

报喜鸟 (002154.SZ) 服装行业

评级：增持 首次评级

公司研究简报

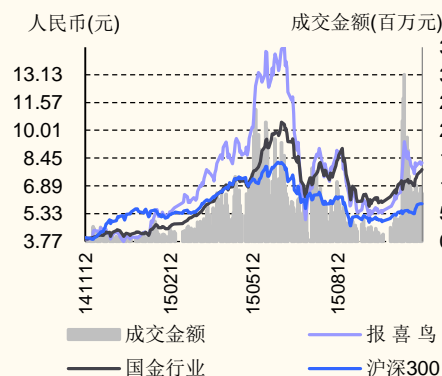
市场价格 (人民币): 8.19 元

目标价格 (人民币): 9.50 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)	1,069.99
总市值(百万元)	9,598.83
年内股价最高最低(元)	14.66/3.77
沪深 300 指数	3833.65
深证成指	12677.54



服装主业利润复苏，互联网金融逐步推进

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.274	0.229	0.145	0.189	0.247
每股净资产(元)	4.47	4.65	2.42	2.56	2.76
每股经营性现金流(元)	-0.08	0.65	0.06	0.21	0.24
市盈率(倍)	21.69	35.28	57.95	44.55	34.05
行业优化市盈率(倍)	17.68	28.34	50.90	50.90	50.90
净利润增长率(%)	-66.34%	-16.60%	26.74%	30.08%	30.83%
净资产收益率(%)	6.13%	4.92%	5.99%	7.37%	8.95%
总股本(百万股)	586.01	586.01	1,172.02	1,172.02	1,172.02

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ **主营业务服装板块的业绩反转:** 主品牌业务企稳，第二品牌哈吉斯经过调整有望突破 3 亿收入，将成为未来收入和利润增长的重要来源。随着库存调整、产品系列调整以及价格带调整接近尾声，主营业务见底回升，我们预期公司今年服装主业可以做到 1.7 亿净利润。

同时，公司定制业务或将发力：公司已完成生产线智能化改造以适应定制业务的快速反应要求，驻店量体师到位，以及以往 3-4 亿职业装定制规模的经验数据积累，定制业务或可期待。

■ **互联网金融打造第二主业:** 人才&体制优势：报喜鸟集团早在 2009 年成立容银投资，积累多年项目投资经验，2015 年成立报喜鸟创投，推动并购。同时，公司并购预期逐步兑现，先后投资小鬼网络、仁仁科技、村镇银行、小鱼金服，互联网金融平台逐步构建。

投资建议

■ 预计公司 2015 年来自服装的主营收入 2016、2017 年保持稳定略有增长（15 年略有小幅下滑），但由于公司渠道库存压力减轻，加上第二品牌哈吉斯销售规模增长带来的盈利贡献显著提高，我们预计公司净利润的增长将高于收入增长。我们对于公司 2015-2017 年的 EPS 预测为 0.15 元、0.19 元和 0.25 元。

我们认为，公司服装主业通过近 2 年的品牌结构、产品调整，以及库存消化后，重新进入利润的回升阶段，第二主业互联网金融战略思路明确，项目逐步推进，互联网金融平台的雏形已现，转型对公司的估值有一定的提升作用，给予“增持”评级。

风险

- 服装终端持续低迷，公司服装主业销售低于预期。
- 互联网金融并购进展低于预期。

王冯 分析师 SAC 执业编号: S1130515090005
fengwang@gjzq.com.cn

姚咏絮 联系人
(8621)61038264
yaoyongxu@gjzq.com.cn

内容目录

投资逻辑	3
主营业务见底回升	4
报喜鸟主业见底回升	4
服装多品牌业务：HAZZYS 增长迅速	4
定制业务：蓝海市场，抢先全方位布局	5
互联网金融打造第二主业	7
人才、项目经验夯实转型基础	7
优质标目，互联网平台雏形逐步明晰	7
打通互联网金融全产业链	8
三季报收入基本稳定，利润大幅增长	9
三季度业绩向好 收入整体持平	9
存货周转率与去年持平 周转天数攀升	9
现金流状况向好	10
盈利预测与估值	11

图表目录

图表 1：报喜鸟业务框架与战略思路	3
图表 2：2014 年营收出现弱复苏	4
图表 3：2014 年公司净利润下滑幅度减缓	4
图表 4：2014 年毛利率略有下滑、净利润率受影响较大	4
图表 5：2014 年库存有所下降	4
图表 6：公司品牌结构	5
图表 7：报喜鸟各品牌收入占比(2015 年 H1)	5
图表 8：报喜鸟各品牌定位及发展简况（截止 2015 年 6 月）	5
图表 9：吉姆兄弟实体店形象展示	6
图表 10：吉姆兄弟定制衬衫 399 系列产品之一	6
图表 11：互联网金融业务并购轨迹	7
图表 12：小鱼金融未来战略构想	8
图表 13：公司单季度营业收入及增速变化	9
图表 14：公司单季度净利润及增速变化	9
图表 15：毛利率近年不断攀升	9
图表 16：净利润率好于去年同期	9
图表 17：库存及库存周转率	10
图表 18：存货周转天数	10
图表 19：经营性净现金流(单季度)	10
图表 20：应收账款及应付款账变化	10
图表 21：公司近 3 年分品牌业务数据（半年报数据）	11

