

梦洁家纺 (002397)

以爱为基石的家纺龙头

—梦洁家纺新股深度报告

—— / 新股上市

股价：RMB 0

分析师

汪蓉

SAC 执业证书编号: S1000210040001

+755-82492801 wangrongyjs@lhzq.com

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	63
流通 A 股 (百万股)	0
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	0

- 公司为专业提供床上用品系列产品的家纺品牌企业，产品覆盖绗绣套件、绣花套件、被芯、毛毯、床垫及其他家居饰品等共八大类、2600 多个品种，拥有“梦洁”、“寐”、“梦洁宝贝”、“觅”四个自主品牌。“梦洁”品牌包含十大系列、覆盖面广、大而全；“寐”品牌定位奢侈家居、于全球精选最好原料和最优设计，致力于打造国内的奢侈家居品牌；“梦洁宝贝”为国内第一个专业儿童家纺品牌；“觅”为公司新近推出的网购品牌。四大品牌基本覆盖了从低、中到高端消费人群，较为全面。
- 公司的销售区域重点集中于华中地区，来自该区域的销售收入占到总收入的约 53%；其次公司在华东、华北等地亦占有一定市场份额，且业务扩展速度较快。2009 年公司于业内首推全面订货制，按订单组织生产、并对加盟商进行精细化指导，提高了预测的准确性。
- 公司的投资亮点主要体现在：1、品牌优势：坚持自主品牌为主、实施多品牌战略；2、渠道优势：在一线市场具有领先优势；3、营销优势：自主把握营销节奏、重视终端精细化管理；4、管理、文化和团队优势；5、研发优势等五方面。与罗莱家纺和富安娜相比，公司在单店销售额、区域覆盖面和毛利率水平等方面均稍逊一筹，但在费用控制、存货管理、收入质量方面有一定优势，业绩含金量最高。同时公司在订货制度上有所创新，推行了全面订货制；在信息系统建设上，于年底有望实现终端完全覆盖，提升数据收集、分析能力；在营销管理方面也有突出特点，强调客户忠诚度的培养和加盟商的精细化管理、推行五季推广营销模式等。
- 公司募投资金项目包括新增年产 30 万套寝饰套件、80 万条芯被类生产线项目及直营市场终端网络建设，共计投资 3.63 亿元。目前项目已完成 80%多，待募集资金到位后可较快速产生效益。
- 预计公司 2010-2012 年营业收入分别为 9.46 亿元、11.96 亿元和 14.95 亿元；归属母公司净利润分别为 0.96 亿元、1.16 亿元和 1.49 亿元；对应发行后 6300 万总股本，EPS 分别为 1.52 元、1.85 元和 2.36 元，公司合理价值在 38-42 元之间。

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图

经营预测与估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	621.5	630.94	946.47	1196.33	1495.26
(+/-%)	23.9	1.5	50.0	26.4	25.0
归属母公司净利润(百万元)	50.4	88.61	95.98	116.44	148.52
(+/-%)	10.1	75.7	8.3	21.3	27.6
EPS(元)	1.07	1.41	1.52	1.85	2.36
P/E(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：华泰联合证券

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

公司概况	4
品牌概况	4
销售区域分布：在华中地区居绝对优势地位	5
销售模式：推行全面订货制	6
投资亮点	6
品牌优势：坚持自主品牌为主、实施多品牌战略	6
渠道优势：在一线市场具有领先优势	6
营销优势：自主把握营销节奏、重视终端精细化管理	7
管理、文化和团队优势	7
研发优势	7
行业概况和竞争格局	7
家纺行业概况	7
与罗莱家纺、富安娜的财务数据比较	10
IPO 项目介绍	13
产能建设项目	13
直营终端网络建设项目	13
盈利预测	14

图表目录

图 1 分品牌收入构成	4
图 2 两品牌毛利率水平比较	5
图 3 两品牌对综合毛利率的贡献率	5
图 4 不同渠道销售收入占比及毛利率比较	5
图 5 近三年公司分区域收入构成	5
图 6 三公司门店数量比较	10
图 7 三公司平均单店销售额比较	10
图 8 2008 年三家公司分区域收入分布比较	11
图 9 三公司销售毛利率比较	11
图 10 三公司销售净利率比较	11
图 11 三公司直营毛利率比较	11
图 12 三公司加盟毛利率比较	11
图 13 三公司销售费用率比较	12
图 14 三公司直营收入占比比较 (2008N 数据)	12
图 15 三公司管理费用率比较	12
图 16 三公司存货周转率比较	12
图 17 三公司销售收现比比较	13
图 18 三公司业绩含金量比较	13
图 19 2009 年公司产能、产量和销量比较	13
图 20 扩产后公司产能情况	13
表 1 三大主要品牌定位	4
表 2 梦洁爱家文化的内容	6
表 3 三家上市公司比较	9

