消费将逐步走出谷底, 我们预计下半年公司增速有望加快。

## 盈利调整及投资建议

- 我们小幅上调了公司业绩预测, 预计 2013-2015 年归属于上市公司股东净利润分别为 1.28 亿元、1.66 亿元、2.13 亿元, 分别增长 25.7%、29.7%、28.3%; 实现全面摊薄 EPS 分别为 0.61 元、0.79 元、1.01 元。
- 我们认为随着我国床垫行业的整合, 公司有望凭借强大的研发能力、较强的品牌知名度以及快速拓展的渠道网络, 成为行业优胜者, 目前公司正在进行改革, 成效有望逐步显现。鉴于公司在相对估值具有一定优势, 我们上调公司评级至“买入”, 目标价 16 元, 对应 13 年 26.2 倍和 14 年 20.2 倍 PE。

## 风险

- 市场开拓风险、渠道拓展过快所带来的管理风险、竞争风险、地产调控风险

## 内容目录

床垫龙头成长空间大 .....	3
美国床垫业的启示 .....	3
国内床垫品牌化之路开启 .....	4
集中度提高及城镇化,龙头企业成长空间大 .....	5
改革, 开启新篇章 .....	6
好产品仍需好营销 .....	6
制度改革, 激发内部活力, 成效将逐步显现 .....	7
盈利预测及投资建议 .....	9
附录: 三张报表预测摘要 .....	11

## 图表目录

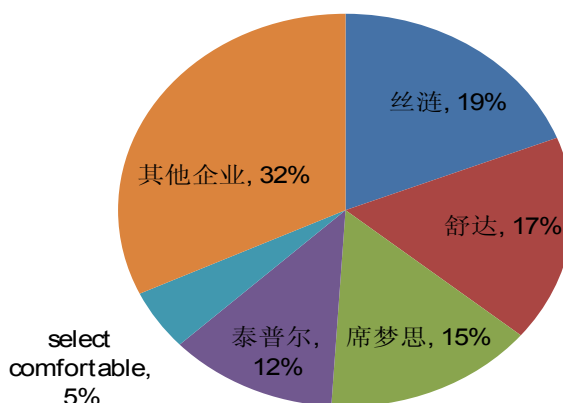
图表 1: 美国床垫市场份额 .....	3
图表 2: 美国 SEALY 销售收入 (百万美元) .....	4
图表 3: 美国 TEMPUR 收入及净利润 (百万美元) .....	4
图表 4: 喜临门中国睡眠指数 .....	4
图表 5: 影响国人睡眠的十大因素 .....	4
图表 6: 不同群体睡眠受床品影响程度% .....	5
图表 7: 中国消费者对床垫的选择倾向 .....	5
图表 8: 国内床垫业品牌集中度仍有较大提升空间 .....	5
图表 9: 我国规模以上床垫企业产值 .....	6
图表 10: 中国城市化率稳步提升 .....	6
图表 11: 乔迁装修是家具消费主要驱动力 .....	6
图表 12: 床垫消费将确定向好 .....	6
图表 13: 喜临门研发投入 .....	7
图表 14: 自有品牌/OEM 双轮驱动 .....	7
图表 15: 公司营业收入 (百万元) .....	8
图表 16: 公司净利润 (百万元) .....	8
图表 17: 公司门店数 .....	9
图表 18: 公司门店分布 .....	9
图表 19: 家居类企业估值比价 .....	9
图表 20: 公司营业收入明细表 .....	10

## 床垫龙头成长空间大

### 美国床垫业的启示

- **行业集中度提高是趋势。**从全球范围而言，发达国家床垫市场发展已较为成熟，市场集中度非常高，前几大品牌占据绝大多数市场份额。以美国为例，百年老店如丝涟，舒达，席梦思和新兴品牌泰普尔等占 60%左右市场份额。
- 集中度提高的原因，首先床垫是相对标准化的产品，龙头企业具有规模化优势；其次床垫与人的睡眠质量息息相关，消费者对品牌认知度较高，催生强势品牌做大做强；3）龙头企业具有跨区域发展的能力，床垫体积较大，受到运输半径限制，龙头企业产能布局较为完善，市场竞争力强。

