

免费干洗形成独特销售主张，强大的渠道控制和高效的计划统筹系统提升公司长期投资价值

行业分类：纺织服装

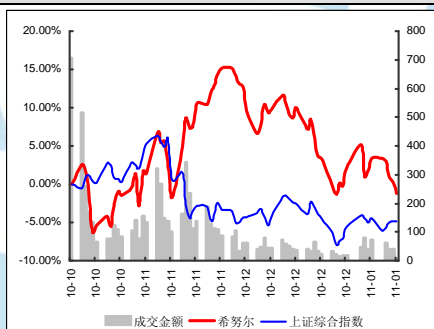
2011. 1. 14

公司投资评级	买入
6-12个月目标价	34.5
当前股价(10.12.03)	27.05
研究员：张绍坤 执业号：S0640208090087	
电话：0755-83689044	
E-mail: zskscstock@yahoo.com.cn	
报告日期：2010.1.4	

基础数据

上证指数	2827
总股本(亿)	4
流通A股(亿)	0.4
流通B股(亿)	0
流通A股市值(亿)	10.82
每股净资产(元)	8.89
ROE(Q3)	5.63%
资产负债率	20.79%
动态市盈率	25
市净率	3

近一年行业指数与上证综指走势对比



资料来源：wind

江南金融研究所：

联系人：刁志学、毛艳琼
联系电话：0755-83778731
地址：深圳市深南中路68号航空大厦2902室(518031)

投资要点：

- 品牌价值的不断提升需要企业拥有强大的品牌塑造力，这包括品牌战略（包括目标客户的年龄、性别、收入、家庭地位、社会地位、消费偏好、消费习惯等个性化指标）是否清晰准确以及产品的设计、用料、宣传、渠道门店的装修、位置、服务等方面是否与品牌战略的目标客户相吻合，品牌塑造力是一个系统工程，而品牌战略是这个系统工程中最重要的一步。
- 希努尔独特销售主张策略（包括终生免费干洗、以旧换新、三件套、量身定制等）符合行业发展逻辑，符合二三线城市中等消费人群的消费特点，对消费者具有很强的吸引力，尤其是终生免费干洗以及三件套策略，对于提升客户忠诚度，强化客户粘性，提升产品销量以及提升品牌价值具有重要作用。同时终生免费干洗策略需要强大的后勤系统做保障，干洗服务网点建设、物流系统建设、流程建设等具有一定的壁垒，短期内竞争对手难以模仿，我们认为公司的品牌战略是成功而有效的。
- 公司管理团队稳定，内部控制以及统筹能力突出，在产品设计、产品生产、物流控制等方面具有较强优势，渠道控制力及内部高效的计划统筹系统确保了公司免费干洗策略、买断代理退换货策略、量身定制策略、的有效实施，我们认为公司强大的渠道控制和高效的计划统筹系统提升公司长期投资价值。
- 我们预计2010-2012年公司销售收入为10.62亿，14.45亿和18.19亿，综合毛利率分别为39.33%，41.97%和43.28%。根据假设我们测算公司2010-2012年EPS分别为0.72元，1.06元和1.47元。按照2011年30-35倍市盈率计算，公司合理价值在34.5元，近期公司股价调整较大，我们认为从长期投资逻辑来看，公司股价已经出现一定程度的低估，属于被错杀的投资品种，给予推荐评级。

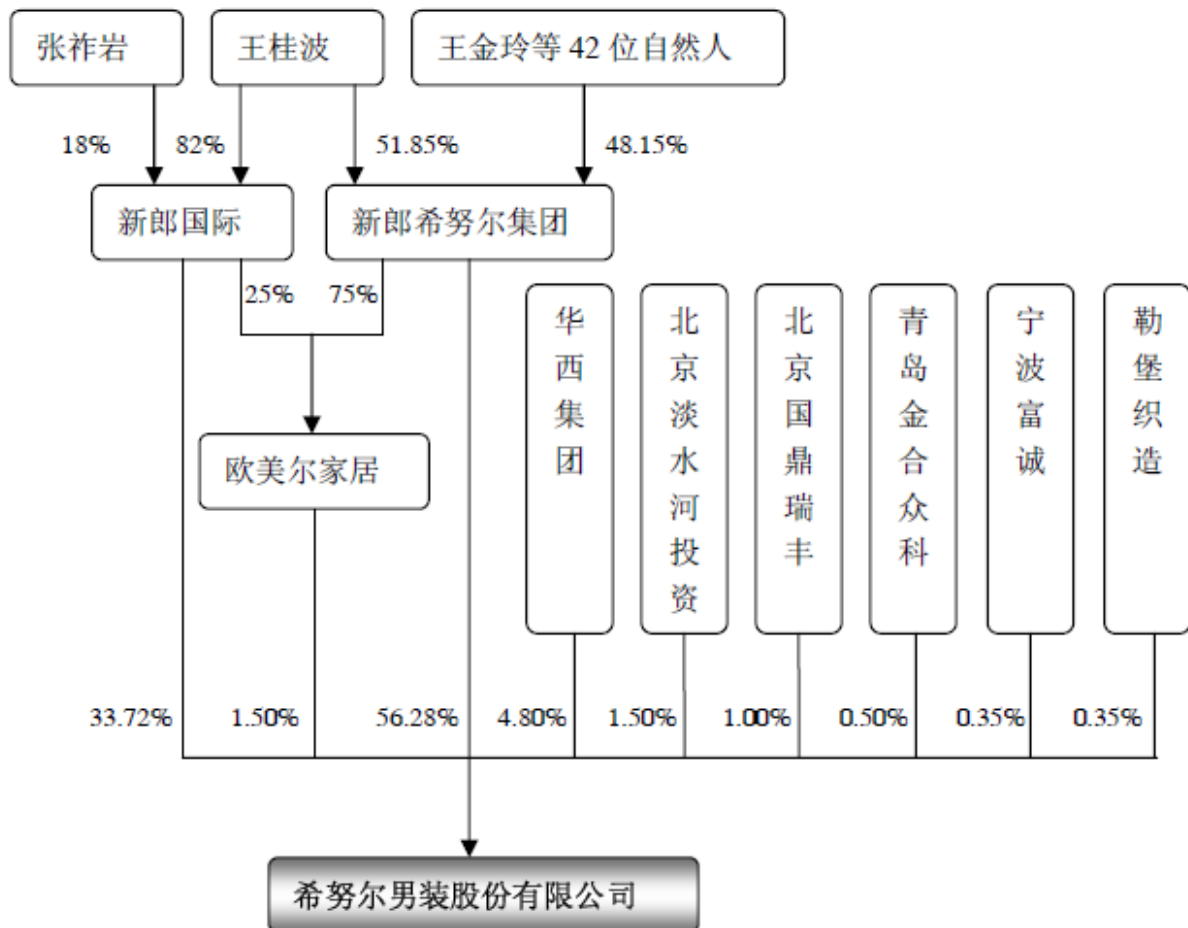
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	850	1063	1445	1806
收入同比(%)	-4%	25%	36%	25%
归属母公司净利润	111	145	213	293
净利润同比(%)	6%	30%	47%	38%
毛利率(%)	37.4%	39.3%	42.0%	43.3%
ROE(%)	24.9%	7.8%	10.3%	12.4%
每股收益(元)	0.56	0.72	1.06	1.47
P/E	48.07	36.88	25.09	18.19
P/B	11.97	2.88	2.58	2.26
EV/EBITDA	40	26	19	14