投资逻辑

- 一、公司服装主业的看点主要在于：
 - **主营业务反转**：我们预期公司今年主业可以做到 1.7 亿净利润，随着库存调整、产品系列调整以及价格带调整接近尾声，主营业务见底回升。
 - **多品牌运营战略**：主品牌业务企稳，第二品牌哈吉斯经过调整有望突破 3 亿收入，将成为未来收入和利润增长的重要来源。
 - **定制业务或将发力**：公司已完成生产线智能化改造以适应定制业务的快速反应要求，驻店量体师到位，以及以往 3-4 亿职业装定制规模的经验数据积累，定制业务或可期待。
- 二、互联网金融打造第二主业：
 - **人才&体制**：报喜鸟集团早在 2009 年成立容银投资，积累多年项目投资经验，2015 年成立报喜鸟创投，推动并购。
 - **并购逐步兑现**：投资小鬼网络、仁仁科技、村镇银行、小鱼金服，互联网金融平台逐步构建，平台雏形已现。
- 总体来看，公司一主一副、一纵一横的战略逐步实施，随着服装主业逐步企稳，拐点确立，业绩有支撑，随着并购的逐步兑现，互联网金融的第二主业雏形已经基本构建起来，第二主业打开公司未来发展的想像空间、提升估值。

图表 1：报喜鸟业务框架与战略思路



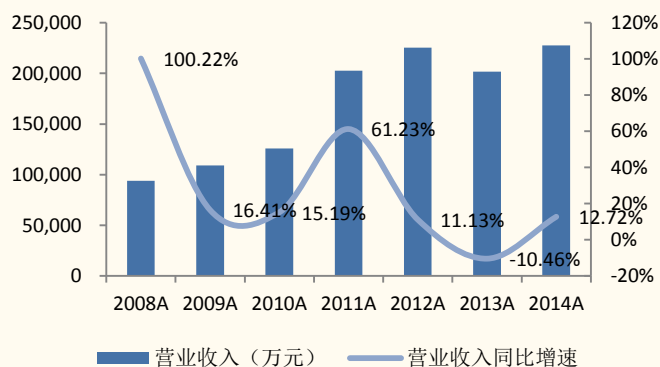
来源：公司公告，国金证券研究所

主营业务见底回升

报喜鸟主业见底回升

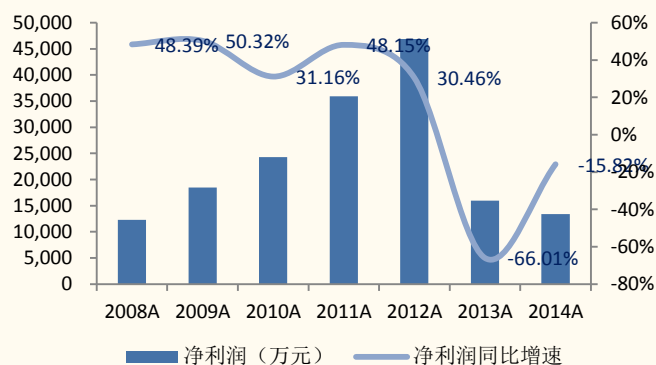
- 公司报装业务经历过去几年的调整，已有见底升之势。
 - 14年收入22.7亿元，同增12.7%，较2013年增速增加13个百分点；净利润1.34亿元，同降15.3%，但下降幅度已经较13年大幅缩窄51个百分点。
 - 14年毛利率57.9%，净利率5.9%，仍然较13年有所下滑，但是库存方面同比缩减，存货余额11.5亿元，存货周转率0.84次，较13年上升0.07次。因而我们可以判断，公司在13年至14年已经探底，期盼15年有进一步回升。

