

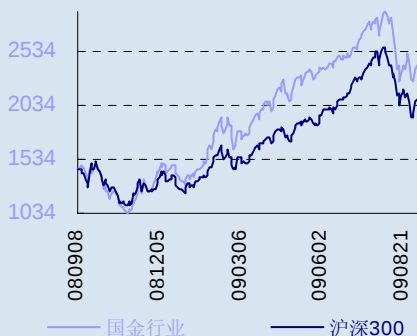
2009 年 09 月 07 日

目标价格(人民币): 21.46-24.14 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	27.16
发行 A 股数量(百万股)	28.08
总股本(百万股)	140.36
国金纺织指数	2399.99
沪深 300 指数	3104.21
中小板指数	4459.55



罗莱家纺 (002293.SZ)

——有能力从家纺行业中脱颖而出的公司

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	3.296	0.809	1.046	0.894	1.001	1.211
净利润增长率	N/A	72.88%	29.27%	14.00%	11.92%	21.04%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	28.73	53.37	22.8	22.8	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.6	20.6	N/A	N/A
净资产收益率	38.56%	37.00%	36.92%	29.63%	25.92%	23.88%
每股净资产(元)	8.55	2.19	2.83	4.02	5.15	6.76
已上市流通 A 股(百万股)	N/A	N/A	N/A	28.08	28.08	28.08
总股本(百万股)	14.94	105.26	105.26	140.36	140.36	140.36

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

- 家纺行业发展空间巨大, 公司效益增长更多依赖于经营能力:
 - ◆ 作为纺织业三大产品领域之一的家用纺织品, 在 2000 年以来取得了突飞猛进的发展, 年均产值增速超过 20%;
 - ◆ 欧美经济发展历史表明: 人均 GDP 从 1000 美元到 3000 美元是家纺行业的导入期, 人均 GDP 达到 3000 美元之后进入成熟期, 是家纺行业最容易盈利的时期, 而 2008 年我国人均 GDP 已经迈进 3000 美元大关;
 - ◆ 房地产和婚庆市场发展也给家纺行业带来新的需求。
- 公司未来辉煌还是平稳发展取决于经营策略和管理层能力:
 - ◆ 市场主要家纺品牌的经营策略没有大的差别, 企业“内功”是关键。公司作为家纺市场第一品牌, 更有可能在未来脱颖而出;
 - ◆ 家纺品牌经营策略与已经上市的鞋类和服装品牌相比本质上差别不大, 而家纺产品品质重要性高、时尚性弱, 家纺品牌经营并没有突出上述差异, 未来需要根据家纺产品特点进行品牌建设, 可能给公司中长期高速发展奠定基础。
- 随着家纺市场发展, 以及公司产能和销售渠道扩大, 我们预期 09 年 - 2011 年分别实现净利润 1.25 亿元、1.40 亿元和 1.70 亿元, 分别同比增长 14%、11.9%和 21%, 摊薄后 EPS 分别为 0.894 元、1.001 元和 1.211 元;
- 根据与香港和国内市场已上市服装和鞋类品牌零售企业估值比较, 我们给予公司 09 年 24-27 倍动态市盈率, 认为未来合理价格在 21.46-24.14 元之间。

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)