一、 公司简介： 产能优势明显， 渠道扩张稳健的男正装龙头

山东诸城普兰尼奥服饰有限公司成立于 2003 年 12 月,2007 年 12 月收购了同一控制人下的山东新郎、诸城希努尔和山东瀚湟的相关服装类资产,于 2008 年 6 月变更为希努尔男装股份有限公司,2010 年 10 月在 A 股上市。

公司第一大股东新郎希努尔集团与第二大股东新郎国际的实际控制人皆为王桂波,其中新郎希努尔集团持有公司股份比例为 56.28%、新郎国际持有公司股份比例为 33.72%,王桂波先生通过以上两家公司间接持有希努尔 57.72%股权。公司第四大股东欧美尔家居与发行人为同一控股股东新郎希努尔集团控制下的企业,持有公司 1.5%的股份。

图表 1: 公司股权结构

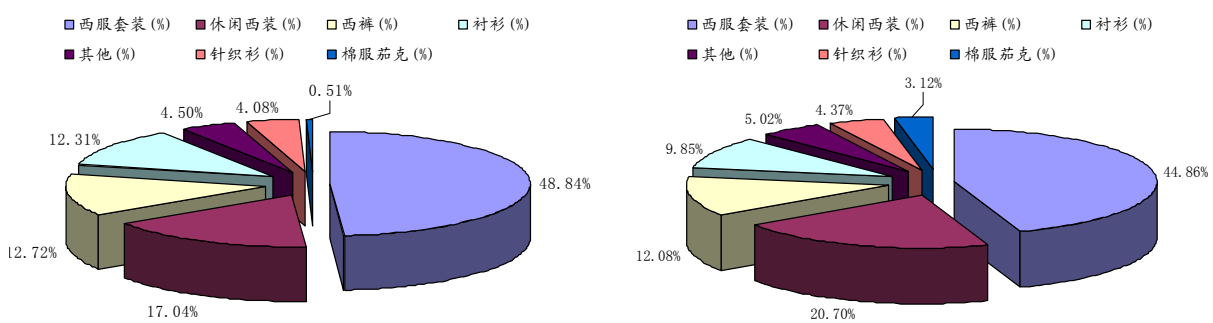


资料来源：公司招股说明书，中航证券金融研究所

公司主营业务是品牌西服、休闲西装、衬衫、西裤等男士服装产品的生产和销售,主要产品是“希努尔 SINOER、“新郎·希努尔”、“新郎+XINLANG”等自有品牌的西服和衬衫。公

司采取了以直营和加盟店为主，团购与贴牌为有效补充的销售模式。2009年，西服产品销售收入占主营业务收入77.6%，2010年上半年占比为78.6%，其它为衬衫等销售收入。

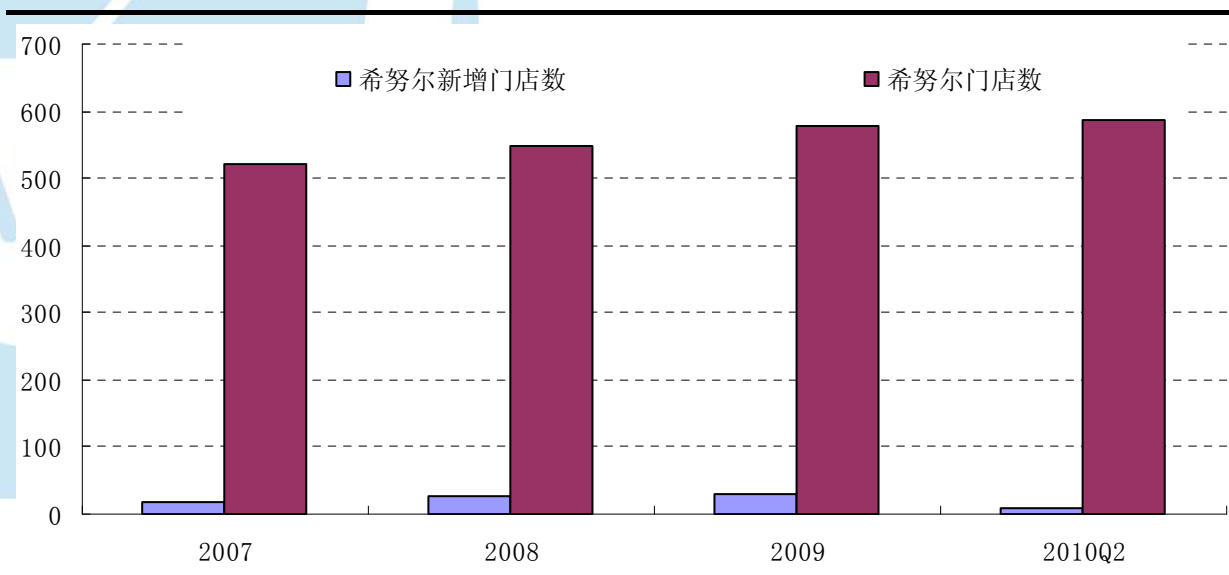
图表 2: 2010 年上半年 (左图) 与 2009 年 (右图) 希努尔销售收入结构图