图表 2：2014 年营收出现弱复苏



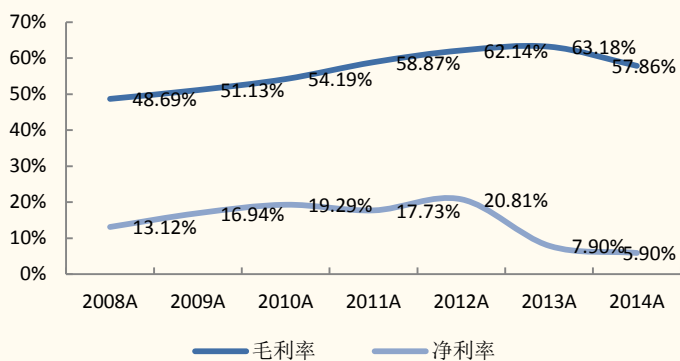
来源：国金证券研究所

图表 3：2014 年公司净利润下滑幅度减缓



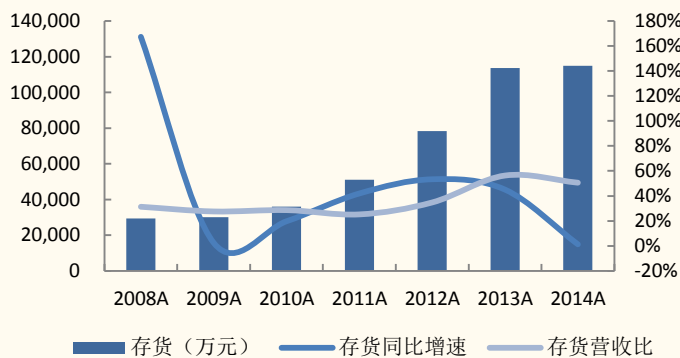
来源：国金证券研究所

图表 4：2014 年毛利率略有下滑、净利率受影响较大



来源：国金证券研究所

图表 5：2014 年库存有所下降



来源：国金证券研究所

服装多品牌业务：HAZZYS 增长迅速

- 公司走多品牌发展战略，除主品牌报喜鸟之外，还经营圣捷罗、宝鸟、法兰诗顿等 3 品牌。代理 Hazzys (哈吉斯)、Camiccissima (恺米切) 和欧爵品牌 (包括巴达萨里、东博利尼) 等国际名牌。
 - 哈吉斯发展迅速，成为目前公司收入增长的重要推动力，终端渠道已达 220 多家，收入占比近 20%，已经成为公司业绩增长的重要推动力。
 - 另一代理品牌恺米切也近 30 家，但目前收入占比较小。

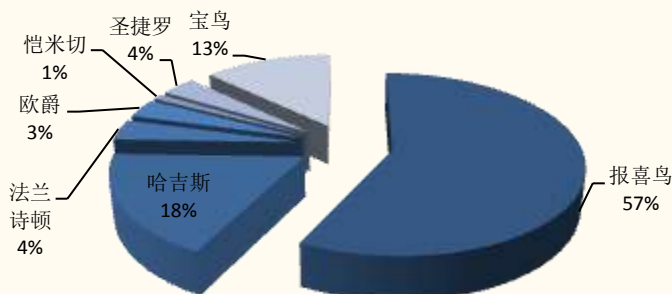
- 从公司的品牌战略来看，主品牌报喜鸟目前已基本成熟，未来增长趋于稳健，而第二品牌哈吉斯目前营收已突破1亿（2015年上半年1.68亿），已进入第一个爆发性增长阶段，看好哈吉斯品牌为公司带来的收入增量，同时，规模效应也使得该品牌的利润贡献进一步提升。

图表 6：公司品牌结构



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 7：报喜鸟各品牌收入占比(2015 年 H1)



来源：Wind,国金证券研究所

图表 8：报喜鸟各品牌定位及发展简况（截止 2015 年 6 月）

品牌名称	网点	面积 万平米	单店面积 平米	模式	品牌定位	备注
报喜鸟	814	17.93	220	自营	中高端商务男装品牌	女装已关闭
圣捷罗	155	1.41	91	自营	都市白领快时尚品牌	线下快时尚线上爆款引流
宝鸟	-	-	-	自营	高档职业装，主要为团购业务	职业装行业低迷单价下滑
法兰诗顿	99	0.8	81	自营	中高端时尚商务休闲男装品牌	调整过渡期
哈吉斯	202	2.09	103	代理	中高端男装品牌	快速增长
恺米切	29	0.2	69	代理	中高端男装品牌	研发适合国内客户的版型
欧爵	36	0.45	125	代理	意大利经典高档商务休闲设计师品牌	重点发展东博利尼，关闭索洛赛理业务

来源：公司公告，国金证券研究所

定制业务：蓝海市场，抢先全方位布局

- 顺应消费潮流，多品牌同步发展定制业务：公司全力发展个性化全品类私人定制业务，形成高级定制东博利尼（Tombolini）、时尚定制法兰诗顿（Fransition）、大众定制报喜鸟（Saint Angelo）、专业定制索洛塞里（Solosali）、职业服定制宝鸟（Bono）的品牌定制业务组合。
- 为传统渠道提供供应链服务：实施 1000 家婚庆合作项目，打造拥有 1000 家智能裁缝的创业平台，为 1000 家全球私人定制店提供供应链服务，最终全面实现 O2O+C2B 布局。
- 改造生产线，提供快速反应基础设施：投资亿元改造智能流水线，接轨工业 4.0，形成国内满足服饰个性化定制需求的、规模最大的生产供应链。
- 投资吉姆兄弟、乐裁网络，看重技术与思维：2015 年 6 月，公司公告分两期共投资 2000 万增资无锡吉姆兄弟，增资完成后，持有吉姆兄弟 35% 股权。7 月，报喜鸟以 360 万元获得乐裁网络 30% 股权。
- 吉姆兄弟主要从事衬衫的互联网定制服务，以量身定制大众化为目标，吉姆兄弟旗下拥有 JimBrothers 和 Net6543 两个品牌，分别定位为中高端和中低端商务装定制，在分销领域，构建了官方网站、客户端、微信微店、微博等全方面在线传播与定制服务平台，同时在全国布局

