

2010 年 01 月 29 日

 市价(人民币): 22.17元
 目标(人民币): 22.65-25.77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) 55.00
 总市值(百万元) 4,837.50
 年内股价最高最低(元) 26.62/18.00
 沪深 300 指数 3206.57
 中小板指数 5603.22

相关报告

- 《女鞋零售行业有发展前景的企业》，2009.8.21

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)

星 期 六 (002291.SZ)

——有广阔发展空间的女鞋品牌

 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)	0.892	0.536	0.643	0.581	0.781	1.108
净利润增长率	N/A	79.57%	20.09%	21.28%	34.58%	41.72%
先前预期每股收益(元)				0.570	0.635	0.760
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.573	0.725	0.966
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	38.18	28.37	20.02
行业优化市盈率(倍)	27.80	40.13	13.79	27.78	27.78	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A
股息率	N/A	N/A	N/A	0.45%	0.45%	0.45%
PE/G(倍)	N/A	N/A	N/A	1.79	0.82	0.48
净资产收益率	42.81%	33.32%	29.91%	12.05%	14.49%	17.30%
每股净资产(元)	2.08	1.61	2.15	4.82	5.39	6.40
市净率(倍)	N/A	N/A	N/A	4.60	4.11	3.46
每股经营性现金流(元)	-0.35	0.08	-0.08	0.16	0.43	0.46
已上市流通A股(百万股)	N/A	N/A	N/A	55.00	55.00	55.00
总股本(百万股)	53.50	160.00	160.00	215.00	215.00	215.00

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

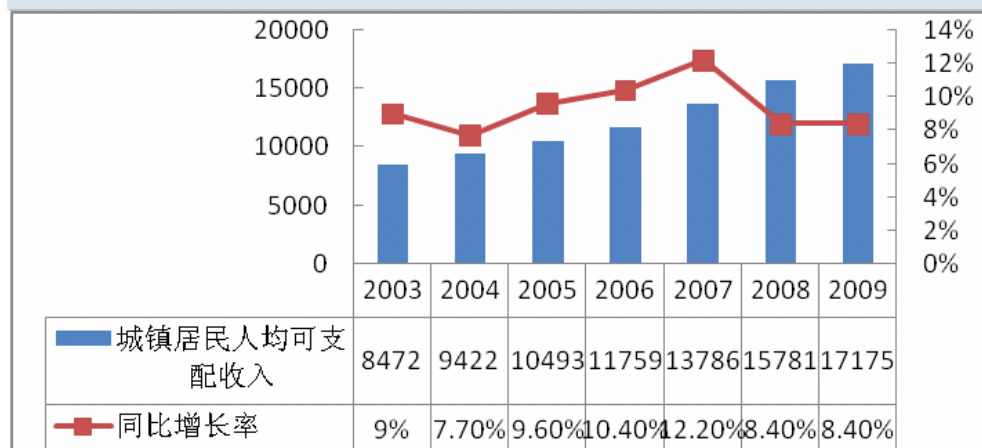
- 女鞋零售企业品牌经营水平落后于服装, 品牌特色不够突出, 市场细分不够明确, 地域性差异不大, 因此相对容易形成全国性的大品牌, 市场竞争以渠道竞争为主, 先发优势和资金优势对企业发展作用较大;
- 公司主打品牌“星期六”销售额全国排名第三, 已经成为国内市场的强势品牌; 公司经过多年经营的“索菲亚”新品牌逐渐得到消费者认可。上市后, 公司资金实力大增, 一方面进一步强化星期六品牌的优势地位, 另一方面可以充分利用“星期六”在渠道方面优势, 借力发展索菲亚, 索菲亚品牌将迎来高速成长期, 成为公司利润大幅增加的主要来源之一;
- 目前国内女鞋龙头企业是百丽, 但百丽上市后, 发展战略不够清晰、并购战略操之过急, 给公司提供了追赶的机会, 而公司可以利用上市机遇, 在索菲亚品牌逐渐成熟的基础上, 拉近和百丽的差距;
- 公司未来业绩增长仍然以渠道扩张为主, 在我们预期 2010 年内需市场情况将继续好转的假设前提下, 我们预计 09-11 年净利润分别为 1.25 亿, 1.68 亿和 2.38 亿元, 分别同比增长 21.3%, 34.6%和 41.7%, 摊薄后每股 EPS 分别为 0.581, 0.781 和 1.108 元。盈利预测较新股报告上调, 主要是通过调研我们认识到女鞋市场竞争实质和索菲亚潜在发展空间;
- 根据分析比较, 我们认为应该给予公司 10 年动态市盈率 29-33 倍是比较合理的, 对应的合理股价区间为 22.65-25.77 元, 我们建议买入。

