

经营拐点确立 未来盈利增速和质量双提升

研究结论

- 公司是国内知名的女鞋品牌零售商。公司实行单纯一直性的多品牌策略，所有品牌均突出“时尚”特色，又各有侧重，其中主品牌“ST&SAT”（星期六）连续三年位列行业第三，SAFIYA（索菲娅）和“FONDBERYL”（菲伯丽尔）品牌正进入快速增长阶段。公司采取类纵向一体化的经营模式，涵盖了女鞋产品的设计开发、生产直至零售等所有环节，而公司的核心环节在于其设计和零售。公司的直营店铺几乎渗透了一线城市的主要中高档商场，是为数不多具有全国性渠道资源占有能力的零售品牌之一。在国内宏观消费环境整体向好的大背景下，公司近年来伴随渠道的快速扩张，销售收入和盈利均呈现出快速增长势头，主营毛利率保持持续上升态势。
- 中国女皮鞋行业蓬勃发展，已有领先企业先发优势明显，未来潜力空间巨大。从 2003 年到 2008 年，女皮鞋销售量和销售额年平均增长分别为 15.54% 和 39.19%，远超过零售业的平均增速和鞋类产品的行业消费增速。我们预计未来国内女皮鞋行业仍将保持 15% 以上的销量增长，销售金额的增长将明显超过销量增长，中高档女皮鞋行业市场集中度将稳步提升，行业独有的竞争模式使得现有领先企业的先发优势十分明显，将充分分享到国内大消费增长和行业不断伴随百货业态创新和百货渠道下沉带来的巨大增长空间。
- 公司经营业绩拐点确立，未来盈利增速和质量将双双提升。我们认为由于前期门店调整、期间费用、存货处理和所得税率调整等众多因素累计在一起造成了公司 2010 年的业绩可能下降，但正因为此 2010 年将成为公司经营的低点和向上改变的拐点。随着多品牌策略的更加丰富鲜明、渠道扩张的持续快速增长和品牌推广的日益灵活高效，我们预计公司从 2011 年起将迎来盈利增速和质量的双双提升。目前困扰市场对公司判断的主要问题是高企的存货及由此引发的经营现金流不佳的问题。但从 2010 年特别是下半年开始公司已经对历史遗留存货进行了重点处理并对新销售周期内的存货发生进行了更严格的管控。我们预计 2011 年开始公司存货周转率将明显改善。随着存货周转率的提高，公司的经营活动现金流问题也将迎刃而解，公司的盈利质量也得到大幅的提升。
- 我们预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年盈利增速分别为-4%、57% 和 50%，对应目前股价公司 2011 年动态市盈率为 27 倍左右。考虑公司未来几年的盈利增速及长期的容量空间，我们首次给予公司“买入”的投资评级。综合考虑国内可比品牌公司的估值水平、公司未来几年的盈利增速及竞争对手百丽的 P/S 水平，我们给予公司 12 个月目标价格 25 元。
- 风险因素：国内宏观经济波动对消费的影响以及公司在存货周转率提高方面的实现进度低于预期。未来如果公司的存货管控指标（如本文第三部分所述）不能在全国范围内全面有效实施，公司的存货周转率和经营活动净现金将低于我们的预期，对公司的盈利质量和长期持续发展将造成不利影响。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

纺织服装行业首席分析师

8621-63325888 × 6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010014

糜韩杰

纺织、旅游行业助理分析师

8621-63325888 × 6119

mihanjie@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860110050019

投资评级 买入 增持 中性 减持（首次）

股价（2010 年 11 月 19 日） 17.18 元

目标价格 25.00 元

总股本/A 股（万股） 27950 / 9334

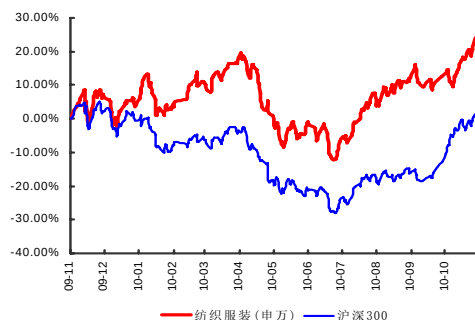
A 股市值（百万元） 1604

国家/地区 中国

行业 纺织服装

报告日期 2010 年 11 月 22 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	10.95	19.90	26.01
相对表现 (%)	-0.74	-2.87	25.91

资料来源：WIND

财务预测

（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	880	1114	1490	2000
同比(%)	14	27	34	34
净利润	114	110	172	259
同比(%)	11	-4	57	50
毛利率(%)	47.0	48.2	48.4	48.5
ROE(%)	8.3	7.5	10.5	13.6
每股收益(元)	0.53	0.40	0.63	0.95
P/E (倍)	32.45	42.68	27.15	18.08
P/B (倍)	2.70	3.18	2.85	2.46
EV/EBITDA	28	26	16	11

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

一、多品牌纵向一体化运营的知名女鞋零售商	4
1.1 单纯一致性的多品牌策略	4
1.2 类纵向一体化的经营模式	5
1.3 快速扩张的收入规模和不断提升的盈利能力	7
1.4 拥有丰富行业经验的高管团队	8
二、蓬勃发展的中国女皮鞋行业	9
2.1 需求方面：国内消费持续快速增长，潜在提升空间巨大	9
2.2 供应方面：行业集中度日益提高，领先企业先发优势明显	13
三、公司经营拐点显现 未来盈利增速和质量齐头并进	15
3.1 多品牌策略更加丰富鲜明	15
3.2 渠道扩张将持续快速高效	16
3.3 品牌推广日益灵活有效	17
3.4 明年起盈利增速和质量均将明显提升	18
四、盈利预测及估值	21
五、风险因素	22

图表目录

图 1 公司的生产运营流程.....	5
图 2 公司专卖店数量增长情况	6
图 3 截止 2010Q3 公司主要品牌渠道数量的大致构成.....	7
图 4 公司近年营业收入和净利润情况.....	8
图 5 公司近年毛利率情况.....	8
图 6 中国人均国内生产总值近年高速增长.....	9
图 7 中国城镇人均可支配收入和农村人均纯收入稳步提高.....	10
图 8 中国城镇化率水平不断提高	10
图 9 中国消费品零售市场规模不断扩大	11
图 10 中国鞋类产品消费额稳步增长	12
图 11 主要国家人均鞋类消费	12
图 12 2008 年国内女皮鞋市场前十大品牌销售额的市场份额情况.....	13
图 13 中国百货店门店数量.....	14
图 14 公司启用全智贤的品牌广告	17
图 15 公司 2010 年“贞德的呐喊”秋冬新品发布平面广告.....	18
图 16 公司近年来期间费用比率情况	19
图 17 公司近年来毛利率变动情况	19
图 18 公司 2010 年第三季度存货额止住了大幅上升的势头.....	21
表 1 公司各品牌定位.....	4
表 2 2000 年和 2006 年中国各类鞋类产品零售渠道销售比例调查	14
表 3 69 品牌概况	16
表 4 百丽上市后进行的一些列重大收购及其战略考虑.....	16

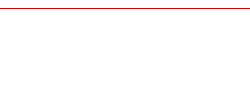
一、多品牌纵向一体化运营的知名女鞋零售商

1.1 单纯一致性的多品牌策略

公司是国内知名的女鞋制造及零售商，女皮鞋产品销售收入占营业收入的 95%左右。公司以自有品牌运营为核心，以市场为导向，以时尚为基础要素，自主研发、设计、营销推广、分销和零售鞋类产品。

公司的主要产品是“ST&SAT”（星期六）、“SAFIYA”（索菲娅）、“FONDBERYL”（菲伯尔）、“MOOFFY”、“RIZZO”、“Sixtynine69”等自有品牌的女皮鞋，同时代理 Baldinini 和 Killah 二个国际品牌的产品，近期刚刚签约意大利品牌 Stonefly 的代理业务。其中，公司的“ST&SAT”（星期六）品牌女皮鞋产品销售居于国内女皮鞋行业前列。根据中国行业企业信息发布中心（CIIIC）对全国 270 家大型百货商场品牌女皮鞋调查汇总结果，“ST&SAT”（星期六）品牌产品 2006-2008 年连续三年市场占有率（以销售额计算）排名第三，仅次于百丽和达芙妮。

表 1 公司各品牌定位

品牌	标识	品牌风格	主要消费群	一般价位
ST&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
MOOFFY		尊贵时尚	25~40 岁时尚成功女性	1000~2000 元
RIZZO		休闲舒适年轻时尚	18~35 年轻时尚女性	400~600 元
Killah		前卫个性性感时尚	18~35 岁前卫时尚女性	700~900 元
69SIXTYNINE		激情动感时尚精致	18~28 的年轻女孩	100~200 元
Baldinini		奢侈时尚	25~40 岁成功富裕时尚女性	3000~5000 元

