

服装零售行业

森马服饰 (002563)

新股投资分析报告

评级：无 首次评级

收盘价 (元)

轻资产多品牌经营典范

目标价 (元)

68.1-79.5

市场数据

52周最高/最低(元)

纺织服装指数

3224

三个月涨跌幅

4.94%

上证综合指数

2957

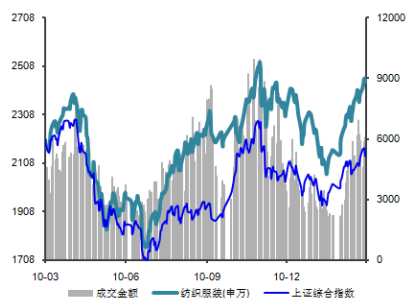
沪深300指数

3280

总股本(百万)

670

相对股价表现



相关研究

研究员

李项峰 (S0120109030554)

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

刘晓华

8621-68761616-8515

Liuxh@tebon.com.cn

投资要点:

- **多品牌成功运作典范，盈利能力很强。**公司的森马品牌为我国第二大休闲服饰品牌，巴拉巴拉品牌为我国第一大儿童服饰品牌。凭借公司优秀的产品研发能力和高效的供应链整合能力，两大品牌构建了规模庞大的营销网络体系，实现了快速扩张和规模经营，近年来公司在品牌效应、市场占有率、营收规模及净利润、周转率、净资产收益率等方面均处于行业前列。
- **轻装上阵快速发展。**作为成熟的品牌服装企业，拥有品牌自主权，具备品牌运作、产品设计开发、供应链管理和营销网络管理的综合能力，通过外包进行产品生产，以特许加盟为主进行产品的销售，注重和加盟商的共赢发展，虚拟经营模式使得公司的净利润率和发展速度远远快于业内公司。
- **未来亮点突出。**1) 原有两个品牌的内生和外延强劲增长。公司在三线城市更加强势。通过扩店，升级，开分店，空白市场开新店推进渠道建设，将在未来2-3年内推动公司业绩的快速增长。尤其看好公司在业已领先的童装蓝海市场的发展。2) 采购国际化和最大的服装物流中心建成将进一步提升公司的毛利率水平。3) 多品牌进一步拓展，今年有望推出新的城市白领品牌。
- **风险提示：**1、国际品牌渠道下沉；2、原材料价格上涨无法有效转移风险。
- **盈利预测及估值分析。**综合来看，公司是两个细分行业龙头，品牌已经成熟，未来多品牌运作高速成长可期，激励到位，管理团队能力强，而且在品牌运作、加盟商以及供应链掌控方面具有较强优势。预计11年~13年EPS分别为2.27元，3.25元和4.65元。对应11年30-35倍PE，即合理价格在68.1-79.5元之间。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4250	6287	9305	13073	18525
收入同比(%)	27.9%	47.9%	48.0%	40.5%	41.7%
归母公司净利润	687	1001	1518	2180	3118
净利润同比(%)	54.9%	45.7%	51.7%	43.6%	43.0%
毛利率(%)	34.0%	35.8%	35.9%	36.3%	36.5%
ROE(%)	68.5%	49.9%	19.1%	21.6%	23.6%
每股收益(元)	1.03	1.67	2.27	3.25	4.65
P/E	58.53	40.17	29.56	20.59	14.40
P/B	40.09	20.07	5.66	4.44	3.39

目录

1. 双品牌细分市场领先，盈利能力强.....	1
2. 轻装上阵快速发展	4
2.1. 虚拟经营模式	4
2.2. 重加盟，对渠道管控能力强	5
3. 未来亮点	7
3.1 . 原有两个品牌的内生和外延强劲增长.....	7
3.2 . 看好公司在童装蓝海市场的发展.....	8
3.3 . 采购国际化和最大的服装物流中心建成将进一步提升公司的毛利率水平.....	9
3.4 . 多品牌进一步拓展，今年有望推出新的城市白领品牌.....	10
4. 风险因素	11
5. 盈利预测	11

图表

图 1：基本业务情况	1
图 2：国内休闲装市场占有率情况（2008）	1
图 3：国内童装市场占有率情况（2008）	1
图 4：股权结构图.....	2
图 5：历年面积和坪效增长情况.....	3
图 6：店铺面积构成情况（平方米）	3
图 7：历年主营业务收入情况.....	3
图 8：历年净利润情况.....	3
图 9：同业公司比较（2009）	4
图 10：公司虚拟经营模式.....	5
图 11：历年渠道增长情况.....	6
图 12：森马专卖店.....	6
图 13：巴拉巴拉专卖店.....	6
图 14：我国童装零售额的统计与预测.....	9
图 15：公司盈利预测表.....	12