20 多家线下体验店，并拟建高密度的线下社区合作店等实现全渠道营销。

- 公司特有的拍照量体技术可实现通过手机拍摄正面、侧面两张全身平面照片即获得人体三维尺寸，突破实现了远程快速量体的技术性难题。
- 公司可实现快速反应供货，消费者提交订单确认后，公司承诺 48 小时以内定制衬衫即可发货。
- 乐裁网络主要以“C2B+O2O”模式开展 CITY SUIT 品牌男士西服、衬衫、马甲、大衣定制服务，致力于品牌管理、终端拓展、互联网营销等核心环节，属于轻资产模式。消费者通过网上下单再到门店体验，目前 CITY SUIT 品牌月平均订单为 500-600 个。定制周期一般在 7-12 个工作日。目前线下门店覆盖北上广、江浙、山东、山西、河南、河北、湖北、四川等主要省市，线下逾 20 家体验网点。报喜鸟 360 万元增资完成后，乐裁网络可与公司实现战略合作，形成业务协同，为乐裁网络提供研发、生产、物流管理服务。

图表 9：吉姆兄弟实体店形象展示



来源：吉姆兄弟官网，国金证券研究所

图表 10：吉姆兄弟定制衬衫 399 系列产品之一



来源：吉姆兄弟官网，国金证券研究所

- **职业装深耕多年，个人定制业务有优势：**公司原职业装（宝鸟品牌）定制业务已有多年经验，销售规模也达到 3-4 个亿，发展定制业务有先天优势，而今年以来的量体师驻店、线上线下多品牌同时推广个性化定制服务，加之生产线的智能化改造完成使之具备良好的供应链快速反应基础，大力发展主品牌报喜鸟、副牌高档男装的定制业务，看好公司面对零售消费者个性化定制业务的发展前景。

互联网金融打造第二主业

- 公司将互联网金融打造成第二主业的战略方针在年初已经非常明确，我们认为公司具备成功实施这一战略的背景条件：
 - 人才、项目经验：2009 年，报喜鸟集团联合其它自然人股东发起成立容银投资，是集团对外战略投资和社会财富管理的综合性投资平台。公司依托集团的投资平台，在人才储备和项目投资经验上都有较大优势。
 - 战略明晰、逐步推进：公司先后投资小鬼网络、仁仁科技、恒升村镇银行，鉴于公司致力于打造完整的互联网金融服务平台，我们预计后续相关投资仍可期待。
 - 资金支持：公司于 2015 年 1 月 27 日公告，公司未来 2 年通过报喜鸟创投对外投资可能达 20,000 万元。根据公司打造互联网金融第二主业的发展战略，预计通过报喜鸟创投对外投资将超出原定规模。

人才、项目经验夯实转型基础

- 早在 2009 年，报喜鸟集团联合其它自然人股东发起成立容银投资，是集团对外战略投资和社会财富管理的综合性投资平台。
- 其官网显示，参与的投资项目包括兰州庄园牧场、惠生（南京）化工、中文在线信息、中融人寿、瀚银信息技术、太和娱乐文化发展、天行网安信息技术、百盛软件、富生电器、吉祥航空、金点园林等数十家企业的投资，目前已经有多家企业完成上市材料申报，九家企业完成股改。
- 我们认为，在目前经济转型的背景下，报喜鸟股份公司依托集团的投资平台，在人才储备和项目投资经验上都有较大优势，为其转型、打造互联网金融的第二主业奠定良好的基础。

优质标目，互联网平台雏形逐步明晰

图表 11：互联网金融业务并购轨迹



来源：公司公告，国金证券研究所

- 仁仁科技主要运营大学生信贷消费平台，以分期付款+打工还款的创新模式为主。公司 15 年 3 月公告，投资 2500 万元对仁仁科技进行增资，增资后持股比例为 17.86%。仁仁分期是杭州仁仁科技有限公司旗下网站，是面

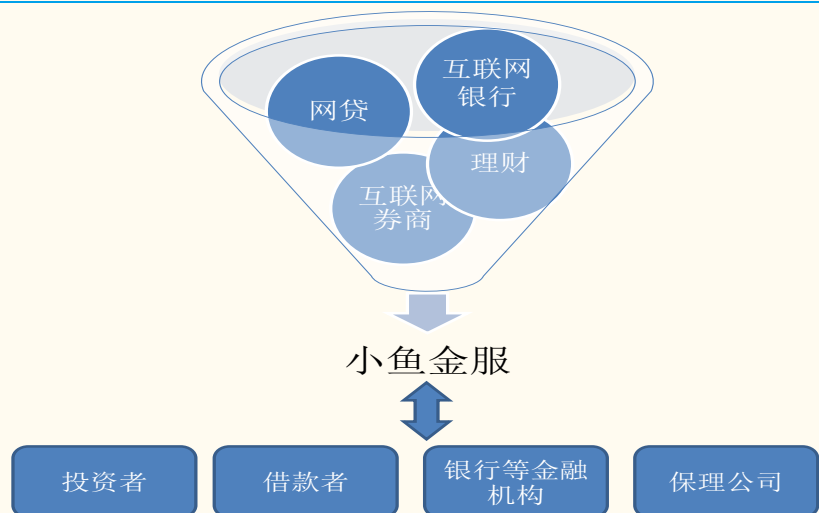
向在校大学生提供分期付款购物服务的在线商城。通过丰富的产品、人性化的网站、高效的服务团队，在全国各大高校结合大学生的收入状态，销售符合大学生需求的主流产品，以最贴近大学生消费水平的价格和分期购物方式，为在校的大学生提供最前沿、品质保证的商品和服务。仁仁科技实质是信用贷款公司，主打苹果手机、品牌服饰等较为高额的产品。与银行信用卡分期消费相比，不同点在于分期购物+兼职抵扣的模式，可以使得每期应付款更低。