图表1：美国床垫市场份额



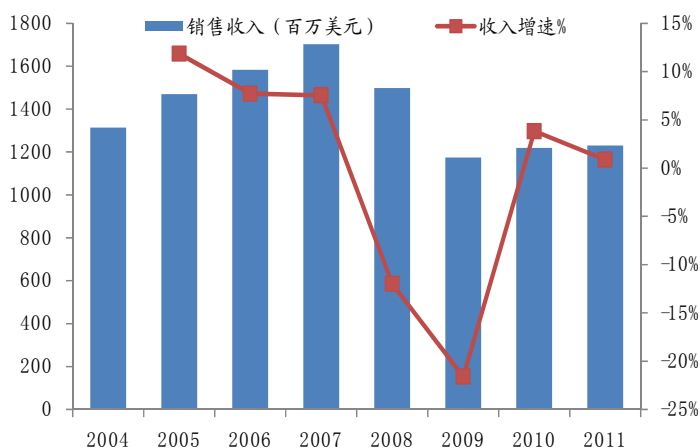
来源：SEALY 公告、国金证券研究所

- **品牌及研发能力是企业核心竞争力。**从美国床垫业的发展历史看，在行业由分散趋向集中的过程中，企业的品牌知名度、美誉度以及企业渠道的覆盖度是企业最重要的竞争力。
- 但随着床垫行业集中度的提高，龙头企业的规模和资金实力都达到相当的程度，品牌和渠道建设也将逐步趋于完善，这时产品的技术革新就成为企业持续发展的关键。
  - 我们以丝涟和泰普尔为例。丝涟是美国最大的床垫制造企业，其市场份额居于全美首位，拥有很强的品牌效应和销售渠道。但可以看到其近年来收入基本无增长。
  - 反观泰普尔，虽然企业的历史、规模、品牌知名度不如丝涟，但公司近几年无论是收入增速还是盈利水平均远远超过丝涟，根本原因是泰普尔重视研发，持续推出满足消费者需求的新型床垫。

中国价值投资网 最  
www.jztzw.net

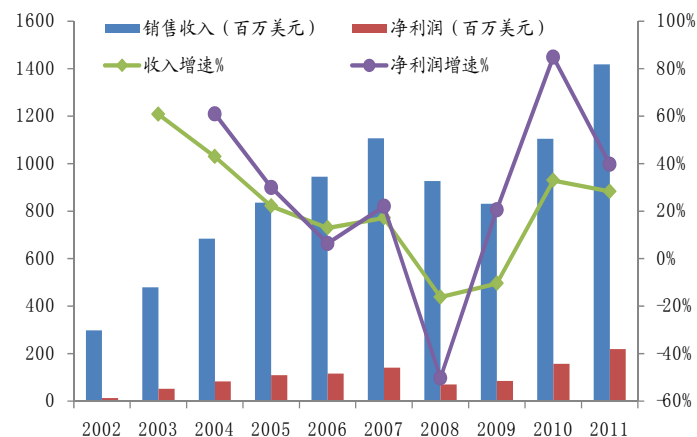
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

图表2: 美国 SEALY 销售收入 (百万美元)



来源: 公司财报、国金证券研究所

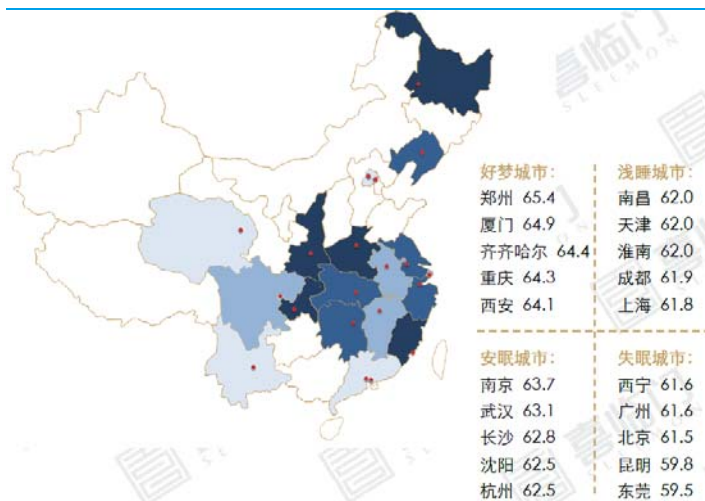
图表3: 美国 TEMPUR 收入及净利润 (百万美元)



### 国内床垫品牌化之路开启

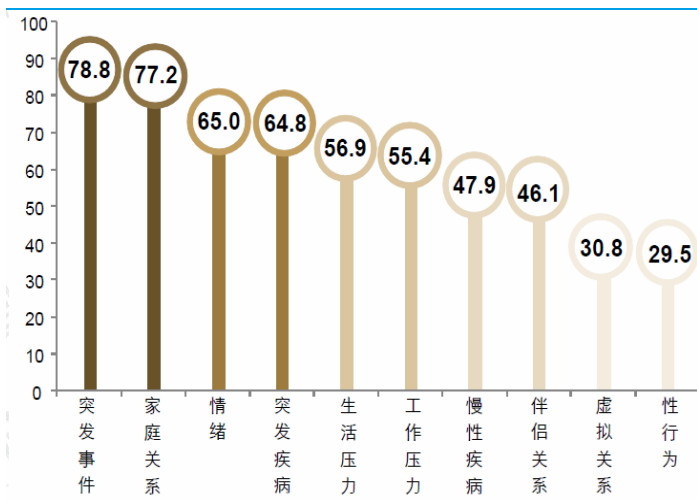
- 睡眠质量困扰国人, 床垫重视度将提升。2013 年喜临门经过全国范围内调研分析, 中国人睡眠指数得分为 64.3 分, 刚逾及格线, 由于人们对睡眠障碍认知程度不足, 能够采取适当治疗方法的少之又少。
  - 四分之一 (24.6%) 居民在睡眠上“不及格” (低于 60 分); 超九成 (94.1%) 公众的睡眠与“良好水平”存在差距。
  - 七成 (70.8%) 公众存在或多或少的睡眠问题, 并且三成左右公众的症状持续半年以上, 更有近一成属于有严重睡眠问题的群体