资料来源: 公司招股说明书, 中航证券金融研究所

作为国内西服行业龙头, 2009年西服销售额6.54亿, 在上市公司中仅次于雅戈尔, 但公司西服套装的终端零售价格在1000元左右, 定位在中档及中低端市场, 与红豆类似, 因此其终端渠道以二、三线城市的直营店和加盟店为主, 并主要集中在北方市场, 其中山东、河南、河北、山西四省公司市场占有率分别为43%, 25%, 22%和16%, 排名第一, 同时在陕西、江苏、安徽、东北、内蒙等市场也具有较大优势。由于公司对加盟商要求严格, 因此公司外延式扩张较为稳健, 07-09年公司直营店增加8家, 加盟店每年新增22家, 与同类公司相比较低, 扩张较为稳健。

图表 3: 希努尔 07 年以来的门店数及新增门店数统计



资料来源: 公司招股说明书, 中航证券金融研究所

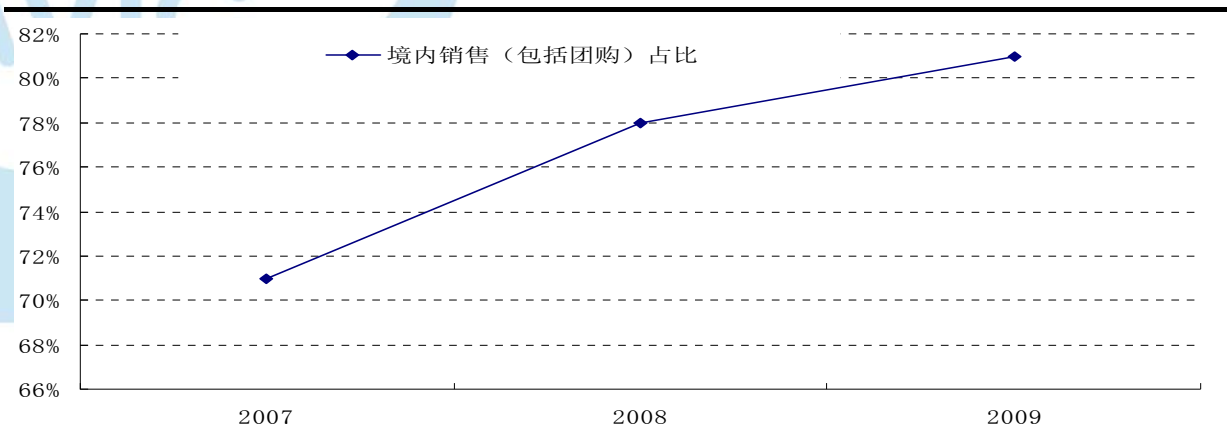
图表 3: 公司营销网络分布图



资料来源: 公司招股说明书, 中航证券金融研究所

公司采取多元化品牌策略, 目前拥有“希努尔 SINOER、“新郎·希努尔”、“新郎+XINLANG”等自有品牌, 2009 年自有品牌销售收入占比约为 60%左右, 团购及出口贴牌占比 40%, 近年来公司强化了内销力度, 在终端门店及建设、团购业务等方面投入了较大的资源, 使得国内销售额增长迅速, 销售占比不断提升, 这主要来自于业务扩张带来的销量的提升以及品牌附加值提高带来的终端零售价格的持续提高。

