

## 凯撒股份 (002425.SZ)

## 服装行业

评级: 持有 维持评级

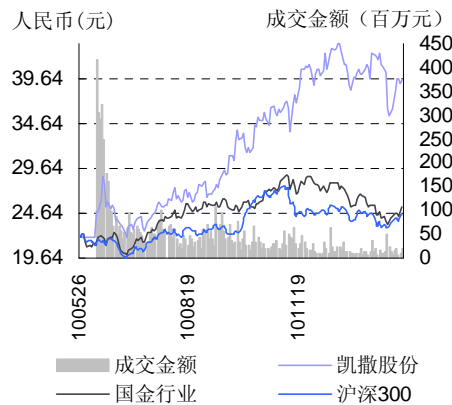
公司研究

市价(人民币): 39.40 元  
 目标(人民币): 24.54-28.63 元

长期竞争力评级: 等于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 27.00  
 总市值(百万元) 4,215.80  
 年内股价最高最低(元) 43.60/22.00  
 沪深 300 指数 3120.96  
 中小板指数 7010.22



## 相关报告

1.《定位高端的一家品牌服饰公司》, 2010.6.7

刘宇袖 联系人  
 (8621)61038285  
 liuyx@gjzq.com.cn

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130206080208  
 (8621)61038278  
 zhangbin@gjzq.com.cn

## 未来增长更多依赖零售市场整体发展

## 公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.551	0.730	0.683	0.818	0.982
每股净资产(元)	2.38	3.12	8.43	9.12	9.97
每股经营性现金流(元)	0.74	0.56	0.52	1.01	1.38
市盈率(倍)	N/A	N/A	59.24	48.41	40.36
行业优化市盈率(倍)	13.79	27.78	27.78	27.78	27.78
净利润增长率(%)	0.81%	32.49%	25.17%	19.83%	19.96%
净资产收益率(%)	23.13%	23.41%	8.10%	8.97%	9.84%
总股本(百万股)	80.00	80.00	107.00	107.00	107.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 公司有一定先发优势, 但品牌经营仍需精细化。公司经营十六载, 经历了中国品牌零售高速发展的黄金年代。一定的先发优势为公司带来了一批稳定的消费者和一定的品牌地位, 但公司品牌经营中规中矩, 在品牌宣传、店铺陈列、单店收入、和客户服务等流程仍需进步;
- 公司未来增长更多依赖零售行业的整体发展。从产品类别上看, 皮装市场总体增长趋缓, 市场竞争较为稳定, 未来可以为公司贡献稳定的现金流; 公司未来增长点主要还是看时尚男女装两个产品系列; 公司外延式扩张以购买自营店为主, 购买直营店铺一方面可以为公司贡献较高的销售收入和毛利率, 另一方面我们也认为公司对于买店的前期评估应该更加谨慎, 一旦购买之后达不到经营效果便是事倍功半。我们认为公司增长未来三年将跟随服装零售行业的持续稳定发展而保持在 20%左右的复合增速。

## 投资建议

- 我们预测公司 2010-2012 年的销售收入分别为 3.99 亿元、4.48 亿元和 5.04 亿元; 净利润分别为 0.73 亿元、0.88 亿元和 1.05 亿元, 同比增长分别为 25.17%、19.80%和 19.90%; 对应的 EPS 分别为 0.683 元、0.818 元和 0.981 元;
- 经过 3 个月连续下跌之后, 目前市场对品牌零售行业的估值一致预期为 2011 年的 29 倍, 未来我们认为内销品牌零售市场将继续迎来又一个发展的黄金时期, 上市的品牌零售企业估值会随着业绩稳定性高而逐步修复, 因此我们给予公司 2011 年 30-35 倍估值, 对应的目标价位 24.54 - 28.63 元;
- 公司目前股价 39.4 元, 对应 11 年 48 倍 PE。目前高估值主要是公司实施股权激励所致, 我们给予公司持有评级。