图表4: 喜临门中国睡眠指数



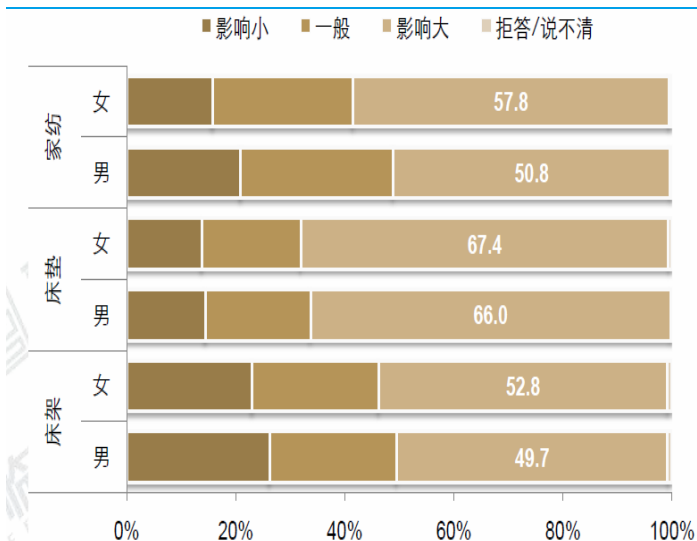
来源: 喜临门中国睡眠指数报告、国金证券研究所

图表5: 影响国人睡眠的十大因素



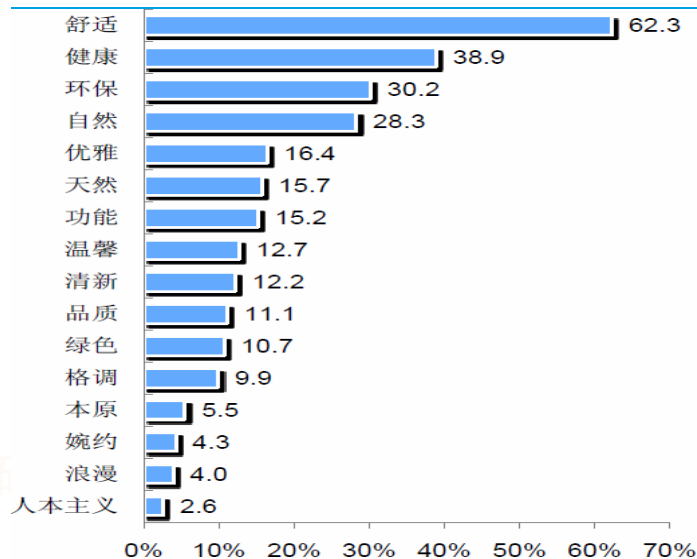
- 床垫和人的睡眠质量息息相关, 催生品牌认知度提升。床上用品等微观睡眠环境对于公众睡眠品质存在较大影响。从改善睡眠微环境做起, 选择一张舒适的寝具, 会大大提升休息条件, 提高睡眠质量。因此消费者对材质、舒适程度的重视程度提高, 将导致品牌认知度提升, 这将利好知名品牌。

图表6：不同群体睡眠受床品影响程度%



来源：喜临门中国睡眠指数报告、国金证券研究所

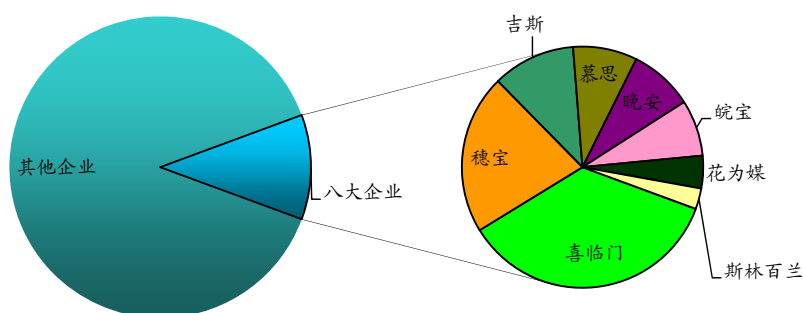
图表7：中国消费者对床垫的选择倾向



### 集中度提高及城镇化,龙头企业成长空间大

- **行业格局分散，品牌化将加速行业集中度提升：**目前国内床垫行业集中度与国外相比仍有较大差距，美国第一大品牌市占率达到 20%，喜临门作为国内规模最大的床垫生产商，其市场份额仅为 4%。
- 在我国床垫市场格局中，国外床垫企业凭借品牌影响力占据高端市场，但市场份额并不大。而我国本土床垫企业两极分化，小型床垫企业多集中于低端市场，产能过剩且同质化现象严重；而具有品牌、渠道和规模优势的床垫企业则集中于中高端市场。
- 通过比较我国和发达国家床垫行业的市场结构，可以看到我国床垫行业市场集中度仍有较大的提升空间。我们认为随着人们对生活品质的追求和“健康睡眠”理念日渐深入人心，消费者越来越看重床垫的质量和安全性，品牌效应逐渐显现，市场份额将逐步向优势品牌集中。