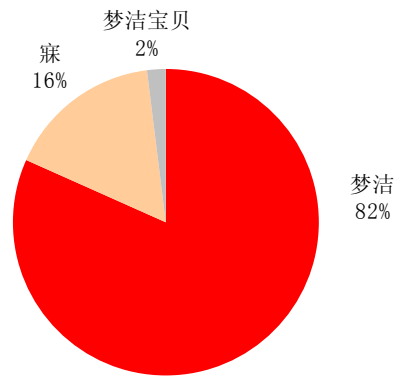
公司概况

品牌概况

公司为专业提供床上用品系列产品的家纺品牌企业，产品覆盖绗绣套件、绣花套件、被芯、毛毯、床垫及其他家居饰品等共八大类、2600多个品种，拥有“梦洁”、“寐”、“梦洁宝贝”、“觅”四个自主品牌。

“梦洁”品牌包含十大系列、覆盖面广、大而全；“寐”品牌定位奢侈家居、于全球精选最好原料和最优设计，致力于打造国内的奢侈家居品牌；“梦洁宝贝”为国内第一个专业儿童家纺品牌；“觅”为公司新近推出的网购品牌。四大品牌基本覆盖了从低、中到高端消费人群，较为全面。

图 1 分品牌收入构成



资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所整理

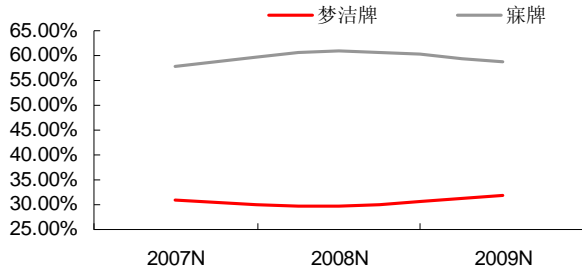
表 1 三大主要品牌定位

品牌	梦洁	寐	梦洁宝贝
目标市场	中高端消费群	高端消费群	儿童消费群
设计风格	以中式艺术、欧式古典巴洛克、梦洁婚庆红等为主题概念，结合 F 理念（自由混搭理念）、M 理念（整体家居设计理念）进行产品整体设计	专业开发高端纯天然材质，以黑、白、米、灰等中性色为主色系，坚持简约、追求精致、细节完美	以天然环保材质为主，将儿童成长分为四个年龄段，根据不同年龄段儿童的成长特点和生理需求进行专门设计
品牌理念	温馨、经典	环保、尊贵	健康、快乐

资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所整理

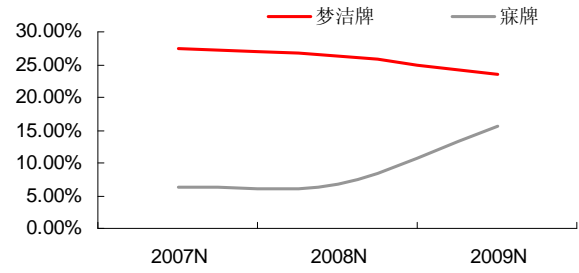
近三年来，“梦洁”牌和“寐”牌的毛利率均保持在相对稳定水平，分别达到 31.9% 和 58.7%。2009 年公司综合毛利率有显著提升，主要源于以下两点：1、高毛利的“寐”牌销售规模有明显提升，提升了综合毛利率；2、直营收入占比有所提高。分渠道来看，公司直营和加盟的毛利率分别达到 52.4% 和 31.3%。