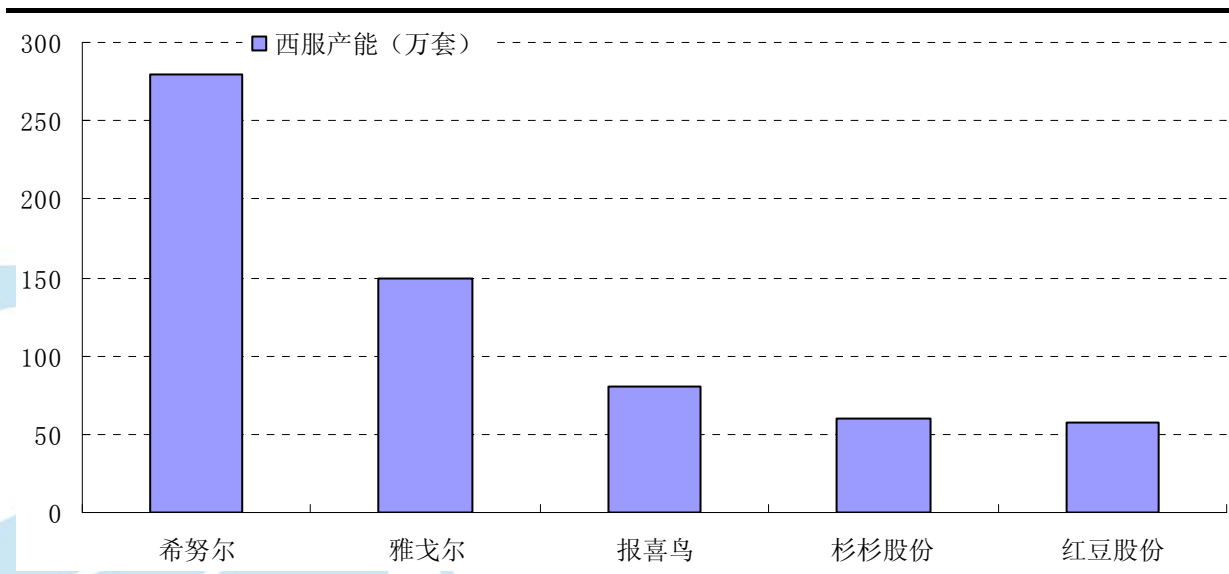
图表 4: 希努尔境内销售（包括团购）占比不断提升



资料来源: 公司招股说明书, 中航证券金融研究所

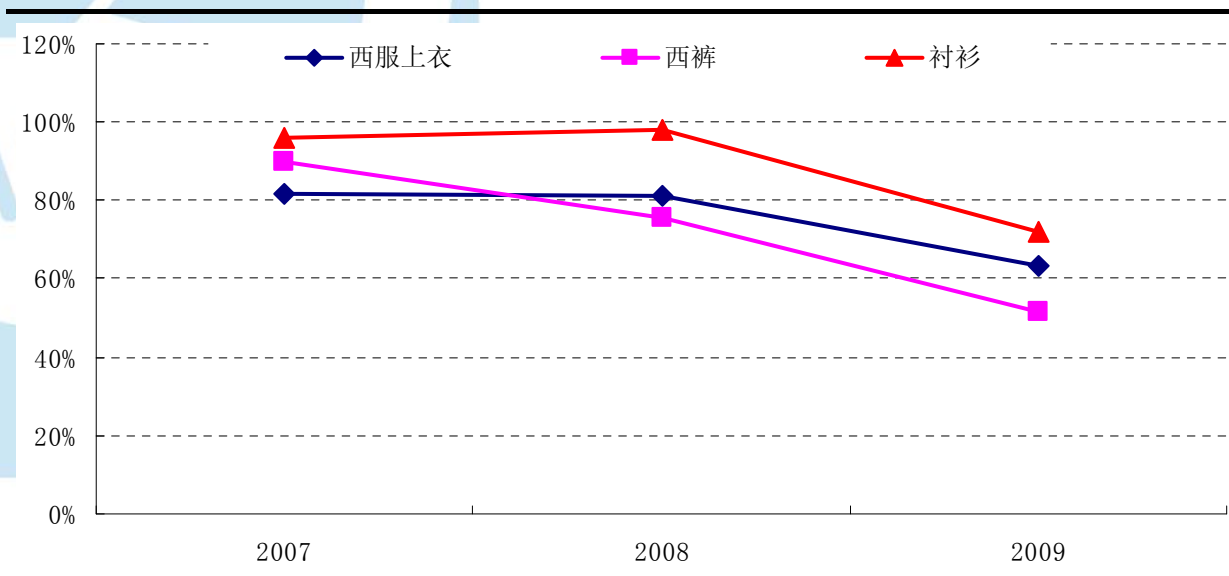
公司拥有国内规模最大的男士正装生产基地，拥有 10 条西装上衣生产流水线，12 条西裤生产流水线、6 条衬衫生产流水线，年生产能力为西装上衣 280 万件、西裤 420 万条、衬衫 200 万件，这主要源于公司是“贴牌出口”起步的制造企业，这一方面保证了公司产品质量、生产成本等方面具有优势，但另一方面，08 年金融危机也是的公司产能利用率出现较大幅度的下降，我们认为随着公司向内销市场转型的深化，未来其产能利用率将逐步提升。

图表 5: 主要西服上市公司产能统计



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图表 6: 公司 07 年以来的产能利用率



资料来源: 公司招股说明书, 中航证券金融研究所

二、行业逻辑：品牌塑造力——战略先行，强大的渠道控制是基础，高效的计划统筹系统是保障

自有商标服装专卖店（SPA）70年代在美国出现，随后迅速发展壮大，盖普、优衣库、ZARA、H&M都是其中的佼佼者。SPA是指从生产到销售的整个流程都由一家公司统一管理、坚守中间环节的浪费、实现降低成本同时形成品牌价值的运营方式。

我们认为品牌服装企业运营的关键是要实现品牌价值的不断提升和销售渠道的快速健康扩张，品牌价值的不断提升可以提升产品附加值，进而提升毛利率，渠道快速健康扩张可以实现销售收入的快速增长，进而共同支撑企业ROE的不断提升。

2.1 品牌塑造力：战略先行

品牌价值的不断提升需要企业拥有强大的品牌塑造力，这包括品牌战略（包括目标客户的年龄、性别、收入、家庭地位、社会地位、消费偏好、消费习惯等个性化指标）是否清晰准确以及产品的设计、用料、宣传，渠道门店的装修、位置、服务等方面是否与品牌战略的目标客户相吻合，品牌塑造力是一个系统工程，而品牌战略是这个系统工程中最重要的一步。

纵观国外成熟市场品牌战略的演进过程大概分为三个阶段：独特销售主张理论（USP理论）、品牌形象理论以及心智争夺理论，对于行业不同发展阶段，实施不同的品牌战略。

独特销售主张理论强调品牌企业向消费者提供一个独特的主张或服务，这种主张或服务竞争对手不能或不曾提出，同时这个主张或服务必须由足够的吸引力打动消费者。独特主张理论在行业成长的初级阶段可取得突破性效果。

品牌形象理论是指当产品同质化加强，消费者对品牌选择理性减弱时，人们更多最求感性利益，品牌企业通过一系列的营销手段赋予产品一定的感性品牌形象，进而提升品牌附加值，品牌形象理论在行业高速成长期可取得良好效果。

心智争夺理论是品牌形象理论的延伸，随着品牌形象的泛滥，消费者对品牌形象难以区分，此时消费者潜意识的将品牌进行分类进行“选择性记忆”，在消费时主要选择排名靠前的产品消费，随着市场的不断成熟，最终消费者选择的可能仅是排名数一数二的产品（杰克韦尔奇的数一数二战略）。心智争夺理论在行业逐步成熟时具有重要意义。