- **小鱼金服形成温州贷、口袋理财、众筹服务、互联网征信、大数据服务商、第三方支付为一体的闭环。**投资设立小鱼金融信息服务有限公司(简称小鱼金服),其中报喜鸟创投拟投资 5500 万元、持股 10%;周信忠投资 1375 万元,持股 2.5%。投前估值 4.81 亿,投后估值 5.5 亿。小鱼金服设立后,温州贷和口袋理财项下全部域名、软件著作权、商标、专利等资产权益和全部经营业务、人员劳动关系无偿转移至小鱼金服,小鱼金服统一经营温州贷和口袋理财两个互联网第三方中介平台,形成集温州贷、口袋理财、众筹服务、互联网征信、大数据服务商、第三方支付为一体的闭环。
- 报喜鸟发布公告称,公司拟以自有资金 2750.99 万元,收购控股股东报喜鸟集团所持有的浙江永嘉恒升村镇银行股份有限公司 10%股权。短期对公司业绩影响较小,但长远看来将为公司的大金融格局提供重要的投融资平台,是公司完成服装主业+金融投资的重要一步。
- 完成以上项目投资后,公司已经基础形成互联网金融服务平台的雏形,互联网金融将成为公司的第二主业,未来还将继续投资、参股或是并购该领域的公司,打造网络渠道、网上信用平台、大数据等多位一体的金融产业。

打通互联网金融全产业链

- 公司未来将以小鱼金融为核心、以浙江永嘉村镇银行为坚实后盾,通过服装主业提供稳定现金流,来对外收购更多优质互联网金融资产,提供除服装以外重要的增长点。
- 互联网金融是金融行业未来重要的发展方向,参考阿里集团的蚂蚁金服等案例,小鱼金融将成为报喜鸟重要的金融产业平台。温州贷将提供贷款业务,口袋理财对接个人投资者资金,通过资产证券化来进行融资;浙江永嘉银行成为重要的金融服务平台,提供更快捷的贷款、结算服务,还能够通过存款的乘数效应、同业业务等放杠杆。
- 可见,小鱼金融提供的完整互联网金融生活场景能够在金融行业中脱颖而出。报喜鸟未来的金融版图业态多样化,向整个金融产业链提供强大的辐射。同时实现服装主业资金和金融资产之间的流通,形成完整的内部循环。

图表 12: 小鱼金融未来战略构想



来源: 国金证券研究所

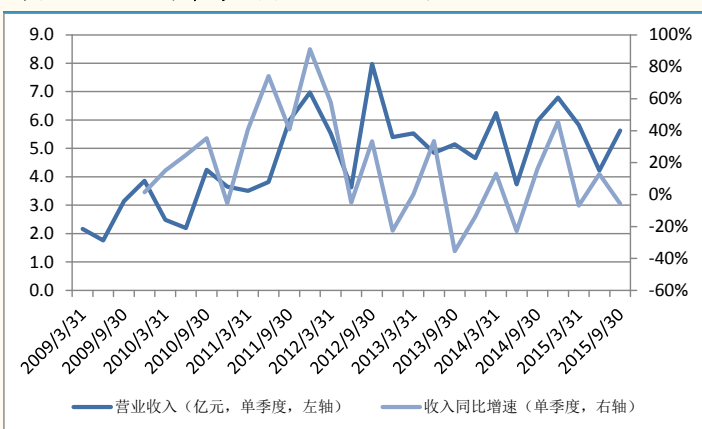
三季度收入基本稳定，利润大幅增长

- 前三季度，公司的营业收入基本与去年同期持平，根据我们对于终端的调研显示，渠道库存（经销商库存）进一步下降，经销商资金压力和库存压力均有所缓解，但终端无明显起色，尤其三季度服装行业终端销售整体低迷。现金流整体较为健康。