图 2 两品牌毛利率水平比较



资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究

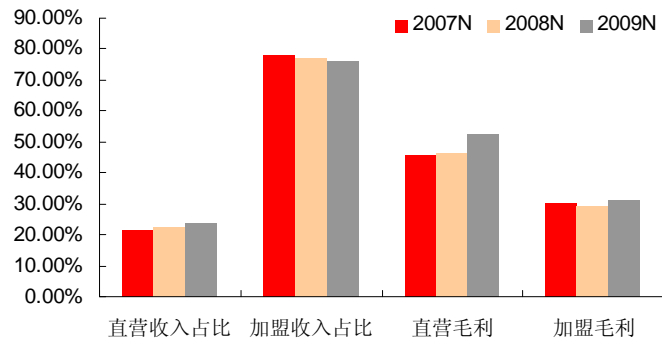
图 3 两品牌对综合毛利率的贡献率



资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究

备注：毛利率贡献率为毛利贡献率*综合毛利率

图 4 不同渠道销售收入占比及毛利率比较

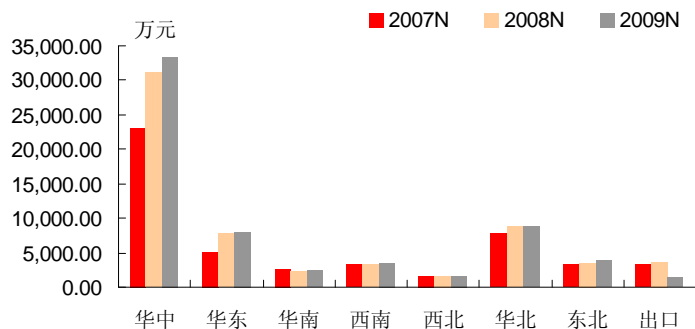


资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所整理

销售区域分布：在华中地区居绝对优势地位

公司的销售区域重点集中于华中地区，来自该区域的销售收入占到总收入的约 53%；其次公司在华东、华北等地亦占有一定市场份额，且业务扩展速度较快。

图 5 近三年公司分区域收入构成



资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所整理

销售模式：推行全面订货制

2009 年公司于行业内首推全面订货制，按订单组织生产，并对加盟商进行精细化指导，提高了预测的准确性。

投资亮点

公司的投资亮点主要体现在以下几个方面：

品牌优势：坚持自主品牌为主、实施多品牌战略

公司倡导“爱家文化”、坚持自主品牌为主、实施多品牌战略，同时尝试国际品牌代理。

表 2 梦洁爱家文化的内容

爱家文化
企业价值观：在以爱为基石的付出中成就荣耀
文化理念：爱在家庭
文化内涵：品格第一：好品格成就幸福的家庭、成功的事业 家庭第二：持守家庭永远在事业的前面； 事业第三：爱家的人做爱家的事业，让更多的家庭充满爱
工作总纲：最为顾客着想
企业愿景：梦洁的产品成为关爱家庭的象征，把梦洁带回家就是把爱带回家
企业使命：爱国家，爱小家，爱大家

资料来源：公司官网、华泰联合证券研究所整理

自主品牌方面，“梦洁”牌覆盖面广、涵盖低、中、高档各个层次，根据消费者的消费偏好分为十大系列，各系列单独运作、可分可合、灵活性强。目前该品牌门店数量达到 1300 多家，对收入的贡献超过 80%；“寐”牌定位高端，致力于满足高收入阶层的消费诉求，09 年门店数量已达 220 多间，实现销售收入约 1.03 亿，净利润 2000 多万；“梦洁宝贝”作为国内第一个专业儿童家纺品牌，目前已经发展专卖店 130 多家，实现销售收入约 1000 多万，贡献净利润约 230 多万元。

此外公司还新推出自主网购品牌“觅”和倡导整体家居概念的“MENDALE/MAISON”。其中“MENDALE/MAISON”的推出顺应了家纺行业强调整体家居概念和融合性的发展趋势，将多系列“梦洁”牌、“寐”牌、“梦洁宝贝”牌、“梦洁床垫”和各类国际代理品牌融合其中，全面展示梦洁的品牌形象和爱家文化。

渠道优势：在一线市场具有领先优势

截至 2009 年末，公司门店总数达到 1662 家、门店面积超过 13 万 m²，在业内居前列。与此同时，公司在一线市场的领先优势明显，在全国销售前 300 名大型零售商场中均设有专柜，并连续 5 年获得全国大型零售企业同类产品销售的市场综合占有率第一。另数据显示，公司成熟门店单店平效达到 852 元/m²、月，相较于罗莱家纺和富安娜毫不逊色。

近几年来，公司重视已有渠道的深度挖掘、做精做细，在这些区域形成了基础稳固的品牌优势，未来随着市场规模的扩大和门店数量的增加，其成功经验有望在其他区域进行快速复制。

营销优势：自主把握营销节奏、重视终端精细化管理

公司施行五季推广营销模式，围绕各季特色、融入“爱家”文化，适时推出相应营销主题，使其在营销节奏的把握方面自主性更强。

同时公司重视对加盟商的精细化管理，提供营销方面的系统培训和指导，着力提升终端门店的管理和服务水平。

与其他同类品牌不同的是，公司较少参与打折、促销活动，而是致力于通过加强客户关系管理、强调产品高品质、高性价比的方式增强客户的品牌忠诚度，保证了盈利的稳定性和持续性。数据显示，公司会员人数已近两万名，成熟门店每年老会员对收入的贡献可达 30%以上。