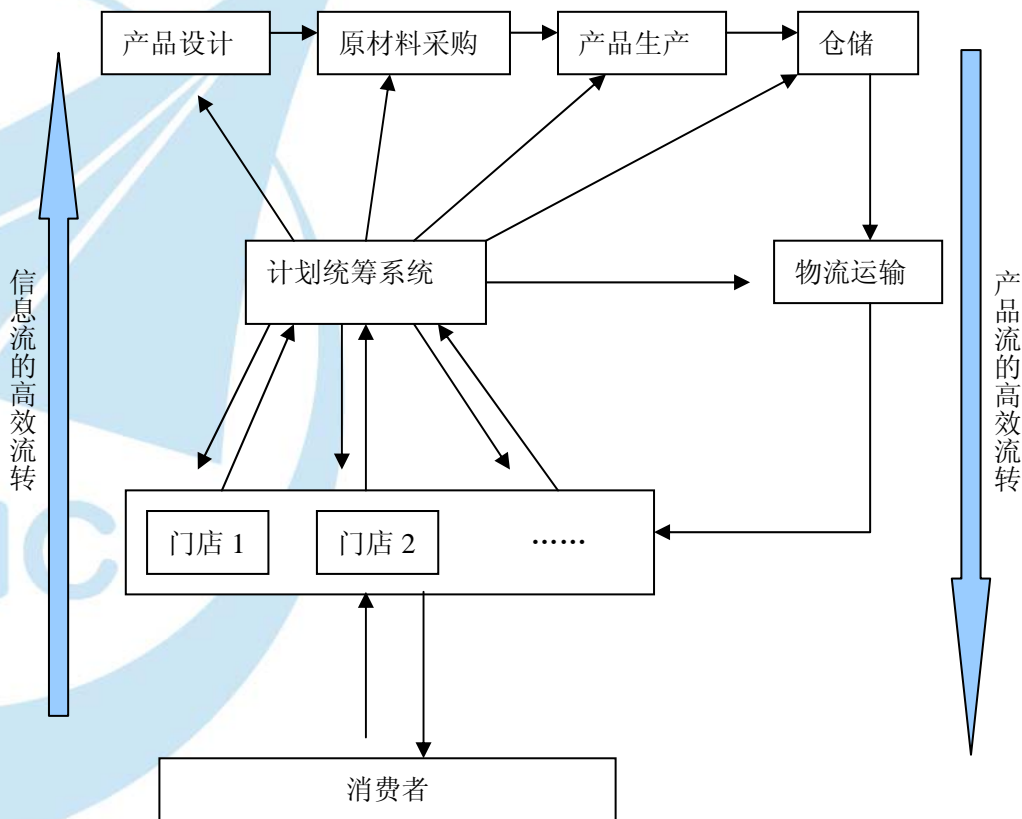
目前我国的品牌服饰处于高速发展阶段，但同时由于我国独特的二元经济结构，造成在不同区域其发展阶段也相差很大。我们认为男正装市场在一线城市已经逐步走向成熟，

而在众多的二三线城市，仍处于刚刚起步阶段，因此一线城市的男正装市场中国外一线品牌更多强调品牌形象以及心智争夺，而在二三线城市定位中档的希努尔独特的销售主张理论更易获得成功。

2.2 品牌塑造力：强大的渠道控制是基础，高效的计划统筹系统是保障

成功的品牌战略之后，我们认为是否拥有渠道控制力和高效的计划统筹系统是品牌服装企业能否成功的关键，因为这是企业能否形成强大品牌塑造力以及能否实现渠道快速健康扩张的核心因素。渠道控制力可以保证品牌企业实现拥有对产品客户的第一手信息，而高效的计划统筹系统可以保证信息流在公司内部迅速流转，进而实现产品流的高效流转，信息流和产品流的高效流转保证了公司产品的设计、采购的面料更符合品牌目标客户的需求，产品生产、仓储、物流直至终端的销售形成统一的整体系统并形成自省能力，最终实现品牌价值的不断提升和销售渠道的快速健康扩张。

图表 7：渠道控制力和高效的计划统筹系统是品牌服装企业能否成功的关键



资料来源：中航证券金融研究所

渠道控制力是指品牌服饰企业能否对终端渠道销售产品的数量、价格、库存进行动态

跟踪监控，对终端门店产品的销售范围能够有效控制，对门店的装修、宣传、服务等能够实现统一提升等。目前品牌服饰企业一般实行加盟模式和直营模式，直营模式对渠道的控制力强但扩张速度慢，且由于品牌服饰企业并不是对所有的经营区域均非常了解，因此在门店开始位置、物业选择上也会增加难度；加盟模式扩张速度快，成本低，但品牌服饰对加盟店的控制力弱。因此如何平衡直营店和加盟店的比例以及如果强化对加盟店的控制力成为品牌服饰企业运营中需要解决的第一个关键问题。

高效的计划统筹系统是指对于渠道的反馈信息经过整理分析后能够及时反馈给各个职能部门，对于产品出现的问题能够及时的找到原因并改进，高效的计划统筹系统需要品牌服饰企业具有高效的内部控制流程和完善的公司治理结构，这成为品牌服饰企业运营中需要解决的第二个关键问题。

三、 公司核心竞争力：免费干洗形等独特营销模式形成独特销售主张，强大的渠道控制和高效的计划统筹系统提升公司长期投资价值

公司在品牌战略方面更多选择的是独特销售主张策略。与竞争对手相比，公司在营销策略方面坚持以不断创新的产品和服务满足消费者的需求，推出了一系列在行业内具有创新性和领先性的营销策略，包括终生免费干洗、以旧换新、三件套、量身定制等。

终身免费干洗策略：公司投资数千万元购进了国际先进的干洗设备，建立了西装行业国内最大的干洗服务中心。公司将这项服务进行制度化和规范化，向消费者提供六道国际标准的干洗服务，保证在最短时间内满足消费者的需求。近年来，公司进一步加强服务设施的投入，目前拥有近 600 个服务网点。

此外，公司针对消费者个性需求的差异化，先后推出了量身定制、以旧换新、三件套（一件西装上衣、两条裤子）等营销策略。公司开展 VIP 高端客户服务业务，为其进行量身定制，针对个性化需求提供相应服务，目前已成立 100 多人的量体团队，配备相应的量体车，开展单人量体和团定量体业务，以满足消费者的需求。

图表 8: 公司独特销售主张策略统计

营销策略	特点与优势
终生免费干洗	——通过终生免费干洗及在干洗过程中免费缝补衣扣等细微化服务，获得更多消费者青睐 ——通过口碑的宣传手段，减少其他营销投入 ——以顾客需求为导向，使消费者获得实实在在的优惠，通过终生免费干洗可以获得更真实可靠的客户信息，利于公司后续的销售及VIP客户档案的建立
三件套	——针对消费者裤子磨损快的特点，通过该策略可以吸引更多消费者，达到公司产品销售平稳增长
以旧换新	——提高消费者对希努尔品牌的忠诚度
量身定制	——满足消费者的个性化需求，扩大客户来源，提高公司的销售量