三季度业绩向好 收入整体持平

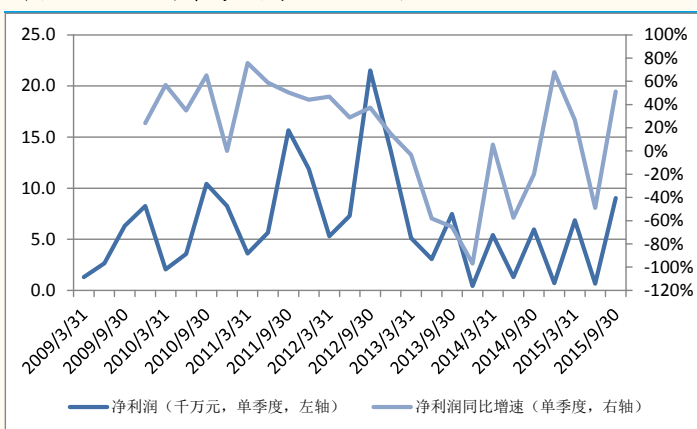
- 公司三季度营收和净利润为 15.7 亿元和 1.7 亿元，同比变动-1.8%和 30.3%。净利润增速快于营收增长主要是由于成本下降带来的毛利率提升。分品牌来看，哈吉斯的快速增长其盈利贡献提升较快。
- 前三季度的毛利率和净利润率分别为 60.2%和 15.6%，分别较去年同期增加 2.5 和 2.6 个百分点。毛利率的增长主要是由于公司加强采购成本控制，成本下降。同时，公司进一步控制加强费用控制，期间费用率较去年有所下降，净利润率提升较快。

图表 13：公司单季度营业收入及增速变化



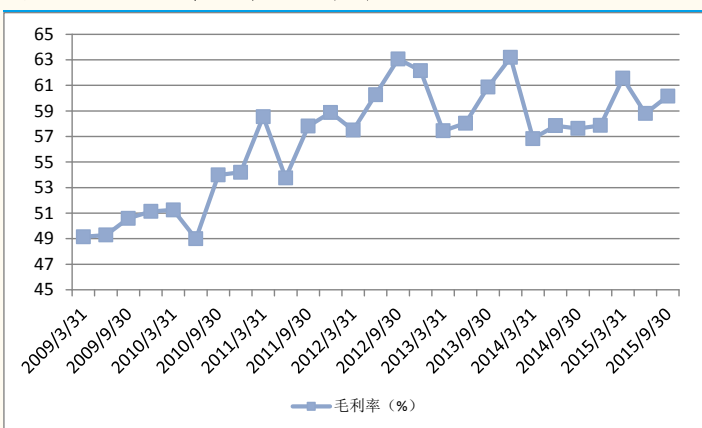
来源：国金证券研究所

图表 14：公司单季度净利润及增速变化



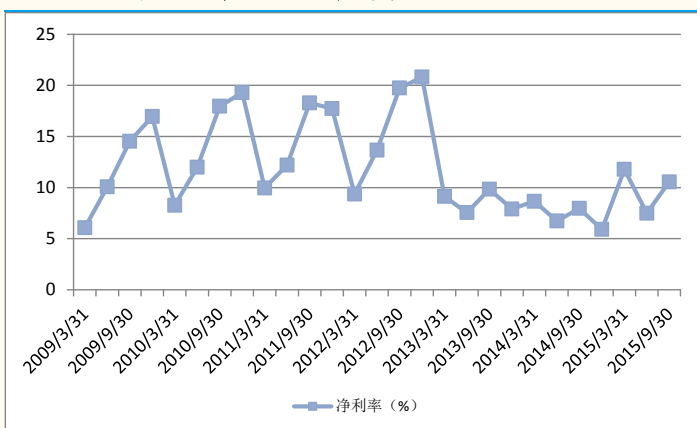
来源：国金证券研究所

图表 15：毛利率近年不断攀升



来源：国金证券研究所

图表 16：净利润率好于去年同期



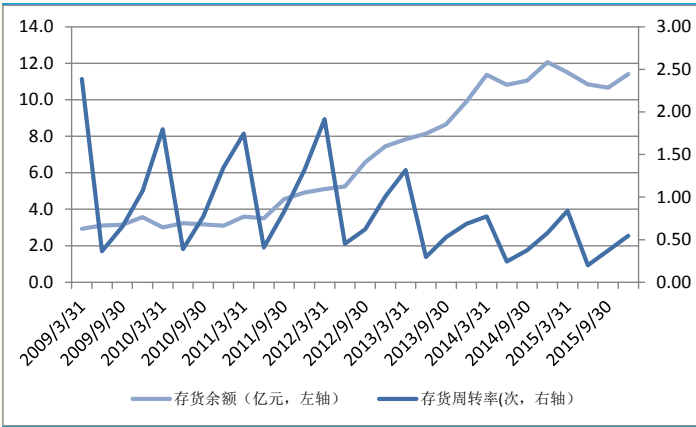
来源：国金证券研究所

存货周转率与去年持平 周转天数攀升

- 三季度期末，存货周转率为 0.55 次，和去年同期的 0.58 次。存货余额为 11.4 亿元，同比下降 5%，我们认为这主要和大行业的景气程度有关。男装龙头七匹狼等公司近年业绩状况也在不断下滑。

- 公司三季报期末存货周转天数为 495 天，近年存货周转天数不断攀升，主要是由于消费环境没有很大改善，公司的库存还是维持在较高水平。但渠道（经销商库存）有所下降。