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

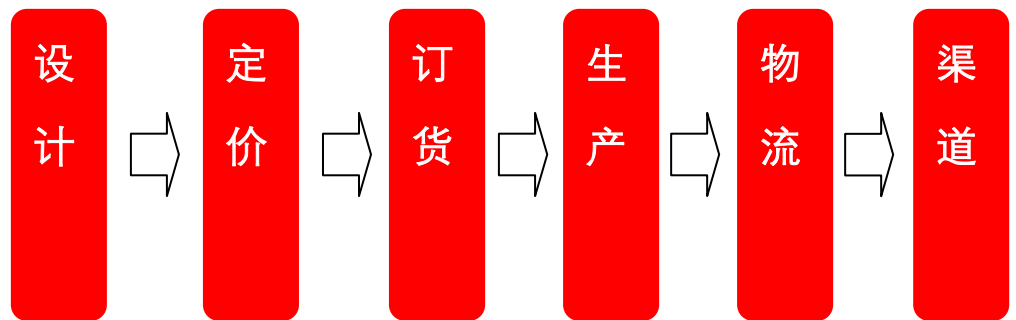
多品牌策略既符合女性群体对女鞋品牌忠诚度较低的消费心理,同时也为公司覆盖更广泛的人群和最大限度地扩大销售规模奠定了基础。另外多个品牌的“组合拳”也有利于增强公司对百货渠道的议价能力以获得更多的优惠和支持。

由于国内女鞋巨头百丽已经在多年前凭借其多品牌策略和强大的供应链奠定了国内第一的位置(产品几乎覆盖了从时尚到保守的全部需求层次),公司作为后起之秀在开拓市场之初就确定了与百丽差异化的策略,同样是多品牌,与百丽内部各品牌充分差异化不同,公司集中优势资源,提出“单纯一致性”的多品牌策略,即所有品牌均围绕和突出“时尚”这一核心特色,但同时又各具特色,各有侧重,覆盖不同人群在不同场合的需要。“单纯一致性”品牌策略的益处在于各品牌之间能够充分联动,互相促进,同时在市场上又能树立公司更鲜明的品牌形象。未来3—5年公司重点拓展的核心品牌是“ST&SAT”(星期六)、“SAFIYA”(索菲娅)和“FONDBERYL”(菲伯丽尔),同时69SIXTYNINE品牌是重点培育的品牌。从目前看,公司“ST&SAT”(星期六)已经基本稳固其女鞋行业前五的位置,同时在它的带领下,公司“SAFIYA”(索菲娅)和“FONDBERYL”(菲伯丽尔)品牌也正进入快速增长阶段。

1.2 类纵向一体化的经营模式

公司采取的是类纵向一体化的经营模式,涵盖了产品的设计开发、生产直至零售等所有环节,而公司的核心环节在于其设计和零售。

图 1 公司的生产运营流程



资料来源:公司招股说明书,东方证券研究所

公司目前拥有 85 人的设计和研发团队,他们结合国内市场需求的情况,完成各品牌主题产品的原创,年均完成 9000 个以上的新款设计和成型。同时为了保证产品能够贴近市场,公司设计师、市场人员和营销人员组成“三位一体”团队,利用直接控制、管理终端销售网络的优势更快速获取时尚潮流信息并及时响应市场需求。除了自己的研发团队,公司还通过与意大利意德玛国际时尚设计有限公司合作,利用时尚专业预测机构、时尚展示会以及相关媒体时尚信息,准确地掌握女鞋的世界流行趋势,启发创作灵感,紧跟世界流行趋势潮流。

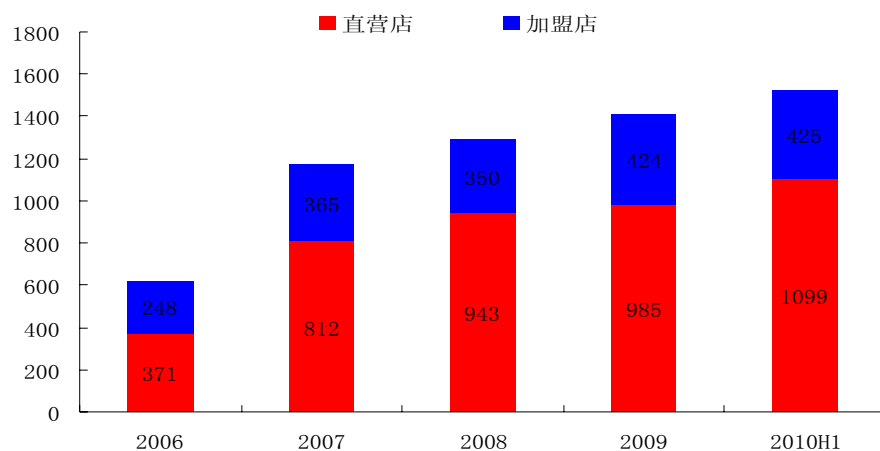
公司每一款产品的零售定价是根据品牌定位、毛利率和销量、市场竞争态势等因素综合考虑制定的。各区域营销中心在销售过程中，可以根据市场竞争、节假日、季节变化等状况，适当调整销售价格。

公司目前主要通过集中采购原料、外购半成品与自产成型相结合的生产模式进行生产，其中外包比重在 30%以上。与百丽完全纵向一体化的生产模式不同，公司有不少半成品环节是委托外部加工的（诸如鞋跟制作、皮革深加工等），公司主抓的是前道原料质量和后道成型，而百丽几乎可以囊括生产的所有环节。公司这样的生产模式相对百丽在产品后期的补货反应速度上会有所欠缺，但从另一方面而言，公司通过将部分低附加值的制造环节转移出去可以降低其重资产的比重，同时可以降低其人力成本压力，从长期角度而言，孰优孰劣还有待考量。我们认为国内丰富的制鞋生产能力（特别是公司所在的佛山地区本身就是国内皮鞋生产的重要基地之一）从理论上而言能够充分满足公司的外包要求，**公司未来提高其供应链效率的关键之一在于整合好其上游供应商的资源，同时严格管控外包产品的质量，进一步提高其采购集中度以降低生产成本同时提高市场反馈供货速度**（目前公司前五大供货商只占其总采购量的 35%左右，低于百丽和达芙妮 50%以上的水平，因此成本议价能力也比百丽和达芙妮低）。而根据我们的了解，**以上策略已经在公司的战略考虑和逐步实施之中，通过整合上游供应商，我们预计公司未来还有 10%—15%的成本下降空间。**

公司产品的销售目前以订货会为主要形式，每年一般开两次大订货会和两次小订货会。每年 10 月和 5 月左右分别开春夏和秋冬的大订货会，过完春节和 11 月左右自分别开两次小订货会。小订货会相当于补货，大、小订货会占销售收入的比重目前分别在 70%和 30%左右。需要特别指出的是，由于公司以直营为主（占 80%以上），因此公司的订货会与服装、家纺行业不一样，更多地是反映了各地营销分公司对未来的预期，真正落实还是要看当时终端的实际销售。订货会期间，各区域营销中心、各分销商根据需要下达订货需求量，之后生产部门按各区域营销中心和分销商的订单安排生产。

公司产品的销售渠道是其自营店和分销店（合计占销售总额的 95%左右），其中自营店又分为百货商场店中店和独立店。截止 2010 年第三季度，公司拥有直营店 1100 家左右（绝大部分为百货商场店中店），分销店 500 家左右，其中 2010 年前三季度新开店 296 家，关店 86 家左右。

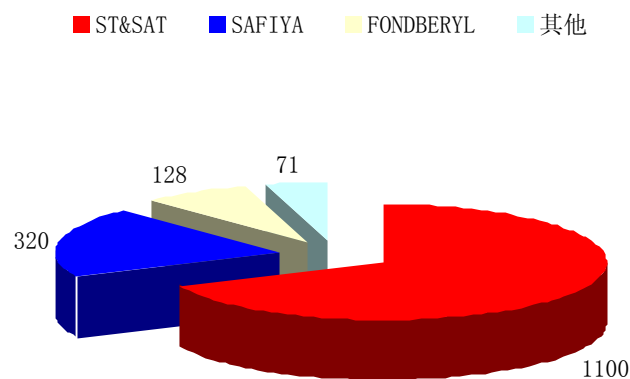
图 2 公司专卖店数量增长情况



资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

目前公司直营占销售收入的比重在 80%以上。公司的直营店铺几乎渗透了一线城市的主要中高档商场，其主品牌“ST&SAT”（星期六）更是占据了不少核心商场的核心位置，随着一线城市新商圈的兴起公司品牌还在逐步延展，另外公司在二/三线城市的布局正在积极推进，未来市场空间巨大。对女鞋品牌而言，对全国渠道资源的占领就是其重要的竞争力，目前公司品牌在全国零售渠道方面的地位已经初步确立。