鞋类市场和服装一样，发展空间巨大

女鞋和服装一样，未来市场空间巨大

随着中国居民人均可支配收入的增加，鞋类的消费也将会升级，像服装一样，产品的购买以时尚性为主要原则，鞋类消费的市场空间会越来越大。

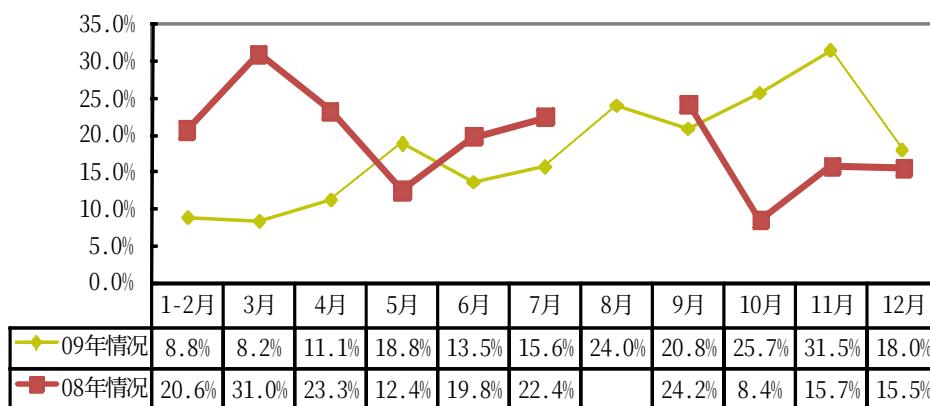
图表1：2003-2009 年中国城镇居民人均可支配收入



来源：国家统计局，国金证券研究所

中高档女鞋店铺比较集中与商场柜台，由于没有专门的女鞋消费数据，但从百家重点商场的服装鞋帽零售额增长中（图表 2）可以看出，市场需求的快速提高。

图表1：百家重点商场服装鞋帽零售额增长情况



来源：中华商业信息中心、国金证券研究所 (08年8月数据信息中心没有公布)

女鞋行业竞争以渠道竞争为主，先发和资金优势作用较大

女鞋企业品牌经营水平不如服装，以渠道竞争为主

面对快速发展的国内市场，中国女鞋零售行业与品牌服装行业相比，发展相对落后，这种落后主要体现在：企业品牌经营水平相对较低；市场细分程度不高；大多数主流品牌风格不够明显，而是跟随每年的流行趋势变动产品风格；对时尚性的反应速度也不如服装快速。因而，导致了行业集中度高于服装，企业多品牌经营成功概率也较高。鞋类品牌先发优势明显，企业发展风险低于服装，但业绩弹性，特别是主打品牌的业绩弹性也弱于服装，优势企业的业绩高增长、超预期增长将更多依赖新品牌经营的成功。

图表3：服装与女鞋行业分析比较

	品牌服装	女鞋
发展阶段	相对成熟的市场竞争，是包括品牌定位、产品设计、销售网络和市场营销在内的全方位竞争。企业品牌建设和经营水平最高，最主要体现是各个档次的品牌服装特点鲜明，市场细分相对明确	品牌经营水平落后服装5-10年，市场竞争更多以渠道竞争为主，国内中高档女鞋品牌基本以商场柜台为主，中低档品牌以专卖店为主
市场特征	消费者相应对品牌的认知度也最高，尽管仍以随机消费为主，但已经开始熟悉各品牌之间的差别，根据自己的着装要求而挑选品牌	各品牌之间差别不如服装明显，消费者基本是随机消费
品牌经营模式	由于市场细分比较明确，时尚性很高，一般采取单一品牌运作的模式	女鞋的时尚性不如服装，地域性风格也没有服装差异那么大，消费者随机消费情况大于服装，市场竞争以渠道竞争为主，品牌建设更侧重渠道建设
		女鞋更强调渠道竞争，因而多品牌经营难度小于服装，企业一般采取多品牌策略经营以吸引更多消费者，从而得以提高销售业绩；
		由于渠道非常重要，女鞋相对容易做成全国性的品牌，从而得以形成先发优势，
		资金有助于渠道扩张
市场营销	使用几乎所有我们能知的广告手段进行市场营销，营销费用较大	仍停留在服装10年前明星代言人加电视广告的初级阶段，广告投入也低于服装
销售网络	销售网络差别不大，中高档品牌以商场柜台为主，相应直营比例较高；中低档品牌以专卖店为主，相应加盟占比较高	
市场集中度	非常分散，2006年中国前二十大品牌的市场占有率合计为5.9%，没有任何一家超过1%	低端产品的市场竞争无序混乱，中高端品牌的市场集中度相对较高，百丽在全国前十大鞋类品牌中独占6席
该行业欧美市场的发展情况	进入了品牌并购阶段，例如LVMH集团经营服装，香水，酒类，钟表等50多个奢侈品牌，包括LV, FENDI, CELINE等；VF集团下辖Lee, Wrangler, JanSport, The North Face等20几个休闲品牌。这些并购也体现了品牌服装的市场细分成熟度，集团有自己的经营风格，并购品牌也要配合集团的风格一致性	品牌系列化经营已经成为一个趋势，正是由于服装品牌发展走在了鞋类和家纺的前面，欧美市场的总容量已经饱和，品牌之间的竞争要靠市场份额和经营领域的扩大来完成，因此很多大的服装品牌通过品牌并购和系列化的延伸来扩大经营规模，鞋类作为服装的搭配配饰，最先被品牌服装系列化经营。
结论	服装品牌经营水平高于鞋类（包括女鞋），女鞋竞争更多是渠道竞争，因此先发优势明显，优势品牌效益可以获得等于或超过行业均值的增速，而且多品牌经营容易借助主打品牌的渠道优势进行推广和建设，成功概率大于服装。上市一方面带来发展所需巨额资金，另一方面对于和商场谈判、扩大加盟商队伍都有较大帮助，最后更有利于消费者进一步熟悉公司旗下品牌	

来源：国金证券研究所

主打品牌“星期六”和新品牌“索菲亚”结合，公司发展空间较大

目前公司拥有主打品牌星期六和新品牌索菲娅为主的六个自有品牌和两个代理品牌。截止到2009年6月30日，星期六和索菲娅两个主要品牌占公司销售收入的68%以上。

图表4：星期六品牌矩阵

		品牌风格	主要消费群	主导价位
自有品牌	SA&SAT	时尚流行，自我个性	20-35岁年轻时尚女性	400-600元
	SAFIYA	青春时尚，休闲运动	18-35岁休闲时尚女性	300-500元
	FONDBERYL	优雅时尚	25-40岁时尚白领女性	500-800元
	RIZZO	休闲舒适，年轻时尚	18-35岁年轻时尚女性	400-600元
	MOOFFY	尊贵时尚	25-40岁时尚成功女性	1000-2000元
	iiixvix69	引导青春岁月变成精致美丽人生的品牌	18-28岁年轻时尚女性	100-300元
代理品牌	baldimini	奢侈时尚	25-40岁成功富裕时尚女性	700-900元
	killah	前卫个性，性感时尚	18-35岁前卫时尚女性	3000-5000元

来源：招股说明书，公司网站，国金证券研究所

由于女鞋市场品牌竞争相对比较缓和，企业之间经营策略大同小异，其它品牌对公司的打压不是影响公司业绩的最关键因素，而公司自身的经营才是关键。

我们认为经过多年发展，公司已经打造了符合当前市场的经营管理体制（图表5），星期六品牌已经在消费者心目中建立了较强的品牌形象，公司有可能充分利用鞋类市场发展良机 and 上市带来的机遇，一方面稳步发展“星期六”品牌，另一方面，加快“索菲娅”品牌建设，从而获得持续的高速业绩增长。

图表5：与时尚型配套，公司的零售终端管理模式

订货会形式	公司的订货会占比50%，现货占比50%。订货会每年两大两小，年中和年末各一次大型订货会
新产品推出方式	每季度推出约300款新品，平均保持每周10-15款新品被推出，这种新品的分批进入市场，是为了给顾客总有新货的感觉
货品陈列	产品分为陈列产品、明星产品、客流产品、机会产品四类，按照不同商场的位置和不同定位区分开来，产品的比例和款式都不一样，还会不定时调整货品比例
补货方式	中国市场的地域跨度很大，公司根据各地不同的气温差异来观察市场销售状况，以便及时调整货品上架。例如：昆明市场在春节左右就上春款，公司可以根据销售状况发现哪些款式市场接受程度高，哪些款式滞销，并以此作为补货根据，在北方市场上春款上架之前补货已经完成。冬款也以此类推，从北方市场推测南方市场
按店进货	根据地域性的顾客审美差异配置不同风格的货品；在货品数量上，根据每个店以往的销量和销售额来做参考，从而自下而上统计，反馈至设计部门，按需设计

来源：国金证券研究所

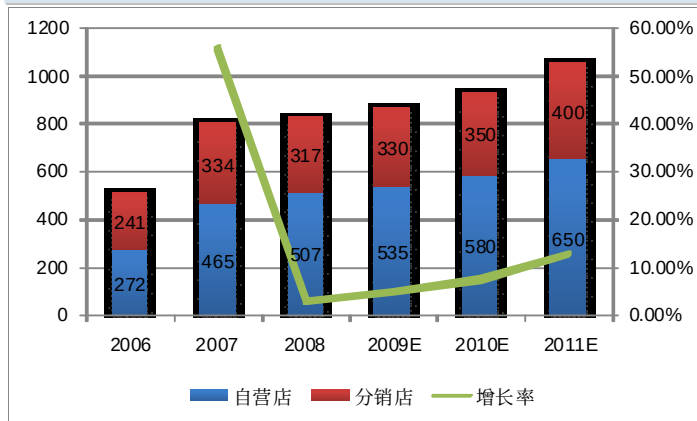
中国市场地域性差异比较大，按店进货可以保证地域性的顾客风格差异可以广泛的照顾到；而这种新产品推出形式和补货方式可以更好的根据市场不同情况快速反应，调节产品结构，按需设计，按需生产。例如09年冬季异常寒冷，公司快速调整产品策略，向市场投放的棉靴销售情况非常火爆。

根据几个主打品牌不同发展阶段调整战略，索菲娅品牌业绩有望快速增长

星期六：结构调整，以增加单店平效和降低费用为主

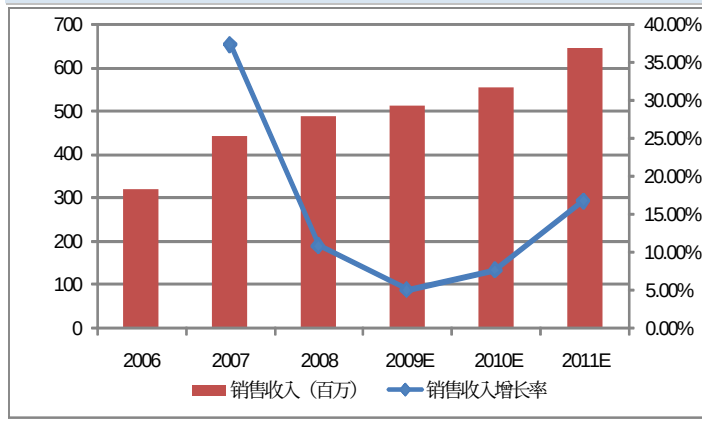
经过上市前的快速扩张，星期六品牌需要时间整合店铺资源，2010 年公司星期六品牌以稳健发展为主，发展重心放在调整店铺，提高单店平效，降低各项费用上。我们认为这种由量变到质变的路径是企业发展壮大，维护品牌形象的必要措施。

图表2：星期六品牌店铺数量预测



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表3：星期六品牌销售收入预测



未来我们预计星期六品牌业绩与行业相当，索菲亚品牌将带来惊喜，业绩可能实现高速增长

索菲娅：渠道扩张为主，成为公司的外延式扩张新的增长点

索菲娅品牌以穿着舒适的设计理念为指导方向，以个性时尚和悠闲舒适的风格为主，目标客户群是 18-35 岁的休闲时尚女性。

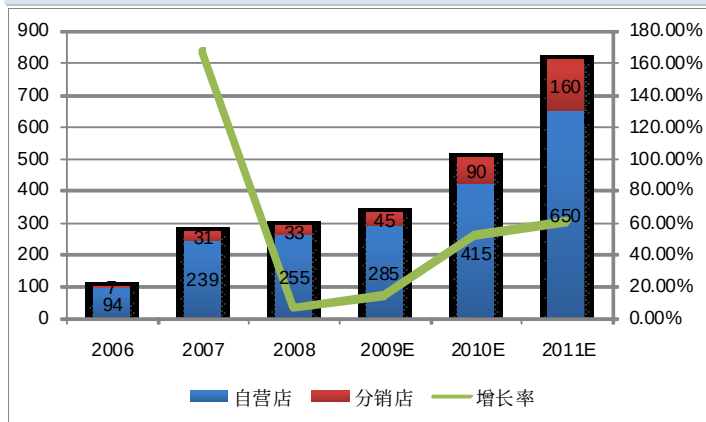
索菲娅的主要竞争对手是百丽旗下的天美意，天美意品牌成立于 1999 年，在品牌经过 5 年的培育期之后，销售额呈爆发式的增长，到 2007 年，该品牌已经成为中国女鞋市场占有率第二名的品牌。该品牌在短短几年的时间里成为市场占有率第二名的品牌，从另一方面也证明了休闲时尚风格的女鞋市场有着广阔的市场空间。

索菲娅和天美意两个品牌的市场定位基本类似，只是天美意的风格偏休闲一些，而索菲娅在休闲的风格当中添加了更多的时尚元素。

索菲娅品牌经过五年多的培育，借助于星期六品牌，索菲娅从产品设计，物流配送，市场推广等方面都已经形成体系，进入了成熟的市场操作阶段。

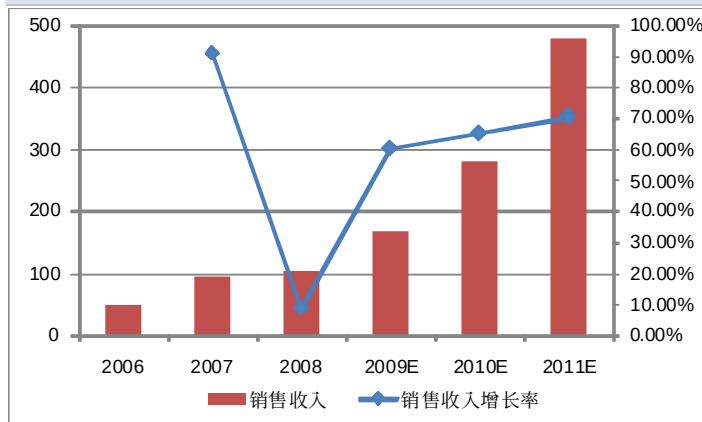
截止到 2009 年上半年，该品牌仅有 258 家自营店，39 家分销店的零售终端网络，我们认为在公司上市之后，有足够的现金流加大力度推广该品牌，未来索菲娅品牌的销售网络拓展速度会继续加快，业绩有望呈爆发式的增长。

图表4：索菲娅品牌店铺数量预测



来源：公司年报，国金证券研究所

图表5：索菲娅品牌销售收入预测



69：新品牌培育，剑指城镇低端市场

08 年底开发的新品牌“69”定位于低端时尚，希望开拓三四线市场。公司从超募资金中拿出 8 千万准备开 200 家直营店，100 家分销店。与以直营为主的星期六和索菲娅不同的是：69 品牌希望快速铺开零售网络，以加盟为主，公司将直营店做好之后就会转给加盟商来做，发展初期会给加盟商比较多的优惠措施来扶持加盟商。另外三四线城市的市场定位也决定了品牌以加盟为主的模式会有效降低销售费用率。

成功培育一个品牌需要约五年的时间，预计该品牌近两年不会给公司贡献利润，但是三四线城市的市场空间很大，未来可能成为公司新的增长点，我们将密切关注 69 品牌的经营进展。

与主要竞争对手百丽相比：有差距就是有发展空间

图表 10：公司与百丽的对比图

	公司	百丽（数据只包括鞋类业务）	分析
公司整体发展策略	多品牌策略，非常关注每一个品牌的经营，希望通过品牌建设不断吸引消费者从而提高业绩	综合性多品牌和类渠道商发展策略，以并购的方式取得众多品牌，联合起来通过和商场的强势谈判，获得更多渠道优势	百丽是女鞋行业当之无愧的老大，公司目前的发展阶段，百丽早已经历。两个公司选择不同的发展战略原因还是公司的实力不同、发展阶段不同，百丽有实力同时发展覆盖所有细分市场的多品牌，并采取类渠道商的定位获得一部分渠道的超额受益，而星期六只能集中力量一个一个品牌的做大
品牌组合	自有品牌：星期六和索菲亚，SAFIYA等六个，星期六是全国第三大品牌；代理品牌两个	自有品牌包括Belle、Staccato、Tata、Teenmix、Millie’s、Senda、Basto等11个，全国前十大品牌占据六席；代理品牌包括Bata、BCBG、Clarks等12个	两家企业规模差距很大
销售收入（2008年底）	7.69亿元	96.64亿元	
零售店数目（2009年中报）	1311间	6331间（仅大陆地区）	
销售模式	自营为主，自营销售收入占比约85%	全部自营	两企业经营模式表面差别不大，但百丽已有业绩除了先发优势、资金优势等原因以外，内部经营管理水平也是导致规模差距的原因之一
营销模式	大多数女鞋品牌依托于商场渠道聚集客流量的优势进行推广，在电视广告上的投入很少；一些品牌喜欢在时尚杂志上以整体搭配的方式植入广告，进行产品宣传；或者赞助一些特定的活动		
业绩增长途径	整体上依靠外延式的店铺扩张来实现增长，主要品牌星期六在扩张的同时进行精细化管理，而索菲娅将作为公司新的增长点快速进行店铺数量的增加	08年之前通过品牌并购和自有店铺扩张来实现业绩增长；08年以后通过并购品牌整合和自有店铺的同店增长来实现业绩增长	
结论	百丽对于商场过于强势，引发商场反弹，商场需要更多的品牌企业进入，以抗衡百丽，客观上提供了公司旗下品牌发展空间		
	百丽并购森达耗资巨大，但至今整合效果不明显，耗费百丽资源		
	百丽近期的经营给公司提供了追赶机会，特别是索菲亚品牌可能给公司带来新的利润增长点，公司业绩增速将超过百丽		

来源：国金证券研究所

公司的主要竞争对手是百丽国际，两个公司的品牌定位和销售网络建设很类似，品牌组合之间有一一对应的竞争关系：星期六与百丽，索菲娅与天美意，MOOFFY 与思加图。

从零售终端和销售收入的数据上看，公司和百丽相差几倍有余，两个公司的产品市场定位和经营模式类似，粗略根据中国零售百货店铺数量判定，单一

公司实力与百丽有差距，但百丽近期经营有失误之处，而上市效应以及索菲亚的逐渐成熟将拉近双方的距离

品牌的零售终端极限是 3000 家，因此即使是公司的主要品牌星期六也仍然有很大的外延式增长空间，未来公司的渠道扩张增速会快于百丽。

从我们草根调研的情况上反馈：百丽几个品牌的产品样式趋同化，对市场变化的反应不够及时。我们认为百丽近年来发展战略不够清晰，并购的速度有些过快，后台管理，产品设计等软环节不能及时跟上如此多品牌的运营，导致整合的进度缓慢。

相比百丽而言，公司更加专心于女鞋业务的发展和经营，对于品牌的设计，营销等细节管理更加用心，上市对于公司品牌形象有很大的提升，在与百货商店谈判的过程中增加了筹码，募集资金（超募 4.5 亿）也给了公司发展更多品牌，实现快速扩张的机会，因此差距就是空间，我们认为公司有机会缩小与百丽的差距。

股票估值和定价

图表 11：PE 估值

	百丽	七匹狼	罗莱	富安娜	美邦	平均
股票代码	1880.hk	002029	002293	002327	002269	
10年动态市盈率	24	26.6	31.2	32.3	34.2	29.7

来源：国金证券研究所

我们认为公司尽管目前实力不如百丽，但业绩增速超过百丽，因而估值高于百丽是正常的；与公司几乎同期上市的罗莱和富安娜动态市盈率在 31-32 倍之间，而业绩增速相似，因此我们认为给予公司 10 年 29-33 倍的动态市盈率是合理的，对应的合理价格在 22.65-25.77 元之间，目前股价 22.17 元，我们给予买入建议。

产品盈利预测及说明

我们假定：

- 2010 年国内服装和鞋类消费会逐渐复苏，2011 年复苏加速；
- 星期六品牌 09 年和 10 年以店铺调整为主，我们假定该品牌销售收入增速逐年提高；
- 索菲娅品牌经过多年经营，未来销售收入的增速将明显超过星期六品牌；
- 星期六品牌致力于降低各项费用率，精细化管理，再加上规模效应，公司的销售费用和管理费用率将有所降低。

图表 12：产品盈利预测

项 目	2006	2007	2008	1H09	2009E	2010E	2011E	2012E
星期六								
平均售价 (元/双)	197.18	214.52	226.91	226.72	228.00	230.00	240.00	250.00
增长率 (YOY)		8.79%	5.78%		0.48%	0.88%	4.35%	4.17%
销售数量 (千双)	1,627.96	2,055.09	2,153.00	1,016.42	2,200.00	2,450.00	2,800.00	3,200.00
增长率 (YOY)		26.24%	4.76%		2.18%	11.36%	14.29%	14.29%
销售收入 (百万元)	321.00	440.86	488.54	230.44	501.60	563.50	672.00	800.00
增长率 (YOY)		37.34%	10.82%		2.67%	12.34%	19.25%	19.05%
毛利率	35.41%	44.03%	47.52%	51.62%	47.00%	47.00%	47.00%	47.00%
销售成本 (百万元)	207.34	246.75	256.38	111.49	265.85	298.66	356.16	424.00
增长率 (YOY)		19.01%	3.91%		3.69%	12.34%	19.25%	19.05%
毛利 (百万元)	113.67	194.11	232.15	118.95	235.75	264.85	315.84	376.00
增长率 (YOY)		70.77%	19.60%	-48.76%	1.55%	12.34%	19.25%	19.05%
占总销售额比重	84.39%	72.69%	63.54%	54.05%	54.34%	47.55%	42.07%	37.28%
占主营业务利润比重	82.59%	76.00%	66.00%	57.76%	56.79%	49.80%	43.99%	38.76%
索菲娅								
平均售价 (元/双)	182.20	173.55	198.22	208.08	208.00	218.00	230.00	240.00
增长率 (YOY)		-4.75%	14.21%		4.93%	4.81%	5.50%	4.35%
销售数量 (千双)	280.02	561.69	534.76	288.36	800.00	1,200.00	1,850.00	2,900.00
增长率 (YOY)		100.59%	-4.79%		49.60%	50.00%	54.17%	56.76%
销售收入 (百万元)	51.02	97.48	106.00	60.00	166.40	261.60	425.50	696.00
增长率 (YOY)		91.06%	8.74%		56.98%	57.21%	62.65%	63.57%
毛利率	38.69%	35.08%	41.37%	49.72%	46.50%	47.00%	47.50%	48.00%
销售成本 (百万元)	31.28	63.28	62.15	30.17	89.02	138.65	223.39	361.92
增长率 (YOY)		102.31%	-1.80%		43.24%	55.74%	61.12%	62.01%
毛利 (百万元)	19.74	34.20	43.85	29.83	77.38	122.95	202.11	334.08
增长率 (YOY)		73.24%	28.24%	-31.97%	76.45%	58.90%	64.38%	65.29%
占总销售额比重	13.41%	16.07%	13.79%	14.07%	18.03%	22.07%	26.64%	32.43%
占主营业务利润比重	14.34%	13.39%	12.47%	14.49%	18.64%	23.12%	28.15%	34.44%
其它								
销售收入 (百万元)	8.36	68.15	174.35	135.93	255.00	360.00	500.00	650.00
增长率 (YOY)		715.67%	155.84%		46.26%	41.18%	38.89%	30.00%
毛利率	50.50%	39.78%	43.45%	42.04%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
销售成本 (百万元)	4.14	41.04	98.60	78.78	153.00	216.00	300.00	390.00
增长率 (YOY)		892.31%	140.25%		55.18%	41.18%	38.89%	30.00%
毛利 (百万元)	4.22	27.11	75.76	57.14	102.00	144.00	200.00	260.00
增长率 (YOY)		542.52%	179.44%	-24.57%	34.64%	41.18%	38.89%	30.00%
占总销售额比重	2.20%	11.24%	22.68%	31.88%	27.63%	30.38%	31.30%	30.29%
占主营业务利润比重	3.07%	10.61%	21.54%	27.75%	24.57%	27.08%	27.86%	26.80%
销售总收入 (百万元)	380.38	606.49	768.89	426.37	923.00	1185.10	1597.50	2146.00
销售总成本 (百万元)	242.75	351.07	417.13	220.44	507.87	653.30	879.55	1175.92
毛利 (百万元)	137.63	255.42	351.76	205.93	415.13	531.80	717.95	970.08
平均毛利率	36.18%	42.11%	45.75%	48.30%	44.98%	44.87%	44.94%	45.20%

来源：公司年报，国金证券研究所

风险提示

- 国内市场消费复苏力度达不到预期，可能使得业绩低于预期；
- 索菲娅品牌作为新生品牌，今年的销售非常火爆，但品牌的成功与否仍然需要时间来考验，未来该品牌有达不到我们预期的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	380	606	769	923	1,185	1,598	2,146
增长率		59.4%	26.8%	20.0%	28.4%	34.8%	34.3%
主营业务成本	-245	-353	-424	-508	-653	-880	-1,176
% 销售收入	64.5%	58.2%	55.1%	55.0%	55.1%	55.1%	54.8%
毛利	135	253	345	415	532	718	970
% 销售收入	35.5%	41.8%	44.9%	45.0%	44.9%	44.9%	45.2%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	-11
% 销售收入	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%
营业费用	-61	-116	-163	-208	-249	-320	-408
% 销售收入	16.2%	19.1%	21.2%	22.5%	21.0%	20.0%	19.0%
管理费用	-17	-28	-45	-55	-65	-88	-118
% 销售收入	4.6%	4.6%	5.9%	6.0%	5.5%	5.5%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	56	109	137	152	218	311	434
% 销售收入	14.7%	18.0%	17.8%	16.5%	18.4%	19.4%	20.2%
财务费用	-2	-3	-7	-6	5	6	5
% 销售收入	0.5%	0.6%	0.9%	0.7%	-0.4%	-0.4%	-0.2%
资产减值损失	-2	-4	-12	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	52	102	118	146	223	316	439
营业利润率	13.7%	16.8%	15.4%	15.8%	18.8%	19.8%	20.4%
营业外收支	0	-1	1	1	1	1	1
税前利润	52	101	119	147	224	317	440
利润率	13.7%	16.7%	15.5%	15.9%	18.9%	19.9%	20.5%
所得税	-4	-15	-16	-22	-56	-79	-110
所得税率	8.4%	15.2%	13.8%	15.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	48	86	103	125	168	238	330
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	48	86	103	125	168	238	330
净利率	12.5%	14.1%	13.4%	13.5%	14.2%	14.9%	15.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
净利润	48	86	103	125	168	238	330
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
非现金支出	4	8	14	4	5	6	7
非经营收益	2	4	8	7	2	2	1
营运资金变动	-71	-85	-136	-102	-83	-147	-134
经营活动现金净流	-18	13	-11	34	92	99	204
资本开支	-24	-16	-13	-7	-18	-9	-19
投资	0	0	0	-1	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-24	-16	-13	-8	-18	-9	-19
股权募资	26	60	0	589	-23	0	0
债权募资	11	23	74	-50	-56	1	2
其他	15	-34	-45	-7	-25	-24	-23
筹资活动现金净流	52	49	28	531	-104	-23	-21
现金净流量	11	45	5	557	-29	67	164

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
货币资金	45	120	142	699	670	737	901
应收款项	108	128	181	201	258	348	467
存货	75	176	304	390	483	602	741
其他流动资产	23	10	33	43	54	72	96
流动资产	251	435	660	1,332	1,466	1,760	2,206
% 总资产	92.4%	85.2%	89.2%	94.2%	93.8%	94.6%	95.2%
长期投资	0	0	0	1	0	0	0
固定资产	0	54	57	59	74	78	91
% 总资产	0.0%	10.6%	7.7%	4.2%	4.7%	4.2%	3.9%
无形资产	20	20	20	20	20	20	20
非流动资产	21	75	80	82	96	100	112
% 总资产	7.6%	14.8%	10.8%	5.8%	6.2%	5.4%	4.8%
资产总计	272	510	740	1,415	1,562	1,860	2,318
短期借款	30	20	107	56	0	0	0
应付款项	163	171	242	245	314	378	505
其他流动负债	19	29	27	58	68	84	112
流动负债	213	220	376	359	382	462	617
长期贷款	0	33	20	20	20	21	23
其他长期负债	0	0	0	0	0	0	0
负债	213	253	396	379	402	483	640
普通股股东权益	112	257	344	1,036	1,160	1,376	1,678
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	324	510	740	1,415	1,562	1,860	2,318

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
每股指标							
每股收益	0.222	0.399	0.479	0.581	0.781	1.108	1.534
每股净资产	2.084	1.608	2.151	4.819	5.394	6.401	7.805
每股经营现金净流	-0.347	0.077	-0.076	0.158	0.430	0.462	0.949
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.100	0.100	0.100	0.130
回报率							
净资产收益率	42.81%	33.32%	29.91%	12.05%	14.49%	17.30%	19.66%
总资产收益率	14.72%	16.81%	13.91%	8.82%	10.76%	12.80%	14.23%
投入资本收益率	36.21%	29.90%	25.09%	11.62%	13.84%	16.67%	19.11%
增长率							
主营业务收入增长率	N/A	59.44%	26.78%	20.04%	28.40%	34.80%	34.33%
EBIT增长率	N/A	95.60%	25.28%	10.99%	43.18%	42.64%	39.60%
净利润增长率	N/A	79.57%	20.09%	21.28%	34.58%	41.72%	38.54%
总资产增长率	N/A	57.25%	45.12%	91.23%	10.38%	19.07%	24.66%
资产管理能力							
应收账款周转天数	51.0	69.0	69.5	75.0	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	56.1	129.7	206.7	280.0	270.0	250.0	230.0
应付账款周转天数	38.6	40.5	23.9	25.0	25.0	25.0	25.0
固定资产周转天数	#DIV/0!	32.2	27.2	23.0	22.5	17.6	15.3
偿债能力							
净负债/股东权益	-13.64%	-26.15%	-4.53%	-60.14%	-56.04%	-52.02%	-52.32%
EBIT利息保障倍数	29.2	32.6	19.5	24.6	-41.3	-52.7	-82.5
资产负债率	65.60%	49.54%	53.47%	26.77%	25.74%	25.99%	27.60%

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	1	3	8
持有	0	0	0	0	7
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.00	2.37

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 2009-08-21	减持		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。