## 风险

- 公司以购买自营店为主要扩张方式, 直营体系需要庞大的管理和经营人员体系, 这些人才需要较长时间培训或者大规模招聘磨合, 存在直营体系建设低于预期的可能, 导致业绩增长低于预期;
- 公司重点在于购买店铺扩张, 在流动性不断收紧的情况下, 如果购买店铺经营达不到预期, 存在资金紧张风险。

## 公司品牌经营中规中矩

### 高端品牌经营重内生、轻外延

高端消费者选择产品，不仅仅重视产品本身的设计、质感和售价等；品牌所承载的内涵、带来的身份地位体现，以及在产品购买和售后服务过程中的服务附加值都是消费者更为重视的细节。

一般来说，品牌的业绩增长主要来源于：店铺数量增加等外延式扩张方式，和品牌形象提升带来的售价和毛利率的提升等内生性增长两种方式。高端品牌面对的是金字塔顶端的少部分消费群体，因此更为重要的增长来源是品牌形象提升带来的内生性增长。因此品牌定位越高端，消费者对产品从设计到终端销售以及售后服务等各环节的要求也就越高，企业在品牌推广、营销手段以及服务上也就更加需要精细化运作（详见图表1）。

图表1：高端品牌经营特点分析

目标客户群	主要针对消费金字塔顶端的特定人群。一般来说服装品牌收入来源于两个方面，即旧有客户的重复消费及新客户的即时成交率。产品定位越是高端，对应的消费人群越少，品牌也就愈加依赖旧有客户的重复性消费，因此许多高端品牌都会通过定期举办VIP之夜、邀请VIP参加新款发布会、赠送限量产品、旅游等方式维系客户。PRADA这类奢侈品牌消费者的重复性消费占总收入比重超过80%，国内的宝姿VIP消费一般占收入的50%以上，凯撒的重复性消费粗略统计占收入比重20%-30%	
经营区域	一二线城市，以一线城市为主，一般锁定核心商圈的高档百货商场。顾客购买具有较强的目的性，因此品牌也无需追求店铺密度，店铺不宜过多	
营销模式	一般不进行覆盖面广、花费大的电视媒体营销，而是以赞助特定媒体、举办新品发布会等活动向特定的目标消费群体进行品牌推广	
产品定价	品牌价值是产品定价的最重要依据，高端品牌的毛利率至少要超过60%-70%，以国内消费者最为熟悉的宝姿为例，毛利率超过80%，每年的提价幅度高于通货膨胀5%-10%，可以持续提价的主要原因是宝姿在品牌塑造上的高投入带来品牌形象的提升	
消费者需求	品牌	高端消费者对品牌的重视程度非常高，他们重视品牌所代表的内涵、风格以及社会地位等。因此高端品牌一般需要较长时间的经营，往往要超过10年，品牌地位才能得到市场认可
	设计	高端品牌强调产品质感和设计感，产品要引导时尚潮流。中年时装消费者更注重产品款式和面料可以体现高贵感和庄重感，时尚变化性不如年轻女装，单一款式销售周期长
	服务	终端店铺设计陈列，产品售中、售后服务都需要细致入微，体现高端产品附加值；高端品牌销售的主要来源是VIP的重复性消费，因此尤其需要重视维护和回馈VIP客户
经销网络	一般以直营销售和自有物流为主，以便于更好的控制终端店铺的陈列，保障高端品牌形象和服务质量，以及快速而清晰的自上而下推行公司的品牌理念和价值；自有物流可以确保产品在途、在店完好无损	
总结	高档品牌强调时尚领先、客户忠诚度和服务，目标客户购买具有目的性，由此经营模式和效益增长方式与其他品牌有较大差距。凯撒品牌经营十余年，在特定消费者心里形成了一定的地位。但我们也应该意识到公司仍有许多问题需要解决	

来源：国金证券研究所

### 公司有一定先发优势，品牌经营仍需精细化

我们上文分析，真正的高端品牌不仅仅要有“高端”的定价，还需要有“高贵”的品牌文化、“高雅”的产品风格，最重要的是在产品销售和售后的每一个环节都让客户感受到“高端细致”的服务。公司在中国市场耕耘十六载，完整经历了中国品牌零售高速发展的黄金年代。上世纪90年代零售品牌较少，竞争环境相对宽松，进入商场渠道也较为方便，这种先发优势为公司带来了一批稳定的消费者和一定的品牌地位，但我们仍然认为公司在品牌经营的各个流程都仍有进步的空间：

- 我们草根调研消费者和公司店铺，从对品牌和产品的直观感受上：消费者对公司的认知程度并不高、多数商场给公司的店铺位置也并不是核心区

域、店铺陈列和装修并没有显示产品的高端定位，我们认为公司的品牌形象距离高端存在差距；

- 从与宝姿对比的财务表现上看：2009 年宝姿品牌的单店收入达到了 432 万；而公司 2009 年单店收入为 124 万，单独测算直营店的单店收入为 325 万（直营店数据可比性不强，截止到 09 年底只有 22 家）；2009 年宝姿毛利率高达 81.59%；而公司综合毛利率仅为 45.66%，直营店毛利率为 66.26%，两个公司的盈利能力差距较大；
- 从公司对品牌的经营上看，我们较少看到公司品牌的广告宣传，公司的品牌宣传手段也缺乏新意；对客户的服务和维护也有待加强。

### 未来增长更多依赖于零售市场整体发展

我们整体认为公司经营方面基本符合品牌服装零售的一般商业模式，但特点不够鲜明。公司皮衣竞争力较强，但皮草服装多年来不是市场发展重点。虽然发展缓慢，但顾客忠诚度也较高，可以为公司带来稳定的现金流和业绩；公司未来重点发展男女装，但经营方面中规中矩，因此，我们预计未来公司业绩增长更多依赖于国内服装零售市场整体的发展。

### 皮衣起家的中年时装品牌

公司品牌以经营皮衣起家，近年来逐步扩展到时尚男女装领域，品牌定位于 35-55 岁的高端消费人群，女装主打产品定价在 2000-4000 元之间，男装的主打定价为 4000-8000 元，2009 年皮装、女装和男装三个系列销售收入占比分别为 30.33%、35.9%和 33.22%。

图表2：公司产品系列和定位

	目标客户群	主打产品定价	2009 年占 总收入比重
女装	35-55 岁事业有成的成熟女性	2000-4000 元	35.90%
男装	高品位、高收入的成功人士	4000-8000 元	33.22%
皮衣		3000 元以上	30.33%

来源：招股说明书，国金证券研究所

### 皮装贡献稳定现金流，未来增长主要看男女时装系列

皮装经营是公司服饰的立业之本，但近些年来由于时尚变化性不强、适宜穿着的场合、地域和时间都有限，市场总体增长趋缓。但皮装市场的竞争较为稳定，市场集中度相对较高，中华商业中心 2007 年对全国 100 家重点大型商场 3000 元以上皮革服装销售情况的市场调查显示：零售额占市场份额前五位的皮装品牌总计市场占有率为 29.87%，其中公司品牌的市场占有率为 4.81%。我们认为未来公司皮装销售将保持稳定，可以为公司贡献稳定的现金流。

公司未来增长主要还是看时尚男女装两个产品系列。从消费者属性上看，男装时尚变化较少，忠诚度又相对高于女性消费者，因此男装经营相对简单；而女性消费者、尤其是盛年女性的消费能力是最强的，能承受的单一产品售价也最高，当然女装市场的竞争也是最激烈的。男女时装的经营更加考验公司的经营管理和品牌营销的能力。

### 公司的品牌经营能力有提高空间

历史业绩是我们考察品牌零售企业经营管理能力最重要的衡量指标之一，经历了中国品牌零售黄金发展的二十年，公司年销售收入不到 4 亿元，规模没有做大说明公司的品牌经营管理能力有提高空间。

### 外延式扩张以自购店方式为主



公司上市计划募集资金 2.49 亿元，其中 1.6 亿用于购买店铺 8 家、租赁店铺 15 家，另外公司超募资金净额为 3.02 亿元，上市半年以来（图表 3），公司已经运用募集资金和超募资金购买店铺 8 家，费用总计 1.85 亿元，未来公司仍然将继续以自购店的方式进行店铺扩张。

最近几年商业地租持续上升，一般来说，店铺租金高于营业收入的 25%，利润情况便会不十分乐观。最新的商业地租情况是，不仅是一线城市，即便是二三线城市的租金也持续疯涨，核心商圈的店租已远远高过 25% 的标准，我们草根调研显示一些核心商圈的店铺租金占收入比甚至高达 50%。对于品牌来说，这样的店铺更多是为了展示产品形象和挤压竞争对手，根本无法盈利。因此我们理解公司为了长期经营持续性、确保店铺位置和控制成本，强烈的买店意愿。

在购买店铺过程中需要注意的是，不但要有专业的店铺拓展人员进行评估，最重要的是在找店环节要有熟悉当地商业环境的人员参与，毕竟商业经营“隔街不同利”，很多品牌在店铺拓展时都会遇到此类问题，七匹狼的解决办法是通过与代理商合作找店的方式，确保店铺购买位置准确性和评估谈判底价。

对于公司购买店铺的适当性我们仍存一些异议：1，公司购买店铺速度过快，在前期没有类似买店经验的情况下，半年即购买 8 家店铺，对于店铺评估我们认为应该更为审慎；2，国家对地产调控的决心非常大，在这个时点上购买商业地产需要承担系统性风险；3，购买店铺大量沉淀成本，资本回报率回收较慢。

图表 3：上市半年公司购买的店铺统计

地点	地址	总价款 (万元)	面积 (平方米)	用途
中山市	雍逸庭 C 区 A-2 幢 21、22、23、25 号商铺	2118	917.72	旗舰店
重庆市	永川区人民南路 66 号竹映三清 1-1 号、2-1 号商铺	1927	766.84	旗舰店
南京市	万达广场西地贰街区 8 幢 28 室、29 室、30 室	2198	546.38	旗舰店
贵阳市	南明区富水南路 31 号恒丰一品一楼临街商铺	3744	780	旗舰店
乌鲁木齐市	天山区光明路 30 号时代广场西区一层 1 号商铺	3191.54	290.14	旗舰店
昆明市	滇池路二公里处南亚风情第壹城 C4 栋 2 号房一至二层	2003.62	317.59	旗舰店
郑州市	金水路与未来路交汇处曼哈顿广场 B 区 B1015、B1015-1、B1016、B1016-1 商铺	2864.72	779.58	旗舰店
济南市	历下区泉城路 264 号天业国际项目 13 层 1326/1327/1328 室	405.15	280	办公场所
总计		18452.03		

来源：公司公告，国金证券研究所

公司在中国市场耕耘十六载，一定的先发优势为公司带来了一批稳定的消费者和一定的品牌地位。我们也认为公司在经营管理上仍然有完善的空间，另外购买直营店铺一方面可以为公司贡献较高的销售收入和毛利率，另一方面我们也认为公司对于买店的前期评估应该更加谨慎，一旦购买之后达不到经营效果便是事倍功半。通过以上对公司的分析，我们认为公司增长未来三年将跟随服装零售行业的稳定发展而保持在 20% 左右的增长。

## 盈利预测

### 盈利假设

- 公司未来外延式扩张以自购自营店为主，我们预测公司 10-12 年新增直营店分别为 11 家、4 家和 6 家；商场和加盟渠道的店铺基数较大，10-12 年的复合增速约为 3.5%；
- 考虑到服装生产成本提高，以及公司产品单价略高，我们假定公司直营店同店收入随着直营店快速增加并且逐步成熟而保持较高增速，加盟店同店增长基本稳定在低个位数；
- 我们假设未来三年直营店毛利率会基本保持稳定在 67%；而商场扣点和加盟商折扣也会基本保持稳定，毛利率我们假设维持在 40%；
- 公司 10 年上市之后加快了直营店扩张速度，我们预测销售费用率占比会随之提升，从 09 年的 17.54%提高至 19.5%；随着收入增长，管理费用率基本保持在 5%左右。