管理、文化和团队优势

经过 10 多年发展，公司形成了一套系统的扁平化、网格式管理模式：秉承“爱在家庭”的经营理念，致力于爱家文化的建设，推出“品格第一训练”、“爱家十则”、“管理准则十六条”、“爱、精、美、健康十六条”和“创新三十条”的文化管理体系，并将“爱家文化”植入到公司内部经营管理、营销服务、品牌推广等多个方面。

此外公司的管理团队从业经历较长、行业经验丰富、稳定性强。

研发优势

公司拥有首席设计师 5 名、近百人研发团队，目前使用中的有效专利达 140 项，属业内最多；公司每年推出新款约 600 项，新品销售占比达到 20%以上，与罗莱家纺、富安娜相当。

此外公司还保持与法国巴黎、德国法兰克福、意大利米兰等时尚前沿城市的密切联系，通过合作开发、考察、参加展会等方式及时捕捉国际消费潮流。

行业概况和竞争格局

家纺行业概况

我国家纺行业是目前整个纺织品行业中发展前景最好、成长速度最快的子行业。据家纺行业协会的统计，近五年来家纺行业一直以 20%左右的速度快速增长。床上用品作为家纺行业中的子行业，其工业总产值占到 1/3 强，发展前景同样广阔。在发达国家，家用纺织品消费与服装、产业用纺织品形成纺织行业中“三分天下”局面，而在我国，家用纺织品、服装和产业用纺织品的比例则为 80: 12: 8，差距较大，也预示了较大的发展空间。

国际化进程中，国内的家纺品功能已经发生了显著变化：由过去单纯强调实用性到强调实用性和装饰性并重，对床品的时尚性、与家居环境的协调性等提出更高要求，同时也拓宽了行业范围。家纺行业的发展趋势突出表现为：1、突出品牌特色和品牌内涵的独特、鲜明定位；2、强调终端零售管理的精细化；3、重视整体家居概念的推广等。

而分析推动我国家纺行业在近几年获得迅速发展的主要原因，我们认为主要来自以下几点：1、居民消费水平的整体提升，中高收入人群的持续增加和居民消费偏好的转变；2、居民住房条件的逐步改善；3、酒店、旅游业的发展；4、儿童用品需求的持续增长；5、婚庆消费的持续增长等，其中1、2点是更主要的原因。

不过就我国目前家纺行业的竞争格局而言，尚处于初级竞争阶段，具备绝对行业龙头地位的品牌还未产生。因为市场容量庞大，各类品牌均有其生存空间，品牌与品牌间的竞争优势还不突出，并且品牌定位雷同、设计抄袭、打价格战的现象屡见不鲜。

目前已上市公司中与公司有同类型业务的为罗莱家纺和富安娜，与上述两家公司相比，公司在单店销售额、区域覆盖面和毛利率水平等方面均稍逊一筹，但在费用控制、存货管理、收入质量方面有一定优势，业绩含金量最高。同时公司在订货制度上有所创新，推行了全面订货制；在信息系统建设上，于年底有望实现终端完全覆盖，提升数据收集、分析能力；在营销管理方面也有突出特点，强调客户忠诚度的培养和加盟商的精细化管理、推行五季推广营销模式等。

表 3 三家上市公司比较

	罗莱	富安娜	梦洁	比较
公司愿景	优化渠道和产品结构、提升整体技术水平和创新能力，充分发挥品牌、渠道和研发优势，持续满足人们对家纺品多品种、多规格、小批量、高档次的需求，将公司逐步打造成国际一流家纺企业	以“创造美好睡眠生活，打造百年家居品牌”为经营理念，走集团化发展道路；以上市为契机，未来十年销售规模达到 30 多亿元人民币，逐渐成长为世界级家纺企业	梦洁的产品成为关爱家庭的象征，把梦洁带回家就是把爱带回家	梦洁的企业愿景更为人性化、体现了社会关爱
品牌定位	做大做强“罗莱”品牌的同时，加强与国际知名家纺品牌合作，构建和完善“多品牌矩阵”，最大程度实现消费者对中高档品牌家纺产品的需求	致力于为消费者提供艺术家纺产品；提出“大家居”概念，主张家居装饰搭配方面突出和谐美感，将家居产品与家用纺织品完美配套，形成一致化家居格调	宣扬爱家文化，“爱在家庭”的文化理念	梦洁将企业文化与品牌文化更有机的结合
主打品牌	罗莱、SHERIDAN、SAINT MARC、DISNEY 及其他诸多国际代理品牌	核心品牌“富安娜”、明星品牌“馨而乐”、高端品牌“维莎”、大众品牌“圣之花”、新品牌“劳拉夫人”	多系列“梦洁”牌、奢侈品牌“寐”、国内第一专业儿童品牌“梦洁宝贝”、网购品牌“觅”	富安娜和梦洁的品牌覆盖面更广、罗莱则集中于中高端
优势区域	华东地区	珠三角市场	华中地区	罗莱的市场覆盖面最广
渠道建设	特许加盟为主、直营为辅，加盟商所在区域公司不再直营；专柜渠道丰富	直营与加盟并举；直营所在区域加盟不进；	直营和加盟并举；对市场容量大、购买力强、品牌影响力大的地区以直营为主；其他二、三级市场发展加盟	梦洁的直营收入占比高于罗莱、低于富安娜
加盟商制度	支付履约保证金、款到发货、月度和年度购货指标；提货折扣约为 45 折；	支付 2 万元履约保证金、款到发货、有一定销售指标要求；以成本加成的方式制定批发价，加成率在 50%-70%	发展唯一专卖商、按照形象、价格、营销政策和服务规范四统一原则进行管理，并进行业务、服务的专业指导。支付 2-3 万元保证金、现款现货，以成本加成方式确定批发价	梦洁与富安娜的定价策略更近似
订货制度	一年三次针对加盟商的订货会、订货量占到当季产品需求总量的约 30%，其余时间接受补单；常规产品需提前 1 周提交订单、促销产品需提前 1 个月提交订单；	一年两-三次针对加盟商的订货会、订货量占到当季产品需求总量的约 20%，随后进行 3 个月滚动下单；常规产品需提前 1 周提交订单、促销产品需提前 50-60 天提交订单；	全面订货制度，一年两次订货会（每年 4 月份和 7 月份的秋冬和春夏订货会）；	梦洁首次推行全面订货制度