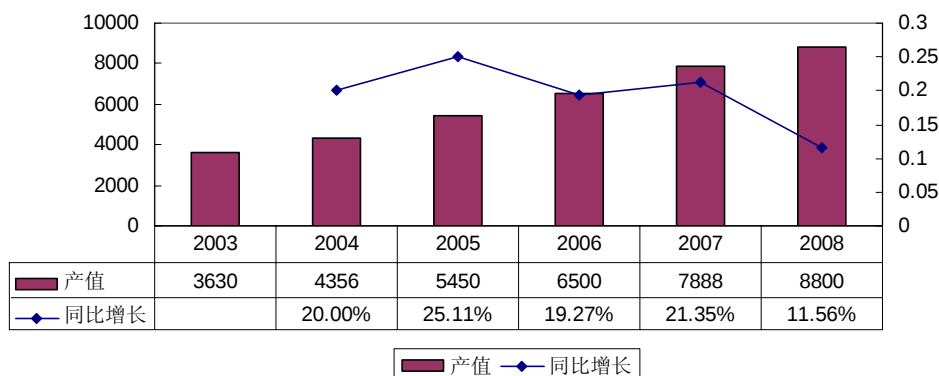
家纺行业发展空间巨大，辉煌和平稳取决于公司经营

家用纺织品行业可以细分为床上纺织品类，巾类，厨房用品类，帘类，艺类，毯类，线类，袋类和绒类等十类，其中床用纺织品类是最重要的组成部分，年产值占家纺工业总产值 1/3 以上。

中国家纺行业未来保持快速发展

作为纺织业三大产品领域之一的家用纺织品，在 2000 年以来取得了突飞猛进的发展，年均产值增速超过 20%（图表 1）。截止到 2009 年 5 月，中国家纺行业的内销比重达到 82.15%。

图表1：2003-2008 中国家纺行业产值图

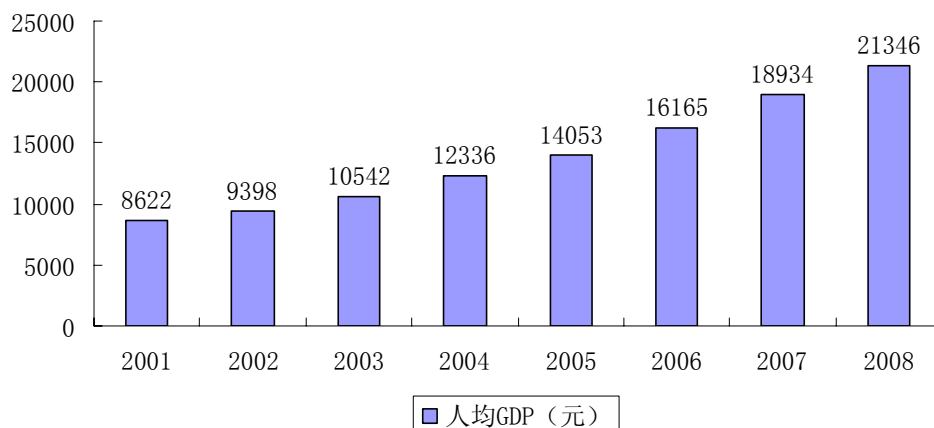


来源：中国家用纺织网，国金证券研究所

在发达国家，家用纺织品消费占人均消费性支出的约 1/3，与服装消费的比例基本持平，其中美国和日本的家纺消费比例更是高达 40% 左右。08 年统计数据显示，我国社会消费品零售总额 10.8 万亿，而家纺行业消费只有约 7000 亿（其中包括近 3500 亿的床上用品消费额），仅占人均消费支出的 6.5%。

宏观经济的高速发展，家纺行业市场容量远未饱和

图表2：2001-2008 中国人均 GDP



来源：中国统计局，国金证券研究所

尽管目前中国家纺市场竞争激烈，但市场总的容量还在扩大，企业发展机会很大，这主要得益于中国目前稳定且快速增长的宏观经济，以及中国持续进行的城市化进程带来的消费升级。

欧美经济发展历史表明：人均 GDP 从 1000 美元到 3000 美元是家纺行业的导入期，人均 GDP 达到 3000 美元之后进入成熟期，这是家纺行业最容易盈利的时期，而 2008 年我国人均 GDP 已经迈进 3000 美元大关。

根据人口学的纳瑟姆曲线，城市化率超过 30%时，国家将进入高速城市化的阶段，直至城市化水平达到 70%左右。美国在 1880-1960，日本在 1930-1970 先后完成了纳瑟姆曲线中的高速城市化。我国自 1995 年达到了 30%的城市化拐点。截止到 2007 年底，城市化水平已经达到 44.9%，中国城市人口相应地达到了 5.94 亿，城市化水平每提高 1 个百分点，新增城市人口约为 1500 万人，预计我国高速城市化的进程可以持续到 2030 年。

房地产行业的发展给作为软装修的家纺行业带来可观的新增市场

据调查显示，基于我国居民的消费习惯，约有 82%的消费者在迁入新居或装修时会更换窗帘、布艺等家纺用品；超过 63%的消费者会更换床上用品。因此，以迁入新居或装修后进行家用纺织品消费为特征的消费需求的增长，成为家纺消费的主流。

另据统计，我国每年新竣工的住宅面积为 5 亿平方米，再加上大量的旧宅改造，每年家居装修的工程将达 3000 亿元以上，而且每年以 30%的速度增长，居民装修房屋花在家用纺织品的购置费用，约占整个工程的 25%。

80 年代的生育高峰—婚庆市场的需求大增

根据国家有关部门资料显示，我国每年约有 1000 万对新人结婚，以每对新人在家用纺织品上消费 2000 元计算，则每年仅此市场就有 200 亿元的市场容量。

公司目前是家纺行业龙头，有可能继续独领风骚

市场空间的不断扩大，公司已有的竞争优势和未来经营策略是保证公司保持已有市场份额并不断扩大份额的基础。

行业内的主要公司基本覆盖所有细分市场

图表 3：家纺行业内的主要公司

国内品牌	高档品牌	富安娜、梦洁、罗莱、梦兰
	中档品牌	恐龙、莱美、惠谊、水星、馨亭、福沁、凯盛、华源塞拉维
	低档品牌	红富士、小绵羊、杰元、松田、民光
国际品牌	高档品牌	美国 ESPRIT、法国依夫德依、意大利 TRUSSARDI、法国 PRETTE、澳大利亚雪瑞丹、法国梦特娇、澳大利亚 PERI 等
	一般品牌	法国 ELLE、法国 JASON、意大利 BASSAITI

来源：中国家纺网，国金证券研究所

目前国内大型知名针织业品牌大多已经进入床品市场：恒源祥、浩纱、纤丝鸟、维科精华等，同时，国内一部分纺织服装企业如杉杉、淑女屋等企业纷纷试水家纺领域。他们均具备庞大的销售网络和完善的销售通道，拥有强势的资金后盾，是家纺行业不可小觑的竞争者。

公司目前具有较强的市场竞争优势，是市场第一品牌

公司定位于中高端床上用品，拥有自主品牌“罗莱”，代理经营“SHERIDAN 雪瑞丹”，“SAINT MARC 尚·玛可”，“DISNEY 迪士尼”等品牌，产品涵盖豪华套件，欧式套件，儿童套件，盖毯，家居服饰，靠垫，毛浴巾，床垫，被子，枕芯和夏令床品等 11 类 2000 多个品种。

图表4：公司的多品牌矩阵

主要品牌		主要产品	价格区间	目标客户群	门店数量
自有品牌	核心发展品牌	罗莱	床上用品套件，儿童床品，毛巾浴巾，家居服饰	主打产品价格，在500-3000元之间	22-55岁之间中高收入，追求高品质生活的群体
代理品牌	在指定地区，指定时间内的排他性代理销售	雪瑞丹	床上用品，盥洗用品，地毯和窗帘	5000元以上	受教育程度较高，消费能力强，具有较高审美品位的人群
		尚·玛可	床上用品，盥洗用品，家居用品	600-2000元	25-40岁，崇尚自由，追求时尚自我生活方式的年轻人群和注重高品质休闲生活的中年人群
授权品牌	在不同行业授权不同公司生产该品牌的产品，授权公司一般为世界知名娱乐品牌，只收取加盟金	迪士尼	以快乐，梦幻，时尚，个性为品牌核心理念，诠释DISNEY风格		5-50岁之间，积极，乐观，喜欢“快乐”生活方式的人群
					100家专卖店和店中店，还进入了超市等渠道

来源：招股说明书，国金证券研究所

图表5：零售终端网点模式和数量

		2006年	2007年	2008年	2009年1-6月
加盟商		429	511	586	600
加盟终端	专卖店	511	599	635	691
	商场专柜	532	650	763	801
	总计	1043	1249	1398	1492
直营	专卖店				36
	商场专柜				195
	总计			138	231

来源：招股说明书，国金证券研究所

除了以上品牌，公司还有很多正在培养中的种子品牌：公司陆续代理了意大利欧恋纳，英国克里斯蒂，日本 rose 等品牌。公司还授权代理全球第二大娱乐品牌—华纳，以便在大陆地区，与迪士尼品牌一起形成娱乐品牌资源的垄断地位。

公司的销售渠道覆盖全国 31 个省，直辖市和自治区，并且在华东，东北及华北地区市场占据绝对统治地位，是行业第一品牌。

公司采用“特许加盟商+直营连锁”的复合营销模式，公司在不同城市采用排他唯一性特许经营模式，在省级中心城市以上的大城市开展直营模式。目前公司以特许加盟商为主要模式，2009 年 1-6 月该销售模式销售额占公司总销售额的 84%以上。

在品牌发展初期，企业资金实力较弱的情况下，特许加盟模式可以帮助公司迅速的拓展零售终端，但是特许加盟商追求的是短期内的利润回报，对品牌形象的维护程度不够。随着企业做大做强，为了塑造和推广品牌形象，企业必然要求拓展执行力更高的直营销销售终端，公司 IPO 的募集资金约 1/2 将用于直营终端网络建设。

未来三年，公司的销售模式仍然以特许加盟为主，直营为辅，但是公司计划逐步加大直营模式比重，使直营销额逐步达到总销售额的 30% 左右。

公司与主要竞争对手尚未拉开明显距离

图表 6：公司与主要竞争对手比较

	罗莱	富安娜	梦洁
主要品牌	罗莱，代理品牌尚玛可和雪瑞丹	富安娜，馨而乐，圣之花，全权买断中国经营权的意大利 VERSAI 品牌	梦洁，寐，梦洁宝贝
主要产品	豪华套件，欧式套件，儿童套件，盖毯，家居服饰，靠垫，毛浴巾，床垫，被子，枕芯和夏令床品等，差别不大		
品牌内涵	浪漫典雅的欧洲风格，演绎现代优雅精致生活	“艺术家纺”，高贵，典雅，浪漫，温馨	经典，时尚与永恒
企业文化	持续不断创新的文化	持续不断创新的文化	传达爱的信息，实现爱的关怀
主品牌目标客户群	22-55 岁的中高收入，并追求高品质生活的人士	28-45 岁、追求生活品味的中高收入女性消费者	28-45 岁的关爱家的人士
股权结构	基本都实现了高管层持股，实现管理层收入和企业效益同步增长		
销售渠道	都自营与加盟相结合，在中心城市采取自营模式，其他城市采取代理模式		
市场营销	形象代言人 + 电视和平面广告		
供应链	大部分自产，未来资金相当部分投入固定自产建设		
优势市场	华东，东北及华北地区	珠三角地区	华中地区
位置优势	拥有产业集群优势，成本优势	沿海发达城市，有利于接收行业内最新的时尚信息	成本优势
总结	主要经营策略相似，差别在于企业管理层经营水平和企业文化差异		

来源：国金证券研究所

品牌经营策略与服装、鞋类品牌相似，家纺产品固有特点突出不够

家纺市场空间巨大，能否抓住机遇取决于公司的具体经营举措，如果经营得当，公司再现超高速增长是完全可能的，如果维持当前经营策略，未来业绩平稳增长也是完全能够做到的。公司是目前市场第一品牌，过去的成功充分证明了公司潜力和实力，公司发展前景是比较广阔的，更有可能在家纺企业中脱颖而出。