资料来源：公司招股说明书，中航证券金融研究所

我们认为公司的品牌战略符合行业发展逻辑，对公司品牌塑造力的提升具有重要的支撑作用。由于我国的二元经济结构，不同区域的消费者对男正装的需求差异较大。我们认为男正装市场在一线城市已经逐步走向成熟，消费者在产品选择上更多会考虑出席场所、自己本身的社会地位、自身品味、品牌内涵等个性化因素，因此在一线城市众多国际一线品牌云集，它们的品牌策略更多采取的是品牌形象策略以及心智争夺策略。

而在众多的二三线城市，市场仍处于起步阶段，同时希努尔的品牌定位在中档男正装市场，采取独特销售主张策略更易成功。我们认为公司的终生免费干洗等独特营销策略符合二三线城市中等消费人群的消费特点，对消费者具有很强的吸引力，尤其是终生免费干洗以及三件套策略，对于提升客户忠诚度，强化客户粘性，提升产品销量以及提升品牌价值具有重要作用。同时终生免费干洗策略需要强大的后勤系统做保障，干洗服务网点建设、物流系统建设、流程建设等具有一定的壁垒，短期内竞争对手难以模仿，我们认为公司的品牌战略是成功而有效的。

公司自成立以来，一直采用以直营店和特许加盟店为主的销售模式，我们在之前曾经分析过直营模式对渠道的控制力强但扩张速度慢，且由于品牌服饰企业并不是对所有的经营区域均非常了解，因此在门店开始位置、物业选择上也会增加难度；加盟模式扩张速度快，成本低，但品牌服饰对加盟店的控制力弱。在对加盟店的控制上公司针对自身的销售模式制定了一系列对加盟商的管理规定，保证了公司终端销售的稳定性，降低了公司的销售风险：公司规定加盟商统一零售价格；公司从物流配送、销售礼仪、售后服务、品牌推

广、顾客投诉等各个环节建立了统一的服务标准、统一销售终端形象；公司设立专门的部门定期对各店进行监督；公司定期和不定期邀请国内知名的零售管理培训公司对店面管理人员和销售人员培训，以提高员工素质；公司每年均对加盟商进行绩效考核和激励，以保证终端销售的稳定性。除此之外，公司通过统一的信息管理系统获取每个销售终端每日的产品销售情况，针对市场的变化及时调整销售策略。公司多年积累并形成的优秀营销终端管理能力是公司产品销量逐年增长的有效保障。

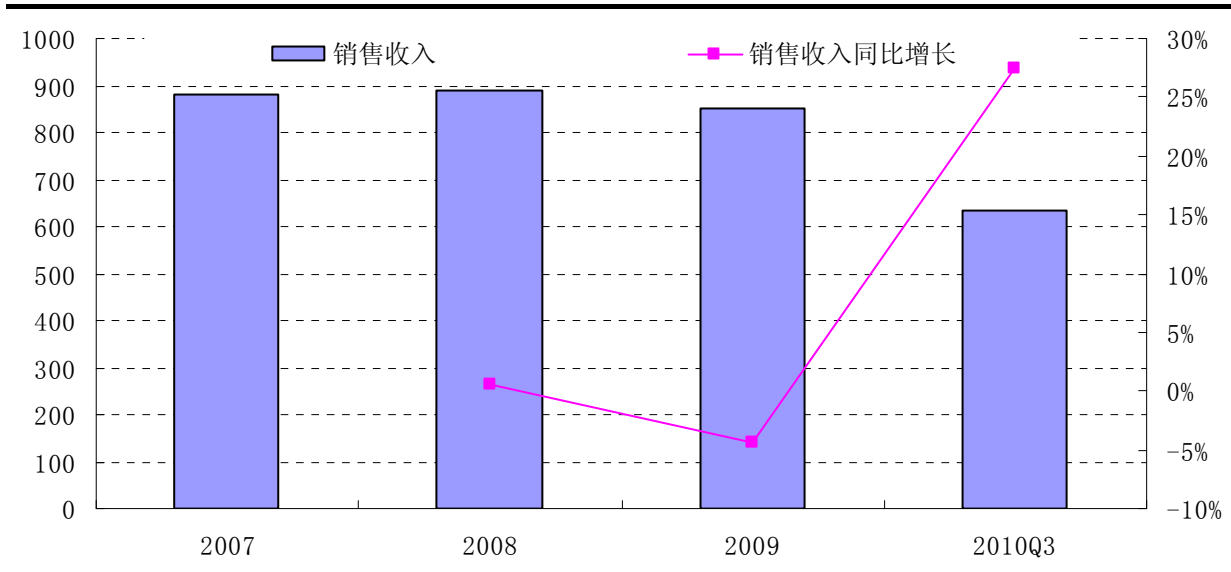
我们认为加盟商与品牌商本身具有利益博弈的过程，强化对加盟商渠道的控制并不容易，品牌商必须建立一套完善的透明制度，不仅规范加盟商同时也要规范自己，最终实现双方的利益一致，共同将品牌做大做强。公司通过细化的加盟规定强化对终端加盟店的控制的同时也制定了一系列优越的加盟政策保障加盟商利益，形成统一整体，如 2009 年 1 月开始实施的“八个零”加盟政策：零库存风险、零装修费用、零物流成本、零加盟金支付、零培训费用、零售后服务困扰、零高端广告费用、零品牌授权费用，以及根据加盟商需求实施的代理、买断销售模式等。

公司管理团队稳定，内部控制以及统筹能力突出，在产品的设计、产品生产、物流控制等方面具有较强优势，渠道控制力及内部高效的计划统筹系统确保了公司免费干洗策略、买断代理退换货策略、量身定制策略、的有效实施，我们认为公司强大的渠道控制和高效的计划统筹系统提升公司长期投资价值。