图表 17: 库存及库存周转率



来源: 国金证券研究所

图表 18: 存货周转天数

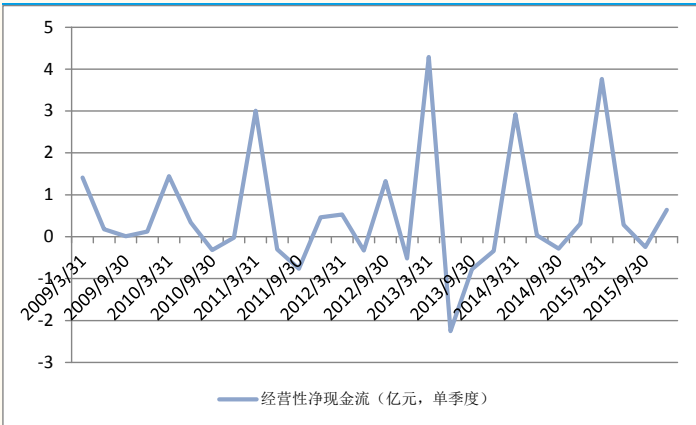


来源: 国金证券研究所

现金流状况向好

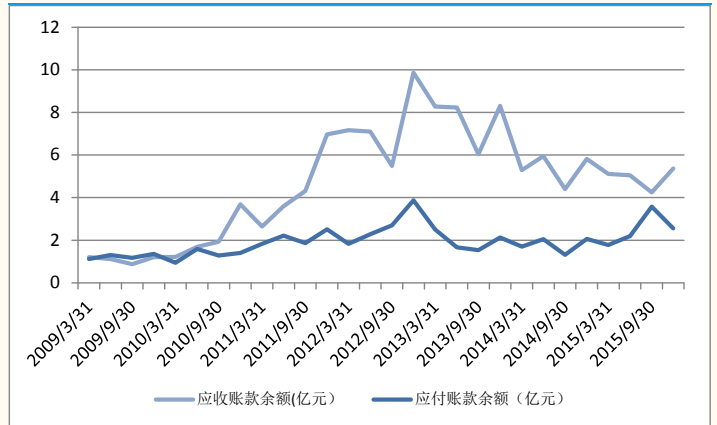
- 1-9 月，经营性净现金流 6752 万元较去年同期的 618 万元大幅增长。这主要是由于第三季度的净现金流为 6400 万元，提振了整体水平。经营性净现金流与净利润的差额仍然未-1.02 亿元，但已经较去年同期有所好转。
- 期末应收账款余额 5.4 亿元，应付账款余额 2.6 亿元，分别较去年同期变动-7.8%和 24.3%。应收账款周转率 2.99 次，去年同期 2.87 次。

图表 19: 经营性净现金流(单季度)



来源: 国金证券研究所

图表 20: 应收账款及应付款账变化



来源: 国金证券研究所

盈利预测与估值

- 预计公司 2015 年来自服装的主营收入 2016、2017 年保持稳定略有增长（15 年略有小幅下滑），但由于公司经销商库存水平下降，加上第二品牌哈吉斯销售规模增长带来的盈利贡献显著提高，我们预计公司净利润的增长将高于收入增长。我们对于公司 2015-2017 年的 EPS 预测为 0.15 元、0.19 元和 0.25 元。我们认为，公司服装主业通过近 2 年的品牌结构、产品调整，以及库存消化后，重新进入利润的回升阶段，第二主业互联网金融战略思路明确，项目逐步推进，互联网金融平台的雏形已现，转型对公司的估值有一定的提升作用，给予“增持”评级。

图表 21：公司近 3 年分品牌业务数据（半年报数据）

13 年中报	网点	面积 (万平方米)	收入 (万元)	同比增长
报喜鸟	887	19.5	50103.02	-
圣捷罗	186.00	1.8	1756.01	-
比路特	21.00	0.1	454.08	-
hazzys	157	1.5	14168.04	-
法兰诗顿	130	1.1	5195.96	-
欧爵	45	0.5	3944.76	-
宝鸟			14441.8	-
合计			90063.66	-
14 年中报	网点	面积 (万平方米)	收入 (万元)	同比增长
报喜鸟	905	20	49643.84	-0.92%
圣捷罗&比路特	164	1.51	4343.05	96.51%
哈吉斯	180	1.8	13218.57	-6.70%
法兰诗顿	113	1	4623.24	-11.02%
欧爵	47	0.51	4149.46	5.19%
恺米切	18	0.13	482.29	
宝鸟			13957.67	-3.35%
合计	1427	24.95	90418.12	0.39%
15 年中报	网点	面积 (万平方米)	收入 (万元)	同比增长
报喜鸟	814	17.93	53766.81	8.31%
哈吉斯	202	2.09	16860.62	27.55%
法兰诗顿	99	0.8	3472.94	-24.88%
欧爵	36	0.45	3126.7	-24.65%
恺米切	29	0.2	945.46	96.04%
圣捷罗	155	1.41	3276.93	-24.55%
宝鸟			12100.23	-13.31%
合计	1335	22.88	93549.69	3.46%