图表 7：家纺与服装、鞋类品牌经营策略比较

	家纺品牌	鞋类品牌	休闲服和运动服品牌	高档服装品牌
共同点	中国改革开放的前30年是制造业为主，未来消费和服务行业比重将逐渐提升，无论从市场总量还是人均消费量来看，人均收入提高和城镇化进程，使得中国纺织产品的国内零售空间巨大，企业完全有可能获得持续的高速增长，但能否享受这一过程，主要取决于每个企业的具体经营策略			
品牌运作	多品牌运作，满足不同层次的顾客需求	由于女鞋时尚性非常强，一般采取多品牌运作模式，并通过代理国际著名品牌扩大影响力和提高品牌经营水平	单一品牌，根据顾客群采取单一品牌下的品牌系列化运作。多品牌经营的成功案例不多	单一品牌，非常注重培养顾客对品牌的忠诚度
销售网络	百货商场中柜台比例较大，但专卖店数量也不少	以百货商场中的店中店占据绝对份额，产品特点和档次适合在百货商场中经营	休闲服以专卖店为主，运动服饰专卖店和百货店中店并重	百货商场店中店比例较大，但兼顾专卖店发展
	目前代理商销售占比较大，和休闲服一样，未来自营占比逐渐提高	自营比例很大，自营收入占比往往达到90%的水平。在百货商场中开店，省却了寻找店铺位置、管理等方面麻烦，因此自营比例较高	一般通过代理商进行零售，自营比例不高。近年许多品牌开始建设自营销售网络，自营比例有所提高，但最高的美邦自营收入占比也没有超过50%	宝姿自营比例非常大，报喜鸟致力于提高自营比例
	一般不采取密集开店的策略	由于适合品牌定位的百货商场数量限制，单一品牌开店数量上限相对较低，不过企业可通过多品牌店铺扩张弥补该缺陷	专卖店可以采取密集开店策略，单一品牌的开店速度更快	开店数量受制于适合品牌定位的百货商场和商业中心的数量，单一品牌的店铺上限低于鞋类
市场营销	广告投入较大，但低于休闲服，等多通过形象代言人进行，形式多样，电视、平面等各种形式皆有	广告投入不大。因为各地百货商场先天具有集聚人流的作用，大规模广告投放没有必要	密集的广告营销是必须的，广告费用占收入比例往往达到税法规定可抵扣的上限8%	广告投入不大，和鞋类类似，主要是平面广告、节目赞助和Vip俱乐部等形式
供应链管理	产品绝大部分自产。虽然时尚性不强，每年新产品占比30%左右，但产品质量非常重要，而且补单率较高，自有产能是必需的	产品大部分资产，外包比例不高。女鞋时尚性非常强，需要及时根据市场变化而补充货品，自身生产产能是必需的	自产比例低于女鞋，甚至可以象美邦那样完全外包	产品几乎全部自产，保证质量是高端品牌的必修课
总结	家纺更强调产品品质，时尚性最低，家纺品牌经营策略应该与其它纺织产品经营有一定差别，但我们没有看到明显差异	由于产品属性不同，鞋类和休闲服品牌在具体经营策略上存在一定差异，导致的结果是：1、毛利率差异，鞋类相对较高；2、费用差异，鞋类营业费用占比相对较高；3、应收帐款差异，鞋类应收帐款占收入比例较大。殊途同归，最终的净利率差别并不大，产品的档次才是决定净利率的主要因素		高端定位意味着发展速度不可能过快。高毛利率和高费用率是典型特征

来源：国金证券研究所

图表 8：公司品牌经营提高空间较大

	具体分析
产品研发设计与消费者需求之间差异	目前家纺品牌更多关注新婚市场，产品设计、价格与消费者心目中期望有差异
市场营销仍有空间	产品品质的差异和特点宣传不够，消费者难以区分不同品牌的差别
销售渠道	公司采取换货制度，而不是其它服装的买断制；各地区价格由当地销售分公司和经销商确定，这些在一定程度上说明品牌地位仍不够强势
总结	我们认为家纺产品更新换代速度大有提高空间，家纺企业需要在产品、营销、渠道等方面作手，引导消费习惯，从而获得类似七匹狼等十年前的成功先例，即在不同场合、不同时间需要穿着不同的服装，未来，很可能实现不同季节、不同年龄、不同类型、不同生活习惯、不同房屋使用不同的家纺产品

来源：国金证券研究所

股票估值和定价

图表 9：国内和香港市场品牌服装上市公司估值比较

	李宁	宝姿	百丽	达芙妮	安踏	中国动向	七匹狼	报喜鸟	美邦	平均
股票代码	2331. hk	589. hk	1880. hk	0210. hk	2020. hk	3818. hk	002029	002154	002269	
09年动态市盈率	23.5	19.5	22.6	16.6	22.1	18.2	27.8	22.6	26.6	22.2

来源：国金证券研究所

公司行业地位高于星期六，未来“出人头地”的可能性较大，但家纺产品时尚性较弱，行业增速可能略慢于女鞋，综合考虑，给予 24-27 倍市盈率，略超过星期六鞋业，公司 09 年摊薄业绩 0.894 元，预计未来合理的价格区间在 21.46-24.14 元之间。

产品盈利预测及说明

我们假定：

- 国内消费市场 2011 年明显复苏；
- 考虑到公司的募集资金中有一半将用于直营终端网络的建设，伴随着公司自主生产能力的提高和自营比例提高，我们预计公司未来的毛利率水平将小幅度上涨，直营收入增速不断提高，营业费用占比难以下降，管理费用占比 2010 年后有所提高。

图表 10：公司产品盈利预测

项 目	2006	2007	1H08	2008	1H09	2009E	2010E	2011E
直营								
销售收入（百万元）	50.87	92.33	68.78	122.87	59.51	129.01	141.91	163.20
增长率（YOY）		81.50%		33.08%	-13.48%	5.00%	10.00%	15.00%
毛利率	48.15%	53.62%	56.23%	56.23%	57.21%	57.00%	57.00%	58.00%
销售成本（百万元）	26.38	42.82	30.11	53.78	25.46	55.48	61.02	68.54
增长率（YOY）		62.35%		25.59%	-15.42%	3.15%	10.00%	12.33%
毛利（百万元）	24.49	49.51	38.68	69.09	34.05	73.54	80.89	94.66
增长率（YOY）		102.12%		39.55%	-11.97%	6.44%	10.00%	17.02%
占总销售额比重	9.21%	12.22%	18.03%	13.61%	14.60%	12.68%	12.22%	11.78%
占主营业务利润比重	17.30%	18.83%	26.14%	20.65%	21.00%	18.21%	17.42%	16.99%
加盟								
销售收入（百万元）	483.60	631.55	302.93	755.16	337.98	868.43	998.70	1,198.44
增长率（YOY）		30.59%		19.57%	11.57%	15.00%	15.00%	20.00%
毛利率	23.35%	33.13%	36.22%	36.22%	38.61%	38.50%	38.50%	38.50%
销售成本（百万元）	370.68	422.32	193.21	481.64	207.49	534.09	614.20	737.04
增长率（YOY）		13.93%		14.05%	7.39%	10.89%	15.00%	20.00%
毛利（百万元）	112.92	209.23	109.72	273.52	130.49	334.35	384.50	461.40
增长率（YOY）		85.29%		30.72%	18.93%	22.24%	15.00%	20.00%
占总销售额比重	87.53%	83.61%	79.39%	83.66%	82.93%	85.35%	85.98%	86.48%
占主营业务利润比重	79.74%	79.57%	74.16%	81.76%	80.48%	82.78%	82.81%	82.80%
其它								
销售收入（百万元）	18.02	31.48	6.38	24.65	10.08	20.00	21.00	24.15
增长率（YOY）		74.69%		-21.70%	58.05%	-18.86%	5.00%	15.00%
毛利率	23.25%	13.41%	-61.72%	-32.66%	-23.71%	-20.00%	-5.00%	5.00%
销售成本（百万元）	13.83	27.26	10.31	32.70	12.47	24.00	22.05	22.94
增长率（YOY）		97.11%		19.96%	20.90%	-26.61%	-8.12%	4.05%
毛利（百万元）	4.19	4.22	-3.94	-8.05	-2.39	-4.00	-1.05	1.21
增长率（YOY）		0.72%		-290.76%	-39.29%	-50.31%	-73.75%	-215.00%
占总销售额比重	3.26%	4.17%	1.67%	2.73%	2.47%	1.97%	1.81%	1.74%
占主营业务利润比重	2.96%	1.60%	-2.66%	-2.41%	-1.47%	-0.99%	-0.23%	0.22%
销售总收入（百万元）	552.49	755.36	381.58	902.68	407.57	1017.45	1161.61	1385.79
销售总成本（百万元）	410.89	492.40	233.63	568.12	245.42	613.56	697.27	828.53
毛利（百万元）	141.60	262.96	147.95	334.56	162.15	403.88	464.34	557.26
平均毛利率	25.63%	34.81%	38.77%	37.06%	39.78%	39.70%	39.97%	40.21%

来源：国金证券研究所（08 年中期数据根据公司 08 年过会时披露的招股说明书）

募集资金项目分析

公司计划发行 3510 万股，募集资金主要用于扩大产能和扩展直营连锁销售网络，项目都有利于未来发展和品牌形象提高。

图表 11：募股资金项目

项目名称	总投资额 (万元)	拟使用募集资金投资额 (万元)	实施后结果
南通家纺生产基地扩建项目	31,141.70	21,704.10	每年新增标准套件120万套，被芯160万条，枕芯220万只的产能
直营连锁营销网络建设项目	26,889.50	26,889.50	新增3家直营旗舰店，10家直营主力店，65家直营基础店和58家直营商场专柜
研发设计中心建设项目	3,703.50	3,703.50	
合计	61,734.70	52,297.10	

来源：国金证券研究所

风险提示

- 目前家纺行业与房地产有一定关联度，未来如果房地产销售面积增速下降可能影响公司产品销售；
- 目前国内纺织服装零售市场没有完全转暖，家纺市场明显复苏有待于宏观经济的明显好转；
- 公司上半年存货达到 2.38 亿元，库存商品 1.5 亿元，库存商品占库存比例 06 年、07 年、08 年和 09 年上半年分别为 36.6%、46.9%、56.1%和 62.9%，07 年、08 年和 09 年上半年库存商品增幅分别为 51.4%、41.9%和 27.4%，尽管自营比例增加会相应增加库存，但从 08 年开始，库存商品增幅都超过了自营店销售收入增幅和主营业务收入增幅。

附录：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	552	755	903	1,017	1,162	1,386
增长率		36.7%	19.5%	12.7%	14.2%	19.3%
主营业务成本	-411	-492	-568	-614	-697	-829
% 销售收入	74.4%	65.2%	62.9%	60.3%	60.0%	59.8%
毛利	142	263	335	404	464	557
% 销售收入	25.6%	34.8%	37.1%	39.7%	40.0%	40.2%
营业税金及附加	0	-1	-2	-3	-3	-4
% 销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-63	-106	-136	-183	-209	-249
% 销售收入	11.5%	14.0%	15.1%	18.0%	18.0%	18.0%
管理费用	-26	-40	-51	-61	-76	-90
% 销售收入	4.7%	5.3%	5.6%	6.0%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	52	116	146	157	176	214
% 销售收入	9.4%	15.3%	16.1%	15.4%	15.2%	15.4%
财务费用	-1	-2	-1	2	2	4
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.3%
资产减值损失	2	-2	-7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	52	111	138	158	178	217
营业利润率	9.5%	14.8%	15.2%	15.5%	15.3%	15.7%
营业外收支	1	0	0	10	10	10
税前利润	54	111	137	168	188	227
利润率	9.7%	14.7%	15.2%	16.5%	16.2%	16.4%
所得税	-4	-26	-26	-42	-47	-57
所得税率	7.6%	23.4%	19.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	50	85	111	126	141	170
少数股东损益	0	0	1	0	0	0
归属于母公司的净利	50	85	110	125	140	170
净利率	9.0%	11.3%	12.2%	12.3%	12.1%	12.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	50	85	111	126	141	170
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	4	7	13	7	10	15
非经营收益	-1	3	-1	-3	-6	-6
营运资金变动	-36	-51	-15	3	-16	-2
经营活动现金净流	17	44	108	133	129	176
资本开支	-12	-20	-32	-13	-69	-40
投资	0	-5	4	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-12	-24	-28	-14	-69	-40
股权募资	15	20	0	0	-22	0
债权募资	13	-23	-5	55	16	-33
其他	23	-25	-44	-2	-4	-4
筹资活动现金净流	52	-28	-49	53	-10	-36
现金净流量	57	-8	32	171	50	100

资产负债表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	53	45	79	250	300	400
应收款项	17	32	46	52	59	71
存货	152	180	213	219	248	272
其他流动资产	14	18	19	20	23	27
流动资产	236	275	356	541	630	770
% 总资产	93.4%	76.8%	77.8%	82.7%	77.6%	78.0%
长期投资	0	5	0	1	0	0
固定资产	0	61	83	98	168	203
% 总资产	0.2%	17.0%	18.1%	14.9%	20.6%	20.6%
无形资产	13	13	13	13	12	12
非流动资产	17	83	102	113	182	217
% 总资产	6.6%	23.2%	22.2%	17.3%	22.4%	22.0%
资产总计	252	358	458	654	812	987
短期借款	28	5	0	55	71	37
应付款项	130	85	128	141	160	190
其他流动负债	15	35	29	32	36	43
流动负债	172	125	157	227	267	270
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	172	125	157	227	267	271
普通股股东权益	128	230	298	424	542	712
少数股东权益	0	3	3	4	4	4
负债股东权益合计	300	358	458	654	812	987

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.470	0.809	1.046	0.894	1.001	1.211
每股净资产	8.546	2.186	2.832	4.024	5.147	6.762
每股经营现金净流	1.141	0.419	1.029	1.261	1.228	1.675
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	38.77%	37.00%	36.93%	29.63%	25.92%	23.88%
总资产收益率	16.51%	23.78%	24.01%	19.19%	17.29%	17.22%
投入资本收益率	30.72%	37.18%	39.10%	24.39%	21.44%	21.24%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	36.72%	19.50%	12.71%	14.17%	19.30%
EBIT增长率	N/A	123.52%	25.84%	7.60%	12.52%	21.18%
净利润增长率	N/A	71.95%	29.27%	14.00%	11.92%	21.04%
总资产增长率	N/A	19.36%	28.06%	42.64%	24.24%	21.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.6	9.6	13.6	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	67.5	122.9	126.1	130.0	130.0	120.0
应付账款周转天数	20.2	37.5	40.7	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	#DIV/0!	29.4	33.2	34.4	52.1	53.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-19.27%	-17.20%	-26.05%	-45.75%	-42.02%	-50.57%
EBIT利息保障倍数	35.7	47.2	105.9	-97.4	-111.5	-58.0
资产负债率	57.42%	34.83%	34.27%	34.67%	32.81%	27.44%

来源：国金证券研究所

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

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:

行业优化平均市盈率中, 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。

市场优化平均市盈率中, 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。