四、具体业务分析

目前公司门店扩张较为谨慎，今年 10 月份上市时共有 587 家专卖店（18 家直营店、569 家加盟店），今年开店速度预计低于市场预期，全年新增直营店和加盟店约为 9 家和 10 家，但公司今年内生性增长较快，全年同店销量增长约为 5%-10%，同时产品单价提升 10%以上，共同推动 10 年销售收入同比增长 35%左右。

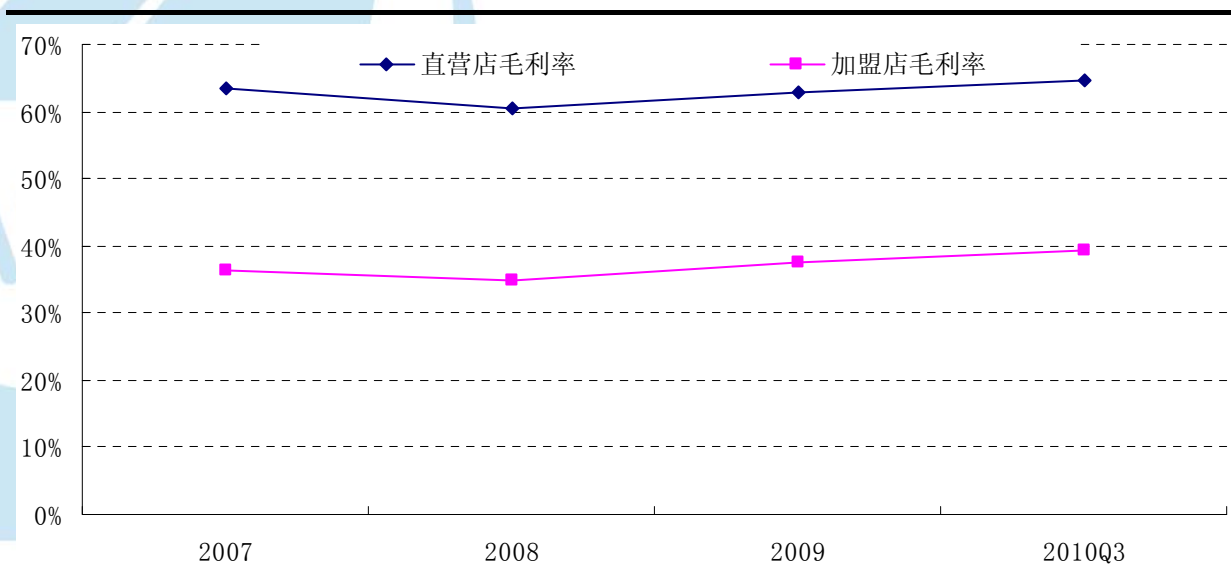
图表 9：希努尔 07 年以来的主营收入及同比增长



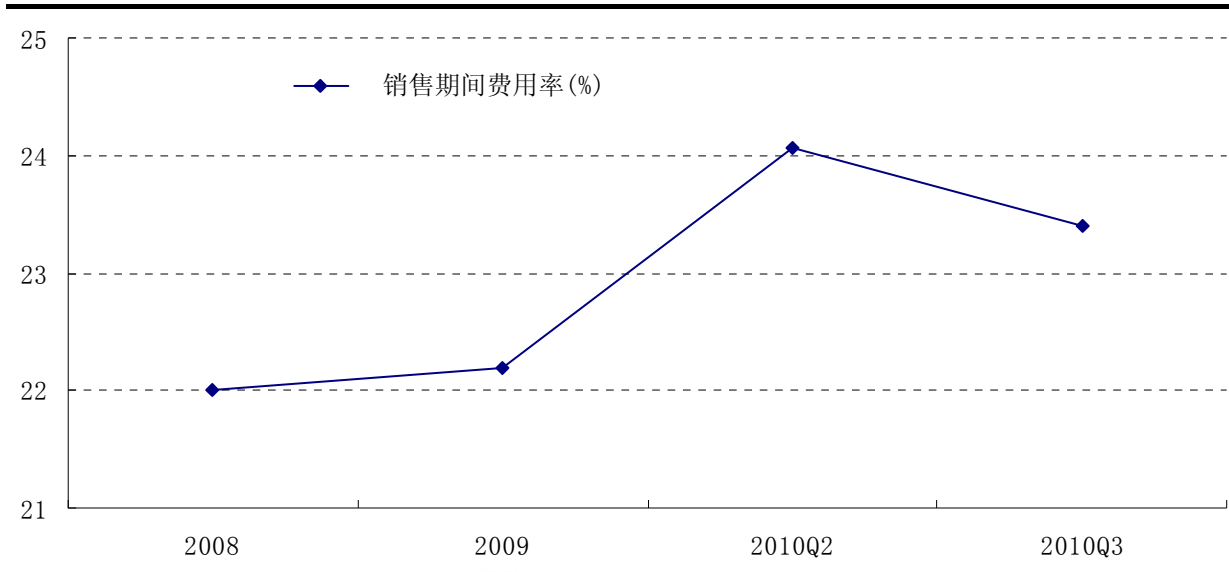
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

公司上市募资计划新开 10 家旗舰店、36 家直营店(建设期均为 1 年), 每年新增 50-100 家加盟店, 到 2012 年达到 800 家店铺, 品牌零售额达到 12 亿。今年公司开店速度低于预期, 预计 11 年公司外延式扩张将会加快, 另外公司 11 年的春夏订货会的订单金额同比增长 20-30%, 因此公司明年的内生性增长也有很高的保障。毛利率方面, 我们认为随着公司品牌价值的不断提升, 公司提价能力将会稳步提升, 未来毛利率将会逐步走高, 而随着公司直营店建设的增加, 期间费用率短期内将会提升。

图表 10: 公司直营店及加盟店毛利率统计



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图表 11: 公司销售期间费用率统计


资料来源: wind, 中航证券金融研究所

公司产品在产能、品质方面具有较大优势,因此公司在职业装团购定制业务方面拥有一定优势,该业务单价不高,但由于规模经济因素,毛利率较高,但业务波动性也较大,公司在 07 年与 08 年承接了军队的军服和军礼服制作项目,西服二件套的销量分别达到了 35.83 万套与 32.95 万套。而 09 年公司未承做军礼服产品,西服二件套的销量降至 11.73 万套。10 年公司重新承接了部分军队礼服订单项目,将于年前交货并确认收入,我们预计 10 年团体定制业务将增长 10%左右,公司对该业务较为乐观,预计未来将会稳步增长,另外公司销售收入中约有 18%的比例为贴牌出口,我们认为随着国外经济复苏,该业务将会逐步回升,但考虑到随着公司将经营重心向内销倾斜,其在销售收入的占比不会有较大幅度增加。

在品牌战略方面,公司从原有的单一品牌“希努尔”,逐步拓展到休闲化的“美尔顿”品牌,以及专攻结婚市场的“新郎”品牌。我们认为休闲服饰的运营逻辑与男正装有一定差异,短期内对公司业绩贡献有限。

五、 估值

根据上述分析,我们对公司 2010-2012 年主要财务指标假设如图表 12,我们预计 2010-2012 年销售收入为 10.62 亿,14.45 亿和 18.19 亿,综合毛利率分别为 39.33%,41.97%和 43.28%。

根据假设我们测算公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.72 元,1.06 元和 1.47 元。按照 2011

年 30-35 倍市盈率计算，公司合理价值在 34.5 元，近期公司股价调整较大，我们认为从长期投资逻辑来看，公司股价已经出现一定程度的低估，属于被错杀的投资品种，给予推荐评级。

图表 12: 公司分拆财务数据假设 (收入单位: 百万)

		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
	数量	508	531	559	569	605	650
加盟店	销售收入	399.98	399.10	389.58	432.44	459.80	520.00
	YOY%		-0.22%	-2.39%	11.00%	6.33%	13.09%
	毛利率	33.49%	36.18%	37.61%	38.90%	39.50%	40.00%
	数量	13	16	18	27	57	77
直营店	销售收入	110.36	132.16	136.87	232.2	490.2	693
	YOY%		19.75%	3.56%	69.65%	111.11%	41.37%
	毛利率	63.34%	60.32%	62.87%	62.00%	59.70%	60.00%
内销门店合计		521	547	577	597	662	737
渠道销售收入合计		510.34	531.26	526.45	664.64	950	1213
渠道销售综合毛利率		39.95%	42.19%	44.18%	46.97%	49.92%	51.43%
团购	销售收入	112.8	152.6	159.5	178.64	232.232	290.29
	毛利率	43.47%	38.14%	40.50%	40.80%	40.00%	40.00%
出口	销售收入	251.10	195.90	156.70	219.38	263.26	315.91
	毛利率	11.49%	20.98%	13.23%	15%	15%	15%
销售收入合计		874.24	879.76	842.65	1062.66	1445.49	1819.20
公司综合毛利率		32.23%	36.76%	37.73%	39.33%	41.97%	43.28%

资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图表 13: 公司财务报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	552	1497	1839	2318	营业收入	850	1063	1445	1806
现金	185	1020	1211	1536	营业成本	532	645	839	1024
应收账款	60	86	111	141	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	6	7	9	11	营业费用	134	177	257	323
预付账款	78	97	134	174	管理费用	44	58	94	108
存货	223	288	373	456	财务费用	11	6	-1	-1
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	6	6	6	6
非流动资产	406	815	766	729	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	349	745	706	668	营业利润	123	171	251	345
无形资产	15	15	15	15	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	42	55	44	46	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	959	2312	2605	3047	利润总额	123	171	251	345
流动负债	473	414	488	582	所得税	12	26	38	52
短期借款	200	50	50	50	净利润	111	145	213	293
应付账款	53	64	84	102	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	220	300	354	430	归属母公司净利润	111	145	213	293
非流动负债	40	44	50	105	EBITDA	134	204	288	383
长期借款	20	20	20	70	EPS (元)	0.74	0.72	1.06	1.47
其他非流动负债	20	24	30	35					
负债合计	513	458	538	687	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	150	200	200	200	成长能力				
资本公积	163	1376	1376	1376	营业收入	-4.3%	25.0%	36.0%	24.9%
留存收益	133	278	491	784	营业利润	0.0%	38.6%	47.0%	37.6%
归属母公司股东权益	446	1854	2067	2360	归属于母公司净利润	6.2%	30.3%	47.0%	37.9%
负债和股东权益	959	2312	2605	3047	获利能力				
					毛利率(%)	37.4%	39.3%	42.0%	43.3%
					净利率(%)	13.1%	13.6%	14.7%	16.2%
					ROE(%)	24.9%	7.8%	10.3%	12.4%
					ROIC(%)	23.8%	16.2%	22.2%	30.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	53.5%	19.8%	20.7%	22.5%
					净负债比率(%)	42.90%	15.28%	13.01%	17.47%
					流动比率	1.17	3.61	3.77	3.98
					速动比率	0.69	2.91	2.99	3.19
					营运能力				
					总资产周转率	0.93	0.65	0.59	0.64
					应收账款周转率	12	14	14	14
					应付账款周转率	9.22	10.94	11.31	11.00
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.56	0.72	1.06	1.47
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.09	0.76	0.95	1.37
					每股净资产(最新摊薄)	2.23	9.27	10.33	11.80
					估值比率				
					P/E	48.07	36.88	25.09	18.19
					P/B	11.97	2.88	2.58	2.26
					EV/EBITDA	40	26	19	14

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	218	151	189	273
净利润	111	145	213	293
折旧摊销	0	28	39	39
财务费用	11	6	-1	-1
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	-12	-74	-58
其他经营现金流	96	-15	14	1
投资活动现金流	-171	-424	0	0
资本支出	172	424	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	2	0	0	0
筹资活动现金流	57	1108	1	51
短期借款	140	-150	0	0
长期借款	-20	0	0	50
普通股增加	0	50	0	0
资本公积增加	0	1214	0	0
其他筹资现金流	-63	-6	1	1
现金净增加额	104	835	191	324

资料来源: wind, 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张绍坤，SAC执业证书号：S0640208090087，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事消费类公司的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）
联系电话：0755-83689524

公司网址：www.avicsec.com
传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使其独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。