图 3 截止 2010Q3 公司主要品牌渠道数量的大致构成



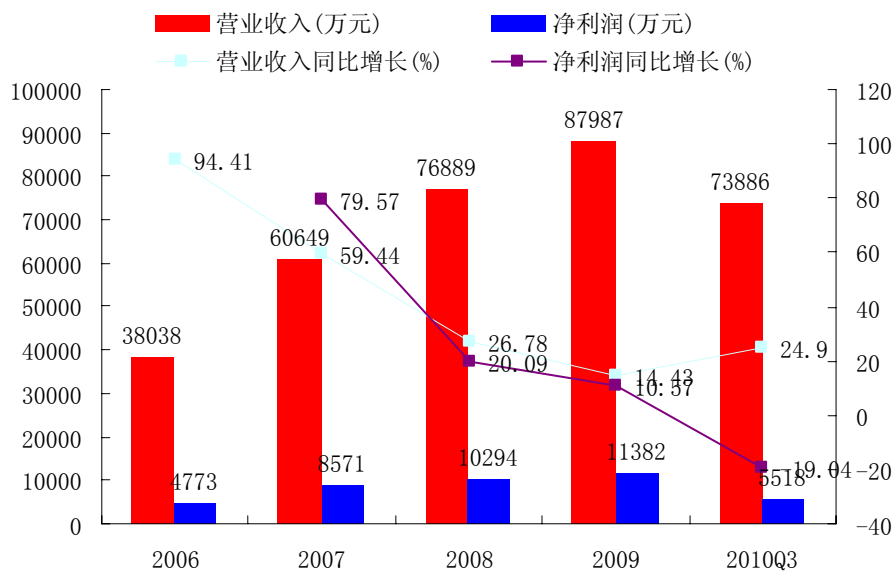
资料来源：东方证券研究所整理

1.3 快速扩张的收入规模和不断提升的盈利能力

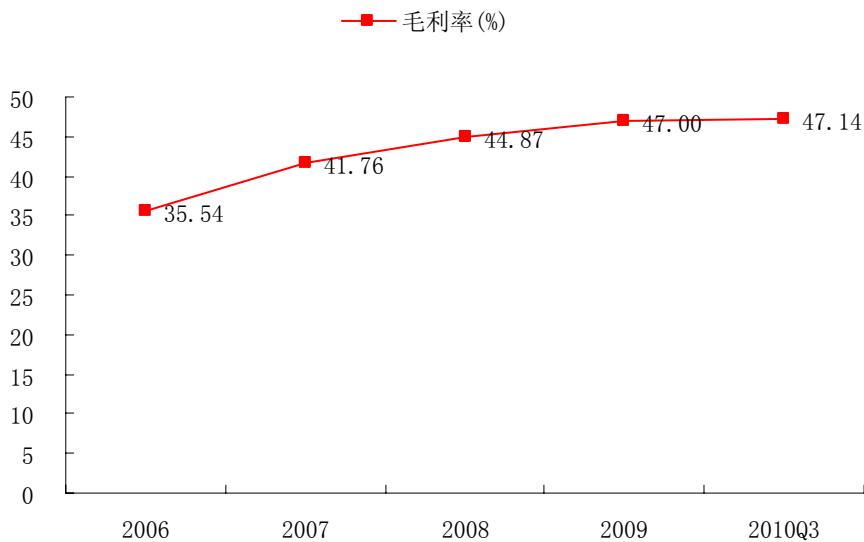
在国内宏观消费环境整体向好的大背景下，公司近年来伴随渠道的快速扩张，销售收入和盈利均呈现出快速增长势头。2006 年、2007 年、2008 年和 2009 年公司营业收入的同比增长率分别为 94.41%、59.44%、26.78%和 14.43%，盈利的同比增速分别为 1107%、79.57%、20.10%和 10.57%。2009 年公司营业收入和盈利增速相对放缓的主要原因是 2009 年国内消费品市场整体相对低迷，公司主动放缓了店铺的拓展速度。而从 2010 年开始，随着经济大环境和渠道扩张步伐的逐步恢复，公司营业收入增幅重新恢复上升，前三季度公司营业收入同比增长 24.90%。

2006 年、2007 年、2008 年、2009 年及 2010 年前三季度，公司综合毛利率分别为 35.54%、41.76%、44.87%、47%和 47.14%。公司 2006-2010 年综合毛利率不断上升主要来源于行业景气度向好、公司品牌影响力提升和产品结构调整带来的产品单价上升。

综合考虑公司对存货处理压力的日益减轻、除主品牌以外的两大品牌“SAFIYA”（索菲娅）和“FONDBERYL”（菲伯丽尔）品牌日益成熟以及对上游供应商的整合力度加强以及大通涨背景下的原料上涨，我们预计未来公司未来综合毛利率水平将保持基稳定上升的态势。

图 4 公司近年营业收入和净利润情况


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 5 公司近年毛利率情况


资料来源：公司财报，东方证券研究所

1.4 拥有丰富行业经验的高管团队

公司董事长张泽民先生持有星期六控股 86.7006% 股权，为星期六控股第一大股东，本公司其他 15 名管理人员合计持有星期六控股 13.2994% 股权。公司高级管理人员间接持有公司股份，激励

了公司经营管理团队努力提升经营业绩，在一定程度上统一了股东和经营管理团队的利益，为公司的持续发展提供了保障。公司董事长张泽民及其他高级管理人员从事女鞋行业经营达十年以上，具有丰富的市场营销和拓展经验，管理层对于中国女皮鞋市场的深刻认识和对竞争对手百丽的了解，既保证了公司业务快速平稳的增长也有利于公司在竞争中的灵活应对和不断提升。

二、蓬勃发展的中国女皮鞋行业

2.1 需求方面：国内消费持续快速增长，潜在提升空间巨大

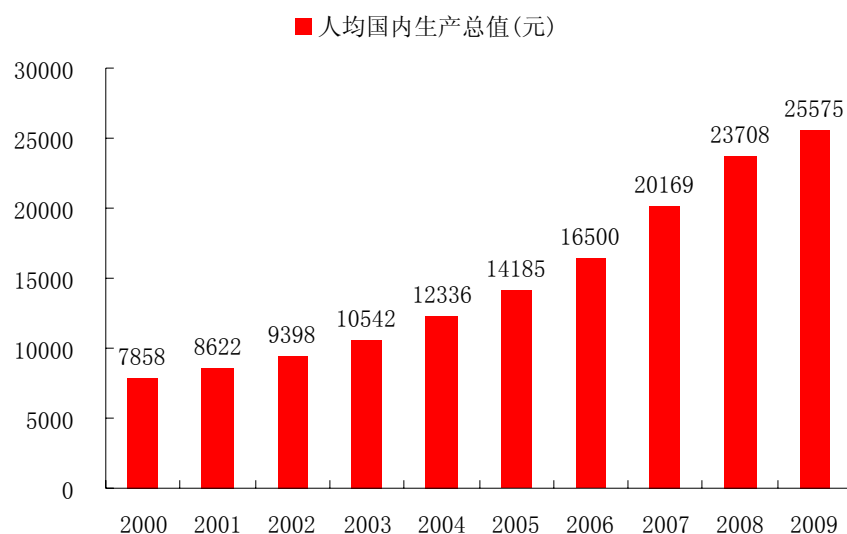
1) 中国经济持续增长推动国内消费需求不断增加

中国经济高速增长，人均国内生产总值从 2000 年的 7857.68 元增长至 2009 年的 25575.48 元，年复合增长率为 14.01%，随着经济的发展，中国家庭的收入水平也随着提高，2000 年至 2009 年中国城市家庭人均可支配收入从 6279.98 元，增长至 17174.65 元，年复合增长率为 11.83%，中国农村人均纯收入从 2000 年的 2253.42 元，增长至 2009 年的 5153.17 元，复合年增长率为 9.63%。