图表8：国内床垫业品牌集中度仍有较大提升空间



来源：国金证券研究所

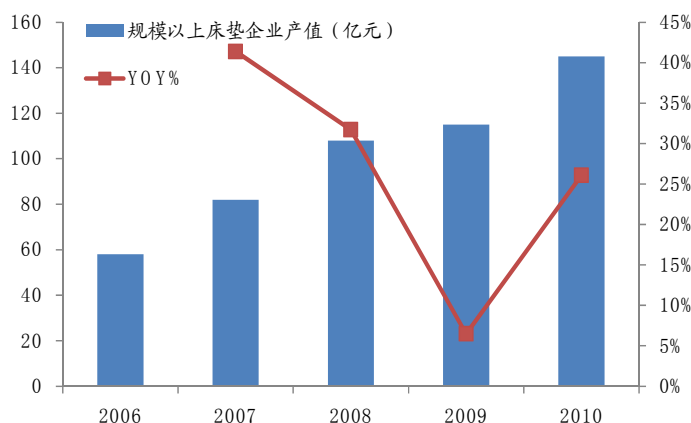
注：数据来源招股书，但慕思份额要高于数据显示



## ■ 城镇化及更新需求，床垫需求前景看好。

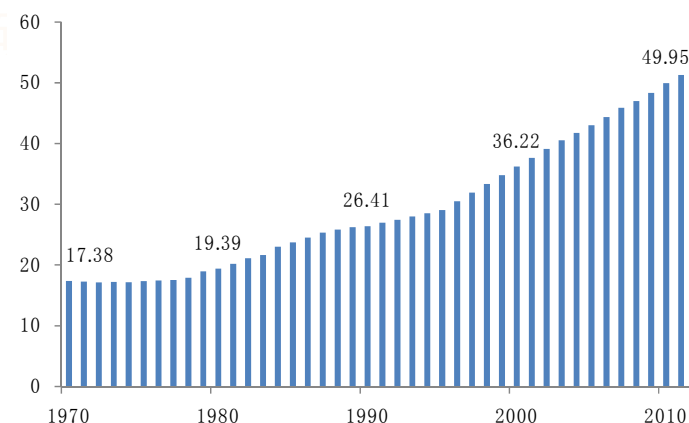
- 城镇化将催生床垫需求：床垫需求跟房屋销售密切相关，目前我国商品房销售面积近 11 亿平方米，以每套房 100 平方米，每套房需 2 张床垫计，年新增床垫需求 2200 万张。而新一届政府多次强调城镇化是未来中国经济增长的动力。目前我国城镇化率刚超过 50%，如按户籍人口计算仅 35% 左右，远低于发达国家近 80% 的平均水平。今后一二十年我国城镇化率将不断提高，每年将有相当数量农村富余劳动力及人口转移到城市，这将带来床垫消费的快速增长。
- 消费升级，存量床垫更新需求有望加快：据调查目前国内床垫保有量约 2 亿张左右，平均使用周期约 10 年。而根据美国经验，美国消费者床垫使用周期约 5 年。随着国内居民消费的升级，床垫更新周期将逐步缩短，更新频率有望加快。

图表9：我国规模以上床垫企业产值



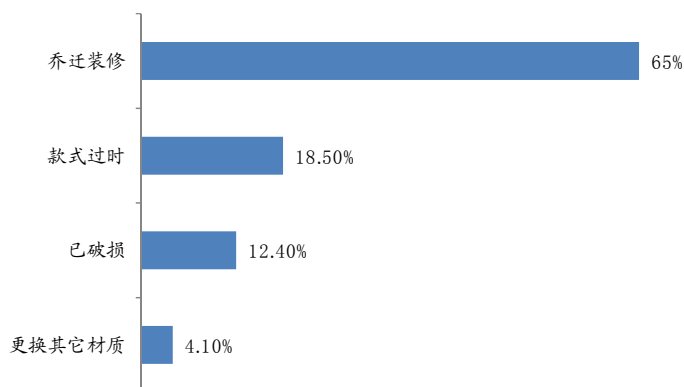
来源：招股书、WIND、国金证券研究所

图表10：中国城市化率稳步提升



- 短期将受益于地产的回暖。我们比较了软体家具与地产销售数据，二者波动方向基本一致。由于国内地产市场的回暖，作为后周期的床垫消费将逐步走出谷底，预计下半年床垫消费有望进入旺季。

图表11：乔迁装修是家具消费主要驱动力



来源：WIND、国金证券研究所

图表12：床垫消费将确定向好



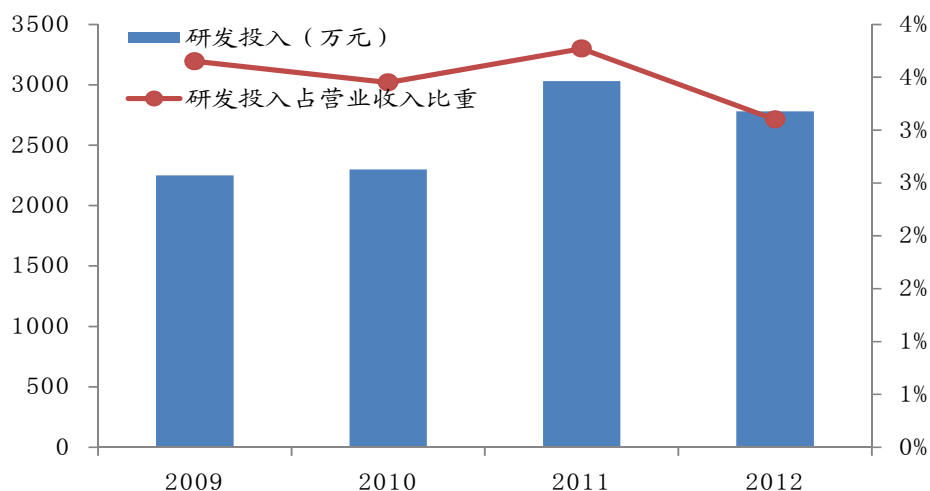
## 改革，开启新篇章

### 好产品仍需好营销

- 研发实力强，铸就好产品。公司一直以“科技改善人类睡眠”为诉求，依托一流的设计研发实力和品质控制优势，不断开发具有高科技含量的新产品。

- 公司技术研发能力在行业内首屈一指，是床垫行业内第一家“国家火炬计划重点高新技术企业”，拥有业内唯一的“省级高新技术企业研究开发中心”。
- 公司拥有一支 70 多人的专业设计研发团队，并与中国科学院，清华大学（美术学院），中国美术学院等建立了长期的战略合作关系。
- 公司是国内床垫行业内的唯一一家省级专利示范企业，每年保证至少 4 个新品研发项目，截至 2011 年，公司共获得 34 专利，其中“弹簧垫热处理方法”和“清凉型软硬两用席梦思床垫”为国家发明专利。

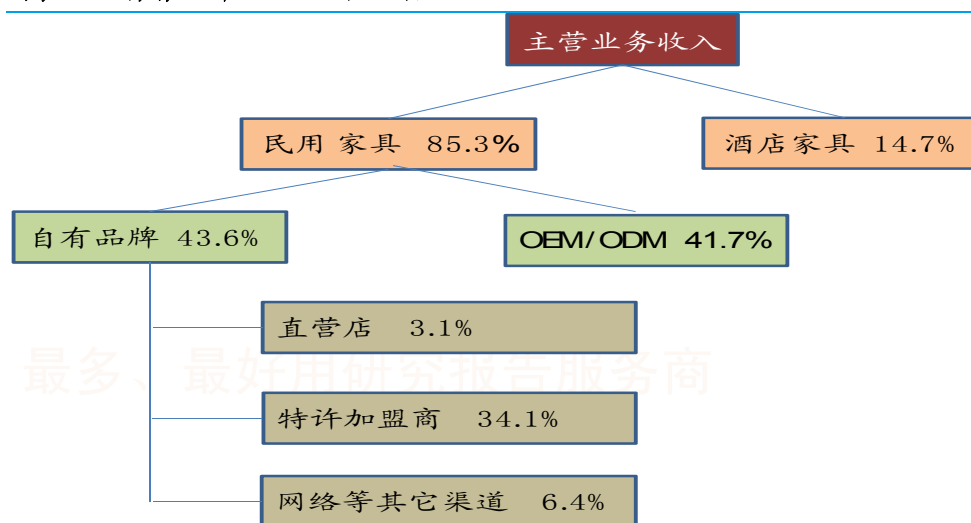
图表13: 喜临门研发投入



来源：公司财报、国金证券研究所

- **强于制造、弱于营销。**公司原主要为其它家居商代工，是宜家亚太主供应商，在产品制造及质量控制方面拥有非常强的实力，但在品牌营销、渠道建设及控制等方面相对较弱。
- 2011 年 OEM 业务占公司收入比重 41.7%，占毛利比重 37%。
- 公司 OEM 业务客户主要是宜家及宜得利，均是国际一流的家居商，这些企业对产品质量均有着非常严格的要求，这也从侧面证明

图表14: 自有品牌/OEM 双轮驱动

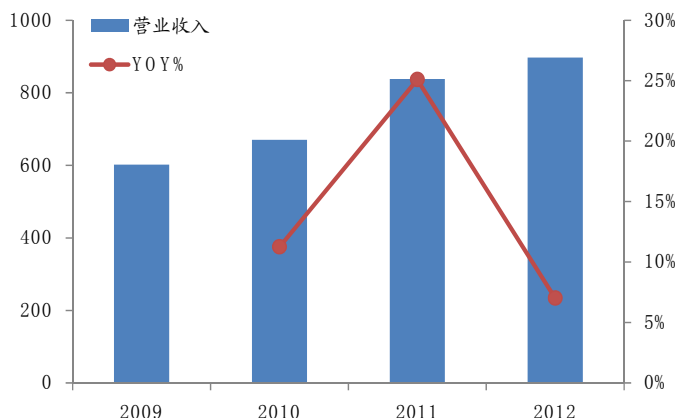


来源：公司财报、国金证券研究所

制度改革，激发内部活力，成效将逐步显现

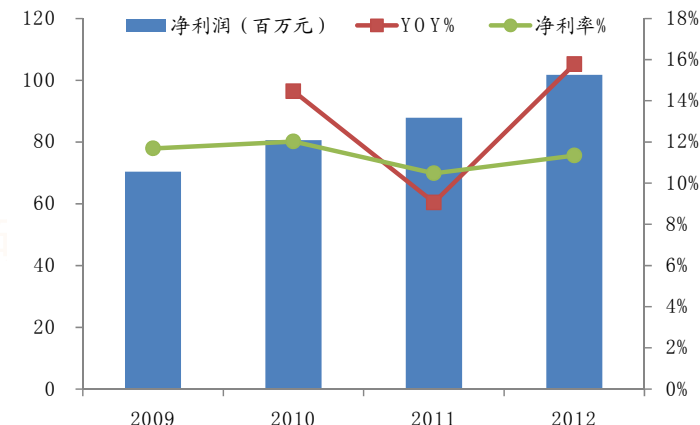
- **事业部制改革拉开帷幕。**近几年公司收入增长较慢，公司意识到发展遇到了瓶颈，因此从去年下半年开始对内部制度及管理进行改革。
- 未来公司将按事业部制进行运营，包括国内销售事业部、国际事业部（宜家事业部、宜家以外的客户）、酒店家具、大客户等。各大事业部独立运营、独立核算，而总部职能主要是战略规划、管控与监督。通过厘清权责利，充分激发员工动力。

图表15：公司营业收入（百万元）



来源：公司财报、招股书、国金证券研究所

图表16：公司净利润（百万元）

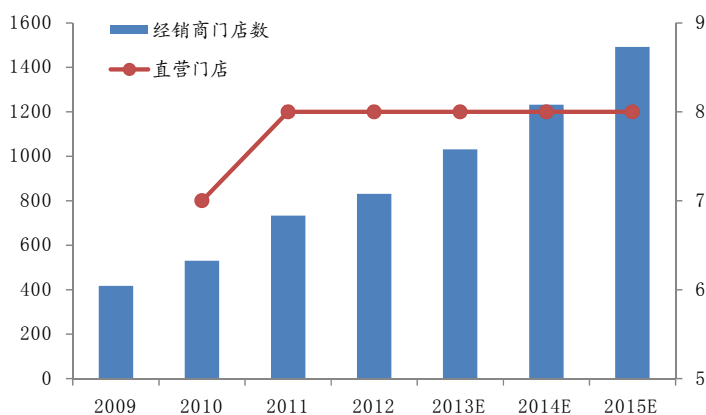


- **新团队、新思路，自有品牌蜕变有望。**我们预计公司 OEM 业务有望保持稳健增长，而自有品牌业务将成为公司主要突破点，公司目前在品牌营销及渠道方面都会进行改变。
- **品牌营销发力：**公司将加大品牌推广力度，终端卖场、传统/新媒体齐发力，三位一体，全方位覆盖，通过多平台持续营销，进一步提高公司的品牌知名度。公司 2013 年公司启动中国睡眠指数调查活动，在营销上起到非常好的效果，与竞争对手相比，起到事半功倍效果。
- **调结构、增强盈利力：**公司将对现有产品线进行改造、整合，根据利润率、分销率等指标淘汰部分产品，聚焦经典产品。同时新增价高、盈利能力强的 BBR 等新品牌，并对高端产品给予高返利政策刺激终端出货。通过不断推出高端产品，提高公司品牌形象，增强公司盈利能力。
- **渠道优化，加强对经销商的服务以增强渠道商向心力。**在渠道方面，公司规划每年新开 200 家门店。而针对公司目前单店营业额偏低，经销商盈利能力较弱等问题，公司主要从以下几个层面来改进：1、制度改革：建立销售人员绩效考核制度，提高员工积极性，改善对渠道商的服务；2、店面改造（今年计划改造 200 家专卖店），对门店布局、位置进行重新规划，打造高端形象，同时不断提高高档产品销售比重；3、渠道精耕，由坐商改行商，销售人员深入居民小区推广以吸引顾客。
- 我们预计公司改革的成效有望于今年 4 季度开始逐步显现，而且通过此次改革，公司将迈上一个新台阶，有望在分散的行业格局中脱颖而出，成为行业整合者。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

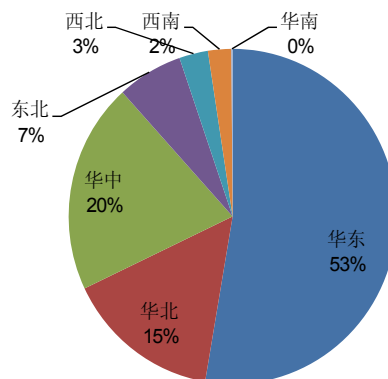


图表17: 公司门店数



来源: 招股书、公司财报、国金证券研究所

图表18: 公司门店分布



### 盈利调整及投资建议

- 我们小幅上调了公司业绩预测, 预计 2013-2015 年归属于上市公司股东净利润分别为 1.28 亿元、1.66 亿元、2.13 亿元, 分别增长 25.7%、29.7%、28.3%; 实现全面摊薄 EPS 分别为 0.61 元、0.79 元、1.01 元。
- 我们认为随着我国床垫行业的整合, 公司有望凭借强大的研发能力、较强的品牌知名度以及快速拓展的渠道网络, 成为行业优胜者, 目前公司正在进行改革, 成效有望逐步显现。鉴于公司在相对估值具有一定优势, 我们上调公司评级至“买入”, 目标价 16 元, 对应 13 年 26.2 倍和 14 年 20.2 倍 PE。

图表19: 家居类企业估值比价

股票代码	股票名称	EPS			PE			股价 (13.5.26)	主营业务及模式	投资评级
		2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E			
002572	索菲亚	0.8	1.05	1.35	42.9	32.7	25.4	34.3	定制衣柜/内销/经销商门店	买入
600337	美克股份	0.03	0.24	0.3	230.0	28.8	23.0	6.9	成品家具/内销+出口/直营店模式	增持
600978	宜华木业	0.26	0.33	0.42	20.8	16.4	12.9	5.4	成品家具/出口+内销/直营店模式	NA
603008	喜临门	0.48	0.61	0.79	25.6	20.2	15.6	12.3	床垫/内销+OEM/经销商门店	买入

来源: WIND、国金证券研究所

**图表20：公司营业收入明细表**

项 目	2009	2010	2011	2013E	2014E	2015E
<b>民用家具-自有品牌</b>						
销售收入（百万元）	304.24	364.76	378.01	489.20	675.20	869.70
增长率（YOY）	#REF!	19.89%	3.63%	29.41%	38.02%	28.81%
毛利率	44.86%	41.38%	43.50%	42.50%	42.00%	43.00%
销售成本（百万元）	167.76	213.82	213.58	281.29	391.62	495.73
增长率（YOY）	#REF!	27.46%	-0.12%	31.71%	39.22%	26.59%
毛利（百万元）	136.48	150.94	164.43	207.91	283.58	373.97
增长率（YOY）	#REF!	10.59%	8.94%	26.44%	36.40%	31.87%
占总销售额比重	45.40%	43.51%	41.91%	46.47%	50.78%	53.59%
占主营业务利润比重	52.30%	51.25%	50.95%	55.32%	59.38%	62.89%
<b>民用家具-OEM</b>						
销售收入（百万元）	282.46	348.21	421.51	465.94	541.92	630.53
增长率（YOY）	#REF!	23.28%	21.05%	10.54%	16.31%	16.35%
毛利率	34.00%	31.15%	32.00%	31.70%	31.50%	31.00%
销售成本（百万元）	186.42	239.74	286.63	318.24	371.22	435.07
增长率（YOY）	#REF!	28.60%	19.56%	11.03%	16.65%	17.20%
毛利（百万元）	96.04	108.47	134.88	147.70	170.70	195.46
增长率（YOY）	#REF!	12.95%	24.35%	9.50%	15.57%	14.50%
占总销售额比重	42.15%	41.54%	46.73%	44.26%	40.76%	38.86%
占主营业务利润比重	36.80%	36.83%	41.80%	39.30%	35.75%	32.87%
<b>酒店家具</b>						
销售收入（百万元）	82.24	122.94	100.17	95.00	110.00	120.00
增长率（YOY）	#REF!	49.50%	-18.52%	-5.16%	15.79%	9.09%
毛利率	35.42%	27.33%	22.20%	20.00%	20.00%	20.00%
销售成本（百万元）	53.11	89.34	77.93	76.00	88.00	96.00
增长率（YOY）	#REF!	68.22%	-12.77%	-2.48%	15.79%	9.09%
毛利（百万元）	29.13	33.60	22.24	19.00	22.00	24.00
增长率（YOY）	#REF!	15.37%	-33.82%	-14.56%	15.79%	9.09%
占总销售额比重	12.27%	14.67%	11.11%	9.18%	8.40%	7.58%
占主营业务利润比重	11.16%	11.41%	6.89%	5.14%	4.68%	4.14%
销售总收入（百万元）	670.07	838.24	901.99	1052.64	1329.62	1622.73
销售总成本（百万元）	409.13	543.71	579.28	676.78	852.08	1028.04
毛利（百万元）	260.94	294.53	322.71	375.86	477.54	594.69
平均毛利率	38.94%	35.14%	35.78%	35.71%	35.92%	36.65%

来源：国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
 www.jztzw.net

**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)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	670	838	897	1,053	1,330	1,623	货币资金	179	109	558	500	500	500
增长率		25.1%	7.0%	17.3%	26.3%	22.0%	应收款项	143	176	223	232	290	354
主营业务成本	-409	-544	-576	-677	-852	-1,028	存货	96	137	115	148	187	225
%销售收入	61.1%	64.9%	64.2%	64.3%	64.1%	63.4%	其他流动资产	19	26	16	14	17	21
毛利	261	295	321	376	478	595	流动资产	437	448	912	894	994	1,100
%销售收入	38.9%	35.1%	35.8%	35.7%	35.9%	36.6%	%总资产	69.7%	68.1%	73.0%	64.7%	60.4%	60.2%
营业税金及附加	-6	-6	-8	-8	-11	-13	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	150	157	281	458	625	701
营业费用	-107	-101	-115	-141	-170	-208	%总资产	23.9%	23.8%	22.5%	33.2%	38.0%	38.4%
%销售收入	16.0%	12.1%	12.8%	13.4%	12.8%	12.8%	无形资产	28	48	41	28	25	23
管理费用	-58	-69	-68	-84	-106	-130	非流动资产	190	210	337	488	652	726
%销售收入	8.6%	8.2%	7.6%	8.0%	8.0%	8.0%	%总资产	30.3%	31.9%	27.0%	35.3%	39.6%	39.8%
息税前利润 (EBIT)	90	118	131	142	190	244	<b>资产总计</b>	<b>627</b>	<b>657</b>	<b>1,248</b>	<b>1,382</b>	<b>1,646</b>	<b>1,826</b>
%销售收入	13.5%	14.1%	14.6%	13.5%	14.3%	15.0%	短期借款	200	130	20	60	105	17
财务费用	-10	-11	-1	8	5	6	应付款项	131	185	188	188	236	285
%销售收入	1.5%	1.3%	0.1%	-0.8%	-0.4%	-0.4%	其他流动负债	20	10	26	21	26	32
资产减值损失	-1	-4	-14	0	0	0	流动负债	351	325	235	269	367	333
公允价值变动收益	1	1	-2	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%	<b>负债</b>	<b>352</b>	<b>325</b>	<b>235</b>	<b>269</b>	<b>367</b>	<b>334</b>
营业利润	80	105	114	150	195	250	<b>普通股股东权益</b>	<b>275</b>	<b>332</b>	<b>1,014</b>	<b>1,113</b>	<b>1,279</b>	<b>1,492</b>
营业利润率	11.9%	12.5%	12.7%	14.3%	14.7%	15.4%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	9	2	6	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>627</b>	<b>657</b>	<b>1,248</b>	<b>1,382</b>	<b>1,646</b>	<b>1,826</b>
税前利润	89	107	120	150	195	250	<b>比率分析</b>						
利润率	13.2%	12.7%	13.4%	14.3%	14.7%	15.4%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-8	-19	-18	-23	-29	-38	<b>每股指标</b>						
所得税率	9.2%	17.8%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.512	0.558	0.484	0.609	0.790	1.014
净利润	81	88	102	128	166	213	每股净资产	1.749	2.107	4.827	5.301	6.091	7.105
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.442	0.592	0.644	0.566	0.810	1.150
归属于母公司的净利润	81	88	102	128	166	213	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	12.0%	10.5%	11.3%	12.2%	12.5%	13.1%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	29.25%	26.48%	10.04%	11.49%	12.97%	14.27%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	12.85%	13.37%	8.15%	9.26%	10.08%	11.66%
净利润	81	88	102	128	166	213	投入资本收益率	17.25%	21.05%	10.73%	10.30%	11.69%	13.74%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	18	28	40	27	46	76	主营业务收入增长率	11.25%	25.10%	7.02%	17.34%	26.31%	22.04%
非经营收益	2	18	1	9	5	4	EBIT增长率	-19.14%	30.83%	10.43%	8.83%	33.88%	28.28%
营运资金变动	-32	-41	-7	-45	-47	-52	净利润增长率	14.46%	9.06%	15.78%	25.74%	29.74%	28.28%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>69</b>	<b>93</b>	<b>135</b>	<b>119</b>	<b>170</b>	<b>241</b>	总资产增长率	34.71%	4.83%	89.92%	10.71%	19.12%	10.94%
资本开支	-35	-48	-154	-185	-210	-150	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	74.2	66.0	75.6	75.0	75.0	75.0
其他	0	0	-378	0	0	0	存货周转天数	69.4	78.1	79.7	80.0	80.0	80.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-35</b>	<b>-47</b>	<b>-532</b>	<b>-185</b>	<b>-210</b>	<b>-150</b>	应付账款周转天数	89.4	92.9	100.6	90.0	90.0	90.0
股权募资	38	0	604	-28	0	0	固定资产周转天数	81.3	66.1	68.7	84.9	123.9	152.5
债权募资	54	-70	-110	40	45	-87	<b>偿债能力</b>						
其他	-35	-45	-31	-3	-5	-4	净负债/股东权益	7.35%	5.99%	-53.05%	-39.51%	-30.85%	-32.31%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>56</b>	<b>-115</b>	<b>463</b>	<b>9</b>	<b>40</b>	<b>-91</b>	EBIT利息保障倍数	9.1	11.1	105.2	-17.1	-38.7	-38.8
<b>现金净流量</b>	<b>91</b>	<b>-69</b>	<b>67</b>	<b>-58</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	资产负债率	56.07%	49.52%	18.79%	19.46%	22.30%	18.30%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	2	3
增持	0	1	3	6	10
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.67	1.71	1.74

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 2012-12-16	增持	8.57	10.90 ~ 11.50
2 2013-03-20	增持	10.10	N/A
3 2013-05-16	增持	11.58	12.00 ~ 12.00

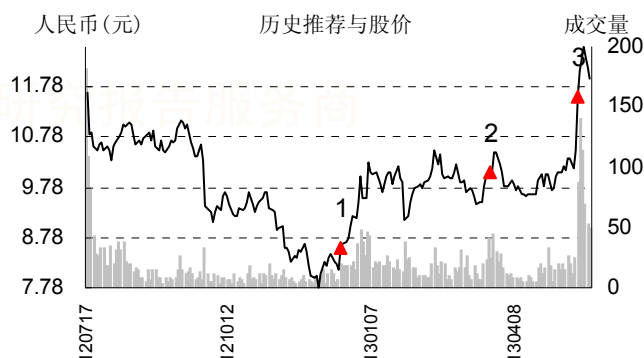
来源：国金证券研究所

### 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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

**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为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**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net