

报喜鸟

002154

增持/ 维持评级

股 价	2009/11/19
RMB22.1	

基础数据

总股本（百万股）	250
流通 A 股（百万股）	62
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）	1379

财务数据

市净率 (X)	7.55
TRACING P/E (X)*	32.63
EPS (元)	0.41
股息率 (%)	0.9

*最近四季盈利计算。

相关研究

从卖“产品”到卖“品牌”

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	937.9	706.1	1264.5	1611.6	2014.6
(+/-%)	100.2	26.6	34.8	27.4	25.0
归属母公司净利润(百万元)	122.9	102.6	191.6	257.8	348.7
(+/-%)	48.2	81.7	55.9	34.6	35.3
EPS(元)	0.49	0.41	0.66	0.89	1.20
P/E(倍)	43.2	51.8	32.5	24.2	17.9

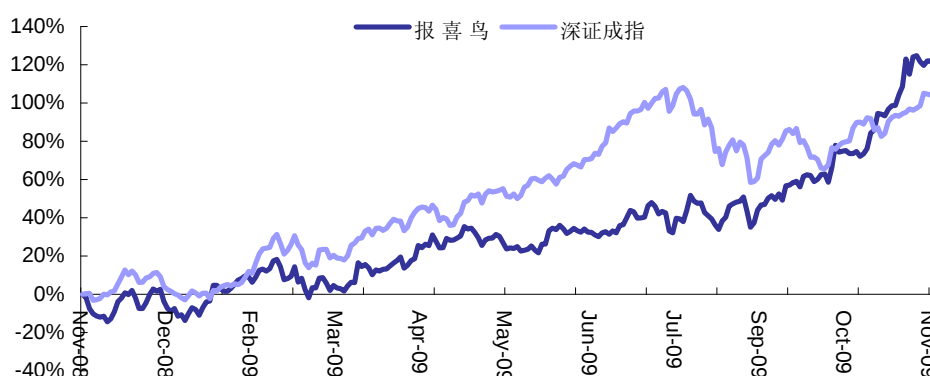
■ 本报告中我们对公司的品牌运营状况、盈利能力和发展潜力重新进行了梳理，同时引入与七匹狼的比较和对 HUGO BOSS 的分析，看整个国内男正装行业的发展趋势。我们认为国内男正装行业已经实现了由卖“产品”向卖“品牌”的转变，通过产品种类和品牌系列的富超越市场界限。尽管与世界品牌相比，国内男装企业的发展还稍显稚嫩，但成长性不容忽视。

■ 报喜鸟以“先做精、后做规模”为基本经营原则，专注于品牌内涵价值提升和设计工艺提高；长期来看，主要盈利增长点为传统优势业务的内生性增长；中期来自圣捷罗（S.ANGELO）时尚休闲品牌的规模化扩张；长期来看，皮具系列、经典系列、电子商务和高端及楼宇定制等创新培育业务可能对进一步提升品牌形象和盈利能力有所帮助。

■ 此次增发是公司整合现有渠道资源、增强品牌影响力以及进一步提升市场占有率的重要契机，预计随着项目建设的逐步深入，其品牌影响力得到更深程度加强，2011、2012 年及以后将是收获期，业绩提升更为明显。品牌影响力提升同时也伴随着议价能力的提高，产品倍率呈稳步上升趋势；而门店数量实现规模化以后，期间费用率的下降也可期待。

■ 考虑增发后股本增加的因素，我们以增发 4008 万股、总股本 2.9 亿股估算，预计 2009-2011 年公司每股收益分别为：0.66 元、0.89 元和 1.20 元，三年复合增长率为 41.57%。以市盈率法测算，考虑未来几年的复合增长率水平，给以 2010 年 30 倍 PE，合理价值在 26.7 元，以 DCF 估值法测算公司合理价值为 25.90 元。

最近 52 周股价表现



分 析 师
 汪蓉
 +755-82492801
 wangrongyjs@lhqz.com

目 录

我们的主要观点	3
男装行业：从卖产品到“卖”品牌.....	3
公司品牌发展思路清晰 各阶段主要盈利增长点明确.....	5
精耕细作 稳健增长——SAINT ANGELO 商务系列稳步推进	6
报喜鸟 (SAINT ANGELO) 的概况.....	6
报喜鸟 (SAINT ANGELO) 的发展潜力.....	7
规模扩张 分享时尚盛宴——圣捷罗 (S.ANGELO) 加速推广	8
圣捷罗 (S.ANGELO) 的概况.....	8
圣捷罗 (S.ANGELO) 的发展潜力.....	9
发挥职业服团购业务快速现金流优势 提升产能利用效率	10
职业服市场不神秘 蛋糕虽小但份量.....	11
上海宝鸟的发展潜力.....	13
公开增发增强资金实力 加速渠道扩张	13
增发项目效益分析.....	13
延伸：与七匹狼的区别 与 HUGO BOSS 的差距.....	16
与七匹狼的比较	16
HUGO BOSS 的经验	18
HUGO BOSS 的发展：工业品牌崛起的一波三折.....	18
HUGO BOSS 的财务状况.....	22
HUGO BOSS 的资本市场表现和估值.....	24
盈利预测	25

我们的主要观点

借此增发契机，我们对公司的品牌运营状况、盈利能力、竞争优势和发展潜力重新进行了梳理，同时引入与七匹狼的比较和对 HUGO BOSS 的分析，看整个国内男正装行业的发展趋势。

我们认为，经历了 10 多年的洗牌和淘汰，男正装行业已经实现了由卖“产品”向卖“品牌”的转变，尝试以宣扬某种生活态度的方式“售卖”品牌，通过产品种类和品牌系列的不断丰富来超越市场界限。尽管与世界品牌相比，国内男装企业的进步还稍显稚嫩，但成长性不容忽视。

报喜鸟作为男正装行业的佼佼者，在品牌运营、渠道管理以及供应链体系建设方面都颇有心得，以“先做精、后做规模”为基本经营原则，专注于品牌内涵价值的提升和设计工艺提升。业务架构分为三类：1、传统优势业务：“报喜鸟(SAINT ANGELO)”商务男装和“宝鸟”职业服团购业务；2、潜力业务：圣捷罗(S.ANGELO)时尚休闲男装；3、创新、培育业务：“报喜鸟”皮具系列和经典系列、EBONO 电子商务业务和 CALBONO 高端定制业务。

短期来看，公司的主要盈利增长点为传统优势业务的内生性增长；中期来看，主要盈利增长点来自圣捷罗(S.ANGELO)时尚休闲品牌的规模化扩张；长期来看，皮具系列、经典系列、电子商务和高端及楼宇定制等创新培育业务可能对进一步提升品牌形象和盈利能力有所帮助。

此次增发项目是公司整合现有渠道资源、加快渠道扩张和提高扩张质量，增强品牌影响力，以及进一步提升市场占有率的重要契机，未来品牌运营和渠道建设的动作绝不仅限于此项目。我们预计随着 2010 年和 2011 年上半年增发项目建设的逐步深入，公司的品牌影响力得到更深程度的加强，2011、2012 年及以后将是扩张后的收获期，业绩提升会更为明显。

品牌影响力提升的同时也伴随着议价能力的提高，产品倍率呈稳步上升趋势，并反映为批发毛利率的稳定提升。与此同时，直营占比的增加也会进一步推高毛利率。期间费用率的下降也可期待，主要来自品牌销售网点上规模后，付出同样的成本可以获得更多回报；有异曲同工之处的还有上海宝鸟的产能利用率提高。

考虑增发后股本增加的因素，我们以增发 4000 万股、总股本 2.9 亿股估算，预计 2009-2011 年公司每股收益分别为：0.66 元、0.89 元和 1.20 元，三年复合增长率为 41.57%。以市盈率法测算，考虑未来几年的复合增长率水平，给以 2010 年 30 倍 PE，合理价值在 26.7 元，以 DCF 估值法测算公司合理价值为 25.90 元。

男装行业：从卖产品到“卖”品牌

国际领先的男装企业，特别是男士正装企业均拥有共同的特征：高超的服装制作工艺和鲜明且深入人心的品牌内涵，他们依托成熟的盈利模式，通过品牌系列的延伸和丰富来完善产品品类，以求满足目标客户在各个时间和场合的着装需要。更重要的是，这些品牌在经过时间的积淀后，最终形成某种特有的风格或代表某

男装企业经营理念已经发生根本转变

我国男装企业在品牌运营和产品设计上存在短板

种生活方式，被消费者所接受。

我国男装行业经历了 10 多年的洗牌和淘汰，实现了由卖“产品”向卖“品牌”的转变，并开始尝试以宣扬某种生活态度的形式来“售卖”品牌，通过产品系列的不断丰富来超越市场局限。生产能力不再是约束企业销售规模的因素，取而代之是品牌运营、供应链管理和渠道扩张能力，其中供应链管理更为重要。

当然与世界服装名企相比，我国男装企业仍然处于品牌塑造的初级阶段。区别于世界顶级服装品牌的“设计师品牌”特征，我国男装品牌以“工业品牌”为主，也有部分品牌开始向“商业品牌”（介于工业品牌与设计师品牌之间的称呼）迈进。这一特点决定了我国大多数男装企业在品牌运营和产品设计上必然存在短板和经验不足，也成为市场质疑我国男装企业中难有高档服装品牌出现的理由之一。但实际上我们了解了 HUGO BOSS 的发展历史后会发现，即使是工业品牌中也有成为国际奢侈品一员的实力，关键是看其如何进行品牌运作。