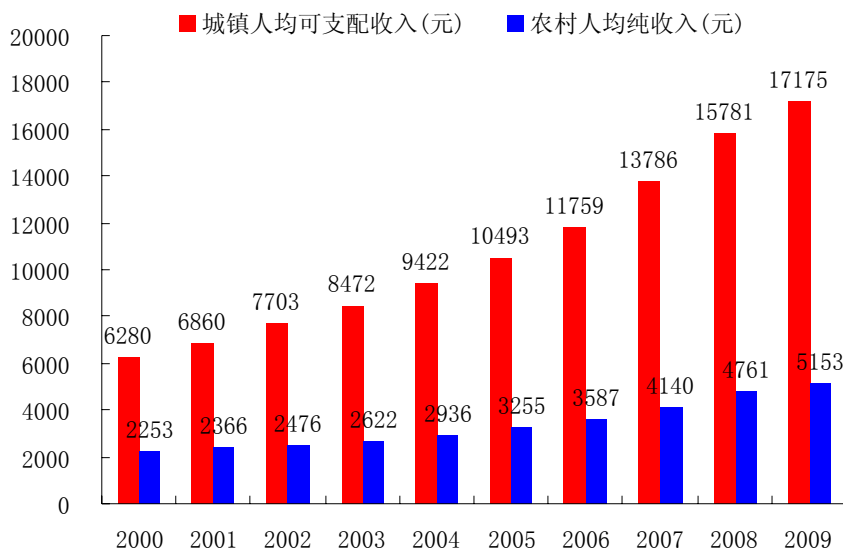
随着经济的发展，中国城镇化进程加快，城市人口从 1996 年 3.73 亿（占总人口的 30.5%）增加到 2007 年 5.94 亿（占总人口的 44.9%），中国城镇化水平的不断提高，伴随的是城市的消费市场不断扩大。同时国家三农政策的落实，使得近年来农村人口的生活质量得到明显改善，农村人口的消费能力得到大大增强。

2010 年 10 月国家“十二五”规划提出将着力于改善民生，提高居民收入比重和城市化水平，以期达到拉动内需，扩大消费的目的。另外，根据测算，我国 1980 年以后出生的人口约为 4.2 亿，占总人口的 31.4%，随着“80 后”和“90 后”两大消费群体逐步成为“十二五”期间的主流消费人群，其相对 60/70 年代出生人群更强的消费意愿将进一步拉动国内消费市场需求的快速增长。

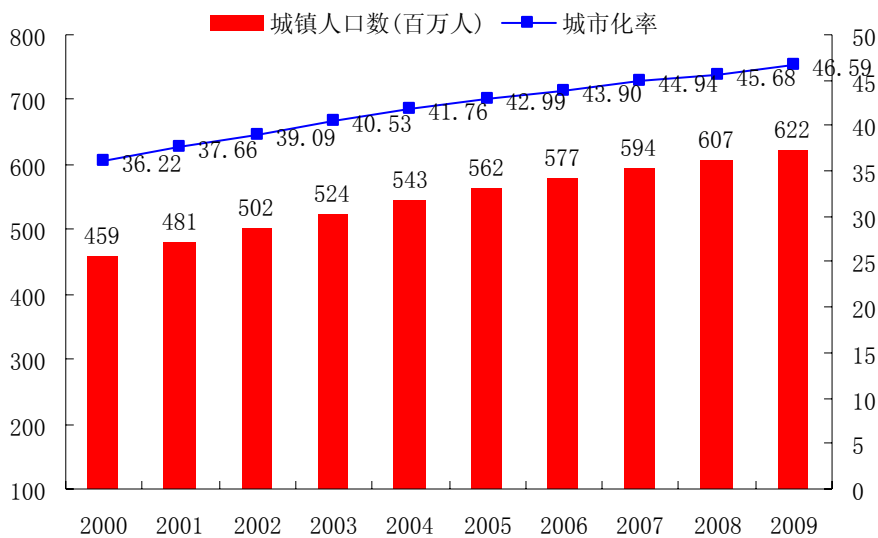
图 6 中国人均国内生产总值近年高速增长



资料来源：国家统计局，东方证券研究所整理

图 7 中国城镇人均可支配收入和农村人均纯收入稳步提高


资料来源：国家统计局，东方证券研究所整理

图 8 中国城镇化率水平不断提高


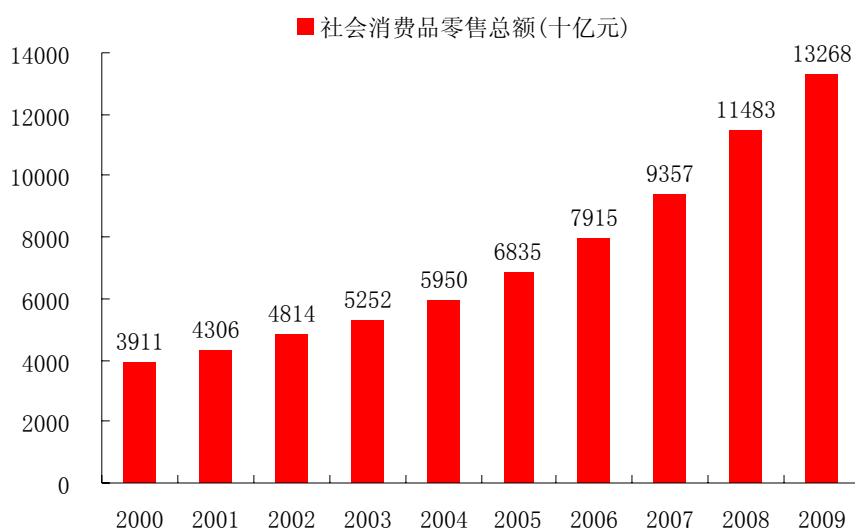
资料来源：国家统计局，东方证券研究所整理

我们认为中国经济的持续增长、城镇化的日益推进、人均可支配收入的不断提升和消费观念的改变、国家经济增长方式的改变（以消费为主导）等都将推动中国未来的消费市场将不断扩大。

2) 中国零售业保持稳步增长

随着中国经济持续快速发展，人民收入水平持续提高，消费能力也不断增强，消费品零售市场规模不断扩大。根据中国国家统计局统计数据显示，2000年至2009年中国消费品零售总额由39105.70亿元增长到132678.40亿元，复合年均增长率为14.54%。根据国务院发展研究中心市场经济研究所的预测，到2020年中国社会消费品零售总额将达到23万亿，比2010年翻一番，折合年均增长至少要达到8%以上。由于像公司这样定位于中高档的女鞋品牌基本以百货商场为其主要的销售渠道，因此国内零售业本身稳步增长的大环境为女鞋市场的发展奠定了良好的大环境。

图9 中国消费品零售市场规模不断扩大

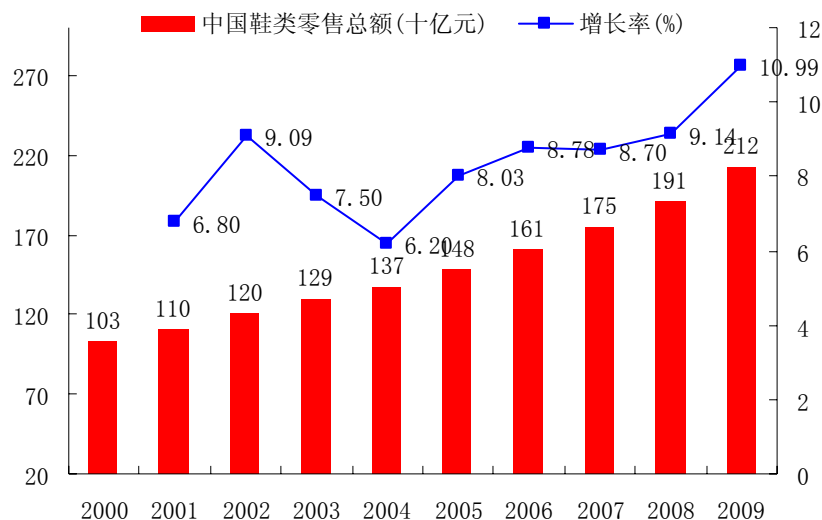


资料来源：国家统计局，东方证券研究所整理

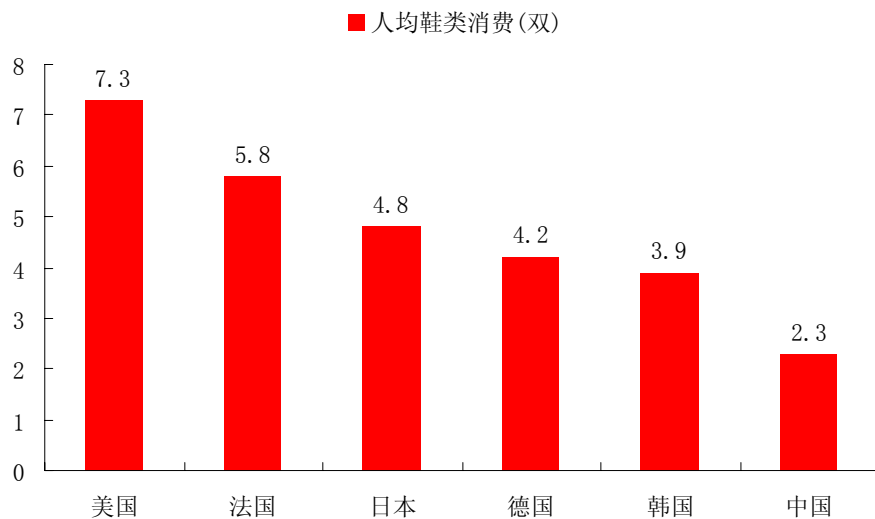
3) 中国鞋类产品消费市场潜在空间巨大

根据 SATRA Technology Centre 分析资料，2000年至2006年中国城市家庭用于服装和鞋类产品上的人均消费由500元增长到880元，复合年增长率为9.8%，与同期国内生产总值增长速度大体一致。其中中国鞋类产品消费额稳步增长，复合年增长率约8.4%，与同期国内生产总值增长基本一致。预计未来几年，中国鞋类产品消费额将基本保持8.5%左右的平均增长率持续增长。

同时，从绝对量来看，中国目前鞋类产品年人均年消费不到1.7双，而美国、法国、日本、德国、南韩等发达国家分别为7.3、5.8、4.8、4.2、3.9双，中国人均鞋类消费水平与这些国家比较尚存在较大市场空间，后续随着国内经济的持续快速增长、消费能力的不断提升以及消费观念的更新变化（不同的鞋满足不同场合的需要），中国鞋类产品消费市场未来潜在提升空间巨大。

图 10 中国鞋类产品消费额稳步增长


资料来源：Euromonitor，东方证券研究所整理

图 11 主要国家人均鞋类消费


资料来源：SATRA Technology Centre，东方证券研究所整理

4) 中国女皮鞋市场消费呈现远超行业的快速发展势头

近几年中国女皮鞋市场呈现持续快速发展势头。由于女鞋消费时尚性、个性化的特点，总体来看女皮鞋消费量要大于男皮鞋消费量。据中国皮革协会估计，在国内市场上，每销售 10 双鞋中女鞋占 6 双，男鞋占 3 双，童鞋占 1 双。据 CIIC 对全国 270 家百货商场品牌女皮鞋销售情况的调查显示，

从 2003 年到 2008 年，女皮鞋销售量和销售额年平均增长分别为 15.54%、39.19%，远超过零售业的平均增速和鞋类产品的行业消费增速。

随着女性经济能力的进一步提升以及对美和生活品质的更高追求，我们预计未来国内女鞋市场的需求量预计仍将保持较快增长，同时由于单价的提升，消费金额预计仍将明显超过消费数量的增长。

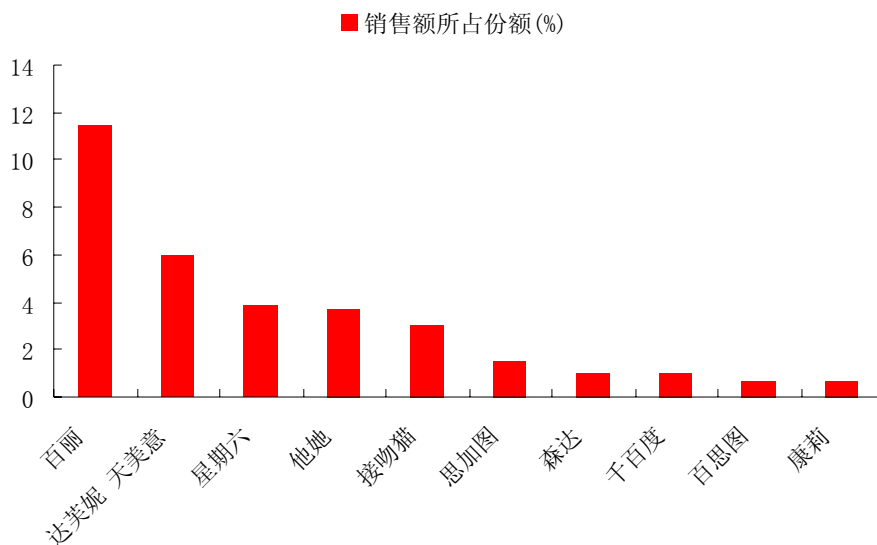
2.2 供应方面：行业集中度日益提高，领先企业先发优势明显

1) 行业集中度日益提高

根据 CIIC 数据显示，2000 年至 2008 年女皮鞋市场前十大品牌分别按销售量和销售额计算的市场份额分别由 30%、35.3% 增加到 42.15%、38.44%，充分说明女皮鞋市场已出现集中化趋势。

拥有自主品牌的大型鞋企，充分利用网络优势和品牌优势，实现快速发展。网络优势主要体现在销售渠道短和营销网点多。销售渠道短，增加了鞋企对渠道及终端的控制力；营销网点多，则增加了产品的销售量和知名度。品牌优势主要是建立在随着消费能力的提高，消费者时尚意识和消费水平提高的情况下，消费者对中高档需求所占份额逐渐增大，对时尚的追求，对产品的款式、质量和知名度要求提高，品牌女皮鞋需求呈显著上升。

图 12 2008 年国内女皮鞋市场前十大品牌销售额的市场份额情况



资料来源：CIIC，东方证券研究所整理

2) 中高档女鞋品牌领域进入壁垒更高 领先企业先发优势明显

鞋业零售渠道最常见的就是百货商场专柜、专卖店、批发市场、超市等形式，由于百货商场把握着中高档商品主导权，因此百货商场专柜成为中高档鞋企最主要的零售渠道。近年来，中国零售百货业的市场规模持续扩大，数量持续增长。根据国家统计局统计数据显示，截止 2007 年 12 月 31 日，中国连锁百货店数目为 6064 家。个性化和品牌化的百货店适应了消费者新的消费趋势，百货

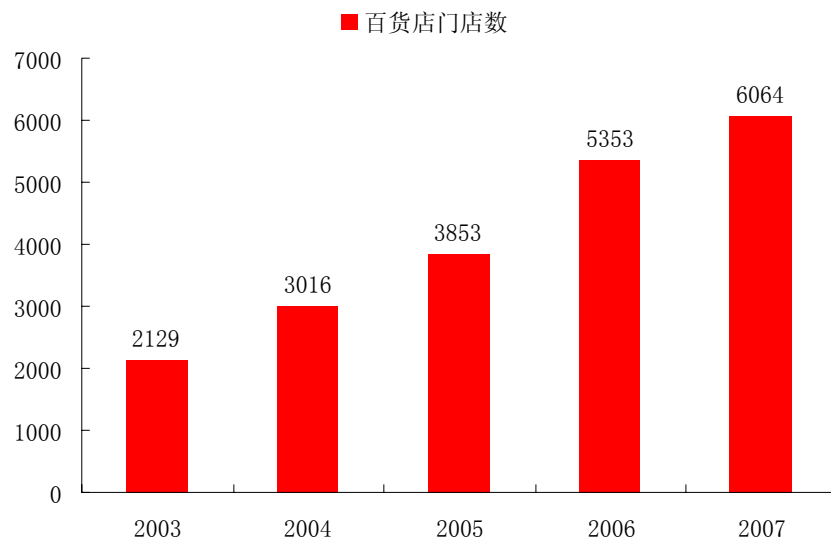
店经营定位以知名品牌为主，为优势品牌的鞋类企业创造了良好的市场环境。反过来，**对现有优势商场资源的瓜分和抢占也中高档女鞋品牌领域树立了更高的进入壁垒**，与服装和家纺企业不同，中高档女鞋领域基本都是全国性的品牌，大多从一线城市商场开始逐步再向二/三线城市渗透，这样的发展模式使得后来者的进入壁垒很高，**相对于已经处于行业第一梯队的企业而言，其受到的竞争威胁比服装和家纺龙头企业要小很多，也就是现有的领先企业先发优势十分明显**。他们要做的就是伴随连锁百货商场的渠道扩张和下沉选择适合自身定位的渠道渗透策略，同时积极跟上百货业态的创新和新百货品牌出现的步伐。从某种程度而言，以前十名为主的中高档女鞋品牌的竞争格局已经基本形成，未来主要看他们之间的竞争和市场份额的变化。

表 2 2000 年和 2006 年中国各类鞋类产品零售渠道销售比例调查

分销渠道	2000 年	2006 年
百货商场（含大型超市、大型卖场、综合市场）	49.30%	50.50%
专卖店（含独立店）	28.90%	29.80%
杂货店（含小型超市）	17.80%	15.40%
其他	4.00%	4.30%
合计	100.00%	100.00%

资料来源：SATRA Technology Centre，东方证券研究所整理

图 13 中国百货店门店数量



资料来源：国家统计局，东方证券研究所整理

3)国外中高档女鞋品牌涌入中国市场为现有领先品牌带来新的业务增长

随着中国经济的持续增长、城镇化的日益推进，居民消费理念的日益提升再加上庞大的人口基数，中国已经成为全球最具增长潜力的消费市场，越来越多的国际品牌涌入中国市场，其中也包括不少

中高档的鞋类品牌。由于以百货商场为主的发展模式、以及不同民族的消费偏好、鞋型等差异，绝大部分的国外中高档女鞋品牌目前进入中国市场的主要模式是选择国内已有的知名品牌为其做代理，因此也为公司这样的现有领先品牌带来新的业务增长，同时也提供了较好的学习和提升机会。

综上，通过对女鞋行业供需层面的分析，我们认为未来国内女皮鞋行业仍将保持 15%以上的销量增长，销售金额的增长将明显超过销量增长，中高档女皮鞋行业市场集中度将稳步提升，现有领先企业的先发优势十分明显，将充分分享到国内大消费增长和行业不断伴随百货业态创新和百货渠道下沉带来的巨大增长空间。

三、公司经营拐点显现 未来盈利增速和质量齐头并进

上文是对公司经营概况于女鞋行业整体发展趋势的分析，通过本次调研，我们对公司的看法如下：公司未来多品牌策略将进更加丰富鲜明，渠道外延式扩张的速度将持续快速高效，同时品牌推广的运营效率将进一步提升，现有困扰公司的存货和经营现金流问题将得到明显改善，2010 年将成为公司经营的拐点，2011 年开始公司将迎来盈利增速和质量双双提升的快速增长期。

3.1 多品牌策略更加丰富鲜明

首先，公司各品牌定位和发展策略将更加清晰，在强调统一的“时尚”特色之外，将根据不同品牌的风格和发展阶段确立不同的发展策略。目前看，主品牌星期六对时尚的表现更为张扬些，更适合社交场合等穿着，在产品设计上更偏爱高跟为主，在渠道选择上对商场专柜的位置要求较高。未来星期六品牌的定位是不断丰富产品线，适度淡化其对高跟的偏爱，通过渠道下沉将其发展成一个更具市场覆盖面的品牌。而菲泊丽尔从品牌风格上对时尚的表现更低调些，更适合办公、会议等正式场合，未来在品牌拓展上更多地是作为一个渠道品牌，争取更快地扩大销售规模，它与星期六主品牌的关系类似于“他她”与“百丽”的关系。而索非娅定位于休闲时尚，相当于百丽的天美意，MOOFFY 则相当于百丽的思加图。

其次，重点培育定位中低档的 69 品牌，并将其作为深入中低端女鞋市场及未来快速提升市场份额的一个重要布局。与目前公司所有品牌定位于中高端不同，69 品牌定位于中低端市场，相对于中高端市场竞争对手较多的竞争态势，目前国内中低端女鞋市场的竞争环境较为宽松，具有一定品牌和时尚度的女鞋品牌也就是达芙妮了，而考虑到中国广大的三/四/五线城市消费能力的不断提升，这一领域的女鞋消费容量和增长潜力应该是十分可观的。正是基于此，公司推出了 69 品牌。关于 69 品牌的定位、目标群体、未来经营模式、渠道定位等具体见下表 3。需要指出的，69 品牌在渠道和价格方面可能与达芙妮十分接近，但年龄层可能更集中于刚离开学校投入社会工作的年轻女性，在风格上更时尚和活泼。

目前公司 69 品牌全国店铺不到 100 家，三年之内的规划是达到 300 家，考虑到品牌推出的前几年，产品系列定位需要不断清晰，渠道网络和相关市场管理人员需要配备，供应链需要搭建和完善，因此短期内将难以对公司产生明显的业绩贡献盈利，但是考虑到中低端市场广阔的市场容量和相对更宽松的竞争格局，未来如果 69 品牌能够成功打开市场，它将成为公司迅速扩大规模 and 市场份额的重要动力之一。

表 3 69 品牌概况

标识	
目标消费群	18—28 岁的女性消费群体
品牌风格	激情、动感、时尚、精致，表达对学生时代不羁时光的怀念与颠覆以及对新的价值观和人生新美学的把握
品牌定位	中低端
价格	100—200 之间，品牌开拓初期实际销售价格略低于达芙妮
经营模式	直营和加盟并行，未来考虑加盟为主
渠道	二/三/四线城市的街边店、超市和社区百货为主
未来规划	3 年内店铺数量达到 300 家
主要竞争对手	达芙妮
品牌创建优势	1、星期六品牌的成功运营经验 2、公司位列国内女皮鞋企业前三甲，实力较强
品牌创建劣势	1、产品定位、供应链搭建和渠道建设需要较长时间完善 2、街边店运营缺乏相关经验 3、69 品牌定位和公司原有品牌定位差别较大

资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

最后，在现有自有品牌为主的多品牌策略下，公司未来还将积极开拓国际品牌的代理和合作业务，通过合作学习国外成功品牌的设计、运营、管理等经验，同时推动公司销售规模的外延式增长。考虑到公司的同行百丽国际在 2007 年上市后进行了一系列成功的收购，特别是 2007 年开始一系列品牌收购带来的示范效应，我们不排除公司未来在发展过程中有收购国内外鞋类品牌的可能性。

表 4 百丽上市后进行的一些列重大收购及其战略考虑

时间	收购对象	收购金额	战略考虑
2007 年 10 月 29 日	妙丽	6 亿港元	完善中高档时尚女鞋的品牌组合，以差异化的产品对公司原有中高档品牌进行有益的补充
2007 年 11 月 11 日	森达	16 亿元	增加中档鞋类市场中略低档次细分市场的覆盖，该细分市场容量很大，拓展空间十分广阔
2010 年 2 月 28 日	美丽宝	16.72 亿港元	一方面是拥有中高档品牌真美诗，将其纳入垂直供应链管理模式的，另一方面是取得对于高档国际休闲鞋品牌及户外鞋品牌的覆盖

资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

3.2 渠道扩张将持续快速高效

根据不同品牌的现状和未来规划，公司未来渠道拓展的路径将进一步明确，未来三大主力品牌的渠道扩张将保持持续快速增长。

公司主品牌星期六未来的渠道扩张是稳固和加密一线城市，同时积极向二三线城市渠道下沉，争取成为一个全覆盖的品牌。随着中国经济发展进程不断深化展开，以百货为代表的零售渠道必将进一步加速向中小城市开拓，这将为在一线城市基本布满的主品牌星期六提供更多的机会和空间。据悉，公司今年以来在全国特别是华东地区的二三线城市渠道下沉成效明显，不少新店销售情况好于公司预期。目前星期六品牌有 1100 家左右的店铺，我们预计短期的容量至少在 1500 家左右。

菲泊丽尔和索非娅品牌目前店铺数量分别仅为 128 家和 320 家左右，在一线城市还有大量空白点。未来新店扩张将在一/二/三线城市同时进行，考虑到近年来商场为了抑制百丽的过度强势，也在有意识地扶持有一定规模的竞争品牌，因此对公司未来渠道的发展较为有利，我们预计这两个品牌未来的市场容量分别能达到 1500 家以上，特别是目前已步入快速增长的索非娅品牌的市场空间可能更大。我们预计从 2011 年开始公司每年新开店在 400 家左右，分品牌看，星期六品牌渠道将实现稳定增长，渠道外延式扩张速度在 10%——15% 之间，而菲泊丽尔和索非娅品牌的渠道扩张速度至少在 30% 以上，索非娅品牌可能更快些。

除了未来渠道扩张节奏的持续快速增长外，我们认为公司扁平化的渠道管理体系的效率提升也值得期待。2009 年公司已经完成全国 12 个区域营销中心的组建，各区域营销中心主要负责执行区域销售计划，指导监督管理区域内连锁店铺的销售和市场开拓，并负责主管区域内的品牌推广和市场调研，制定各自区域的市场营销方案，负责保障区域内各项工作的顺利进行。扁平化的营销管理体系既提高了公司总部的控制力，又能给予各区域营销中心充分的自由度和灵活性，对于提高公司渠道的运营效率具有积极而深远的影响。

3.3 品牌推广日益灵活有效

2010 年 6 月 30 日公司宣布由全智贤担任 ST&SAT 星期六品牌的形象代言人，这是星期六品牌成立十多年来首次启用品牌代言人，同时与一般意义的产品代言不同，这次代言采用了以网络为发端的全方位新媒体传播模式，除了全智贤代言的广告外，其代言的发布会视频采访、新的代言人产品美图等等，在各大论坛、博客、微博或者是网络媒体上都可以看到，增加了星期六品牌在消费者人群中的曝光率，根据我们的了解，明星代言后对于公司在中小城市的销售拉动十分明显。

图 14 公司启用全智贤的品牌广告



资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

同时从 9 月份开始公司又在全国各大城市展开 ST&SAT(星期六)“贞德的呐喊” 2010 秋冬新品发布暨全国巡演活动,内容包括模特走秀、观众互动和促销等丰富多彩的内容,极大地带动了公司产品在各地的销售和品牌知名度。尽管巡演会带来新的费用支出,但根据我们的了解公司品牌巡演的投入产出是十分正面的。据悉一般一场巡演的费用在 15 万元左右,场次越多,单次费用则越低。而 3—5 天的巡演活动一般可直接为单店增加 40—50 万元的销售收入,单场单日销售额最高的可达 20 万元,而巡演过后对销售的后期影响还将有一个持续发挥的过程,因此总体而言产出效益明显高于投入费用。

图 15 公司 2010 年“贞德的呐喊”秋冬新品发布平面广告



资料来源: 公司网站, 东方证券研究所整理

明星代言和全国巡演是公司对于品牌推广的多元化尝试,我们认为这一方面有助于提高公司品牌知名度,另一方面又能够充分带动公司专卖店的客流量,提高新品的推广力度和老品存货的消化力度,其对公司销售业绩的带动具有直接和深远的影响。未来不排除公司在品牌推广方面推陈出新更为灵活高效的方式。

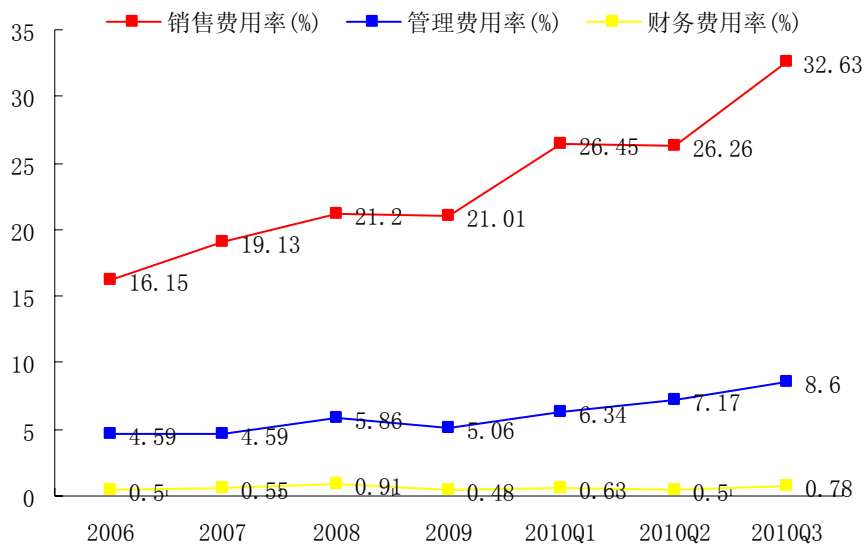
3.4 明年起盈利增速和质量均将明显提升

从本报告第一部分对公司经营业绩的分析中,我们可以发现近年来公司经营业绩基本保持了较快增长,2008 和 2009 年业绩增速有所放缓主要是受宏观经济等影响渠道扩张速度低于预期。而 2010 年前三季度在收入同比增长 25%的情况下,公司盈利同比下降 19%左右,有其特殊的原因。我们认为公司 2010 年业绩不如人意的主要原因是上年新开店一般导致收入增长一般,同时当年大规模新开店和品牌推广加大导致期间费用率大幅上升,而对历史存货的处理对部分季度毛利率产生波动,另外从 2010 年开始公司所得税率由原先的 12.5%提升到 25%也是一个重要原因。

由于门店调整等原因 2009 年公司净增加店铺 116 家,因而销售收入的增长相对较为一般,而 2010 年公司净增加店铺预计在 220—250 家左右,由于公司以直营为主,当年店铺的大幅净增加和品牌推广力度的大幅提高(全年广告支出在 4000 万元左右)导致以营业费用为主的期间费用比率大幅上升,而对历史存货的处理和促销频度的加大也导致公司作为淡季的第三季度毛利率受到一定影响,另外所得税率的提升也是一个重要原因。

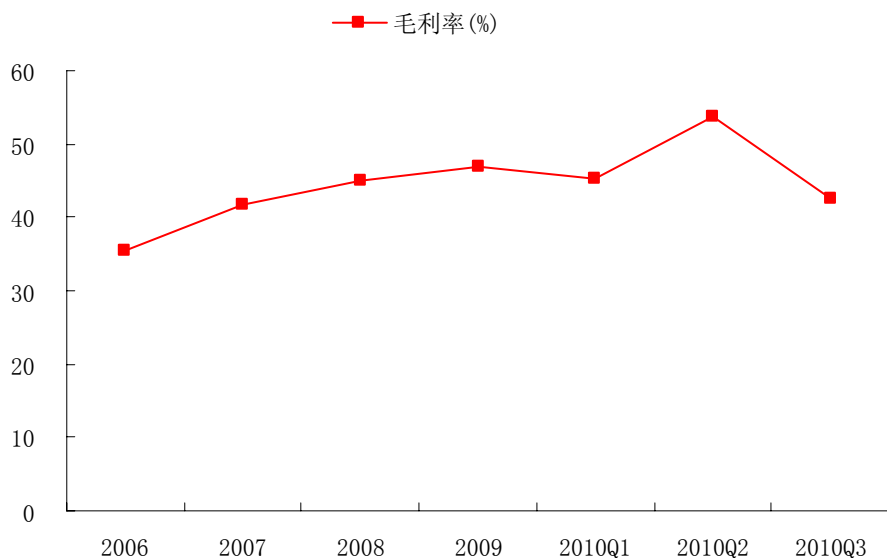
从下图可以看出公司 2010 年各季度销售费用比率的一场上升，同时也可以看到 2010 年第一和第二季度基本延续了毛利率上升的态势，第三季度下滑有其特殊的原因，因而也是暂时的。

图 16 公司近年来期间费用比率情况



资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

图 17 公司近年来毛利率变动情况



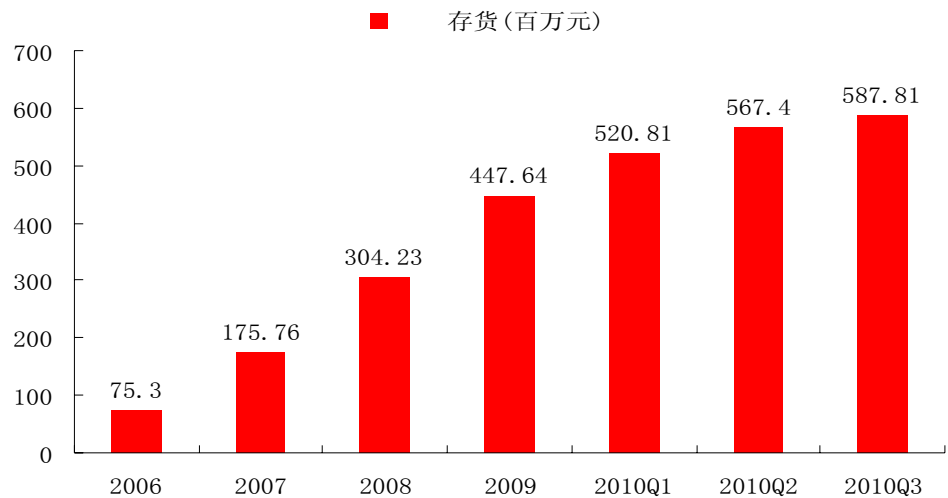
资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

我们认为由于前期门店调整、期间费用、存货处理和所得税率调整等众多因素累计在一起造成了公司 2010 年的业绩可能下降，但正因为此我们认为 2010 年将成为公司经营的最低点和向上改变的拐点。随着多品牌策略的更加丰富鲜明、渠道扩张的持续快速增长和品牌推广的日益灵活高效，我们预计公司从 2011 年开始将迎来经营业绩持续的快速增长。

从营业收入看，公司 2010 年新开的 300 多家店将充分发挥效益，从 2011 年开始每年再新开 350——400 家店的规划在国内零售大环境不发生大变动的情况下将为公司提供持续的收入增长来源。公司目前仅有 1600 多家零售渠道，相对于百丽自有品牌近 7000 家的门店，相对于中国广阔且不断增长的零售市场（2007 年中国连锁百货店数量就达到了 6064 家），公司未来渠道外延式扩张的容量还很大。另外公司每年老店的增长比率也在 10% 左右，在强势的华东地区老店增长比率至少在 15% 以上，不少在 25%——30% 以上。新店的外延式增长和老店的同店增长将共同推动公司销售收入的增加，我们预计公司未来 3 年营业收入的年复合增长率至少在 30% 以上。从盈利能力看，随着其他两个品牌 SAFIYA（索菲娅）和“FONDBERYL”（菲伯丽尔）品牌日益成熟，以及公司在原先相对薄弱的夏季产品开发上的力度逐步增强和对上游供应商的整合力度加强，我们预计公司未来综合毛利率水平将保持上升态势。从期间费用比率而言，随着销售收入的快速释放，期间费用的比率相对 2010 年将有明显的下降，而从 2011 年开始所得税率也将不会有新的变化，因此公司从 2011 年开始的盈利增速将明显超越收入增长。

我们认为 2010 年是公司经营的拐点，不仅是因为 2011 年开始公司将迎来业绩的快速增长期，同时公司的其他财务指标也将得到明显改善。目前困扰市场对公司判断的主要问题是高企的存货及由此引发的经营现金流不佳的问题。我们认为从 2010 年开始存货已经有明显的改善，2011 年开始存货和经营活动现金流将进一步改善。

历史数据显示，公司 2006 年至 2009 年存货周转率分别为 4.01、2.77、1.73 和 1.24，2010 年前三季度公司存货周转率为 0.75。我们认为 2008 年之前公司存货周转率的下降主要是新开自营店快速增长所致，而 2008 年特别是 2009 年之后存货周转率的明显下降主要受上市进度推迟、上市前集中铺货而开店受宏观环境影响低于预期和 2010 年几乎没有春天导致一次性备货积压（近 1 亿多）等因素累计影响。但从 2010 年特别是下半年开始公司已经对历史遗留存货进行了重点处理并对新销售周期内的存货发生进行了更严格的管控。公司今年通过各种形式的促销手段加强了对存货的促销处理，存货结构明显改善，一年以内存货占存货总额的 80% 以上，其余均为 2 年以内存货。从存货金额看，从第三季度开始也基本止住了上升的势头（三季度的存货比中期末增加不多），预计年底存货绝对额与中期末基本持平。

图 18 公司 2010 年第三季度存货额止住了大幅上升的势头


资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

根据我们的了解，目前公司内部对存货的管控实行非常严格的考核指标：在一个销售周期内，新品的售罄率指标是 70%，老品的售罄率指标是 80%，新品剩余的 30% 和老品剩余的 20% 之中的 20% 要求在过渡季节销售完毕，再剩余部分要求在第二年的同季节销售完毕。我们认为这样严格的销售和存货管控的全面实施需要一段时间，但对存货指标的管理关系到公司经营的质量和持续发展的能力，因此也将是公司未来经营主抓的重点工作之一。随着存货管理工作的严格推进和销售收入本身的快速释放，我们预计 2011 年开始公司存货周转率将明显改善，有望在 2012 年或 2013 年逐步接近行业平均的 2 的水平。随着存货周转率的提高，公司的经营活动现金流问题也将迎刃而解，公司的盈利质量也得到大幅的提升。

四、盈利预测及估值

我们主要的盈利预测假设如下：

- 1、我们预计公司 2010——2012 年的净增加店铺数量分别为 264 家、414 家和 464 家左右，其中分品牌看 2010——2012 年星期六品牌的渠道扩张速度分别均为 15%、12% 和 10% 左右，索非娅品牌的渠道扩张速度均为 45%、45% 和 40% 左右，菲泊丽尔品牌的渠道扩张速度分别为 20%、30% 和 30% 左右。69 品牌 2010——2012 年底的店铺数量分别为 100 家、200 家和 300 家左右。
- 2、综合考虑各品牌发展情况、历史盈利能力及未来对上游供应商的整合等因素，我们预计 2010——2012 年公司星期六品牌的毛利率分别为 49.5%、49.7% 和 50%，索非娅品牌的毛利率分别为 50%、50.5% 和 50.7%，菲泊丽尔品牌的毛利率分别均为 48.5%，其他品牌的毛利率分别为 36%、37% 和 38%。
- 3、根据公司渠道扩张的情况和 2010 年广告费用等一次性支出的比重，2011 和 2012 年的渠道扩张速度分别为 24.75% 和 22.23%，预计公司 2010——2012 年的销售费用比率分别为 26%、24.28% 和 22.78%，管理费用比率分别为 7%、6.8% 和 6.7%。

4、2010——2012 年公司的所得税率均为 25%。

综上，我们预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年盈利增速分别为-4%、57%和 50%，预测每股收益分别为 0.40 元、0.63 元和 0.95 元，对应目前股价公司 2011 年动态市盈率为 27 倍左右。考虑公司未来几年的盈利增速及长期的容量空间，我们首次给予公司“买入”的投资评级。关于公司的估值，可以从两个角度考虑。一方面考虑可比品牌公司估值水平和公司未来盈利增速，我们认为给予 2011 年 35—40 倍的水平较为合理，对应合理价值为 22.05—25.2 元。另一方面与竞争对手按照总市值和销售收入的比率 P/S 衡量，目前百丽总市值在 1200 亿左右，百丽目前业务包括鞋类业务和运动服饰两大块，其中按盈利贡献看，09 年鞋类业务占主营毛利的 73%左右，同时鞋类业务本身估值水准要高于运动服饰代理，我们以此估算公司鞋类业务市值占百丽总市值至少 80%以上，在 960 亿元左右，我们预计 2010 年百丽鞋类销售收入相当于公司 13.5 倍左右，公司对应的可考量总市值目标在 71 亿元左右，对应每股价格为 25.40 元左右。综合考虑，我们给予公司 12 个月目标价格 25 元。

五、风险因素

国内宏观经济波动对消费的影响以及公司在存货周转率提高方面的实现进度低于预期。公司 2006 年至 2009 年存货周转率分别为 4.01、2.77、1.73 和 1.24，2010 年前三季度公司存货周转率为 0.75。未来如果公司的存货管控指标（如本文第三部分所述）不能在全国范围内全面有效实施，公司的存货周转率和经营活动净现金将低于我们的预期，对公司的盈利质量和长期持续发展将造成不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析（星期六（002291））

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1714	1718	1795	2086	营业收入	880	1114	1490	2000
现金	970	769	645	683	营业成本	466	577	769	1030
应收账款	223	289	386	518	营业税金及附加	0	9	12	16
其它应收款	10	13	18	24	营业费用	203	290	362	456
预付账款	35	69	92	124	管理费用	50	78	101	134
存货	448	578	654	738	财务费用	9	7	5	4
其他	28	0	0	0	资产减值损失	23	11	14	19
非流动资产	93	159	298	352	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	64	108	230	277	营业利润	129	143	227	342
无形资产	21	20	20	19	营业外收入	2	3	3	3
其他	8	31	49	56	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1806	1877	2093	2438	利润总额	131	146	230	345
流动负债	437	405	449	535	所得税	17	37	57	86
短期借款	164	135	120	100	净利润	114	110	172	259
应付账款	27	29	38	51	少数股东损益	0	0	0	0
其他	246	241	290	384	归属母公司净利润	114	110	172	259
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	143	157	245	366
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.53	0.40	0.63	0.95
其他	0	0	0	0					
负债合计	437	405	449	535	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	215	273	273	273	成长能力				
资本公积	889	831	831	831	营业收入	14.4%	26.6%	33.7%	34.2%
留存收益	266	368	540	799	营业利润	8.9%	11.1%	58.4%	50.8%
归属母公司股东权益	1369	1472	1644	1903	归属于母公司净利润	10.6%	-3.6%	57.2%	50.1%
负债和股东权益	1806	1877	2093	2438	获利能力				
					毛利率	47.0%	48.2%	48.4%	48.5%
					净利率	12.9%	9.8%	11.6%	12.9%
					ROE	8.3%	7.5%	10.5%	13.6%
现金流量表									
单位: 百万元					偿债能力				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	资产负债率	24.2%	21.6%	21.4%	21.9%
经营活动现金流	-67	-88	45	132	净负债比率	37.59%	33.32%	26.73%	18.69%
净利润	114	110	172	259	流动比率	3.92	4.24	4.00	3.90
折旧摊销	5	7	13	20	速动比率	2.84	2.75	2.47	2.46
财务费用	9	7	5	4	营运能力				
投资损失	0	0	0	0	总资产周转率	0.69	0.61	0.75	0.88
营运资金变动	-208	-216	-150	-157	应收账款周转率	4	4	4	4
其它	13	5	5	6	应付账款周转率	16.60	20.56	22.86	22.90
投资活动现金流	-45	-70	-150	-70	每股指标 (元)				
资本支出	45	70	150	70	每股收益(最新摊薄)	0.42	0.40	0.63	0.95
长期投资	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.25	-0.32	0.17	0.48
其他	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.02	5.40	6.03	6.98
筹资活动现金流	926	-43	-20	-24	估值比率				
短期借款	78	-29	-15	-20	P/E	32.45	42.68	27.15	18.08
长期借款	-20	0	0	0	P/B	2.70	3.18	2.85	2.46
普通股增加	55	58	0	0	EV/EBITDA	28	26	16	11
资本公积增加	872	-58	0	0					
其他	-59	-14	-5	-4					
现金净增加额	814	-201	-124	38					

资料来源：东方证券研究所预测

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn