

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司跟踪报告

罗莱家纺 (002293)

推荐 (首次)

## 中高端家纺市场耕耘者和消费潮流引导者

日期 2009/12/25

现价 39.55

刘武 家纺及中小板研究员

0755-22627860

liuwu@pasc.com.cn

联系人/研究助理:

### 独到见解

- 1、罗莱家纺作为传统大行业中的优质小公司，发展空间和竞争优势明显。目前除富安娜、梦洁、水星、红富士等与其分享中高端家纺消费加速大蛋糕外，其他二三线品牌短期内尚难以企及；
- 2、国内家纺行业或将进入多元化驱动因素时代。公司通过强化加盟为主的渠道策略和层次分明的多品牌策略，业绩有望保持快速增长态势。

### 投资要点

### 主要数据

|           |                   |
|-----------|-------------------|
| 行业        | 家纺行业              |
| 公司代码      | 002293            |
| 公司网址      | www.luolai.com.cn |
| 总股本(万股)   | 14036.31          |
| 流通股(万股)   | 3510              |
| 流通市值(百万)  | 1388.21           |
| 每股净资产(元)  | 9.15              |
| 净资产收益率(%) | 7.85              |
| 总资产负债率(%) |                   |

### 相关研究报告

- 1、预计未来几年公司营业收入复合增长率在 22% 以上，由于公司期间费用控制较好、发展步伐稳健，预计净利润复合增长率在 30% 以上。2009-2011 年公司每股收益分别为 1.04、1.37 和 1.78 元。维持“推荐”投资评级。
- 2、罗莱是国内中高端家纺行业的领先企业之一。通过成功运用多品牌矩阵战略和加盟为主的“狼性”扩张策略，公司在终端数量、品牌数量及营业收入等方面全面领先同行，显示出极强的发展潜力。
- 3、以加盟为主的渠道拓展策略适应当前行业发展阶段。公司优势区域主要集中在华东和北方地区，2006-2008 年主营业务收入中来自华东的均超过 40%。预计未来仍以加盟为主，直营终端数量年均增长在 20-30% 左右，加盟渠道数量增长在 20% 左右。
- 4、继续强化以罗莱品牌为核心的多层次品牌矩阵战略。公司已形成了核心品牌、增长品牌和中指品牌等错落有致的品牌经营矩阵，使公司收入增长保持在一个较快且稳健的水平之上。
- 5、国内中高端家纺消费或将进入多因素叠加驱动时代。随着居民收入水平提升及欧美消费文化的渗透，过去以新居和婚庆为主的中高端家纺消费驱动因素，有望过渡至消费升级、体验优良品质及与应不同的风格、家饰文化引导、“她”时代需求和替换需求等与传统消费驱动因素相叠加的新时期。

### 风险提示

房地产等下游需求驱动因素减弱风险；二三线品牌快速崛起对行业的冲击；以及公司新品开发未能满足消费者偏好和原材料涨价侵蚀盈利风险等。

| 12 月 31 日 | 2006A  | 2007A  | 2008A  | 2009E   | 2010E   | 1011E   |
|-----------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万) | 552.49 | 755.36 | 902.68 | 1070.93 | 1303.43 | 1642.23 |
| YOY (%)   |        | 36.72% | 19.50% | 18.64%  | 21.71%  | 25.99%  |
| 净利润 (百万)  | 49.52  | 85.06  | 109.99 | 146.08  | 191.83  | 249.52  |
| YOY (%)   |        | 71.77% | 30.45% | 31.65%  | 31.33%  | 30.07%  |
| 每股盈利 (元)  | 0.35   | 0.61   | 0.78   | 1.04    | 1.37    | 1.78    |
| 市盈率 (倍)   | 8.96%  | 11.26% | 12.29% | 13.64%  | 14.72%  | 15.19%  |
| EV/EBITDA | 9.49   | 34.67  | 28.16  | 22.24   | 16.65   | 12.29   |

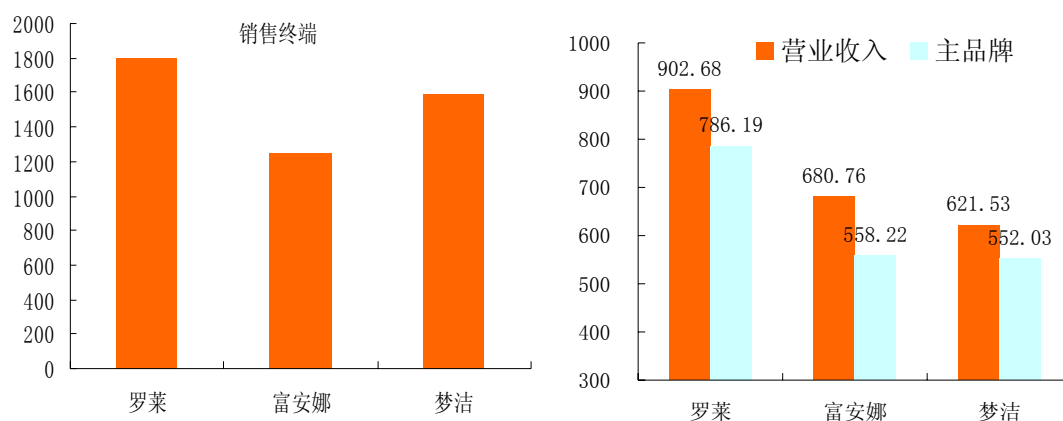
请务必参阅文后免责条款

## 1、罗莱家纺是国内中高端家纺行业领先品牌运营商

公司是国内中高端家纺行业的领先企业之一，通过成功运用多品牌矩阵战略和加盟为主的“狼性”扩张策略，预计 2009 年公司营业收入有望突破 10 亿元关口。2005-2008 年以罗莱品牌为主的产品在国内同类产品市场综合占有率第一，是典型的传统大行业中的优质小公司。公司还通过欧式设计风格和众多的销售渠道，正成为国内家纺市场的耕耘者和时尚家纺消费潮流的引导者。

目前，公司在终端数量、品牌数量及营业收入等方面全面领先同行，显示出极强的发展潜力。预计短期内难有企业超越，同时借助资本市场东风有望进一步做大做强，拉开与二线品牌企业的距离。

图表 1 公司销售终端和营业收入（主品牌收入）均居行业前列 单位：家、百万元



资料来源：公司资料、平安证券

## 2、业绩快速增长可期，未来三年营收复合增长率预计在 22%以上

2005-2008 年，公司营业收入复合增长率约 40%，净利润复合增长率超过 58%，增长强劲。预计未来几年在较高基数的基础上，公司营业收入复合增长率仍有望保持在 22%以上，毛利率提升至 40%或更高水平，由于公司期间费用控制较好，预计净利润增速在 30%以上。根据国内家纺行业及公司下半年的经营表现，我们适当提高了公司业绩预测，预计 2009-2011 年全面摊薄 EPS 为 1.04、1.37 和 1.78 元。

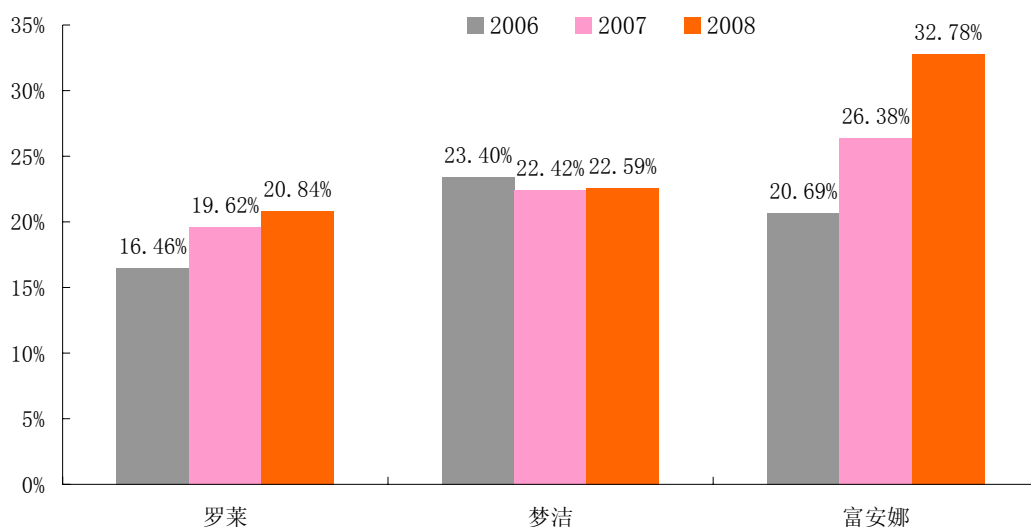
图表 2 公司营业收入及利润预测

单位：百万元、%

| 会计年度    | 2006   | 2007   | 2008   | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|---------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 主营收入    | 552.49 | 755.36 | 902.68 | 1070.93 | 1303.43 | 1642.23 |
| 同比(%)   |        | 36.72% | 19.50% | 18.64%  | 21.71%  | 25.99%  |
| 净利润     | 49.52  | 85.06  | 110.96 | 146.08  | 191.83  | 249.52  |
| 同比(%)   |        | 71.77% | 30.45% | 31.65%  | 31.33%  | 30.07%  |
| 毛利率(%)  | 25.63% | 34.81% | 37.06% | 39.96%  | 40.73%  | 41.52%  |
| 净利率(%)  | 8.96%  | 11.26% | 12.29% | 13.64%  | 14.72%  | 15.19%  |
| ROE(%)  | 38.77% | 36.97% | 37.23% | 10.81%  | 12.43%  | 13.92%  |
| 每股收益(元) | 0.35   | 0.61   | 0.78   | 1.04    | 1.37    | 1.78    |

资料来源：公司资料、平安证券

图表 3 罗莱在期间费用控制方面要优于梦洁和富安娜



资料来源：公司资料、平安证券

#### 业绩增长驱动因素：

1) 预计未来几年家纺消费需求维持快增长态势，家纺产值年增长率在 15%以上，其中中高端家纺消费进入多因素叠加驱动时期

在国内经济恢复高增长，婚庆及新居等传统需求叠加中高收入阶层快速增加而加快中高档家纺品消费的带动下，品牌家纺企业将享受品牌塑造和渠道拓展带来的经济成果，其收入增长有望超过行业整体增速水平。

2) 毛利率水平有望提升至 40%以上

适当加快直营店发展及产品持续提价将持续提高毛利率水平，公司直营和加盟的毛利率差距在 20 个百分点左右，提升空间大。同时，公司期间费用管理能力较强，以稳健发展直营渠道的策略使其营业利润率有望稳定。

3) 渠道网络发展带来外延式发展+内涵式增长

由于公司有充裕的资金进行渠道拓展，未来几年终端数量将快速增长。预计直营终端增长在 20-30%左右，加盟终端增长在 20%左右。此外，团购、电子商务等渠道有望在低基数下高速增长。

4) 品牌档次细化掘金中低端市场及代理品牌发展贡献收入

公司具备良好的品牌运营复制能力。目前代理（授权）品牌 14 个，预计代理的专业毛巾品牌 christy（克里斯蒂），2009 年的收入有望超过 1000 万元，毛利率在 40-50%左右。雪瑞丹、迪士尼、喜来登等品牌也将快速增长，2009 年这些品牌收入有望超预期。

5) 目前一些负面报道有望使家纺消费进一步趋向集中于品牌优势企业

据有关媒体报道，富安娜、莎梦等 28 个品牌或批次的床上用品在北京检查出含致癌物而被强制退市，我们认为，这些负面报道或将加速家纺消费向品牌优势企业集中。

图表 4 公司营业收入及成本预测明细

单位：百万元、%

| 收入          | 2006   | 2007   | 2008   | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|-------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 加盟渠道        | 483.60 | 631.55 | 755.16 | 891.09  | 1073.76 | 1331.46 |
| 直营渠道        | 50.87  | 92.33  | 122.87 | 152.36  | 198.07  | 273.34  |
| 外贸及其他       | 18.02  | 31.49  | 24.64  | 27.48   | 31.6    | 37.43   |
| 合计          | 552.49 | 755.36 | 902.68 | 1070.93 | 1303.43 | 1642.23 |
| <b>成本</b>   |        |        |        |         |         |         |
| 加盟渠道        | 370.68 | 422.32 | 481.64 | 552.47  | 659.29  | 812.19  |
| 直营渠道        | 26.37  | 42.82  | 53.78  | 65.52   | 84.58   | 114.80  |
| 外贸及其他       | 13.83  | 27.27  | 32.7   | 25      | 28.64   | 33.39   |
| 合计          | 410.89 | 492.40 | 568.12 | 642.98  | 772.50  | 960.38  |
| <b>收入结构</b> |        |        |        |         |         |         |
| 加盟渠道        | 87.53% | 83.61% | 83.66% | 83.21%  | 82.38%  | 81.08%  |
| 直营渠道        | 9.21%  | 12.22% | 13.61% | 14.23%  | 15.20%  | 16.64%  |
| 外贸及其他       | 3.26%  | 4.17%  | 2.73%  | 2.56%   | 2.43%   | 2.28%   |

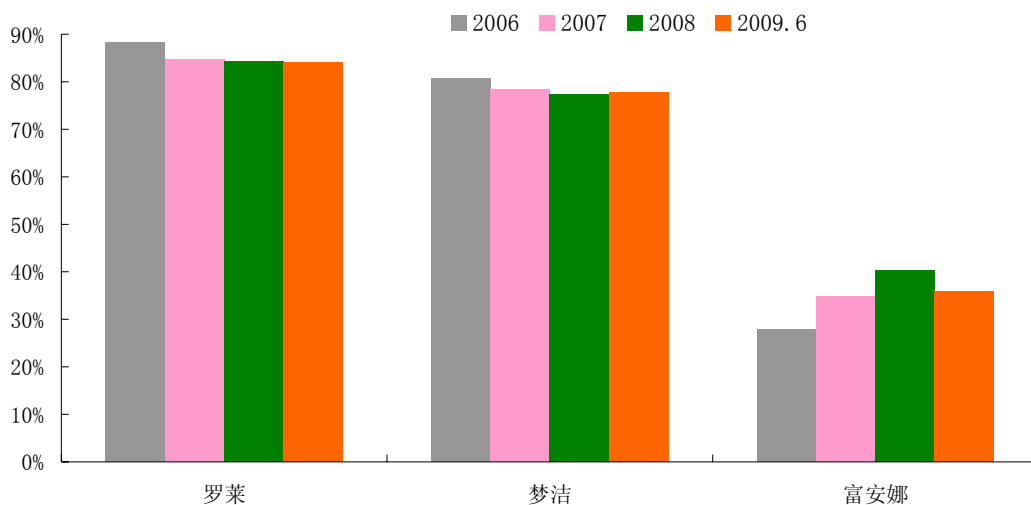
资料来源：公司资料、平安证券

### 3、以加盟为主的渠道拓展策略适应当前行业发展阶段

公司适应国内家纺行业处于“跑马圈地”的发展阶段，采取具有一定“狼性”的渠道拓展策略。目前，国内三家一线家纺品牌企业均以立足于全国布局但深耕优势区域为市场战略重点，罗莱家纺优势区域主要集中在华东和北方地区，其销售终端主要分布在华东、华北和东北等经济较好地区，2006-2008 年，主营业务收入中来自华东的均超过 40%。

预计未来公司渠道战略仍将以加盟为主，但直营渠道终端发展速度将适当提高，逐步提高直营销售收入比重。由于在华南、华北及中西部地区的销售终端密度较低，扩展的空间大。预计直营终端数量年均增长在 20-30%左右，其中新增品牌及现有销售收入规模较小的品牌，销售终端增长可能更快；加盟渠道数量增长在 20%左右。

图表 5 罗莱加盟渠道收入占比保持在 80%以上



资料来源：公司资料、平安证券

#### 4、继续强化以罗莱品牌为核心的多层次品牌矩阵战略

目前，公司罗莱品牌定位为中高端家纺品牌，其收入占整体收入的比重在 80%以上。作为核心自有品牌，预计公司未来品牌战略仍将以罗莱品牌为核心，向品牌档次差异化和产品细分化突破。多品牌战略在国内外服装、家纺等品牌运营商得到广泛应用，如欧洲的 Inditex 集团，国内如富安娜、梦洁等，从国外这种品牌战略的发展历程以及国内现状来看，这种多品牌矩阵战略具备极强生命力。

我们认为，罗莱家纺未来几年，将加强广告等推广力度，持续提升罗莱品牌的市场影响力；提高网络营销品牌 LOVO 的销售额并实现盈利；在二三线城市推出中低端的新品牌，快速拓展这部分市场，由于中低端市场的量较高端市场要大很多，将能够使收入规模增加至较高水平；继续引进代理品牌经营，并根据市场需求情况进行优化。

现有品牌中的罗莱、SHERIDAN 品牌的销售收入年均增速保持在 20-30%左右，是公司当前的主导品牌和收入主要来源；代理的尚玛可、DISNEY、christy 等具备较强增长潜力且目前基数低、品牌档次适中，有望成为未来的主导品牌和收入增长源泉；而自有品牌罗莱 KIDS、LOVO 以及代理品牌 SLIIP（床垫类）、Zucchi（素绮）、Graccioza、millefiori（饰品）、yolanna 等尚处于孵化期。因此，公司在品牌经营上形成了重点突出、叠加有序的多品牌矩阵策略，有效保证公司为了业绩增长。

图表 6 公司构建了以罗莱品牌为核心的多层次矩阵策略



资料来源：公司资料、平安证券

#### 5、国内中高端家纺消费或将进入多因素叠加驱动时代

随着我国居民收入水平的提升，以及欧美消费文化的渗透，国内家纺消费或将进入多元化驱动时代。过去以新居和婚庆为主的中高端家纺消费驱动因素，有望过渡至消费升级、体验优良品质及与应不同的风格、家饰文化引导、“她”时代需求和替换需求等与传统消费驱动因素相叠加的新时期。我们认为，多元化家纺消费驱动因素时代将使家纺消费增长更为稳健。

1) 家纺已成为展现个性和展现生活品味的消费品之一。随着消费观念的变迁，率先富裕起来的精英一族，其消费诉求已明显转向体验优良品质和与应不同的风格等“软”的方面，他们追求品牌代表的价值和传统。因此，从这个角度来看，那些致力于品牌塑造或拥有较高知名度品牌的企业将在未来较长时间享受品牌塑造带来的经济成果。

目前，国内一二线城市中有较高月收入的群体（高收入一线城市为月收入大于 5000 元，二线城市为月收入大于 3500 元）将是中高端家纺消费的主流，由于这一群体还在不断增加，因而市场空间大。我们主要一二线城市的成人人口和高收入家庭数预估中高端家纺消费市场空间，初步估算市场容量在 570 亿元以上。

图表 7 国内主要中高端家纺消费城市市场容量估测 单位：万人、万户、亿元

|     | 成人人口 | 高收入家庭数 | 家纺市场空间 A | 家纺市场空间 B |
|-----|------|--------|----------|----------|
| 北京  | 841  | 278    | 126.15   | 83.40    |
| 上海  | 1027 | 298    | 154.05   | 89.40    |
| 深圳  | 546  | 304    | 81.90    | 91.20    |
| 广州  | 658  | 158    | 98.70    | 47.40    |
| 杭州  | 206  | 142    | 30.90    | 42.60    |
| 南京  | 309  | 187    | 46.35    | 56.10    |
| 大连  | 269  | 60     | 40.35    | 18.00    |
| 天津  | 450  | 63     | 67.50    | 18.90    |
| 武汉  | 404  | 90     | 60.60    | 27.00    |
| 福州  | 162  | 53     | 24.30    | 15.90    |
| 重庆  | 434  | 54     | 65.10    | 16.20    |
| 成都  | 330  | 74     | 49.50    | 22.20    |
| 沈阳  | 411  | 38     | 61.65    | 11.40    |
| 哈尔滨 | 323  | 40     | 48.45    | 12.00    |
| 西安  | 261  | 61     | 39.15    | 18.30    |
| 合计  | 6631 | 1900   | 994.65   | 570.00   |

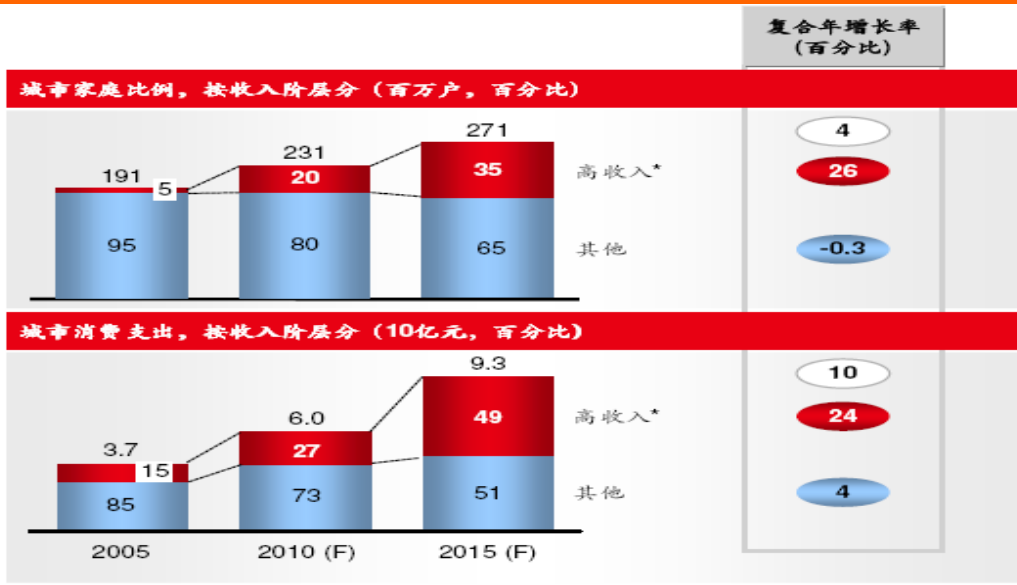
资料来源：平安证券 注：A=成人人口/2\*3 套\*1000 元/每套，B=高收入家庭数\*3 套\*1000 元/每套

2) 城市化和中高收入群体增加，消费升级主导家纺需求趋势。我国城市化率从 2002 年的 39.09%提高至 2008 年的 45.68%，根据有关预测，2025 年城市化率将达到 55%，城市人口 8.3-8.7 亿，2050 年城市化率将达 65%。考虑到目前城市化率核算方法，扣除在城市居住半年以上的外来农民工，我国城市化率还很低，存在很大发展空间。因此，城市化的快速发展将为我国中高端家纺产业打开更广阔的发展空间。

此外，消费档次的差距源于我国中高收入群体的结构变化和消费增长。根据麦肯锡对中国消费的调查报告预测，我国城市高收入家庭占比在 2010 年预计为 20%，到 2015 年为 35%至 0.95 亿户，年复合增长率为 26%左右；而城市消费支出方面，高收入阶层 2010 年的消费支出占比为 27%，2015 年为 49%至 45.57 亿元，复合增长率在 24%左右。由于中高收入群体的消费意识已转向为重视生活品质、追求时尚个性方面，对品牌的意识正在深化，这些因素将进一步加强家纺消费的品牌化趋势。

图表8 我国中高收入家庭及消费支出有望加速增长

单位：百万户、10亿元、%



资料来源：麦肯锡（2008）、平安证券 注：高收入是指月收入在5000元以上

3) 家饰文化从奢华走向流行，以及“她”时代到来加速家纺需求。城市化发展一方面大大提高了居民收入水平，有效提高其对家纺特别是中高端家纺品的消费意愿和能力，另一方面在家纺消费观念、家居家饰文化认同等方面日益与发达国家接近。

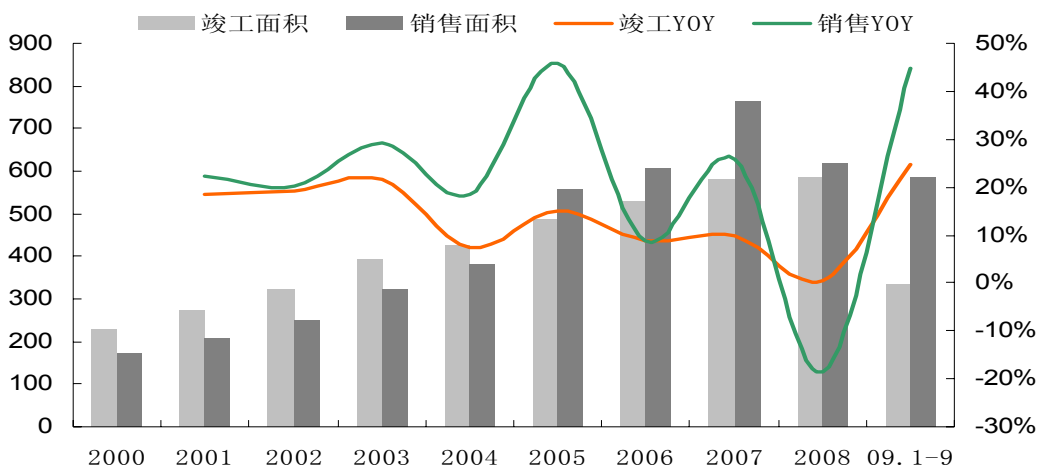
同时，日益兴起的女性消费主导转变成为社会经济模式后，宣告我们已进入“她”时代。因女性对舒雅居家环境的追求更强烈，“她”时代有望加速家纺行业发展。

4) 新居和婚庆需求依旧强劲。除以上较宽泛的驱动因素外，我们认为，传统的新居和婚庆市场，仍将在较长时期内成为我国中高端家纺产品的需求主力因素。

此外，随着时间的推移，替换需求将陆续进入中高端家纺消费视野，并成为一股重要的需求拉动力量。

图表9 商品房销售及竣工面积在短暂休克后恢复高增长

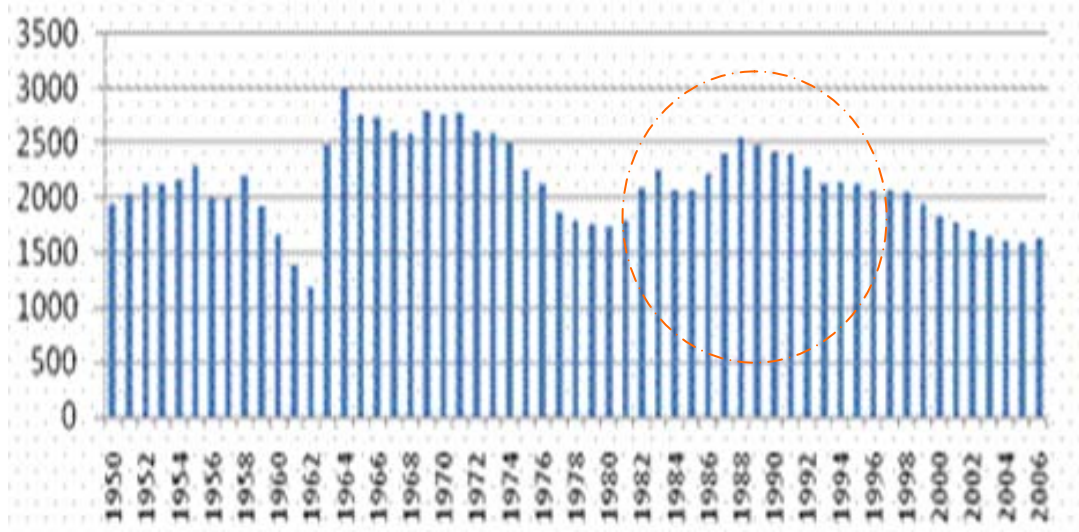
单位：百万平方米、%



资料来源：ceic、平安证券

图表 10 我国第三次出生高峰期人口正陆续进入结婚期

单位：万人



资料来源：平安证券整理

## 6、估值分析及投资评级

目前 A 股主要品牌纺织服装企业的 2008 年静态 PE 估值水平在 36 倍以上，平均为 48 倍；2009、2010 年平均动态 PE 估值水平分别为 40 和 30 倍左右，罗莱家纺目前股价对应的动态估值水平略低于行业平均水平。

图表 11 公司估值水平略低于行业平均水平

单位：元/股、倍

|      | 收盘价   | EPS   |       |       |       | PE    |       |       |       |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      | (元)   | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E |
| 罗莱家纺 | 39.55 | 0.78  | 1.04  | 1.37  | 1.78  | 50.71 | 38.03 | 28.87 | 22.22 |
| 星期六  | 22.90 | 0.64  | 0.57  | 0.74  | 1.00  | 35.78 | 40.22 | 31.11 | 22.89 |
| 大杨创世 | 15.38 | 0.32  | 0.51  | 0.55  | 0.66  | 47.45 | 30.19 | 27.84 | 23.20 |
| 美邦服饰 | 22.00 | 0.58  | 0.61  | 0.84  | 1.07  | 37.63 | 35.83 | 26.32 | 20.47 |
| 七匹狼  | 22.10 | 0.54  | 0.69  | 0.86  | 1.12  | 40.86 | 32.02 | 25.56 | 19.74 |
| 报喜鸟  | 20.58 | 0.49  | 0.63  | 0.79  | 0.99  | 41.79 | 32.45 | 26.01 | 20.77 |
| 孚日股份 | 8.73  | 0.13  | 0.16  | 0.29  | 0.43  | 66.51 | 56.32 | 30.32 | 20.53 |
| 红豆股份 | 6.10  | 0.10  | 0.11  | 0.15  | 0.18  | 59.43 | 55.45 | 40.45 | 34.15 |
| 平均值  |       |       |       |       |       | 47.52 | 40.06 | 29.56 | 23.00 |