表 1、我国服装企业与世界服装企业的差距

世界	中国
品牌推广和产品设计为主，生产外包	加工、生产为主
产品定位追求个性、时尚	产品定位同质化
创新研发能力强	研发基础薄弱、创新能力差
品牌文化清晰、策划能力强	品牌文化内涵缺乏、品牌策划乏力

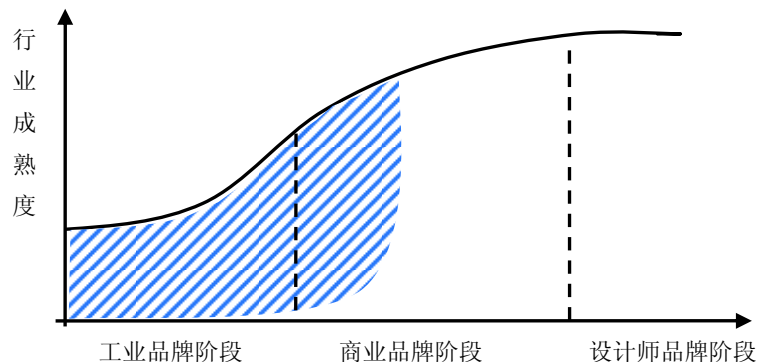
资料来源：联合证券研究所

表 2、品牌发展三阶段特点

名称	特点	代表企业
工业品牌	以工厂形式发展壮大，以产品实体展示和订货为主	Hugo Boss、卡纳里
商业品牌	以工业品牌销售为主，通过并购经营多种类别品牌	美国 PVH 集团
设计师品牌	设计师名字命名，每年设计新产品，展示品牌内涵和形象，发布流行趋势	Armani、Gucci、Channel

资料来源：联合证券研究所

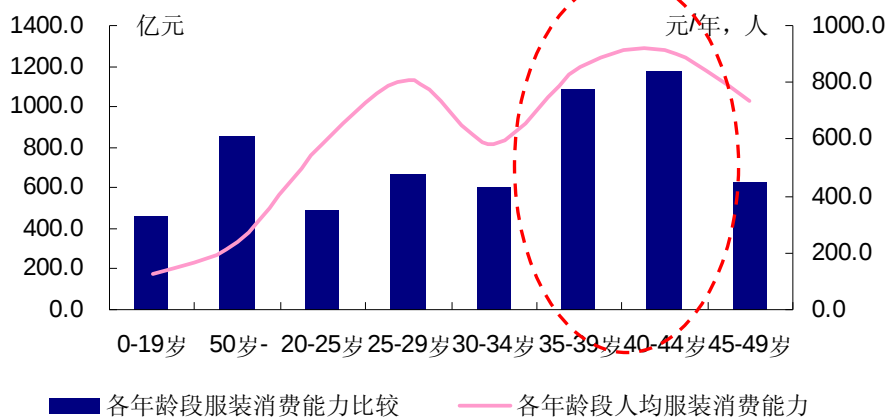
图 1、我国服装企业所处品牌阶段



资料来源：联合证券研究所

从全球来看，男士正装企业大多以 35-45 岁（成功）男士作为其目标客户。这一年龄段客户的特点是：购买能力强、对价格不敏感，但对品位和服务的要求甚高。这些特点也决定了男装企业的受众群有限，较难实现规模化；但品牌运营能力和客户关系维护非常重要，可以起到充分提高单个客户的附加值，提升盈利能力的作用。

图 2、各年龄段人口服装消费能力比较 (2007 年)



数据来源：国家统计局、联合证券研究所

公司品牌发展思路清晰 各阶段主要盈利增长点明确

公司以先做精、后做规模为基本经营原则，专注于品牌内涵价值的提升和工艺提升。其业务架构分为三类：1、传统优势业务：“报喜鸟(SAINT ANGELO)”商务男装和“宝鸟”职业服团购业务；2、潜力业务：圣捷罗(S.ANGELO)时尚休闲男装；3、创新、培育业务：“报喜鸟”皮具系列和经典系列、EBONO 电子商务业务和 CALBONO 高端定制业务。

短期来看，公司的主要盈利增长点为传统优势业务的内生性增长；中期来看，主要盈利增长点来自圣捷罗（S.ANGELO）时尚休闲品牌的规模化扩张；长期来看，皮具系列、经典系列、电子商务和高端及楼宇定制等创新业务可能对进一步提升公司品牌形象和盈利能力有所帮助。

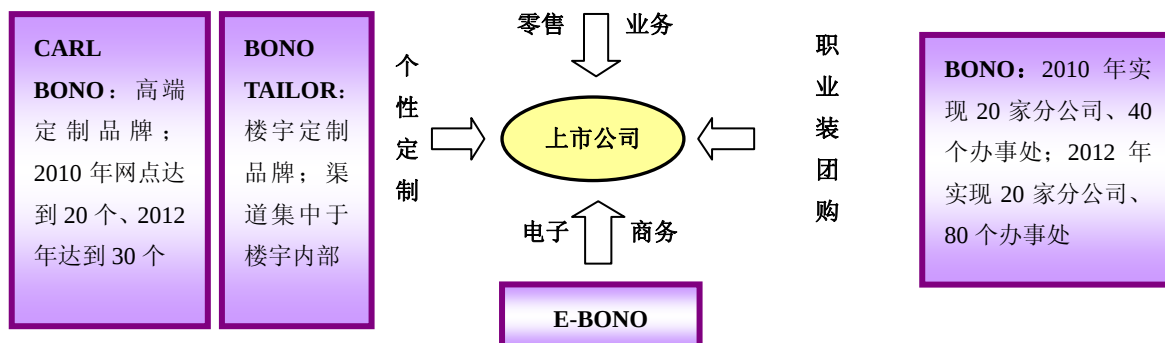
图 3、报喜鸟公司品牌结构图

经典系列: Saint Angelo Classic , 融入到商务系列的大店中;

商务系列: Saint Angelo Business, 2010 年网点达到 800 个、2012 年达到 1000 个;

皮具系列：2009 年 3 家，2010 年网点达到 20-30 个；

圣捷罗: S. Angelo, 08年下半年推出, 2010年网点达到200个、2011年达到300个



资料来源：公司公告、联合证券研究所

精耕细作 稳健增长——SAINT ANGELO 商务系列稳步推进

公司传统优势业务为报喜鸟（SAINT ANGELO）商务男士正装的品牌经营，以 30-45 岁男士为主要目标客户、走高端化路线。旗下包括四个系列：经典（SAINT ANGELO Classic）、商务（SAINT ANGELO Business）、时尚系列和皮具系列。

报喜鸟（SAINT ANGELO）的概况

报喜鸟（SAINT ANGELO）品牌迄今为止仍是公司业绩贡献的主力，贡献了约 68% 的收入、80% 的利润，目前拥有 15 万 VIP 客户；通过 380 个加盟商、约 690 家门店进行产品销售；单店销售额高达 101 万元/店，产品倍率（含税终端零售价与生产成本的比）达到 6.2，在同类企业中属较高盈利水平。

与其他服装企业以省级代理的方式扩张渠道不同，公司采取“特许加盟”的方式，对加盟商实施点对点、分类管理，渠道建设更加扁平化。

图 4、报喜鸟经典系列品牌内涵

系列定位: 顶级男装

目标消费群: 三十岁以上追求品味、精致生活的社会名流及新兴贵族

系列风格: 品味、精致、高雅

品牌文化: 东情西韵、古风新律

理性特质: 精致、舒适、服务

感性特质: 尊贵、经典、卓越




资料来源：公司官网、联合证券研究所

图 5、报喜鸟商务系列品牌内涵

品牌定位: 高级男装

目标消费群: 30 - 50 岁的中产阶层（锐意进取、非凡活力、享受生活的成功男士）

品牌风格: 高贵、儒雅、精致

品牌文化: 东情西韵、古风新律

理性特质: 品质、服务、创新

感性特质: 进取、活力、喜悦

品牌代言人: 任贤齐；

品牌广告语: 天高任我飞




资料来源：公司官网、联合证券研究所

市场分布来看，报喜鸟（SAINT ANGELO）品牌已经布局全国，其中东北地区为其强势销售区域，销售额占到公司总销售额的 20% 以上；华西北地区为业绩增长

最快速区域；其他地区目前尚属于相对弱势区域，但也是未来发展的潜力所在。从城市结构来看，公司在二、三线城市的经营绩效明显优于一线城市，品牌影响力更大、盈利能力更强。

前期我们对东北强势市场进行过考察，对报喜鸟品牌在当地的影响力有了更直观和感性的认识，通过与加盟商的交谈，我们认为报喜鸟（SAINT ANGELO）品牌在当地品牌地位极高、盈利能力极强的关键在于以下四点，其中前三点是可以在全国其他区域进行广泛借鉴和推广的良好经验：

- 1、大店策略：通过开大店、体验店的方式全面展示公司产品、树立品牌形象，以国际品牌的标准服务当地消费者；同时也提高了同类型品牌竞争的门槛；
- 2、VIP 客户关系管理水平高：代理商深谙“营销之道”，通过各种增值服务获得和维系 VIP 客户，各类营销活动都走在当地诸多男装品牌前列，给消费者以国际化的消费感受，使其能够保持较高忠诚度，成为销售额贡献的主力军。从数据来看，当地某年销售额达到 2400 万元的店铺，VIP 客户约有 6000 名，人均消费在 3-5 万元/年，每年对对销售额的贡献达到 70%左右，是该门店持续稳定增长的主要源泉；
- 3、坚持“永不打折”的经营方针、不参加任何商场活动。这是代理商们多年坚持的结果，也是报喜鸟品牌在当地强势品牌地位的突出体现。
- 4、设计款式受欢迎：报喜鸟西服产品的设计版型较为适合北方人的穿着习惯、且产品质量优异，推出市场即得到当地消费者的认可。

产品销售特征上，尽管公司为男士正装企业，但商务休闲产品的销售占比在逐年提升，而且越是经营业绩好、品牌影响力大的市场，非西服类产品的销售占比越高。这也验证了服装消费休闲化的趋势。

报喜鸟（SAINT ANGELO）的发展潜力

未来来看，我们认为报喜鸟（SAINT ANGELO）品牌的持续发展潜力来自以下几个方面：1、产品倍率的逐步提升；2、门店数量的稳步增长；3、门店面积的扩大。而支持上述三方面的核心则是二、三线市场的消费升级和报喜鸟品牌知名度、美誉度的不断提升。

现有数据表明，报喜鸟品牌的优势在于北方地区；二、三线市场；大店、街边店。导致这种状况的原因主要在于：1、产品的设计款式和品牌定位更适合北方人的消费偏好；2、二、三线市场的百货业态竞争较小，“永不打折”的营销策略更易于施行；且当地品牌竞争程度较一线市场弱，更易于品牌推广；3、随着公司不断引入更为丰富的产品种类，小规模门店已经无法满足经营的需要，大店更有助于产品陈列和品牌形象的展示，给消费者的感受更好。

基于上述特点，公司在未来几年里将主要在以下几方面进行优化和改进，实现报喜鸟品牌的持续发展：

- 1、产品设计上将因地制宜，分别针对东北、华西北和中部、华南区域消费者的不同需求设计不同版型的产品，以应对南、北方消费偏好差异大的特点；

- 2、在合适的区域建大店、同时整合小规模门店、丰富产品种类，达到大店大而强、小店小而专的效果，更好展示报喜鸟的品牌形象；
- 3、进一步覆盖有消费潜力但密度不高的二、三线市场，提高在空白区域的市场覆盖率；
- 4、持续推广“永不打折”营销策略和 VIP 客户关系管理策略，提升消费者的品牌忠诚度。

公司小面积门店占比仍然较高

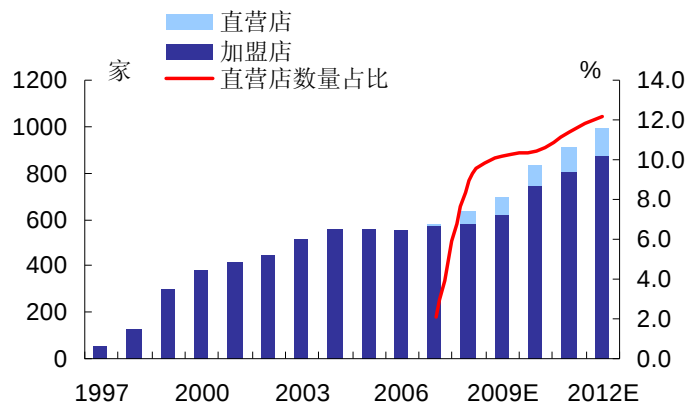
表 3、2008 年末报喜鸟品牌网点构成

单店面积	600 平方米以上	300-600 平方米	300 平方米以下
店铺数量 (家)	10	40	587
所占比例 (%)	1.57%	6.28%	92.15%

数据来源：联合证券研究所

公司未来将提升门店扩张速度，抓住二、三线市场消费升级的机遇

图 6、报喜鸟品牌门店扩张预测



资料来源：公司公告、联合证券研究所

规模扩张 分享时尚盛宴——圣捷罗 (S.ANGELO) 加速推广

男士休闲品牌圣捷罗 (S.ANGELO) 的推出将公司的目标客户延伸到了时尚休闲领域和更年轻的消费群体、款式设计以休闲为主，打破了男士正装的市场局限，也顺应了当前服装消费休闲化的趋势。我们认为随着该品牌逐步被消费者认识和认可，有望成为未来推动销售规模和盈利能力提升的主力业务之一。

圣捷罗 (S.ANGELO) 的概况

圣捷罗 (S.ANGELO) 以 25-35 岁、对时尚敏锐度高的男士为主要目标客户，是公司同法国资深服装设计公司贝克莱尔 (PECLERS PARIS) 联手推出的高级时尚休闲男装品牌，设计风格与报喜鸟品牌的休闲系列区别较大。采用“特许经营模式”，以集成店、旗舰店、专卖店和商场专柜为主要销售渠道。

基于时尚休闲服饰“快速消费”的特点，圣捷罗 (S.ANGELO) 的发展策略为依靠规模扩张取胜，即在保证产品品质的前提下，通过门店数量的增加、销售规模的扩大获得销售额的快速增长。其想法与七匹狼和 ME&CITY 的营销思路颇为类似，相较于报喜鸟 (SAINT ANGELO) 品牌的开店形式更为灵活。

目前该品牌处于推广期，通过独立事业部进行品牌运作。截至 09 年三季度末，

已开出圣捷罗 (S.ANGELO) 品牌店 91 家，其中直营店 18 家；出于谨慎原则考虑，仅在浙江、四川和东北等强势地区扩张。预计今年全年对收入的贡献约在 6000 万左右，门店数量达到 100 家，单店零售额达到 89 万元的水平。

图 7、报喜鸟时尚系列品牌内涵

系列定位：高级时尚男装；系列代言人：古天乐

目标消费群：25-35 岁的中产阶层中偏向都市时尚的社会新锐人士

系列风格：激情、魅力、自由

品牌文化：释放激情、乐活人生

理性特质：时尚、创意、精细

感性特质：自信、锐意、舒适



S.ANGELO

资料来源：公司官网、联合证券研究所

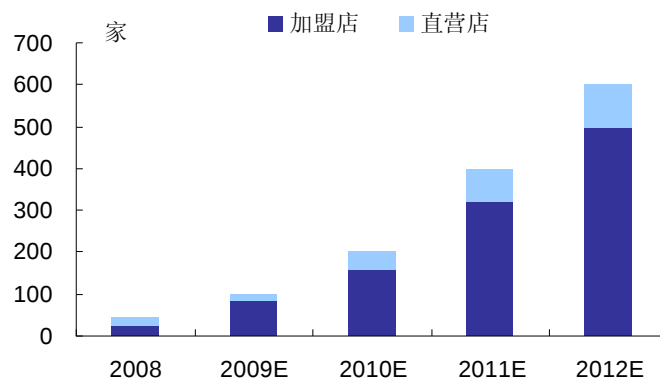
圣捷罗 (S.ANGELO) 的发展潜力

圣捷罗 (S.ANGELO) 品牌正式推出市场在 2008 年下半年，门店数量从 08 年的 45 间增至 09 年的近 100 间，批发收入从 08 年的 3100 万元增至 09 年的约 6000 万元，增长快速；2009 年预计净利润亏损 800 万，但这一数字已经优于公司预期。总体来说，前期推广效果良好。

从 2010 年开始，公司将利用报喜鸟品牌的影响力和渠道优势，加快圣捷罗 (S.ANGELO) 的门店扩张速度；渠道扩张的方式会更为灵活，可能引入省级代理，增强代理商的主动性；扩张节奏上，初期以每年新增 100 间的数量增长，未来不排除有更快增速；定价策略上，圣捷罗 (S.ANGELO) 会实行更为灵活的定价策略，不排除打折促销的各种手段；此外圣捷罗 (S.ANGELO) 和报喜鸟 (SAINT ANGELO) 还可以形成主、子品牌共同进退，增强与百货终端的谈判实力，形成一定协同效应。

预计 2010 年门店数量可以达到 200 家，2012 年以后呈加速增长态势

图 8、圣捷罗品牌门店扩张预测



资料来源：公司公告、联合证券研究所

发挥职业服团购业务快速现金流优势 提升产能利用效率

08年2季度公司收购了上海宝鸟,将业务范围延伸至职业服团购和电子商务市场。上海宝鸟拥有四个独立品牌:职业服品牌 BONO、电子商务品牌 E-BONO、高端定制品牌 CARL BONO 和楼宇定制品牌 BONO-TAILOR,其中 BONO 是主要收入来源和盈利增长点。往年来看,职业服市场的需求主要来自政府部门、企事业单位的换装需求,较少受经济周期和季节因素影响,全年业务分布较为均匀。

E-BONO、CARL BONO 和 BONO-TAILOR 被定义为创新培育业务,由公司每年投入近千万进行维持,目前这三块业务对盈利的贡献还非常小。但三项业务的维持仍然必要,主要因于随着居民对互联网依赖程度加深,电子商务的未来发展空间非常大;而定制业务则起到提升品牌形象、宣扬制作工艺的作用,对于注重品质的高端男装来说至关重要。

08年末上海宝鸟并表3个季度业绩,贡献收入近3亿元、生产职业服30多万套、实现净利润3072万元。2009年因为受到出口快速下滑和团购市场竞争加剧、订单价格下降的影响,全年业绩略有下降,尤其是毛利率水平受到影响,预计贡献净利润仅3000万,与08年并表利润基本持平。

图 9、BONO 品牌内涵

BONO®	品牌定位: 高级职业装	 传递职场价值, 优势源于品质
	目标消费群: 具有统一着装需求的高端商务组织	
	品牌风格: 时尚、简约、大气	
	品牌文化: 睿以传承 引领群伦	
	理性特质: 品质、舒适、职业	
	感性特质: 活力、自信、和谐	
	品牌目标: 塑造国内一流高档职业装品牌	
	品牌广告语: 传递职场价值, 优势源于品质	

资料来源: 公司官网、联合证券研究所

图 10、E-BONO 品牌内涵

	品牌定位:高级商务装	
	目标消费群:追求时尚、独具魅力的城市白领	
	品牌风格:时尚、简约、大气	
	品牌文化:专于心 信于情	
	理性特质:品质、舒适、职业	
	感性特质:活力、自信、和谐	
	品牌目标:打造国内一流电子商务品牌	
	品牌广告语:传递职场价值 见证奋斗历程	

440-770-9898
① 全国免费服务热线

资料来源: 公司官网、联合证券研究所

图 11、CARL BONO 品牌内涵

	品牌定位:国际顶级定制时装	
	目标消费群:30岁以上, 追求个性、品位、精致生活的都市精英人士	
	品牌风格:个性、品位、精致	
	品牌文化:荣于内, 善乎形	
	理性特质:精细、舒适、独有	
	感性特质:典雅、超凡、荣耀	
	品牌目标:塑造国际顶级时装定制品牌	
	品牌广告语:体验尊崇之美	

资料来源: 公司官网、联合证券研究所

职业服市场不神秘 蛋糕虽小但份量大

职业服市场是不受经济周期影响的行业, 其需求主要来自电力、银行、电信、航空、海运、邮政、酒店服务等部门的换装需求, 属于员工福利的一部分。一般来说, 这些部门每年都会有稳定的换装需要, 所以尽管职业服市场的容量仅占整个服装市场容量的约 10%-20%, 不过总体需求较为稳定。

近几年随着职业服生产企业的经营规模不断扩大、客户积累越来越丰富, 企业的经营模式也发生了变化: 以前只是单纯的服装生产加工, 需要通过代理商获取渠道资源, 然后实现销售, 为此企业会损失部分中间环节的利润。但现在部分优势企业已经形成了较为稳定的客户关系网, 同时企业的品牌知名度和美誉度都有了一定累积, 加上招投标方式的推行, 职业服生产企业开始跳过中间环节, 盈利空间也得到较大幅度提升。

从前职业服市场被认为是暗箱操作比较严重的行业, 近几年尽管关系营销依然存在, 但也发生了一些积极变化, 比如开始有需求方采用招投标的方式来选择生产

商，并对参加招投标会议的企业设置了一定门槛，包括企业往年的经营业绩、生产规模和生产能力等。这一新模式不仅规范了职业服市场的竞争次序，也降低了企业的运营成本，同时提高了行业准入门槛。预计未来随着招投标形式的日益成熟，行业准入门槛还将进一步提高，职业服市场最终有可能形成几个寡头垄断的竞争格局。

目前我国职业服市场上的主要竞争方包括了上海宝鸟、乔治白、庄吉、观奇洋服、雅戈尔、罗蒙、江苏阳光、凯诺科技等，均是面向全国市场。不过各企业所生产的产品档次有所区别，如江苏阳光、凯诺科技主要提供中低档产品；雅戈尔、上海宝鸟、乔治白、观奇洋服等主要提供中高档产品，这主要由其生产加工能力和盈亏平衡点来决定的。

相比较而言，上海宝鸟在职业服市场中属于竞争优势较为明显的企业之一。主要在于：1、生产能力强：企业规模和装备水平在同行业内领先、质量稳定；2、渠道优势明显：在全国 30 个省（市、自治区、直辖市）设有近 40 个直营办事处，网络建设相对健全，同时因为没有中间环节，其利润率在业内也属于较高者；3、拥有良好的售后服务，其已经形成系统的支持职能，并有合理分工，可有效支持前端业务开展；4、可共享报喜鸟公司的良好融资平台、广泛品牌影响力和全国性的营销网点，提升宝鸟的品牌知名度。

图 12、宝鸟职业服团购市场竞争状况



资料来源：公司招股意向书、联合证券研究所

表 4、职业服上市公司基本情况

	品牌	产能	优势	服装销售收入	服装销售毛利率
凯诺科技	圣凯诺	西服 100 万套、衬衫 200 万件	金融领域、中档	8.02	33.12
江苏阳光	庞贝	年产量 150 万套	中档	8.61	11.27%
乔治白	乔治白	西服 20 万套、衬衫 100 万件	中高档	——	——
上海宝鸟	BONO	西服 60 万套、衬衫 50 万件	中高档	近 3 亿	40%

数据来源：各公司公告、公司官方网站、联合证券研究所

上海宝鸟的发展潜力

随着经济的逐渐回暖，职业服团购市场复苏迹象明显，从公司已可预见的 2010 年接单情况看，也是明显好于 2009 年同期水平。加上公司对外贸业务的调整已近完成，09 年产能不饱和的状况有望明显改善，有助于提升产能利用效率，对提高利润率帮助较大。

未来来看，宝鸟的收入增长存在一定不确定性，主要取决于当年度的团购订单情况，尽管如此，我们仍然认为宝鸟的未来发展趋势向好，理由在于：1、公司的外贸业务剥离已接近尾声，出口下滑对经营的影响程度在明显下降；2、伴随着经济的逐渐回暖，政府机关、企事业单位的职业服需求已经重新恢复；3、职业服团购市场逐渐规范化，公司凭借其良好的生产工艺和丰富经营经验，在接单方面更有优势。

公开增发增强资金实力 加速渠道扩张

公司此次公开增发不超过 6500 万股，筹资不超过 8 亿元，将支持 178 家报喜鸟（SAINT ANGELO）品牌形象中心店、销售中心店和圣捷罗（S.ANGELO）品牌时尚店的开设，同时，升级原有旗舰店和景观店，分别成为形象中心店和销售中心店。

增发项目建设的目的在于进一步提高直营店占比、以大店形式更好展示终端形象、诠释公司品牌风格和内涵，达到提升公司品牌价值的目的；同时也加大对圣捷罗（S.ANGELO）品牌的推广。是公司启动品牌发展战略的标志和 2010 年以后渠道扩张的重要组成部分。

短期来看，此次增发会增加股本、摊薄 EPS；建设期内，项目对利润的贡献较小，特别是直营店在开设初期甚至会对净利润造成负面影响。但长期来看，有利于公司以更充裕的资金进行渠道升级，加速其品牌推广，这些中心店可以作为品牌宣传手段之一，对周边地区的渠道建设起辐射带动作用，对提升品牌美誉度、知名度和市场占有率均有促进。

增发项目效益分析

公司预计此次连锁营销网络升级项目总投资约 8.4 亿元，其中建设投资 7.58 亿元、流动资金 0.82 亿元，建设期 1.5 年。

本项目的选址遵循了“提升华东市场，巩固东北市场，强化华北和西北市场、发展中南和西南市场”的原则，这一原则与中国区域经济发展特征和公司市场需求相适应：1、对于华东、东北等传统销售强势地区，通过大店的建设进行市场巩固和强化；2、对于西北、西南和中南等销售弱势地区，通过大店的建设推动市场销售，同时起到打响品牌，吸引加盟商和开拓市场的作用。

圣捷罗（S.ANGELO）时尚店布局主要集中在公司传统的销售强势市场以及一线城市，主要是借助报喜鸟品牌已有的影响力，实现圣捷罗时尚品牌在区域市场顺利推广；通过在一线城市开设网点，形成全国性的知名度，从而快速实现圣捷罗时尚网点的全国布局。

具体来说，公司计划在确定的 18 个城市建立 18 家形象中心店，以及在全国范围内建立 80 家销售中心店和 80 家时尚店，总店铺面积约为 4.64 万 m²，其中采取直营模式经营的店铺面积约为 2.17 万 m²。以 10 年生产经营期测算，平均每年可为公司新增销售收入 5.77 亿元、净利润 1.26 亿元。据此推算，公司拟建设的 178 家店平均单店面积将达到 260 m²/家，属较大规模门店；每年单店销售额贡献平均为 324 万元、净利润贡献平均为 71 万元。

此次增发项目中，公司还首次引入“联营”渠道扩张方式，作为特许加盟方式的补充。联营合作方将主要从现有加盟商中选择合作时间较长、经营能力较强的对象作为合作方。

联营方式的特点在于：公司为联营合作方购买店铺物业及负责装修，并向联营合作方提供产品和员工培训；联营合作方则负责门店经营管理的一切手续及费用，对产品实行买断。双方在签署合作契约时会考虑门店租赁或者购置费用和货品折扣再确定提货折扣，该折扣将高于向加盟商的批发折扣。

这一方式进一步强化了公司与加盟商的关系，其优势在于：1、在充分保障加盟商利益的前提下，公司可以扩大销售规模，进一步完善终端形象；2、公司通过购买店铺并交由联营合作方经营，可以更强有力地控制销售终端的稳定性；3、有利于充分借助联营合作方的经营能力，提高公司的盈利能力；4、联营合作方比公司更了解当地市场的情况和消费者的消费习惯和偏好，在选址、客户资源等方面可以给予公司更多的支持；5、相比特许加盟模式，以联营模式经营的店铺可以更有效地执行公司品牌的管理思路和营销理念，反馈公司所需信息。

表 5、开店细节

开店类型	区域选择	经营模式	店铺取得方式	数量	具体城市
报喜鸟品牌形象中心店 A 类 (共 12 家, 每店 800 平方米)	强势市场	直营	购买	2	黑龙江哈尔滨、辽宁大连
		联营	购买	6	吉林长春、内蒙古呼和浩特、安徽阜阳、宁夏银川、辽宁沈阳、山西太原
		加盟	-	4	内蒙古包头、四川达州、陕西榆林、吉林白山
报喜鸟品牌形象中心店 B 类 (共 6 家, 每店 800 平方米)	弱势市场	直营	购买	6	河南郑州、江苏南京、广西南宁、河北石家庄、湖南长沙、福建厦门
报喜鸟品牌销售中心店 A 类 (40 家, 每店 300 平方米)	一、二线城市空白市场	直营	购买	5	广西柳州、广西桂林、广西北海、湖南湘潭、河南许昌
		直营	租赁	5	河南南阳、福建泉州、福建莆田、福建南平、江苏扬州
		加盟	-	30	河南安阳、浙江衢州、山西忻州、浙江舟山、陕西商洛等 30 个城市
报喜鸟品牌销售中心店 B 类 (40 家, 每店 300 平方米)	一、二线城市空白商圈	直营	购买	3	陕西西安、浙江湖州、重庆
		直营	租赁	2	浙江温州、湖北武汉
		联营	购买	10	河南濮阳、江西新余、陕西朔州、陕西宝鸡、浙江宁波、河南洛阳、浙江金华、安徽芜湖、湖北宜昌、山西晋城
		加盟	-	25	黑龙江鹤岗、安徽蚌埠、内蒙古鄂尔多斯、河北邯郸等 25 个城市
圣捷罗时尚店 (80 家, 每店 100 平方米)	一线城市的空白市场或空白商圈	直营	租赁	30	北京 (2 家)、上海 (2 家)、杭州 (2 家)、宁波 (2 家)、安徽六安、安徽合肥 (2 家)、福建厦门、湖南长沙、广东广州、深圳 (2 家)、四川成都 (2 家)、重庆 (2 家)、四川绵阳、四川雅安、辽宁沈阳 (2 家)、山西太原、吉林长春、江苏苏州 (2 家)、江苏南京、福建福州
	二、三线城市	加盟	-	50	山西大同、吉林吉林市、江苏无锡、江苏常州、安徽蚌埠等 50 个城市

数据来源：公司招股意向书、联合证券研究所

表 6、增发项目未来十年预期收入和净利润情况

	2009E-2010E (第 1 年)	2011E (第 2 年)	2012E (第 3 年)	2013E-2020E (第 4-11 年)
新增销售收入	建设期	36832.9	49110.6	61388.2
新增净利润	建设期	1886.5	8126.5	14511.7
EPS	——	0.08	0.33	0.58

数据来源：公司招股意向书、联合证券研究所

备注：总股本为 2.5 亿股

表 7、达产期门店收入预测明细 (万元)

	单店面积	经营目的	经营模式	门店数量	单店销售收入	每m²销售收入	销售收入
形象中心店	800	形象展示、增值 服务、销售示范 等综合功能	直营购买	8	1760.00	2.20	14080.00
			联营购买	6	1176.00	1.47	7056.00
			加盟	4	772.80	0.97	3091.20
销售中心店	300	销售主力、带动 周边专卖店销 售	直营购买	8	600.00	2.00	4800.00
			直营租赁	7	600.00	2.00	4200.00
			联营	10	399.00	1.33	3990.00
			加盟	55	262.20	0.87	14421.00
时尚店	100	S.ANGELO 品 牌销售	直营租赁	30	190.00	1.90	5700.00
			加盟	50	81.00	0.81	4050.00
合计							61388.20

数据来源：公司招股意向书、联合证券研究所

延伸：与七匹狼的区别 与 HUGO BOSS 的差距

作为目前 A 股市场为数不多的两个品牌服装类上市公司，市场难免将报喜鸟与七匹狼做比较，目的是寻找谁更具备投资价值。

不过我们认为，尽管二者都是从生产企业起家的男装品牌，但面对的是风格迥异的消费市场、目标客户和消费需求、遵循的是截然不同的经营思路、采取着各自认为更加适合的盈利模式，且其发展阶段也不尽相同。因此单纯从盈利模式的角度来比较二者的投资价值孰优孰劣较为困难。不过从成长性的角度来看，我们认为公司的成长性会更为明显。

同时我们也引入对 HUGO BOSS 商业模式的讨论，该品牌作为目前全球顶级品牌之一，是国内男装品牌竞相模仿和学习的对象，从七匹狼和报喜鸟的品牌发展历程，我们都可以看到 HUGO BOSS 的影子。因此我们希望通过了解 HUGO BOSS 的了解，来展望公司的未来。

与七匹狼的比较

与七匹狼的比较我们将主要从下面的图示来反映。可以较为清晰的看到两大品牌因为品牌定位的不同、所针对的目标客户不尽相同，七匹狼的产品系列更偏重于休闲化，决定了该品牌所面对的市场容量较报喜鸟更大。不过近几年，报喜鸟的产品已逐渐休闲化，特别是圣捷罗推出后，公司正式涉足休闲领域，开始与七匹狼瓜分市场份额。

休闲服市场的消费特征决定了规模扩张的重要性，因此七匹狼在成长初期偏重于渠道建设和推广，而采取省级代理方式是最快速实现渠道扩张的方式之一。随着门店数量突破 2000 间，公司开始考虑提升渠道扩张质量的问题，已从单纯依靠规模扩张步入提升单店盈利能力的新阶段。

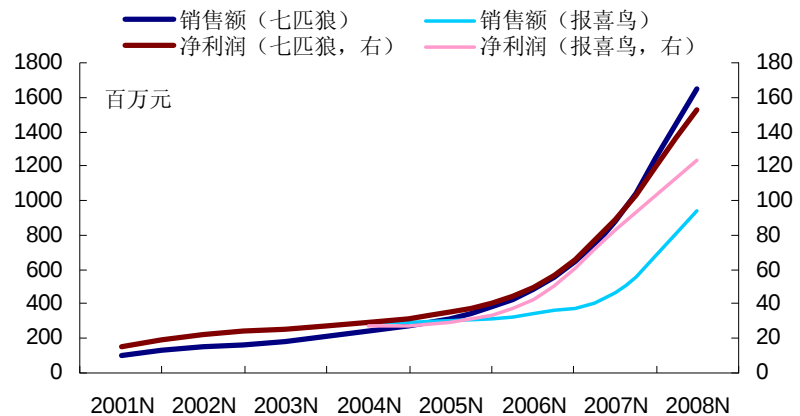
而根植于男士正装市场的报喜鸟则始终关注品牌内涵价值的提升，着力于单店盈利能力的提高，在渠道扩张方面相对谨慎。而随着品牌内涵价值的积累达到一定程度，加上资本市场融资能力的增强，公司已开始加速渠道拓展，力求将强势区域的经营经验复制到全国其他地区。

图 13、报喜鸟与七匹狼的比较



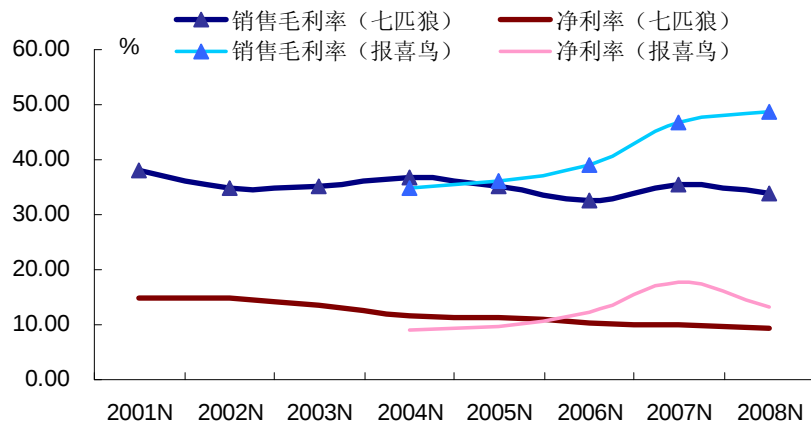
资料来源：联合证券研究所

图 14、报喜鸟与七匹狼的销售额和净利润比较



资料来源：联合证券研究所

图 15、报喜鸟与七匹狼的销售毛利率和净利率比较



资料来源：联合证券研究所

HUGO BOSS 的经验

HUGO BOSS 在国际男装市场占有举足轻重的地位，其不鼓吹设计师的风格和影响，完全以阳刚味十足的品牌形象，传达一种大众化的男性着装风格。无论设计或形象都非常男性化，且不加任何修饰的简约。

HUGO BOSS 在诞生至今的 86 年里，凭借高超的设计工艺、高品质的产品和简约、刚毅、严谨的设计风格，在国际高档男装界独树一帜。截至 08 年末，其销售额达到 16.86 亿欧元，终端零售额达到 21.58 亿欧元，毛利率约为 59.9%，销售额 19 年复合增长率约为 7.8%，净利润 19 年复合增长率则达到 10%。

HUGO BOSS 的发展：工业品牌崛起的一波三折

纵观历史，HUGO BOSS 的发展历程并非一帆风顺，其品牌被世界所认可也是一个漫长和循序渐进的过程。

Marzotto 集团在毛纺面料生产方面属世界一流水平，曾拥有：HUGO BOSS、Valentino、Marlboro classic 等世界顶级品牌

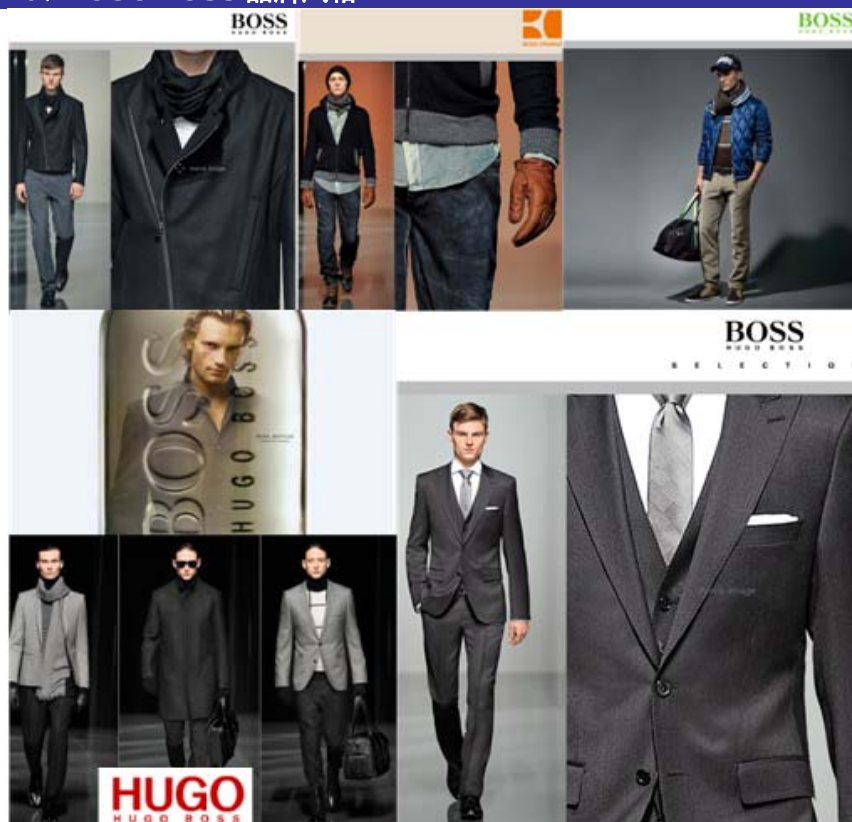
公司诞生于 1923 年，以生产工作服、防水套装、雨衣和制服起家，直到 1953 年才初次生产男士礼服，70 年代开始生产高级时装和运动服，随即正式进军高级时装界。随后的多年，HUGO BOSS 的商品系列不断丰富和完善，在品质和工艺上一直保持着欧洲最大男装生产商的一流水准，逐级成为众多中高级主管心目中的着装首选。HUGO BOSS 在经营方面的成功经验，可以总结为以下几点：1、全球化的渠道扩张；2、享誉全球和不断传播的品牌盛名；3、持续关注和稳步推进成功的直营店库存管理系统。

为保证产品的高品质、一流的制作工艺和杰出的设计，公司非常注重与供应商和渠道商之间的联系。会集中控制原材料的质量，并在生产过程中和供应商不断讨论最优方案。同时加强与零售商的联系和交流。最终，**供应的可靠性和与遍布全球的批发商持续的信息交流构成公司商业模式的核心。**

品牌系列的持续丰富和完善也是 HUGO BOSS 时刻关注的方面。自 1985 年上市以来，至 2008 年末公司已经拥有了两个主要品牌——BOSS 和 HUGO、四条时尚线——BOSS Green、BOSS Orange、HUGO 和 BOSS Selection，产品系列包括了：男装、女装、领带、皮具、内衣、化妆品、香水和眼镜等产品，可以满足男士在各个场合的着装需要，未来产品类别还将扩大到儿童系列。

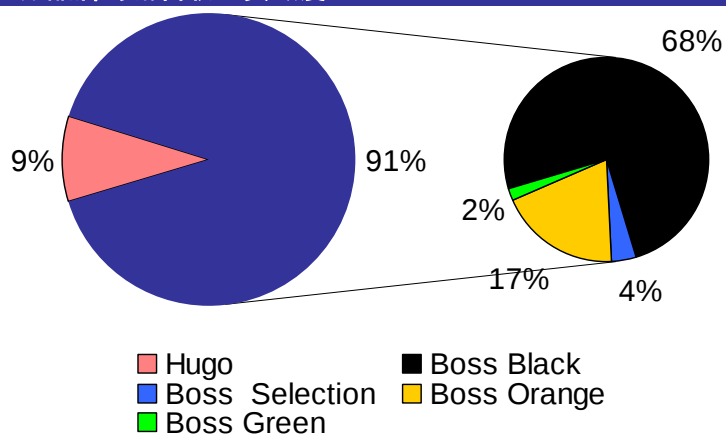
这些品牌系列均定位清晰、特征明确、渠道独立：BOSS 是其核心品牌，以上班族套装为主，主要在高素质的男装零售店发售；HUGO 专为对潮流触角敏锐的男士设计，主要在一些时尚服装店销售；而 BOSS Selection 则是公司得以跻身全球奢侈品牌行业的主要力量。未来不断的优化品牌系列仍将是公司持续关注的重点，会继续强调各个品牌系列的个性，追求更加细致准确的定位。

图 16、HUGO BOSS 品牌风格



资料来源：公司主页、联合证券研究所

图 17、分品牌对销售收入贡献度



资料来源：公司公告、联合证券研究所

BOSS Selection 的存在让 HUGO BOSS 得以跻身国际奢侈品牌行列

图 18、HUGO BOSS 品牌系列



资料来源：公司公告、联合证券研究所

全球化布局、批发和特许经营为主

基于丰富的品牌和产品系列，公司的渠道拓展方式多样、网点众多。截止 08 年末，公司在全球 110 个国家设有 6130 个销售点，在 80 个国家有 1388 个单一品牌的门店，其中直营店 330 间、展示厅 28 间、特许经营门店 1030 间。直营门店数约为总门店数的 5.38%，但对收入的贡献达到 16%，公司计划在未来还将进一步扩大直营门店的比例；

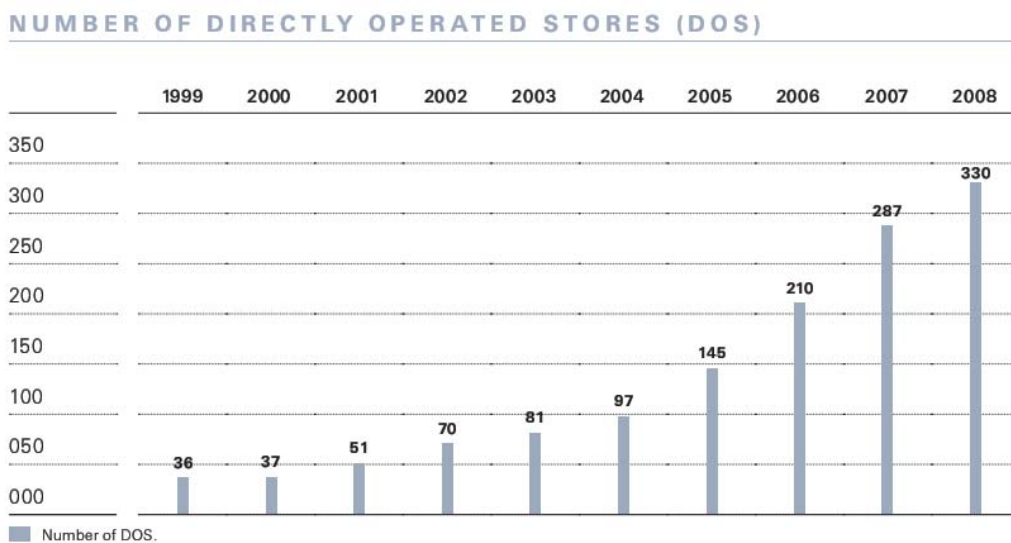
公司目前最主要销售区域在欧洲，但随着欧洲市场的逐渐饱和，以及欧洲经济增速的放缓，公司开始重视亚洲、东欧和北美市场，尤其是中国。希望在未来通过不断提升在亚太区、东欧和北美的市场份额来推动销售额的持续提升。

图 19、HUGO BOSS 全球销售网络分布情况



资料来源：公司公告、联合证券研究所

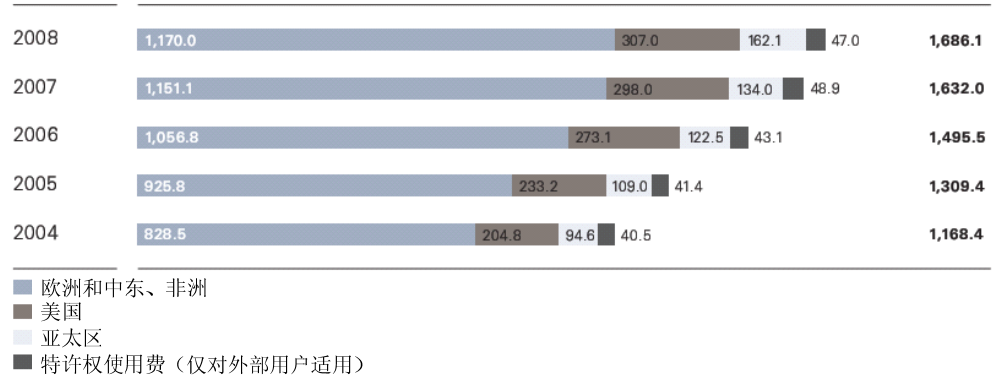
图 20、HUGO BOSS 历年直营店增长情况（单位：间）



资料来源：公司公告、联合证券研究所

图 21、HUGO BOSS 历年分区域销售额增长情况（单位：欧元）

SALES DEVELOPMENT



资料来源：公司公告、联合证券研究所

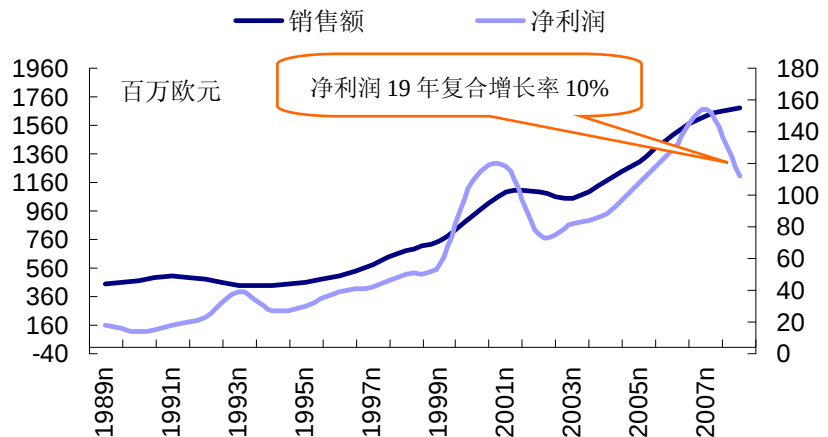
不同于休闲装的生产外包经营方式，为了保证西服制作工艺的高水准，公司仍然保有部分自己的加工厂，特别是西服的生产。这些工厂分布在：土耳其的伊兹密尔、波兰的 Radom、美国的克利夫兰、意大利的 Morrovalle 和德国斯图加特的麦琴根（Metzingen），是国际一流男装制作工艺的品质保证。

HUGO BOSS 的财务状况

经历 86 年的发展和经验积累，HUGO BOSS 的盈利模式逐渐成熟、品牌积淀也日益深厚，享誉全球的品牌知名度和美誉度成为其最核心竞争力，这是其长年累积的结果。

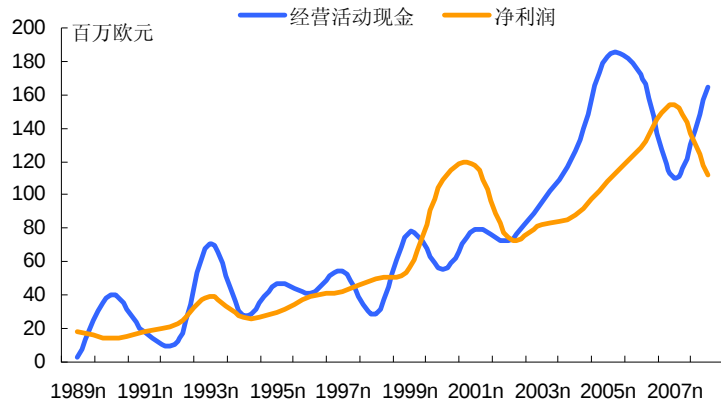
我们观察公司 1989 年-2008 年的业绩表现，除了在 1992-1993 年和 2002-2003 年经营增速发生过两次较明显的下滑，其他年份均表现为稳健增长态势，净利润 19 年复合增长率达到 10%，超出收入 7.1% 的复合增速。两次导致业绩下滑的因素中，全球经济环境的恶化和消费者消费信心下滑等系统性风险是重要原因，这也从侧面验证了公司所拥有的深厚品牌影响力，可以帮助其在经济周期低谷后获得快速的恢复。

图 22、HUGO BOSS 1989-2008 年销售额、净利润增长情况



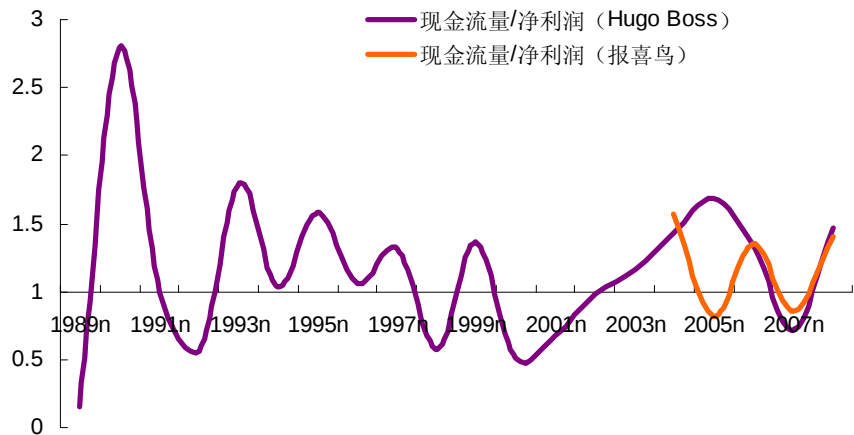
资料来源：Bloomberg、联合证券研究所

图 23、HUGO BOSS1989-2008 年经营性现金流净额与净利润绝对值



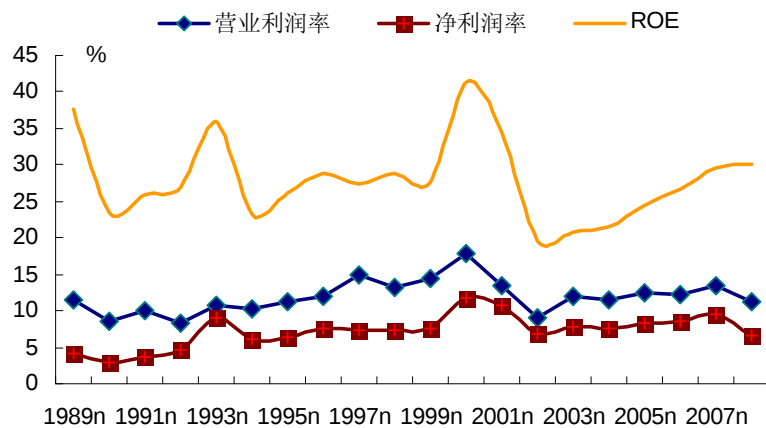
资料来源：Bloomberg、联合证券研究所

图 24、HUGO BOSS1989-2008 年经营性现金流净额与净利润的比



资料来源：Bloomberg、联合证券研究所

图 25、89-08 年营业利润率、净利润率和 ROE 变化情况

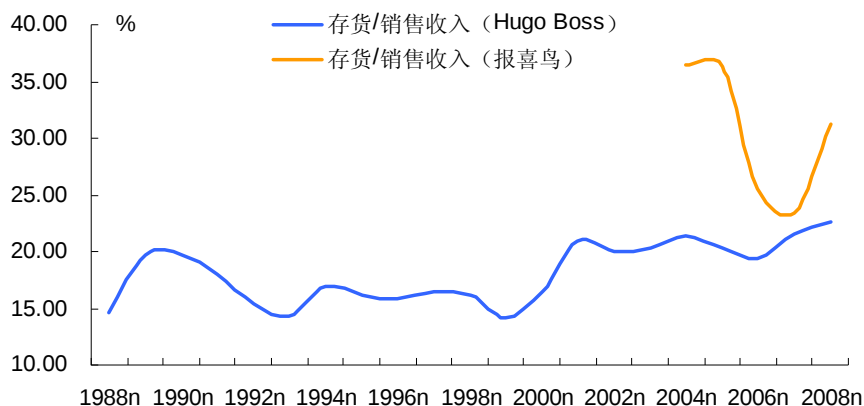


资料来源：Bloomberg、联合证券研究所

公司在库存管理方面颇有心得，近 20 年来存货一直保持在稳定且较低的水平，

相比较而言，报喜鸟的库存管理还有较大改善空间。

图 26、HUGO BOSS1989-2008 年存货/销售收入比



资料来源：Bloomberg、联合证券研究所

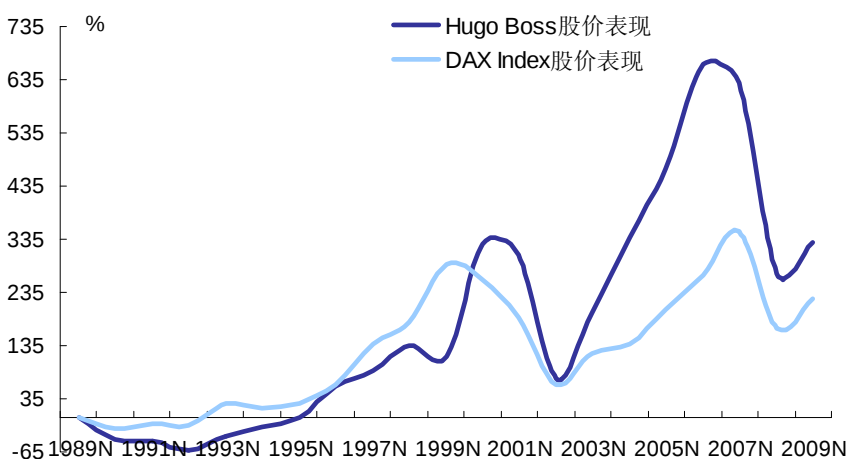
HUGO BOSS 的资本市场表现和估值

HUGO BOSS 于 1985 年在德国上市, 1991 年被意大利第二大纺织集团 Marzotto 收购, 2007 年公司 30% 的股权又被欧洲最大的收购基金 Permira 公司通过其子公司 Red and Black 获得, 股权变更可谓一波三折。不过从过往 20 年的行情走势看, 公司的股价表现良好, 一度跑赢大盘。

估值方面, 我们以当年末每股销售收入和 EPS 来测算 PS 和 PE, 20 年平均 PS 和 PE 值分别为: 0.92 和 12.5。这一 PE 水平基本也反映了公司 20 年来 10% 的复合增长情况。

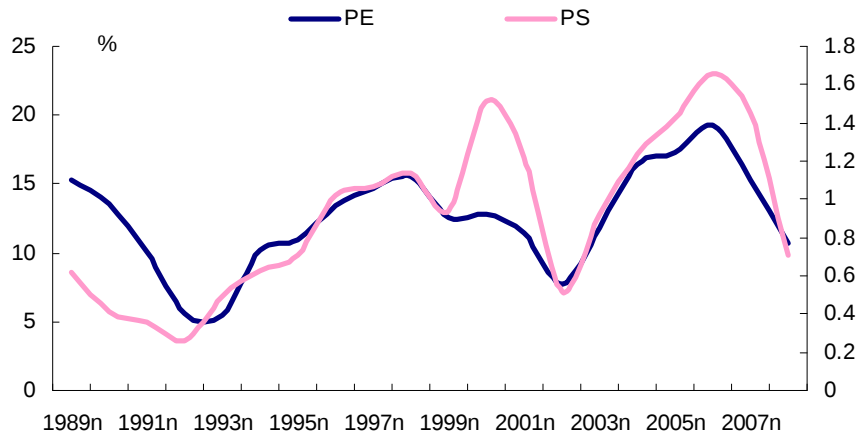
2002 年全球经济经历周期低谷、消费者信心下滑, 同期德国 DAX 指数下滑了 44%, 欧洲 STOXX50 指数下滑了 35%

图 27、89-08 年 HUGO BOSS 的股价表现及与 DAX 和 MDAX 指数的比较



资料来源：Bloomberg、联合证券研究所

图 28、89-08 年 HUGO BOSS 的 PE 和 PS 水平



资料来源: Bloomberg、联合证券研究所

盈利预测

综合来说,此次增发项目是公司整合现有渠道资源、加快渠道扩张和提高扩张质量,增强品牌影响力,以及进一步提升市场占有率的重要契机,未来品牌运营和渠道建设的动作绝不仅限于此项目。

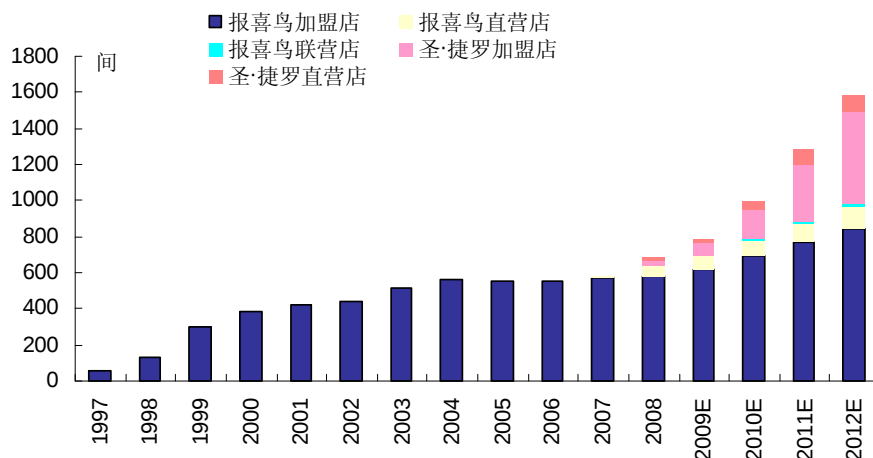
我们预计随着 2010 年和 2011 年上半年增发项目建设的逐步深入,公司的品牌影响力得到更深程度的加强,2011、2012 年及以后将是扩张后的收获期,业绩提升会更为明显。

品牌影响力提升的同时也伴随着议价能力的提高,产品倍率呈稳步上升趋势,并反映为批发毛利率的稳定提升。与此同时,直营占比的增加也会进一步推高毛利率。

期间费用率的下降也可期待,主要来自品牌销售网点上规模后,付出同样的成本可以获得更多回报;有异曲同工之处的还有上海宝鸟的产能利用率提高。

考虑增发后股本增加的因素,我们以增发 4000 万股、总股本 2.9 亿股估算,预计 2009-2011 年公司每股收益分别为: 0.66 元、0.89 元和 1.20 元,三年复合增长率为 41.57%。以市盈率法测算,考虑未来几年的复合增长率水平,给以 2010 年 30 倍 PE,合理价值在 26.7 元,以 DCF 估值法测算公司合理价值为 25.90 元。

图 29、2008-2012 年公司门店数量预测



数据来源: 公司公告、联合证券研究所。

表 8、品牌销售收入预测表

	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
加盟店	663.40	780.83	884.68	1002.35	1128.18
直营店(租赁)	102.72	136.52	170.42	206.24	243.49
直营店(购买)	51.36	68.26	85.21	103.12	129.28
联营店	0.00	8.05	22.11	37.00	58.64
时尚店(直营)	31.33	54.60	115.36	193.08	229.47
时尚店(加盟)	44.40	99.18	203.03	349.63	462.77
合计收入	893.21	1147.44	1480.82	1891.42	2251.82

数据来源: 联合证券研究所

表 9、收入成本预测表

营业总收入构成	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
品牌销售收入	893.21	1147.44	1480.82	1891.42	2251.82
上海宝鸟销售收入	371.30	464.13	533.75	613.81	705.88
合计	1264.52	1611.57	2014.57	2505.23	2957.70
营业总成本构成	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
品牌销售成本	413.20	513.28	640.08	810.86	959.28
上海宝鸟销售成本	215.36	264.55	304.24	349.87	402.35
合计	628.55	777.84	944.32	1160.74	1361.63

数据来源: 联合证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	679	1708	1559	1818	营业收入	938	1265	1612	2015
现金	196	1078	808	947	营业成本	481	629	778	944
应收账款	120	175	224	276	营业税金及附加	7	10	13	16
其他应收款	20	15	21	28	营业费用	169	229	307	402
预付账款	49	63	78	94	管理费用	107	169	210	242
存货	294	377	428	472	财务费用	8	1	-7	-9
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	-1	1	2	2
非流动资产	548	547	896	1070	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	343	355	526	686	营业利润	167	225	309	418
无形资产	40	40	41	42	营业外收入	6	6	1	1
其他非流动资产	165	151	329	342	营业外支出	7	3	4	4
资产总计	1227	2255	2455	2888	利润总额	166	228	307	415
流动负债	552	666	646	787	所得税	43	36	49	66
短期借款	165	129	0	0	净利润	123	192	258	349
应付账款	111	150	193	229	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	275	388	453	558	归属母公司净利润	123	192	258	349
非流动负债	13	13	13	13	EBITDA	209	244	326	442
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.64	0.66	0.89	1.20
其他非流动负债	13	13	13	13	主要财务比率				
负债合计	564	679	659	799	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	192	290	290	290	营业收入	100.2%	34.8%	27.4%	25.0%
资本公积	184	847	847	847	营业利润	60.4%	34.8%	37.2%	35.2%
留存收益	287	440	660	952	归属于母公司净利润	48.2%	55.9%	34.6%	35.3%
归属母公司股东权益	663	1576	1797	2088	获利能力				
负债和股东权益	1227	2255	2455	2888	毛利率(%)	48.7%	50.3%	51.7%	53.1%
现金流量表					净利率(%)	13.1%	15.2%	16.0%	17.3%
单位: 百万元					ROE(%)	18.5%	12.2%	14.3%	16.7%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	24.3%	35.1%	28.5%	33.2%
经营活动现金流	172	214	261	391	偿债能力				
净利润	123	192	258	349	资产负债率(%)	46.0%	30.1%	26.8%	27.7%
折旧摊销	35	18	24	33	净负债比率(%)	29.23%	19.00%	0.00%	0.00%
财务费用	8	1	-7	-9	流动比率	1.23	2.56	2.41	2.31
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.70	2.00	1.75	1.71
营运资金变动	7	-1	-17	15	营运能力				
其他经营现金流	-1	5	3	3	总资产周转率	0.94	0.73	0.68	0.75
投资活动现金流	-283	-17	-371	-205	应收账款周转率	9	8	8	8
资本支出	106	25	358	192	应付账款周转率	5.08	4.82	4.54	4.48
长期投资	-120	-9	11	12	每股指标(元)				
其他投资现金流	-297	-1	-1	-1	每股收益(最新摊薄)	0.42	0.66	0.89	1.20
筹资活动现金流	-8	684	-160	-48	每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.74	0.90	1.35
短期借款	95	-36	-129	0	每股净资产(最新摊薄)	2.29	5.44	6.20	7.21
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	96	98	0	0	P/E	50.66	32.50	24.15	17.86
资本公积增加	-88	662	0	0	P/B	9.39	3.95	3.47	2.98
其他筹资现金流	-111	-40	-31	-48	EV/EBITDA	25	21	16	12
现金净增加额	-120	882	-269	138					

数据来源: 联合证券研究所.

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

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

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
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.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
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“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。

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 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，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。