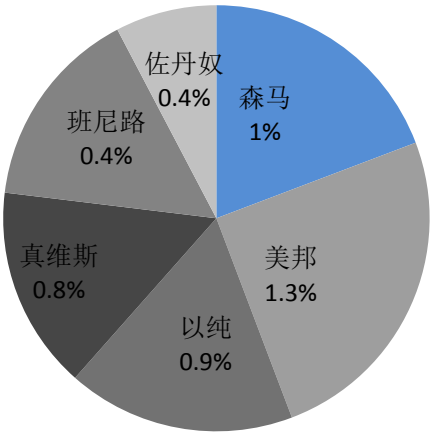
1. 双品牌细分市场领先，盈利能力强

公司是国内领先的多品牌服饰企业，横跨两大差异化的服装细分市场，拥有的森马品牌为我国第二大休闲服饰品牌，巴拉巴拉品牌为我国第一大儿童服饰品牌。公司把主力放在服饰设计与开发、以及营销和分销方面，注重产品、品牌、市场以及供应链上下游的共赢管理，把生产和运输外包。凭借公司优秀的产品研发能力和高效的供应链整合能力，为两大品牌构建了规模庞大、覆盖全面的营销网络体系，实现了规模经营和快速扩张，近几年来公司在品牌效应、市场占有率、营收规模及净利润等方面均处于行业前列。

图 1：基本业务情况

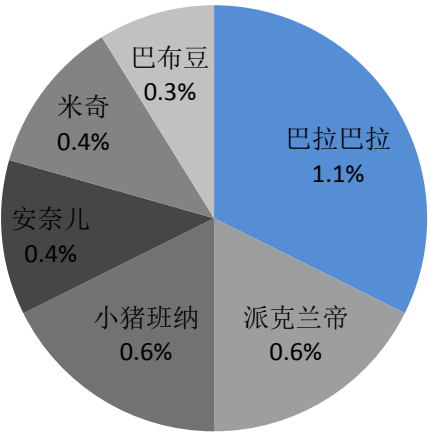
项目	森马休闲服饰	巴拉巴拉儿童服饰
目标消费群	16-25 岁 适合校园和年轻人	3-12 岁中产阶级及小康家庭的童装消费群体
产品系列	活力”与“时尚”两大系列	涵盖中童、小童、童鞋及配饰等众多品类
品牌口号	“穿什么、就是什么”、“穿什么、潮我看”	童年不同样；更多款式、更多选择
品牌特点	IN-我就是潮一代，崇尚年轻活力、彰显青春本色	自由、休闲、时尚、健康、运动、品类齐全、风格多样、无拘无束
价格定位	时尚、舒适、大众价格、高性价比	专业、时尚、高性价比
运营模式	自主研发设计、自有物流配送中心；生产外包、运输环节外包；加盟为主，加盟与直营相结合	自主研发设计、自有物流配送中心；生产外包、运输环节外包；加盟为主，加盟与直营相结合
美誉	改变了中国休闲服装行业的竞争格局	创造了中国童装行业的发展奇迹

图 2：国内休闲装市场占有率情况（2008）



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

图 3：国内童装市场占有率情况（2008）



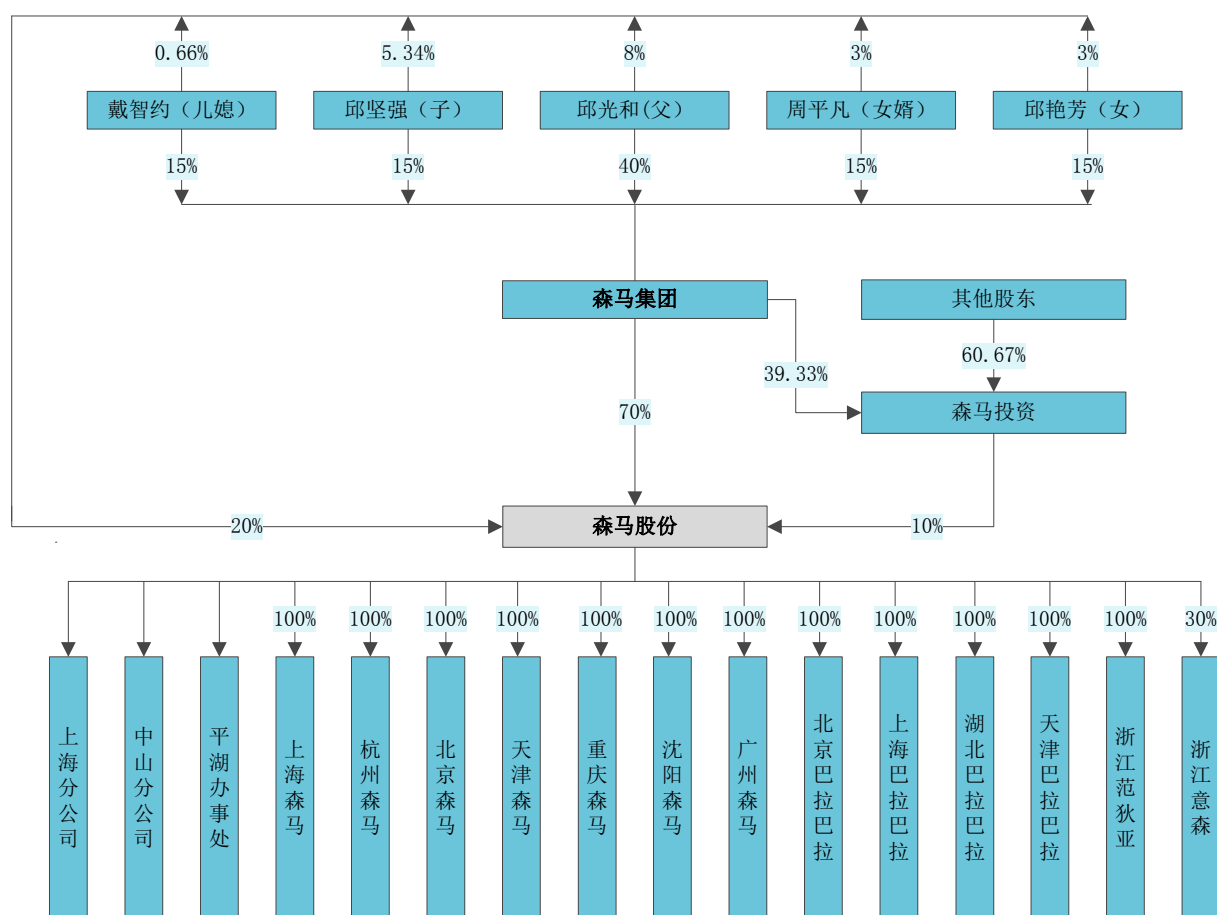
资料来源：公司公告，德邦证券研究所

控股股东森马集团持有本公司 70% 股份，公司实际控制人为邱光和家族。公司股权激励到位，46 位中高层和核心技术人员通过森马投资间接持有本公司 10% 的股份，有利于核心团队的稳定和公司长远发展。公司总部在浙江温州，旗下拥有 2 家分公司、1 家

请务必阅读正文后的免责条款部分

办事处、12 家控股子公司及 1 家参股公司。

图 4：股权结构图

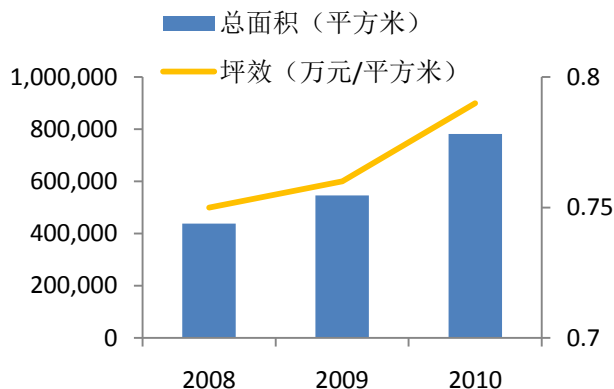


资料来源：招股说明书、德邦证券研究所

公司已经成功地构建起了多品牌运作平台,2010 年末,全国店铺数量达到 6,683 家,店铺总面积达到 781,907.46 平方米,而坪效是保持了一个稳步提升的态势。

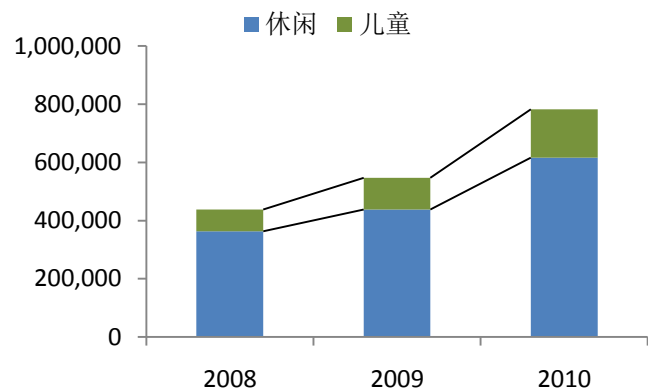
规模的扩张带来了收入的快速增长,主营收入 08-10 年的 CAGR 为 36.83%,远远高于上市类服装类上市公司的 19.05%营业收入年均复合增长率。公司利润更是获得了快速增长,08-10 年的 CAGR 为 50.23%。

图 5：历年面积和坪效增长情况



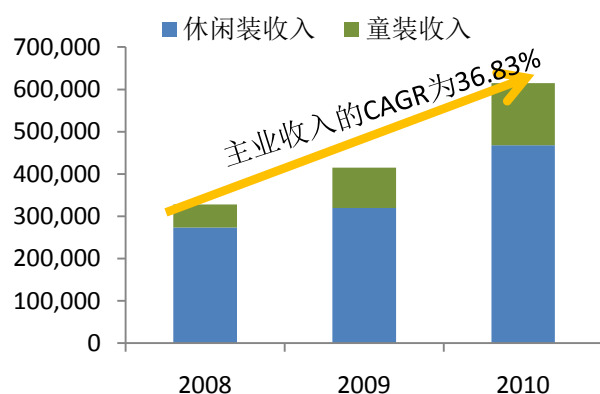
资料来源：公司公告，德邦证券研究所

图 6：店铺面积构成情况（平方米）



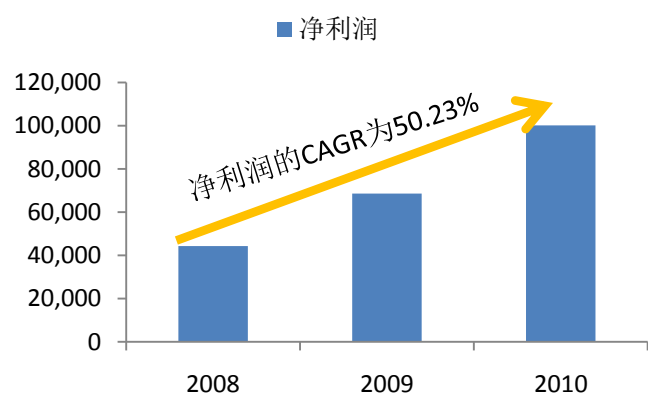
资料来源：公司公告，德邦证券研究所

图 7：历年主营业务收入情况



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

图 8：历年净利润情况



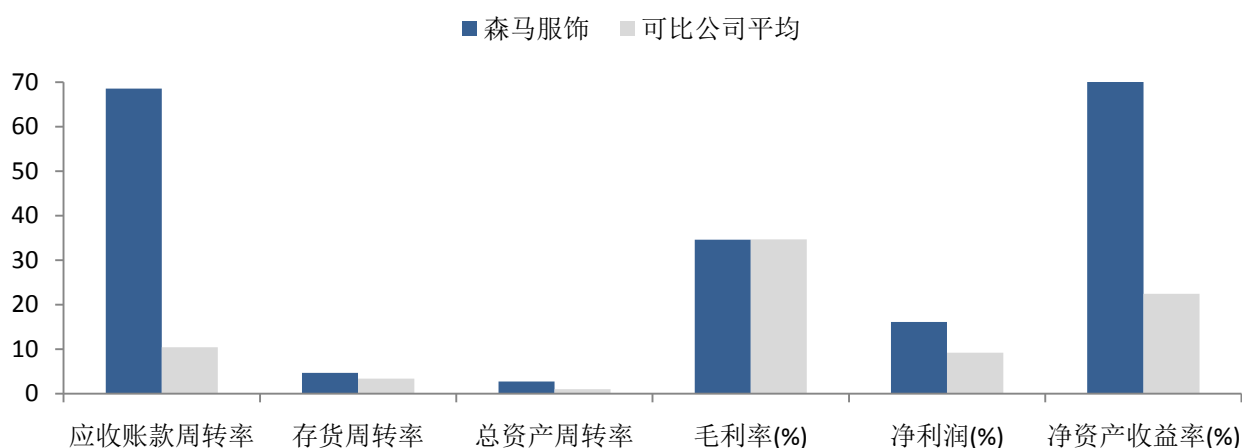
资料来源：公司公告，德邦证券研究所

因产品定位及定价、直营销售比例等方面的差异，使得公司的毛利率低于同业可比公司：1）公司以成人休闲服饰和儿童服饰销售为主，产品定位与以中高端西服销售为主的报喜鸟和以中高端男士休闲服为主的七匹狼存在差异。2）公司加盟渠道的销售占比相对较高，而美邦服饰、旭日企业、佐丹奴国际的直营销售比例较高。从纵向看，即便在原材料上涨的情况下，公司的毛利率从09年的29.52%上涨到10年的35.79%，保持了一个稳步上升的态势。公司费用控制能力较强，期间费用率远低于可比上市公司平均水平。净利润率高于平均3个百分点，净资产收益率高于平均近60个百分点，表明了公司相当高的盈利能力。

公司近三年应收账款周转率、存货周转率和总资产周转效率均优于可比公司平均水平，表明公司应收账款和存货管理水平良好，总体资产周转能力较强。尤其 09 年全面推行了订货制，并加强了内部管理、提高了信息化效率，这些措施使得当年周转情况特别是存货周转情况趋于良好。

总体而言，公司的管理稳健，资产运营能力和盈利能力较强，与公司的发展理念和经营状况相匹配。

图 9：同业公司比较（2009）



资料来源：招股说明书、德邦证券研究所

2. 轻装上阵快速发展

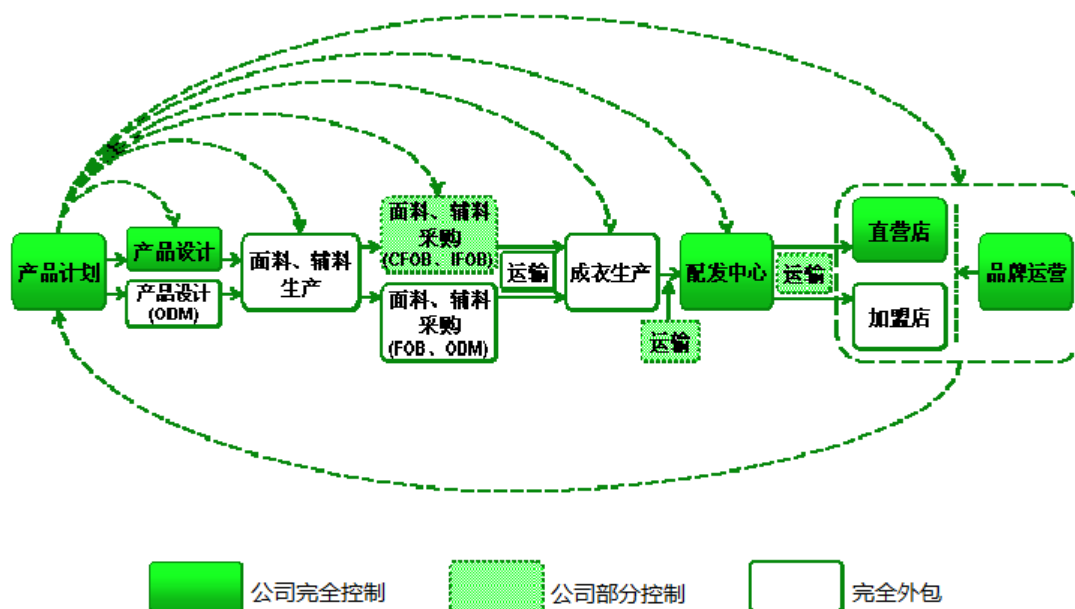
相比传统的生产加工模式和简单的代理品牌销售模式，自主品牌经营模式已经成为服装行业发展的方向，公司作为成熟的品牌服装企业，拥有品牌自主权，具备品牌运作、产品设计开发、供应链管理和营销网络管理的综合能力，通过外包模式进行产品生产，以直营、加盟或两者相结合的模式进行产品的销售，使得公司的净利润率和发展速度远远快于业内公司。

2.1. 虚拟经营模式

公司具有较强的供应链整合和管理能力，采用虚拟经营模式，主抓微笑曲线的两端：

注重设计，品牌和渠道建设，现代配送体系的建设，把附加值低的面、辅料与成衣的生产和运输环节全部实行外包。这种运作形式有利于公司节省成本、集中资源于高附加值的核心业务环节，提高公司在行业中的竞争力。