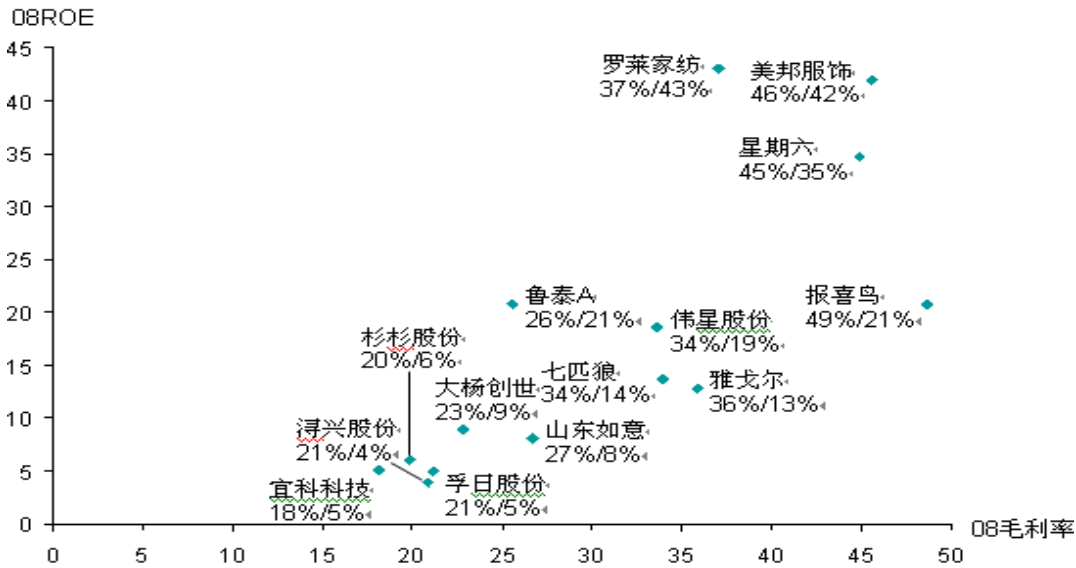
资料来源：wind 资讯、平安证券

从主要纺织服装上市公司 ROE—毛利率来看，2008 年罗莱家纺、星期六和美邦服饰的盈利能力较强，远远超过其他主要纺织服装上市公司。我们认为，可给予 30%左右的估值溢价。

从行业发展趋势和公司经营管理来看，由于我国家纺行业尚处于快速增长阶段，以及行业趋向集中后将带来优势企业份额快速上升。罗莱家纺具备良好的外部行业发展空间和

自身竞争优势，并且相对其他纺织服装企业具备一定的估值优势，是未来关注内需升级投资机遇的较理想投资标的之一。维持“推荐”投资评级。

图表 12 2008 年主要 A 股纺织服装上市公司 ROE 和毛利率矩阵图 单位：%



资料来源：以上资料均来自wind 资讯、平安证券

## 附：财务报表

## 利润表

单位：百万元、元、%

| 会计年度         | 2006A  | 2007A  | 2008A  | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|--------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入         | 552.49 | 755.36 | 902.68 | 1070.93 | 1303.43 | 1642.23 |
| 营业成本         | 410.89 | 492.40 | 568.12 | 642.98  | 772.50  | 960.38  |
| 营业税金及附加      | 0.36   | 1.49   | 2.26   | 1.83    | 2.68    | 3.43    |
| 主营业务利润       | 141.24 | 261.47 | 332.31 | 426.12  | 528.25  | 678.42  |
| 营业费用         | 63.42  | 105.79 | 136.13 | 173.49  | 208.55  | 262.76  |
| 管理费用         | 26.06  | 39.99  | 50.60  | 64.26   | 75.60   | 91.97   |
| 财务费用         | 1.45   | 2.45   | 1.37   | -3.30   | -7.66   | -8.01   |
| 投资收益         | 0.00   | -0.07  | -0.07  | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 资产减值损失       | -2.14  | 1.75   | 6.62   | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 营业利润         | 52.45  | 111.41 | 137.51 | 191.67  | 251.76  | 331.71  |
| 营业外收入        | 1.46   | 1.31   | 2.14   | 2.68    | 3.26    | 4.93    |
| 营业外支出        | 0.34   | 1.64   | 2.53   | 2.14    | 2.61    | 3.94    |
| 加：利润总额差额（平衡） | 0.00   | 0.00   | 0.00   |         |         |         |
| 利润总额         | 53.57  | 111.08 | 137.12 | 192.20  | 252.41  | 332.70  |
| 所得税          | 4.05   | 26.02  | 26.16  | 46.13   | 60.58   | 83.17   |
| 净利润          | 49.52  | 85.06  | 110.96 | 146.08  | 191.83  | 249.52  |
| 少数股东损益       | 0.00   | -0.01  | 0.96   | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 归属于母公司的净利润   | 49.52  | 85.06  | 109.99 | 146.08  | 191.83  | 249.52  |
| EBITDA       | 59.66  | 118.92 | 145.06 | 203.11  | 275.10  | 365.10  |
| 总股本（百万）      | 14.94  | 105.26 | 105.26 | 140.36  | 140.36  | 140.36  |
| 全面摊薄 EPS（元）  | 0.35   | 0.61   | 0.78   | 1.04    | 1.37    | 1.78    |

| 重要财务指标      | 2006A  | 2007A  | 2008A  | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|-------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 主营收入        | 552.49 | 755.36 | 902.68 | 1070.93 | 1303.43 | 1642.23 |
| 同比(%)       |        | 36.72% | 19.50% | 18.64%  | 21.71%  | 25.99%  |
| 净利润         | 49.52  | 85.06  | 110.96 | 146.08  | 191.83  | 249.52  |
| 同比(%)       |        | 71.77% | 30.45% | 31.65%  | 31.33%  | 30.07%  |
| 毛利率(%)      | 25.63% | 34.81% | 37.06% | 39.96%  | 40.73%  | 41.52%  |
| 净利率(%)      | 8.96%  | 11.26% | 12.29% | 13.64%  | 14.72%  | 15.19%  |
| ROE(%)      | 38.77% | 36.97% | 37.23% | 10.81%  | 12.43%  | 13.92%  |
| 资产负债率(%)    | 57.43% | 34.83% | 34.27% | 11.30%  | 11.61%  | 12.51%  |
| 全面摊薄 EPS（元） | 0.35   | 0.61   | 0.78   | 1.04    | 1.37    | 1.78    |
| 每股净资产（元）    | 8.55   | 2.19   | 2.83   | 9.63    | 10.99   | 12.77   |
| P/E         | 108.08 | 62.92  | 48.66  | 36.64   | 27.90   | 21.45   |
| P/B         | 4.46   | 17.44  | 13.47  | 3.96    | 3.47    | 2.99    |
| EV/EBITDA   | 9.49   | 34.67  | 28.16  | 22.24   | 16.65   | 12.29   |

资料来源：公司资料、平安证券

更新日期：2009-12-25

## 资产负债表

单位：百万元、元、%

| 会计年度           | 2006A         | 2007A         | 2008A         | 2009E          | 2010E          | 2011E          |
|----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>235.78</b> | <b>275.08</b> | <b>356.47</b> | <b>1339.89</b> | <b>1343.22</b> | <b>1527.83</b> |
| 货币资金           | 52.61         | 45.13         | 78.51         | 1034.96        | 971.70         | 1062.53        |
| 应收账款           | 11.05         | 28.77         | 39.33         | 36.52          | 50.23          | 63.61          |
| 预付帐款           | 13.98         | 17.91         | 19.10         | 22.30          | 26.96          | 33.04          |
| 存货             | 151.97        | 179.55        | 212.90        | 237.74         | 285.60         | 356.69         |
| 待摊费用和其他流动资产    | 6.17          | 3.72          | 6.63          | 8.37           | 8.73           | 11.97          |
| <b>非流动资产</b>   | <b>64.20</b>  | <b>82.90</b>  | <b>101.97</b> | <b>187.24</b>  | <b>406.24</b>  | <b>524.85</b>  |
| 长期股权投资         | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 固定资产           | 47.60         | 60.77         | 82.22         | 169.37         | 389.80         | 509.72         |
| 无形资产           | 13.37         | 13.25         | 12.77         | 11.50          | 10.22          | 8.94           |
| 其他             | 3.23          | 8.88          | 6.98          | 6.38           | 6.23           | 6.19           |
| <b>资产总计</b>    | <b>299.97</b> | <b>357.98</b> | <b>458.44</b> | <b>1527.12</b> | <b>1749.47</b> | <b>2052.68</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>172.27</b> | <b>124.69</b> | <b>157.10</b> | <b>172.58</b>  | <b>203.08</b>  | <b>256.78</b>  |
| 短期借款           | 28.00         | 5.00          | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 应付账款           | 45.42         | 55.78         | 90.07         | 81.95          | 102.81         | 134.16         |
| 预收款项           | 41.17         | 14.78         | 22.35         | 22.30          | 26.96          | 33.04          |
| 预提费用           | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他             | 57.69         | 49.14         | 44.69         | 68.34          | 73.32          | 89.59          |
| <b>长期负债</b>    | <b>0.00</b>   | <b>0.00</b>   | <b>0.00</b>   | <b>0.00</b>    | <b>0.00</b>    | <b>0.00</b>    |
| 长期借款           | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他             | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>负债合计</b>    | <b>172.27</b> | <b>124.69</b> | <b>157.10</b> | <b>172.58</b>  | <b>203.08</b>  | <b>256.78</b>  |
| 少数股东权益         | 0.00          | 3.19          | 3.28          | 3.28           | 3.28           | 3.28           |
| 股本             | 14.94         | 105.26        | 105.26        | 140.36         | 140.36         | 140.36         |
| 资本公积           | 1.76          | 36.18         | 36.18         | 908.21         | 908.21         | 908.21         |
| 留存收益           | 111.01        | 88.65         | 156.62        | 302.69         | 494.53         | 744.05         |
| 归属于母公司的所有权合计   | 127.71        | 230.09        | 298.05        | 1351.26        | 1543.09        | 1792.62        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>299.97</b> | <b>357.98</b> | <b>458.44</b> | <b>1527.12</b> | <b>1749.46</b> | <b>2052.68</b> |

## 现金流量表

| 会计年度    | 2006A  | 2007A  | 2008A  | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|---------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 经营活动现金流 | 17.06  | 44.10  | 108.32 | 151.66  | 188.34  | 253.21  |
| 投资活动现金流 | -22.27 | -24.43 | -27.74 | -101.28 | -251.28 | -161.28 |
| 筹资活动现金流 | 51.99  | -28.15 | -48.76 | 910.43  | 7.66    | 8.01    |
| 现金净增加额  | 46.77  | -8.47  | 31.82  | 960.81  | -55.28  | 99.95   |

资料来源：公司资料、平安证券

更新日期：2009-12-25

### 平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其它专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

## 平安证券有限责任公司

### 综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257