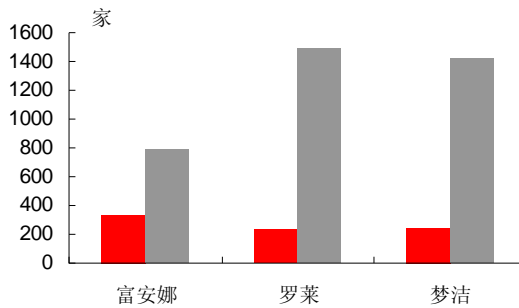
生产状况	自产比例较高、总产能高于富安娜、生产灵活性更好、主控力更强；生产组织方式为“订单+预测”，一是通过订货会接受加盟商订单、二是依据 ERP 管理系统、以历史数据为基础对未来需求进行预测、并安排生产；	约有 25%的外协比例，但主要为非主打产品；生产组织方式上：对加盟商以订单组织生产、对直营店以市场预测组织生产	09 年后全面按订单组织生产；目前各类产品产能均严重不足	罗莱的产能更大、快速反映能力最强
信息系统建设	已上 ERP	信息系统建设投入早、实现了对直营终端的全面覆盖和加盟终端的 50%覆盖	2010 年底实现直营和加盟终端的全面覆盖	梦洁和富安娜的信息系统建设走的更远

资料来源：各公司公告、公司招股说明书、华泰联合证券研究所整理

与罗莱家纺、富安娜的财务数据比较

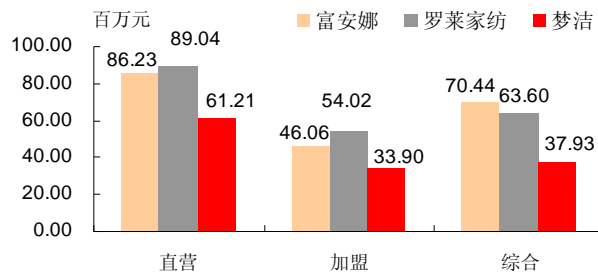
从门店数量和单店销售额来看，公司门店数量少于罗莱、多于富安娜，但平均单店销售额均低于二者，主要因于公司在 09 年扩张了较多“梦洁宝贝”和梦洁床垫等新生品牌门店，这些门店的效益尚未完全体现，摊薄了单店销售规模。另外也与公司较少进行打折促销活动有一定关系。

图 6 三公司门店数量比较



资料来源：各公司公告、公司招股说明书、华泰联合证券研究所整理

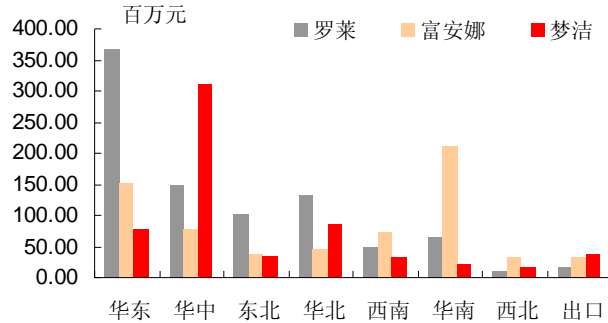
图 7 三公司平均单店销售额比较



资料来源：各公司公告、公司招股说明书、华泰联合证券研究所整理

从区域分布来看，罗莱、富安娜和梦洁分别在华东、华南和华中地区优势明显，同时对全国范围的市场覆盖均以展开。

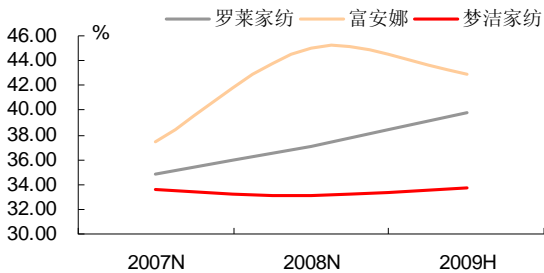
图 8 2008 年三家公司分区域收入分布比较



资料来源：各公司公告、公司招股说明书、华泰联合证券研究所整理

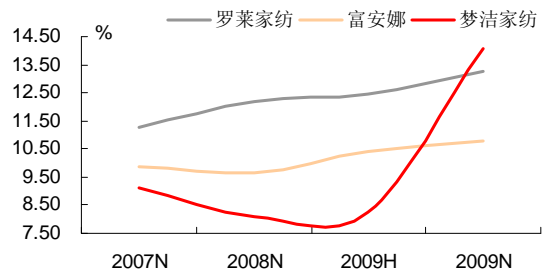
相较于罗莱和富安娜，公司毛利率水平偏低，主要源于自主品牌“梦洁”覆盖面广，涵盖了低、中、高档多个产品系列，其中低毛利产品的销售拉低综合毛利水平；与公司较少参与打折促销活动亦有一定关联。

图 9 三公司销售毛利率比较



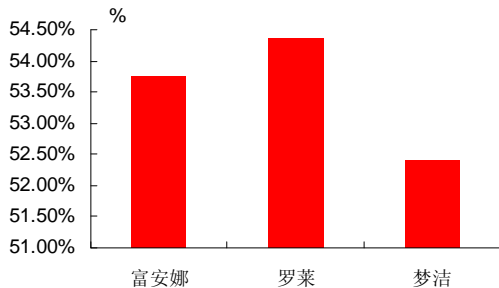
资料来源：各公司公告、公司招股说明书、华泰联合证券研究

图 10 三公司销售净利率比较



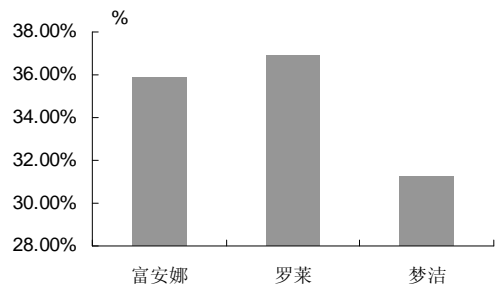
资料来源：各公司公告、公司招股说明书、华泰联合证券研究

图 11 三公司直营毛利率比较



资料来源：各公司公告、公司招股说明书、华泰联合证券研究

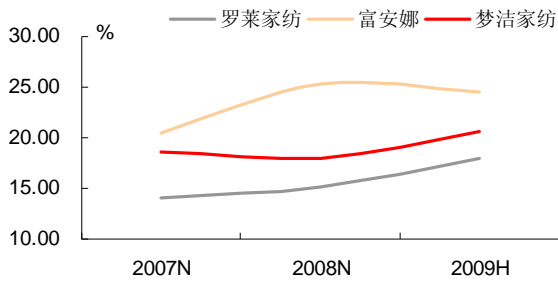
图 12 三公司加盟毛利率比较



资料来源：各公司公告、公司招股说明书、华泰联合证券研究

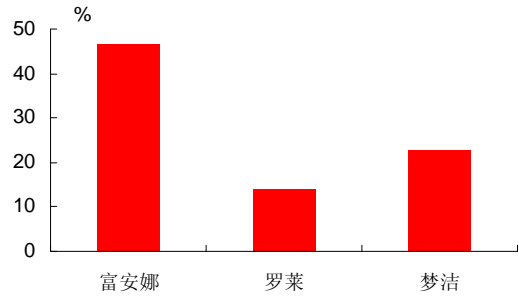
期间费用率方面，公司的销售费用率高于罗莱而低于富安娜，这与其直营收入占比较高的经营模式有关。而管理费用率方面，公司则保持在较低水平。

图 13 三公司销售费用率比较



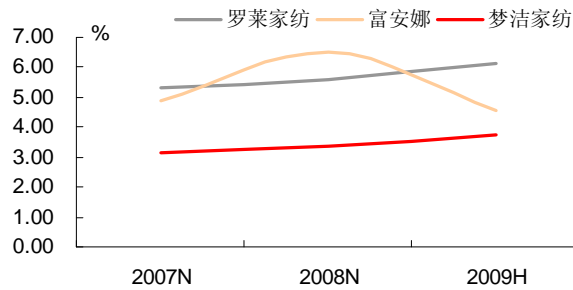
资料来源：各公司公告、公司招股说明书、华泰联合证券研究

图 14 三公司直营收入占比比较 (2008N 数据)



资料来源：各公司公告、公司招股说明书、华泰联合证券研究

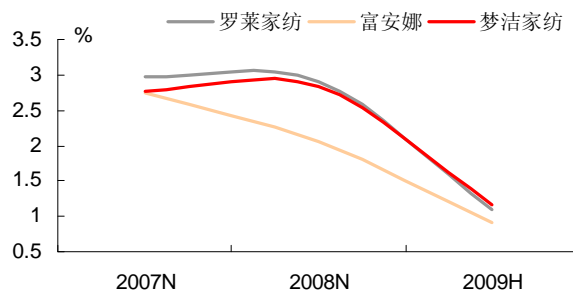
图 15 三公司管理费用率比较



资料来源：各公司公告、公司招股说明书、华泰联合证券研究所整理

从存货周转效率来看，公司的存货周转率与罗莱家纺相当，略高于富安娜，显示出较强的存货管理能力。

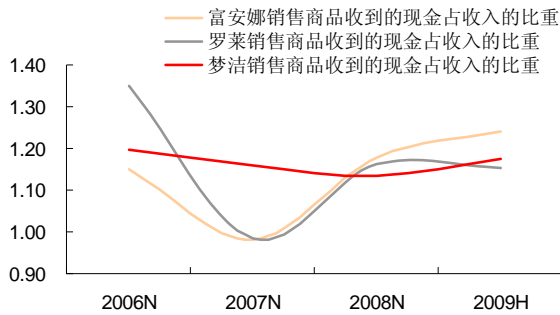
图 16 三公司存货周转率比较



资料来源：各公司公告、公司招股说明书、华泰联合证券研究所整理

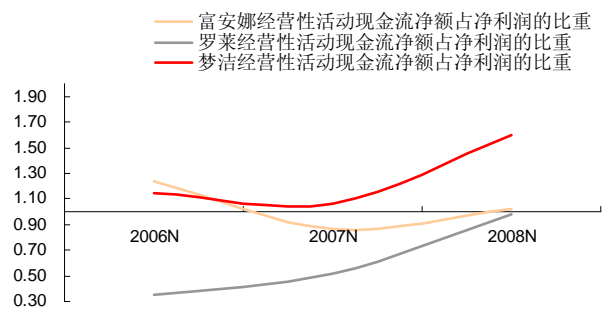
通过对经营性现金流的分析可以看到，公司的收入质量较好、业绩含金量最高。

图 17 三公司销售收现比较



资料来源：各公司公告、公司招股说明书、华泰联合证券研究

图 18 三公司业绩含金量比较



资料来源：各公司公告、公司招股说明书、华泰联合证券研究

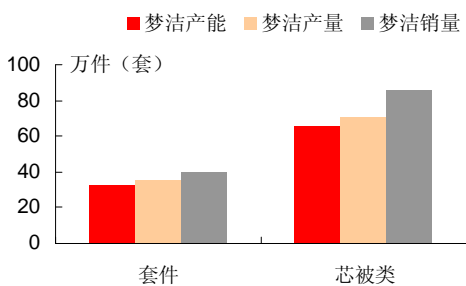
IPO 项目介绍

公司募投资金项目包括新增年产 30 万套寝饰套件、80 万条芯被类生产线项目及直营市场终端网络建设，共计投资 3.63 亿元。目前项目已完成 80% 多，待募集资金到位后可较快速产生效益。

产能建设项目

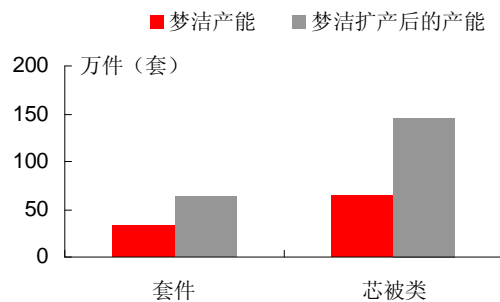
因为资金约束，公司目前的产能严重不足、只能通过外协解决部分产能缺口，09 年因缺货导致的收入减少就在 1 亿元以上，一定程度上制约了销售规模的提升。此项目建成后，可在一定程度上缓解公司产能紧张的状况，实现年产值 10 亿元，新增产值 5 亿元。其中绣花套件，新增产量 20 万套，新增产值 1.2 亿元；绉绣套件，新增增加产量 10 万套，新增产值 1.3 亿元；芯被类，新增产量 80 万条，新增产值 2.5 亿元。

图 19 2009 年公司产能、产量和销量比较



资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究

图 20 扩产后公司产能情况



资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究

直营终端网络建设项目

公司的直营终端建设项目拟投入 1.85 亿元，包括：1、在北京、上海、沈阳、天津和长沙购置大型专卖店 5 家、单店面积 500 m²；2、在上海等城市租赁新开专卖店 30 个、单店面积 300 m²；3、在北京等地大型百货商场新开专柜 60 个、单店面积 80 m²；4、整改装修原有专柜 100 间；5、其他直营终端流动资金投入，预计项目完成后的直营专卖和直营专柜的平效分别达到 1.28 万元/m²和 1.81 万元/m²。目前各店铺的选址已经完成，待资金到位后，网络建设可全面推开。预计项目达产后，可为公司新增销售收入 2.5 亿元，净利润 3444 万元。

盈利预测

假设:

1、2010 年公司新增直营门店 95 间、新增加盟门店约 400 间，单店销售额同比增长 15%；2011 年、2012 年公司每年新增加盟门店数约 200 间、直营门店数约 100 间，单店销售额每年同比提升约 10%；

2、2010 年-2012 年直营和加盟毛利率基本分别保持稳定；

3、公司高新技术企业所得税优惠享受至 2010 年，2011 年及以后所得税率由 15%恢复至 25%；

预计公司 2010-2012 年营业收入分别为 9.46 亿元、11.96 亿元和 14.95 亿元；归属母公司净利润分别为 0.96 亿元、1.16 亿元和 1.49 亿元；对应发行后 6300 万总股本，EPS 分别为 1.52 元、1.85 元和 2.36 元，公司合理价值在 38-42 元之间。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	413	1048	1254	1498	营业收入	631	946	1196	1495
现金	161	672	782	909	营业成本	402	603	754	935
应收账款	32	53	66	83	营业税金及附加	5	8	10	12
其他应收款	19	24	32	41	营业费用	119	180	233	292
预付账款	14	22	26	33	管理费用	24	36	45	57
存货	187	277	347	430	财务费用	6	4	-4	-1
其他流动资产	0	1	1	1	资产减值损失	2	2	2	2
非流动资产	245	237	227	216	公允价值变动收益	-0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	134	216	213	209	营业利润	73	114	156	199
无形资产	26	19	12	5	营业外收入	34	2	0	0
其他非流动资产	85	2	2	2	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	658	1286	1481	1714	利润总额	106	116	156	199
流动负债	444	399	477	561	所得税	17	20	39	50
短期借款	185	70	70	70	净利润	89	96	117	149
应付账款	131	192	242	301	少数股东损益	0	0	1	1
其他流动负债	128	137	165	190	归属母公司净利润	89	96	116	149
非流动负债	4	4	4	4	EBITDA	91	130	166	212
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.89	1.52	1.85	2.36
其他非流动负债	3	3	3	3					
负债合计	448	402	481	565	主要财务比率				
少数股东权益	1	1	2	3		2009	2010E	2011E	2012E
股本	47	63	63	63	成长能力				
资本公积	3	563	563	563	营业收入	1.5%	50.0%	26.4%	25.0%
留存收益	160	256	372	521	营业利润	19.8%	56.3%	36.7%	27.6%
归属母公司股东权益	210	882	998	1147	归属于母公司净利润	75.7%	8.3%	21.3%	27.6%
负债和股东权益	658	1286	1481	1714	获利能力				
					毛利率(%)	36.3%	36.3%	37.0%	37.5%
					净利率(%)	14.0%	10.1%	9.7%	9.9%
					ROE(%)	42.2%	10.9%	11.7%	12.9%
					ROIC(%)	27.5%	35.1%	39.8%	48.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	68.0%	31.3%	32.5%	32.9%
					净负债比率(%)	43.11%	17.46%	14.61%	12.45%
					流动比率	0.93	2.63	2.63	2.67
					速动比率	0.51	1.93	1.90	1.90
					营运能力				
					总资产周转率	1.03	0.97	0.86	0.94
					应收账款周转率	18	22	20	20
					应付账款周转率	3.04	3.73	3.47	3.44
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.41	1.52	1.85	2.36
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.13	1.04	1.74	2.07
					每股净资产(最新摊薄)	3.33	14.00	15.85	18.20
					估值比率				
					P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
					P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBITDA	0	0	0	0

数据来源: 华泰联合证券研究所.

华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层

邮政编码: 518001

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com