来源：公司公告，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)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	2,254	2,018	2,275	2,185	2,412	2,704	货币资金	554	422	239	300	400	584
增长率		-10.5%	12.7%	-3.9%	10.4%	12.1%	应收款项	1,067	720	642	743	810	898
主营业务成本	-853	-743	-959	-855	-917	-995	存货	784	1,136	1,150	1,125	1,194	1,282
%销售收入	37.9%	36.8%	42.1%	39.1%	38.0%	36.8%	其他流动资产	74	68	137	167	173	180
毛利	1,400	1,275	1,316	1,330	1,495	1,709	流动资产	2,479	2,346	2,168	2,334	2,577	2,945
%销售收入	62.1%	63.2%	57.9%	60.9%	62.0%	63.2%	%总资产	52.0%	51.1%	49.8%	50.9%	54.1%	58.1%
营业税金及附加	-32	-31	-21	-24	-27	-30	长期投资	503	660	807	902	901	901
%销售收入	1.4%	1.5%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	1,229	1,099	894	955	902	850
营业费用	-473	-645	-756	-732	-796	-865	%总资产	25.8%	24.0%	20.6%	20.8%	18.9%	16.8%
%销售收入	21.0%	32.0%	33.2%	33.5%	33.0%	32.0%	无形资产	163	186	187	99	81	70
管理费用	-347	-347	-306	-306	-338	-379	非流动资产	2,290	2,241	2,181	2,255	2,185	2,121
%销售收入	15.4%	17.2%	13.4%	14.0%	14.0%	14.0%	%总资产	48.0%	48.9%	50.2%	49.1%	45.9%	41.9%
息税前利润 (EBIT)	548	252	233	268	335	435	资产总计	4,770	4,586	4,349	4,590	4,761	5,066
%销售收入	24.3%	12.5%	10.3%	12.3%	13.9%	16.1%	短期借款	355	487	64	66	10	0
财务费用	12	15	-17	-2	0	2	应付款项	460	592	646	623	680	753
%销售收入	-0.5%	-0.7%	0.7%	0.1%	0.0%	-0.1%	其他流动负债	243	86	178	166	174	185
资产减值损失	-74	-49	-55	-29	-24	-29	流动负债	1,058	1,166	888	856	865	938
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	42	28	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	1,034	767	734	896	896	896
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	2,134	1,961	1,622	1,752	1,761	1,835
营业利润	487	219	162	238	311	408	普通股股东权益	2,635	2,622	2,727	2,838	3,000	3,231
营业利润率	21.6%	10.8%	7.1%	10.9%	12.9%	15.1%	少数股东权益	0	4	0	0	0	0
营业外收支	9	16	43	5	5	5	负债股东权益合计	4,770	4,586	4,349	4,590	4,761	5,066
税前利润	495	234	205	243	316	413	比率分析						
利润率	22.0%	11.6%	9.0%	11.1%	13.1%	15.3%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-26	-75	-71	-73	-95	-124	每股指标						
所得税率	5.3%	32.0%	34.7%	30.0%	30.0%	30.0%	每股收益	0.797	0.274	0.229	0.145	0.189	0.247
净利润	469	159	134	170	221	289	每股净资产	4.400	4.474	4.653	2.421	2.560	2.757
少数股东损益	-9	-1	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.796	-0.076	0.653	0.057	0.205	0.237
归属于母公司的净利润	478	161	134	170	221	289	每股股利	0.161	0.050	0.050	0.050	0.050	0.050
净利率	21.2%	8.0%	5.9%	7.8%	9.2%	10.7%	回报率						
							净资产收益率	18.12%	6.13%	4.92%	5.99%	7.37%	8.95%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	10.01%	3.50%	3.08%	3.70%	4.64%	5.71%
							投入资本收益率	14.26%	4.58%	4.49%	5.36%	6.50%	7.96%
净利润	469	159	134	170	221	289	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	11.13%	-10.46%	12.72%	-3.92%	10.37%	12.09%
非现金支出	171	176	203	135	124	123	EBIT 增长率	10.00%	-53.93%	-7.49%	14.83%	25.02%	29.91%
非经营收益	-18	-58	8	-12	-3	-5	净利润增长率	29.65%	-66.34%	-16.60%	26.74%	30.08%	30.83%
营运资金变动	-145	-322	37	-227	-101	-129	总资产增长率	16.72%	-3.84%	-5.18%	5.54%	3.74%	6.39%
经营活动现金净流	477	-45	383	66	240	278	资产管理能力						
资本开支	-414	-42	-56	-81	-24	-25	应收账款周转天数	125.1	122.7	83.5	95.0	95.0	95.0
投资	1	0	0	-95	0	0	存货周转天数	276.9	471.7	435.4	490.0	490.0	490.0
其他	-18	100	54	0	0	0	应付账款周转天数	92.7	103.4	66.2	75.0	75.0	75.0
投资活动现金净流	-430	58	-2	-176	-24	-25	固定资产周转天数	197.0	198.7	141.6	152.5	127.2	103.7
股权募资	79	10	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-14	118	-453	173	-56	-9	净负债/股东权益	16.65%	26.29%	15.45%	12.77%	6.88%	0.39%
其他	-144	-279	-97	-3	-60	-59	EBIT 利息保障倍数	-44.5	-16.8	14.1	171.6	1,047.7	-247.1
筹资活动现金净流	-79	-151	-550	170	-116	-68	资产负债率	44.75%	42.76%	37.31%	38.17%	36.98%	36.22%
现金净流量	-32	-138	-169	61	100	184							

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	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

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：010-66216979

传真：010-66216793

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：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD