

2009 年 04 月 27 日

 市价(人民币): 14.07元
 目标(人民币): 16.60-19.10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) 282.90
 总市值(百万元) 3,980.40
 年内股价最高最低(元) 20.98/8.72
 沪深 300 指数 2513.29
 中小板指数 3817.55


相关报告

- 1 《09 年是休养生息的一年》，2009.2.25
- 2 《我们上调公司08年业绩预期》，2008.12.30
- 3 《08 年中报点评》，2008.8.8
- 4 《公司深刻理解品牌经营实质》，2008.5.27

张斌

 (8621)61038278
 zhangbin@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

七匹狼 (002029.SZ)

——公司能够充分享受行业整合带来的发展机会

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.182	0.314	0.541	0.637	0.874	1.196
净利润增长率	45.01%	72.07%	72.50%	17.82%	37.13%	36.85%
先前预期每股收益(元)				0.562	0.759	
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.632	0.787	N/A
市盈率(倍)	42.44	57.54	19.45	22.08	16.10	11.77
行业优化市盈率(倍)	27.80	40.13	17.89	17.89	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
股息率	0.51%	N/A	N/A	0.92%	1.21%	1.56%
PE/G(倍)	0.94	0.80	0.27	1.24	0.43	0.32
净资产收益率	14.13%	8.55%	12.79%	13.45%	16.53%	19.10%
每股净资产(元)	3.30	5.50	4.23	4.74	5.29	6.26
市净率(倍)	6.00	4.92	2.49	2.97	2.66	2.25
每股经营性现金流(元)	0.02	1.10	0.62	0.63	0.83	0.72
已上市流通 A 股(百万股)	56.71	124.49	282.90	282.90	282.90	282.90
总股本(百万股)	110.50	188.60	282.90	282.90	282.90	282.90

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

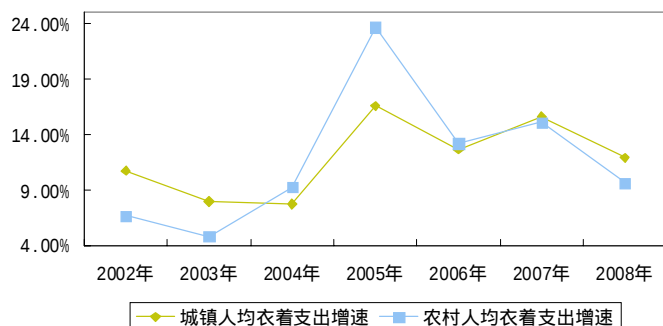
- 在目前国内服装零售市场增速放缓的情况下, 许多中小品牌倒闭, 行业整合加剧, 我们认为公司能够在风险相对可控的情况下, 最大程度享受行业整合带来的发展机会:
 - ◆ 行业整合给市场提供了更多的代理商资源、店铺资源和顾客资源;
 - ◆ 省级代理制和相对谨慎的经营是我们看好公司的最主要理由;
 - ◆ 09 年公司经营策略为谨慎扩张, 以降低库存和增加新代理商为主要目标。公司采用省级代理制, 可以通过省代招募新的 2、3 级代理商扩张, 以实现 09 年经营目标, 并有可能在 2010 年取得更快业绩增长。
- 我们认为市场对品牌经营一些方面(如省代与市级代、直营和代理、大店和中小型店差别, 单一品牌的发展瓶颈等)仍有一些误区, 我们认为不同服装种类和定位适用不同经营体制, 需要根据市场和企业实际进行分析;
- 我们预计通过招募新代理商, 即使市场仍没有复苏的情况下, 2010 年公司业绩增速也将明显高于 09 年, 预计 09-2011 年净利润分别为 1.8 亿元、2.47 亿元和 3.38 亿元, 分别同比增长 17.8%、37.1%和 36.9%;
- 我们认为在目前市场情况下, 公司比美邦和报喜鸟业绩增速可能更快, 建议给予公司 09 年 26-30 倍市盈率, 对应合理的价格区间在 16.6-19.1 元, 目前股价为 14.07 元, 维持买入建议。

国内服装零售市场整合加剧，提供公司发展良机

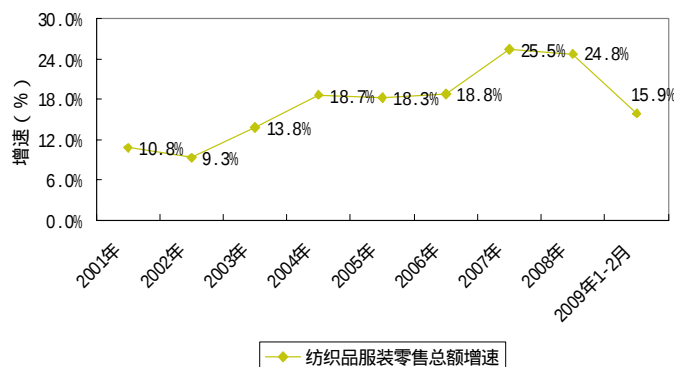
国内服装零售增速下滑

受全球经济危机影响，国内服装零售从 08 年下半年开始明显下滑，服装批发零售总额增速和居民人均衣着支出增速都出现向下拐点（图表 1,2），人均衣着支出增长的下滑，预示着未来一段时间内国内服装零售增速难以好转。进入 09 年，尽管春节期间企业通过打折促销消化了部分库存，但春节过后，经过我们了解，市场依然没有明显起色。

图表1：城镇农村人均衣着支出增长



图表2：批发零售业服装纺织品销售总额增速



来源：中经网数据、国金证券研究所

服装零售市场整合加剧

我们认为导致国内服装零售市场相对低迷的主要原因：

- 宏观经济影响，导致居民收入和预期收入下降，影响消费；
- 经历 02-07 年国内服装市场的火爆，品牌经营企业对市场前景过度乐观，盲目增加直营店、大店，投入巨资建设新品牌，市场营销费用大增等等，一旦市场转淡，资金压力大增；
- 国内服装零售往往通过代理商进行终端销售，前几年市场的旺销也导致代理商过度乐观。

我们认为目前国内服装市场依然保持增长，只是增速明显降低，那些品牌形象较好、规模大、历史比较悠久的品牌依然能得到消费者眷顾，而那些时间不长的中小型品牌企业由于过度乐观导致资金压力巨大，他们的倒闭或者经营萎缩，为市场提供了代理商资源、店铺资源和顾客资源。我们认为即使未来国内消费市场没有明显好转，那些能在风险可控、最大程度利用行业整合提供的三大资源的企业最值得关注，它们的业绩增速很可能在 2010 年恢复提高，在目前已上市 A 股的七匹狼、报喜鸟和美邦三家服装品牌企业中，七匹狼无疑最有可能。

我们认为公司能够在风险较低的情况下，最大程度享受行业整合带来的机会

我们无法预期全球经济危机何时结束，中国宏观经济能否在 4 万亿经济刺激计划下复苏也有变数，但只要经济不再出现 08 年 4 季度那样的极度恐慌，国内服装零售市场的整合将给公司带来机会。

02 年 - 07 年服装零售市场的旺销，市场涌现了许许多多品牌，它们互相争夺代理商、店铺和消费者，此次经济危机正好成为一次洗牌机会，让过度无序竞争趋于理性，公司无疑将成为受益者。

图表3：近期推荐公司最主要理由

		分析
近期公司业绩增长基础		市场不景气，行业整合加剧，许多中小品牌企业倒闭，给大品牌提供了更多的店铺资源、人力资源和顾客群 商业地产价格、生产成本可能降低；人工成本相对稳定 同店增长明显放缓，店铺数量增加成为业绩增长主要模式，如何在风险可控情况下增加店铺是关键
选择标准和选择公司理由	09-10年经营谨慎	近期以降低库存、缓解代理商资金压力为主要经营目标。因此，09年秋冬装订货会情况一般应当理解为公司为2010年以后的发展打下基础
	06年 - 08年没有过度扩张	没有大的并购发生，并购新的品牌需要整合，经济危机可能明显增加整合费用 没有创立新品牌，市场低迷时，消费者对新品牌接受程度减弱
	省级或者地区级代理占比较高	公司省级实力资金和资源实力强，和公司合作多年，与公司同步发展壮大，能在相当程度上帮助品牌企业抵御经营风险 省代可以通过2级3级代理扩张，一方面降低逆市扩张风险，另一方面可以降低库存，并形成销售，能最大程度利用行业整合提供的代理商
		公司批发价不高，省代利润空间较大，可以激发省代经营的积极性
投资建议		行业整合给公司带来市场机会，而省级或地区级代理制度可以在较低风险情况下，充分利用这些市场机会，因此，公司能在风险相对可控的情况下，最大程度享受行业整合带来的市场机会

来源：国金证券研究所

图表4：公司中长期发展分析

中长期公司业绩增长基础	历史规律显示一旦市场转好，品牌服装企业业绩往往出现报复式上涨	根据欧美国家的历史，一旦经济复苏，品牌服装企业效益往往出现报复式上涨（具体分析见09年纺织行业报告）。出现报复式上涨的主要原因在于：经济危机时企业收缩，成本和费用下降，一旦经济好转，收入上升，毛利润的增加额可等于利润总额增加额，而且净利润基数相对较低，因此出现50%以上的业绩增长，净利润增幅远超过收入增幅
	公司谨慎发展，未来业绩弹性较大	09年公司谨慎扩张，新增的2级和3级代理商成为未来增长的潜在动力；公司继续审慎推进再融资项目建设，直营体系和生活馆建设也为未来发展奠定基石
	未来业绩增长的其他途径	目前公司批发价不高，存在提高空间。未来市场转好时，公司可以提高对代理商批发价，一方面增加收入另一方面提高毛利率
		公司开发蓝狼系列产品，可能成为未来利润增长点 七匹狼运动系列也可能成为未来业绩增长来源
业绩增长的核心基础	已经建立了较强的品牌形象	经过十几年努力，根据七匹狼品牌定位，公司已经建立了相应的制度流程、销售网络、市场营销手段和供应链体系，在2线城市中成功成为强势品牌，并借助A股上市和在融资，进一步提高品牌形象并获得巨额资金支持，公司已有的市场地位是未来发展的基础
结论		我们认为公司无论是短中长期都能取得高于行业平均的业绩增长，未来空间较大

来源：国金证券研究所

在公司、美邦和报喜鸟三家企业中，我们认为公司最值得推荐。我们已经在之前的许多报告中，从服装种类、品牌定位、经营策略等方面分析了三家企业品牌经营的本质差别和优劣势。目前市场情况下，代理商结构和近期经营策略成为我们选择的标准。

图表5：三家企业主要差别

	公司	美邦	报喜鸟
销售网络	40多家省代和几十家直营店，目前业绩仍主要依靠省代实现	直营店销售收入占比接近40%，代理商基本是市级代理	基本是市级代理，通过上市融资开始直营店建设
09年经营策略	谨慎经营，一方面降低库存，一方面通过2级和3级代理扩张	保持比较激进的经营风格，继续增加超大规模店铺数量，积极推进都市品牌建设	谨慎中扩张，稳妥推进S. angelo时尚系列

来源：国金证券研究所

关于品牌经营，我们有不同观点

省级代理和扁平化的地区级市级代理在现阶段各有利弊

图表6：不同代理模式分析

	省级代理	地区代理或者市级代理
优势	资金、资源实力强，抗风险能力强，可以通过2级或者3级代理商发展	易于管理，可对终端实施严格管理，保证终端服务质量
劣势	几个大的省代如何联合，理论上可以要挟品牌经营企业，影响品牌经营；通过省代难以对零售终端实施严格管理	实力不够强，扩张性受限，抗风险能力弱于省代
适宜的品 牌	休闲品牌、运动服装品牌，对时尚有要求，但弱于类似ZARA和H&M这样的快速消费品	快速消费品，需要对市场变化做出及时反应，销售以跑量为主
	中档品牌，对终端服务有一定要求，但无需高档品牌那样的水平	高档品牌，需要零售终端对目标客户的高标准服务
结论	省级代理或者地区代和市级代各有优劣势和适用品牌，特别在国内地区差异明显的情况下，都有发展空间	

来源：国金证券研究所

从长远来看，未来品牌经营决胜在终端，但这并不代表现在省级代理就失去活力。公司就在保持那些经营较好的省代的基础上，取消经营不好的省级代理的代理权，通过直营和地区代理实施代替，一方面促进省代保持市场竞争力，另一方面在经营薄弱地区取得突破。

直营和代理各有千秋

图表7：直营和代理制分析

	直营	代理
优势	能够获得零售环节利润	店铺资源和人脉关系是代理商最大优势
	快速获得市场流行趋势变化	最熟悉当地消费者消费习惯
	保证终端服务质量	在一定程度上帮助品牌经营企业抵御市场风险
劣势		代理商往往将全部家当用于品牌代理，经营好坏直接影响代理商根本利益，代理商投入程度强于品牌企业派出机构
	直营店存在“官僚”作风，直营店盈利与否不会影响管理者根本利益	理论上，代理商可以要挟品牌经营企业，影响经营
	如果直营和代理并存，直营店由于成本较低，往往侵占代理商市场，引发矛盾	终端服务质量难以保证
	对当地消费者风格不熟悉	
适用品牌	店铺资源和人脉关系相对较弱	
	高档品牌、快速时尚消费品	休闲服和运动品牌

来源：国金证券研究所

大店和中小型店铺收益和风险各不同

图表8：不同类型店铺分析

	大店	中小型店铺
优势	广告效应明显，凸现企业强势地位	固定成本较低
	陈列产品更加齐全，能吸引更多消费者	店铺资源更丰富，可开设店铺位置更多
	在市场较好时，能够获得更多收益	
劣势	固定成本较高，在市场低迷时容易亏损	广告效果不如大店
		在市场火热时，平效可能低于大店
结论	店铺面积需要和企业的产品品种相匹配，盲目追求大店效应可能在相当时间内提高经营成本	

来源：国金证券研究所

单一品牌发展的瓶颈何在

我们可以通过全国不同大小的城市数量计算单一品牌可以开设的店铺数量，从而在理论上探讨单一品牌发展的上限，但我们需要关注以下三点可能导致实际情况高于理论计算值：

■ 店铺集群的广告和协同效应

许多品牌经营者发现在城市繁华地段密集开店，能够取得良好的市场效果，能够提高单店销售，从而获得协同效应，李宁、七匹狼等品牌的实际经营情况证明了这点。这一方面是由于店铺数量多起到的广告效应，另一方面是消费者购买具有随机性，店铺数量增多无疑可以提高销售业绩。

■ 品牌系列化延伸产品线

国外许多品牌通过品牌系列化丰富了产品结构和种类，如宝姿增加男装种类，可以在不增加店铺数量情况下实现同店增长。

■ 城镇化进程

城镇化进程无疑将增加开店适宜位置。

总之，我们对品牌经营的分析不能过于理想化，需要根据市场和企业实际进行分析判断。

估值

图表9：PE 估值

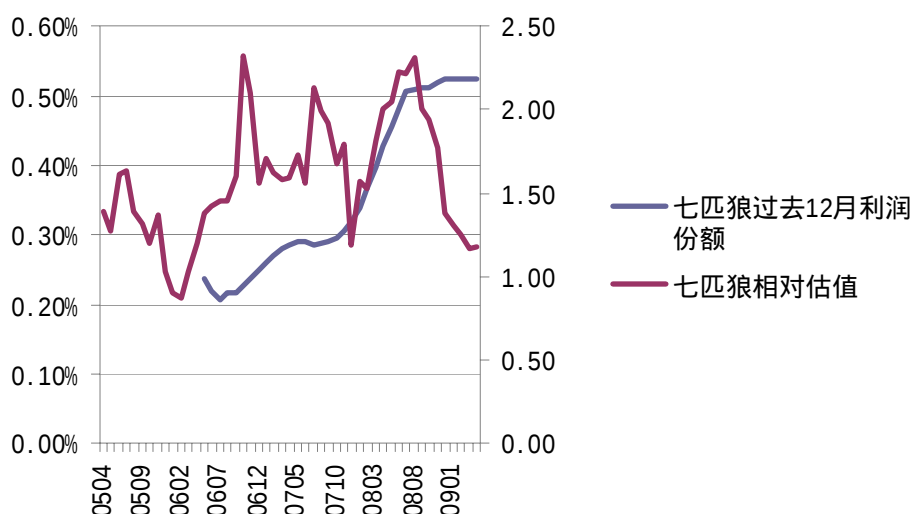
	美邦	报喜鸟	七匹狼
09年动态市盈率	22.3-28.1	15.1-22.3	
09年业绩预测增速	26.2%	17.2%	17.8%%
2010年业绩预测增速	25.6%	24.1%	37.1%

来源：国金证券研究所

与美邦和报喜鸟相比，我们预计公司更能够利用行业整合机会，未来业绩增速更快，因此，我们给予公司 09 年 26-30 倍市盈率，预期 09 年 EPS0.637 元，对应的合理价格区间为 16.6-19.1 元，目前股价 14.07 元，维持买入建议。

根据国金消费品研究员周密的研究，认为七匹狼股价可能被市场低估（图表 10）。

图表10：公司利润份额和相对估值



来源：国金证券研究所

公司盈利预测及说明

图表11：产品盈利预测

项 目	2001	2002	2003	2004	2005	1H06	2006	1H07	2007	1H08	2008	2009E	2010E	2011E
内销														
销售收入 (百万元)	84.61	111.52	133.68	204.78	269.90	191.72	471.47	326.09	861.28	832.18	1,652.7	1,735.3	2,169.2	2,928.4
增长率 (YOY)		31.80%	19.87%	53.19%	31.80%		74.68%	70.09%	82.68%	155.2%	91.89%	5.00%	25.00%	35.00%
毛利率	47.49%	42.31%	41.13%	40.13%	37.91%	37.06%	32.19%	35.02%	35.78%	34.16%	34.24%	35.50%	35.50%	36.00%
销售成本 (百万元)	44.4	64.3	78.7	122.6	167.6	120.67	319.70	211.91	553.15	547.91	1,086.8	1,119.3	1,399.1	1,874.1
增长率 (YOY)		44.81%	22.32%	55.80%	36.69%		90.77%	75.61%	73.02%	158.6%	96.48%	2.99%	25.00%	33.95%
毛利 (百万元)	40.2	47.2	55.0	82.2	102.3	71.05	151.76	114.18	308.13	284.27	565.88	616.04	770.05	1,054.2
增长率 (YOY)		17.42%	16.53%	49.46%	24.51%		48.32%	60.71%	103.0%	149.0%	83.65%	8.86%	25.00%	36.90%
占总销售额比重	81.1%	75.07%	72.47%	83.37%	86.28%	98.39%	97.45%	97.85%	98.27%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
占主营业务利润比重	101.6%	91.28%	84.64%	91.11%	93.71%	98.50%	97.27%	99.07%	99.27%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
出口														
销售收入 (百万元)	19.71	37.03	50.79	40.85	42.92	3.14	12.36	7.16	15.20					
增长率 (YOY)		87.84%	37.18%	35.00%	5.06%		-71.21%	128.1%	23.02%					
毛利率	-3.21%	12.17%	19.64%	19.64%	16.00%	34.42%	34.42%	15.00%	15.00%					
销售成本 (百万元)	20.3	32.5	40.8	32.8	36.0	2.06	8.10	608.9%	12.92					
增长率 (YOY)		59.85%	25.51%	-19.6%	9.82%		-77.52%	195.7%	59.45%					
毛利 (百万元)	-0.6	4.5	10.0	802.3%	6.9	1.08	4.25	1.07	2.28					
增长率 (YOY)		-812.8%	121.36%	-19.6%	-14.42%		-38.06%	-0.58%	-46.39%					
占总销售额比重	18.90%	24.93%	27.53%	16.63%	13.72%	1.61%	2.55%	2.15%	1.73%					
占主营业务利润比重	-1.60%	8.72%	15.36%	8.89%	6.29%	1.50%	2.73%	0.93%	0.73%					
销售总收入 (百万元)	104.32	148.54	184.47	245.63	312.82	194.86	483.82	333.25	876.48	832.18	1652.7	1735.3	2169.2	2928.4
销售总成本 (百万元)	64.77	96.85	119.51	155.43	203.63	122.73	327.80	217.99	566.07	547.91	1086.8	1119.3	1399.1	1874.1
毛利 (百万元)	39.55	51.69	64.96	90.20	109.19	72.13	156.02	115.26	310.41	284.27	565.88	616.04	770.05	1054.21
平均毛利率	37.91%	34.80%	35.22%	36.72%	34.90%	37.02%	32.25%	34.59%	35.42%	34.16%	34.24%	35.50%	35.50%	36.00%

来源：国金证券研究所

由于公司停止股权激励，使得 08 年和 09 年管理费用相应减少，直接增加了 08 年报业绩，同时 08 年报显示公司管理费用增加低于我们预期，我们相应调整了公司 09 年管理费用占比，上述两项调整使得我们调高 09 年和 2010 年业绩预期，但 2010 年预期业绩增长率保持不变。

考虑到公司通过省代扩张的策略，我们预计 2010 年销售收入有望取得 25% 的增长，2011 年随着市场复苏，收入增速预计为 35%。

我们预计 2009 年后毛利率较 08 年有所提高，主要是收取代理商加盟费计入收入所致。

管理费用和营业费用

考虑公司 09 年谨慎经营和主要通过代理商扩张的经营策略，预计营业费用占比有所降低。

考虑到公司仍稳步推进直营店建设，管理费用占比有所提高。

风险提示

- 目前不少经营较好的品牌企业都表示谨慎扩张的观点，优秀代理商成为关注重点，公司存在新增 2 级 3 级代理商低于我们预期的风险；
- 未来宏观经济存在进一步下滑的风险，则公司产品销售也将受到影响；
- 公司 09 年业绩，特别是上半年业绩难以明显超过市场预期，基本维持在 15% 左右，近期业绩增速不高可能影响公司估值水平；
- 春季和夏季历来是服装销售淡季，再加上春节打折部分透支了消费者消费能力，近期市场的相对低迷可能影响市场观点。

图表 12：公司报表摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	484	876	1,653	1,735	2,169	2,928
增长率		81.2%	88.6%	5.0%	25.0%	35.0%
主营业务成本	-328	-566	-1,092	-1,119	-1,399	-1,874
% 销售收入	67.8%	64.6%	66.1%	64.5%	64.5%	64.0%
毛利	156	310	561	616	770	1,054
% 销售收入	32.2%	35.4%	33.9%	35.5%	35.5%	36.0%
营业税金及附加	-3	-3	-9	-10	-13	-18
% 销售收入	0.6%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-54	-127	-242	-245	-284	-384
% 销售收入	11.2%	14.5%	14.7%	14.1%	13.1%	13.1%
管理费用	-30	-55	-104	-121	-141	-190
% 销售收入	6.3%	6.3%	6.3%	7.0%	6.5%	6.5%
息税前利润（EBIT）	69	125	205	239	332	463
% 销售收入	14.2%	14.3%	12.4%	13.8%	15.3%	15.8%
财务费用	1	1	15	11	12	8
% 销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.9%	-0.6%	-0.5%	-0.3%
资产减值损失	0	-2	-15	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	0	0	0	0
% 税前利润	n.a	n.a	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	69	122	206	249	343	470
营业利润率	14.3%	14.0%	12.5%	14.4%	15.8%	16.1%
营业外收支	1	1	-3	1	1	1
税前利润	70	123	202	250	344	471
利润率	14.4%	14.1%	12.3%	14.4%	15.9%	16.1%
所得税	-15	-22	-38	-55	-79	-113
所得税率	21.2%	18.0%	18.9%	22.0%	23.0%	24.0%
净利润	55	101	164	195	265	358
少数股东损益	4	13	11	15	18	20
归属于母公司的净利	52	89	153	180	247	338
净利率	10.7%	10.1%	9.3%	10.4%	11.4%	11.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	52	0	164	195	265	358
少数股东损益	4	0	0	0	0	0
非现金支出	17	0	86	12	15	20
非经营收益	1	0	-11	16	-1	2
营运资金变动	-70	0	-65	-46	-46	-178
经营活动现金净流	2	0	174	178	233	203
资本开支	-70	-118	-283	62	-48	-99
投资	-1	-4	0	-101	-150	-150
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-70	-122	-283	-39	-198	-249
股权募资	0	595	2	0	-44	0
债权募资	46	-46	0	0	0	106
其他	-12	-15	-14	0	-37	-52
筹资活动现金净流	34	534	-13	0	-81	54
现金净流量	-34	412	-121	139	-45	8

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	90	709	598	737	692	700
应收款项	33	55	165	173	204	221
存货	156	304	404	414	517	770
其他流动资产	100	111	81	103	128	171
流动资产	379	1,179	1,248	1,427	1,541	1,862
% 总资产	63.6%	81.0%	70.6%	72.9%	68.4%	66.4%
长期投资	0	69	245	346	495	645
固定资产	194	144	122	163	199	280
% 总资产	32.5%	9.9%	6.9%	8.3%	8.8%	10.0%
无形资产	23	57	133	18	17	17
非流动资产	217	277	518	529	713	943
% 总资产	36.4%	19.0%	29.4%	27.1%	31.6%	33.6%
资产总计	596	1,455	1,766	1,956	2,255	2,806
短期借款	46	0	0	0	0	105
应付款项	136	366	491	476	581	699
其他流动负债	40	17	31	77	98	129
流动负债	222	383	522	553	679	933
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	222	383	522	553	679	934
普通股股东权益	362	1,038	1,197	1,340	1,495	1,771
少数股东权益	12	35	48	63	81	101
负债股东权益合计	596	1,455	1,766	1,956	2,255	2,806

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.466	0.470	0.541	0.637	0.874	1.196
每股净资产	3.277	5.503	4.230	4.737	5.285	6.261
每股经营现金净流	0.016	1.100	0.615	0.628	0.825	0.718
每股股利	0.100	0.000	0.100	0.130	0.170	0.220
回报率						
净资产收益率	14.24%	8.55%	12.79%	13.45%	16.53%	19.10%
总资产收益率	8.64%	6.09%	8.66%	9.22%	10.96%	12.06%
投入资本收益率	13.45%	9.58%	13.38%	13.32%	16.22%	17.78%
增长率						
主营业务收入增长率	54.66%	81.16%	88.56%	5.00%	25.00%	35.00%
EBIT增长率	41.85%	74.73%	63.81%	16.70%	38.59%	39.41%
净利润增长率	45.01%	72.07%	72.50%	17.82%	37.13%	36.85%
总资产增长率	47.39%	144.05%	21.33%	10.74%	15.29%	24.44%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.6	18.5	24.6	25.0	25.0	22.0
存货周转天数	174.1	195.8	135.0	135.0	135.0	150.0
应付账款周转天数	14.3	36.4	54.3	55.0	55.0	50.0
固定资产周转天数	139.6	59.0	27.0	34.0	33.3	34.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.73%	-66.09%	-48.05%	-52.52%	-43.88%	-31.73%
EBIT利息保障倍数	-107.1	-161.8	-13.6	-21.7	-28.1	-57.6
资产负债率	37.26%	26.31%	29.54%	28.27%	30.11%	33.28%

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	2	5	5	6	10
买入	7	17	19	27	37
持有	0	3	4	6	7
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.78	1.88	1.92	1.95	1.95

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 2007-07-24	买入	13.99	N/A
2 2007-10-10	买入	17.89	N/A
3 2008-01-15	买入	19.20	N/A
4 2008-03-31	买入	17.19	N/A
5 2008-05-27	买入	18.62	19.53 ~ 21.59
6 2008-08-08	买入	16.00	N/A
7 2008-12-30	买入	10.69	N/A
8 2009-02-25	买入	12.21	N/A

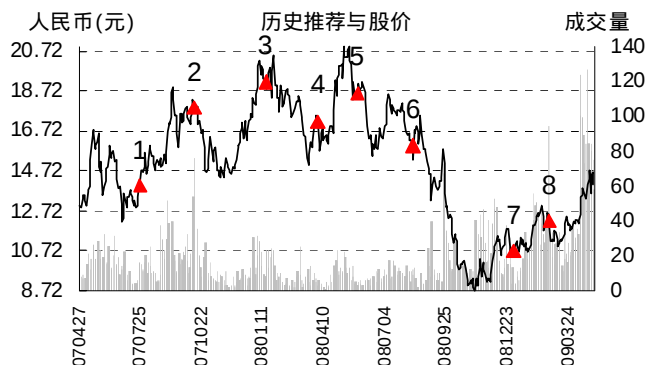
来源：国金证券研究所

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“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



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。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

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。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的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。