图表 4：盈利预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>直营店</b>						
店铺数量		12	22	33	37	43
增长率			83.33%	50.00%	12.12%	16.22%
单店销售收入（百万元）		1.77	3.25	3.92	4.43	4.74
增长率			83.76%	20.73%	13.01%	7.00%
销售收入（百万元）		21.20	71.43	129.36	163.91	203.82
增长率			236.89%	81.10%	26.71%	24.35%
毛利率		65.08%	66.26%	67.00%	67.00%	67.00%
销售成本（百万元）		7.40	24.10	42.69	54.09	67.26
增长率			225.50%	77.13%	26.71%	24.35%
毛利额（百万元）		13.80	47.33	86.67	109.82	136.56
增长率			242.99%	83.12%	26.71%	24.35%
<b>商场店和加盟店</b>						
店铺数量	217	226	231	241	247	254
增长率		4.15%	2.21%	4.33%	2.49%	2.83%
单店销售收入（百万元）	1.02	1.01	1.05	1.12	1.15	1.18
增长率		-0.46%	4.11%	6.46%	2.68%	2.61%
销售收入（百万元）	220.30	228.37	243.02	269.92	284.05	299.72
增长率		3.66%	6.41%	11.07%	5.23%	5.52%
毛利率	32.57%	38.18%	39.61%	40.00%	40.00%	40.00%
销售成本（百万元）	148.55	141.18	146.76	161.95	170.43	179.83
增长率		-4.96%	3.96%	10.35%	5.23%	5.52%
毛利额（百万元）	71.75	87.19	96.26	107.97	113.62	119.89
增长率		21.52%	10.39%	12.17%	5.23%	5.52%
<b>总店铺数量</b>	<b>217</b>	<b>238</b>	<b>253</b>	<b>274</b>	<b>284</b>	<b>297</b>
增长率		9.68%	6.30%	8.30%	3.65%	4.58%
单店销售收入（百万元）	1.02	1.05	1.24	1.46	1.58	1.70
总销售收入（百万元）	220.30	249.57	314.45	399.28	447.96	503.54
毛利率	32.57%	40.47%	45.66%	48.75%	49.88%	50.93%
总销售成本（百万元）	148.55	148.58	170.86	204.64	224.52	247.09

来源：国金证券研究所

综合以上假设和分析，我们预测公司 2010-2012 年的销售收入分别为 3.99 亿元、4.48 亿元和 5.04 亿元；净利润分别为 0.73 亿元、0.88 亿元和 1.05 亿元，同比增长分别为 25.17%、19.80%和 19.90%；对应的 EPS 分别为 0.683 元、0.818 元和 0.981 元。

## 估值

**图表 5：A 股品牌零售企业市场一致预期**

		2011E	2012E	2011年市场一致 预期均值
002003	伟星股份	16.49	12.77	29.03
002485	希努尔	24.04	17.44	
002154	报喜鸟	23.1	17.79	
002029	七匹狼	24.04	18.3	
002269	美邦服饰	26.92	19.07	
002397	梦洁家纺	28.05	20.53	
002291	星期六	29.09	21.64	
002327	富安娜	29.96	22.62	
002293	罗莱家纺	31.97	23.22	
002503	搜于特	42.26	26.2	
300005	探路者	43.4	27.79	

来源：聚源数据，国金证券研究所 PS:收盘价选择为 2011 年 1 月 25 日

经过 3 个月连续下跌之后，目前市场对品牌零售行业的估值一致预期为 2011 年的 29.03 倍，是 2008 年消费市场逐步走出危机以来的历史最低水平。而未来我们认为内销品牌零售市场将继续迎来又一个发展的黄金时期，上市的品牌零售企业估值会随着业绩稳定性高而逐步修复，因此我们给予公司 2011 年 30-35 倍 PE，对应的目标价位 24.54 - 28.63 元。

公司目前股价 39.4 元，对应 11 年 48 倍 PE。目前高估值主要是公司实施股权激励所致，我们给予公司持有评级。

## 风险提示

- 公司以购买自营店为主要扩张方式，直营体系需要庞大的管理和经营人员体系，这些人才需要较长时间培训或者大规模招聘磨合，存在直营体系建设低于预期的可能，导致业绩增长低于预期；
- 公司重点在于购买店铺扩张，在流动性不断收紧的情况下，如果购买店铺经营达不到预期，存在资金紧张风险。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>主营业务收入</b>	<b>224</b>	<b>264</b>	<b>316</b>	<b>399</b>	<b>448</b>	<b>504</b>
增长率		17.9%	20.0%	26.2%	12.2%	12.4%
<b>主营业务成本</b>	<b>-149</b>	<b>-149</b>	<b>-171</b>	<b>-205</b>	<b>-225</b>	<b>-247</b>
% 销售收入	66.4%	56.7%	54.2%	51.3%	50.1%	49.1%
<b>毛利</b>	<b>75</b>	<b>114</b>	<b>145</b>	<b>195</b>	<b>223</b>	<b>256</b>
% 销售收入	33.6%	43.3%	45.8%	48.7%	49.9%	50.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业费用</b>	<b>-15</b>	<b>-43</b>	<b>-55</b>	<b>-78</b>	<b>-87</b>	<b>-96</b>
% 销售收入	6.8%	16.2%	17.5%	19.5%	19.5%	19.0%
<b>管理费用</b>	<b>-8</b>	<b>-12</b>	<b>-16</b>	<b>-20</b>	<b>-22</b>	<b>-25</b>
% 销售收入	3.7%	4.5%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>52</b>	<b>60</b>	<b>74</b>	<b>97</b>	<b>114</b>	<b>136</b>
% 销售收入	23.1%	22.7%	23.2%	24.2%	25.4%	26.9%
<b>财务费用</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
% 销售收入	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.3%	-0.2%
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>51</b>	<b>58</b>	<b>73</b>	<b>97</b>	<b>115</b>	<b>136</b>
营业利润率	22.8%	22.1%	23.0%	24.4%	25.7%	27.1%
<b>营业外收支</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>5</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>税前利润</b>	<b>52</b>	<b>57</b>	<b>78</b>	<b>98</b>	<b>116</b>	<b>137</b>
利润率	23.3%	21.7%	24.6%	24.6%	25.9%	27.3%
<b>所得税</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>	<b>-13</b>	<b>-18</b>	<b>-21</b>	<b>-25</b>
所得税率	9.9%	11.5%	16.7%	18.5%	18.5%	18.5%
<b>净利润</b>	<b>47</b>	<b>51</b>	<b>65</b>	<b>80</b>	<b>95</b>	<b>112</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
<b>归属于母公司的净利</b>	<b>44</b>	<b>44</b>	<b>58</b>	<b>73</b>	<b>88</b>	<b>105</b>
净利率	19.5%	16.7%	18.4%	18.3%	19.5%	20.8%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>净利润</b>	<b>47</b>	<b>51</b>	<b>65</b>	<b>80</b>	<b>95</b>	<b>112</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>17</b>	<b>25</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-1</b>	<b>-3</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>-28</b>	<b>-41</b>	<b>-17</b>	<b>-19</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>53</b>	<b>59</b>	<b>45</b>	<b>52</b>	<b>94</b>	<b>116</b>
<b>资本开支</b>	<b>-3</b>	<b>-19</b>	<b>-14</b>	<b>-101</b>	<b>-119</b>	<b>-99</b>
<b>投资</b>	<b>-10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-100</b>	<b>-200</b>	<b>-100</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-13</b>	<b>-19</b>	<b>-14</b>	<b>-201</b>	<b>-319</b>	<b>-199</b>
<b>股权募资</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>594</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-29</b>	<b>15</b>	<b>0</b>	<b>-17</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-17</b>	<b>-1</b>	<b>-14</b>	<b>-14</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-28</b>	<b>14</b>	<b>-16</b>	<b>576</b>	<b>-14</b>	<b>-14</b>
<b>现金净流量</b>	<b>11</b>	<b>54</b>	<b>15</b>	<b>428</b>	<b>-239</b>	<b>-97</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>货币资金</b>	<b>25</b>	<b>85</b>	<b>100</b>	<b>528</b>	<b>289</b>	<b>192</b>
<b>应收款项</b>	<b>40</b>	<b>48</b>	<b>47</b>	<b>57</b>	<b>64</b>	<b>72</b>
<b>存货</b>	<b>89</b>	<b>89</b>	<b>103</b>	<b>135</b>	<b>148</b>	<b>162</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>6</b>	<b>18</b>	<b>12</b>	<b>14</b>	<b>16</b>	<b>17</b>
<b>流动资产</b>	<b>160</b>	<b>241</b>	<b>262</b>	<b>734</b>	<b>516</b>	<b>444</b>
% 总资产	76.6%	82.2%	77.7%	73.7%	47.8%	37.5%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>100</b>	<b>300</b>	<b>400</b>
<b>固定资产</b>	<b>36</b>	<b>34</b>	<b>52</b>	<b>140</b>	<b>237</b>	<b>308</b>
% 总资产	17.2%	11.5%	15.4%	14.1%	21.9%	26.0%
<b>无形资产</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>18</b>	<b>22</b>	<b>28</b>	<b>32</b>
<b>非流动资产</b>	<b>49</b>	<b>52</b>	<b>75</b>	<b>262</b>	<b>565</b>	<b>740</b>
% 总资产	23.4%	17.8%	22.3%	26.3%	52.2%	62.5%
<b>资产总计</b>	<b>208</b>	<b>293</b>	<b>337</b>	<b>996</b>	<b>1,081</b>	<b>1,184</b>
<b>短期借款</b>	<b>0</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>18</b>	<b>35</b>	<b>32</b>	<b>34</b>	<b>37</b>	<b>41</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>12</b>	<b>30</b>	<b>8</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>26</b>
<b>流动负债</b>	<b>31</b>	<b>81</b>	<b>58</b>	<b>58</b>	<b>62</b>	<b>67</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>31</b>	<b>81</b>	<b>59</b>	<b>58</b>	<b>62</b>	<b>67</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>163</b>	<b>191</b>	<b>249</b>	<b>902</b>	<b>976</b>	<b>1,067</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>15</b>	<b>22</b>	<b>29</b>	<b>36</b>	<b>43</b>	<b>50</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>208</b>	<b>293</b>	<b>337</b>	<b>996</b>	<b>1,081</b>	<b>1,184</b>

**比率分析**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.546	0.551	0.730	0.683	0.818	0.981
每股净资产	2.032	2.382	3.117	8.433	9.121	9.972
每股经营现金净流	0.661	0.736	0.565	0.489	0.879	1.087
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
<b>回报率</b>						
净资产收益率	26.89%	23.13%	23.41%	8.10%	8.97%	9.84%
总资产收益率	20.98%	15.02%	17.32%	7.34%	8.10%	8.86%
投入资本收益率	26.17%	23.16%	20.68%	8.41%	9.09%	9.90%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	N/A	17.86%	20.02%	26.17%	12.19%	12.41%
EBIT增长率	N/A	15.70%	23.11%	31.59%	17.43%	19.27%
净利润增长率	N/A	0.81%	32.49%	25.17%	19.80%	19.90%
总资产增长率	N/A	40.83%	14.89%	195.47%	8.55%	9.54%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	30.9	55.8	47.6	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	109.7	217.9	204.6	240.0	240.0	240.0
应付账款周转天数	10.2	22.9	29.0	25.0	25.0	25.0
固定资产周转天数	58.5	46.9	59.9	119.2	177.0	201.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-13.94%	-32.63%	-29.81%	-56.27%	-28.37%	-17.23%
EBIT利息保障倍数	-423.3	9,229.8	563.4	-224.6	-87.0	-176.0
资产负债率	14.66%	27.60%	17.47%	5.80%	5.76%	5.69%

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
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	1
持有	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	2.75

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

### 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：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。



**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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

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: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 2805 室