图 10：公司虚拟经营模式



资料来源：招股说明书、德邦证券研究所

生产外包方面，公司积累了丰富的供应商资源，截至 10 年底，森马品牌和巴拉巴拉品牌分别与 248 家和 157 家供应商建立了合作关系。同时公司还制定了一系列生产采购环节的制度及流程，从而最大程度地保证了面、辅料与成衣的质量。

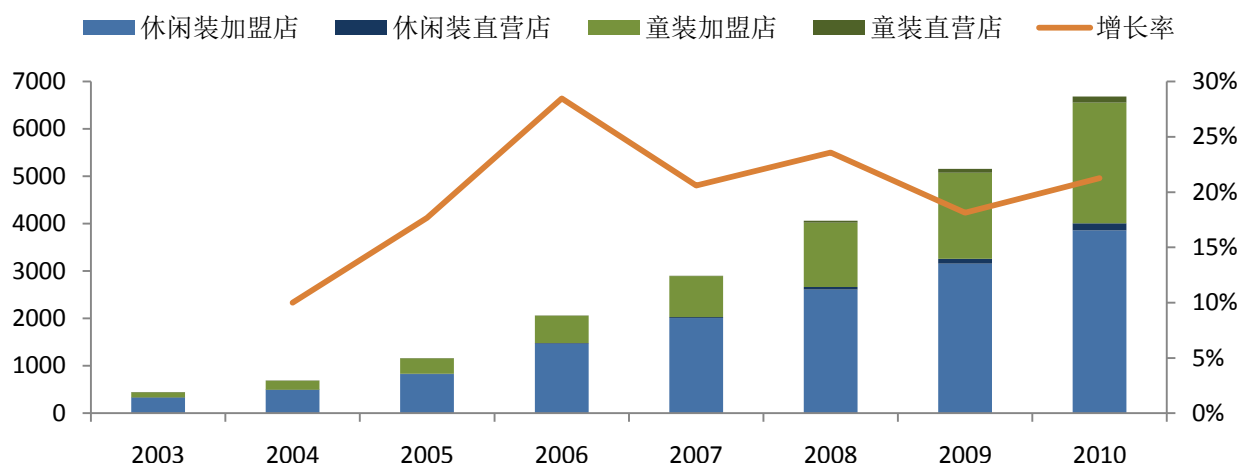
自创立之初公司就成立了专门的研发部门，重点培养产品的自主研发设计能力，截至 10 年底，公司拥有 163 名森马品牌以及 88 名巴拉巴拉品牌的研发团队，研发设计的新产品款型数量为 6,779 款。公司较强的研发设计能力和较先进的服饰业资讯管理系统，能够较好的预测和把握消费者偏好变化，持续开发出适应市场需求的产品。

2.2. 重加盟，对渠道管控能力强

公司积极推行以市场为导向的品牌战略，利用森马及巴拉巴拉的品牌资产，通过以特许加盟为主、加盟与直营相结合的渠道发展模式，有效整合社会资源，形成了庞大的销售网络，实现了规模经营和快速扩张。截至 10 年底，森马品牌在全国各地的销售网点为 4,007 家（其中加盟店铺 3,862 家，直营店铺 145 家）；巴拉巴拉品牌在全国的销售

网点也达到 2,676 家（其中加盟店铺 2,551 家，直营店铺 125 家）。03-10 年森马和巴拉巴拉渠道数量的复合增长率分别达到 42.6%和 57.8%。

图 11：历年渠道增长情况



资料来源：招股说明书、德邦证券研究所

公司加盟比例高达 96%，该模式有利于公司借助加盟商的优势进行营销网络的扩张，同时也有利于公司节约资金投入，降低投资风险。经过多年的发展，森马与巴拉巴拉的加盟商销售网络均已覆盖全国除港、澳、台以外的所有省份，并深入到二、三、四线城市。

图 12：森马专卖店



图 13：巴拉巴拉专卖店



公司采用的是分级加盟政策。通过森马与巴拉巴拉两个事业部的销售部对一级加盟商实行直接管理，目前公司拥有 196 个正一级的加盟商。一级加盟商对二级加盟商进行直接管理，公司对二级加盟商则是实行以店铺准入、质量控制和窗口指导为主的间接管

理，这种两级管理模式直接有效，既减轻了公司的管理成本，又提高了沟通的效率。

公司对经销渠道的管控能力很强，秉承“小河有水大河满”的理念，采取了一系列措施实现与加盟商的共赢发展。1) 制定了一套完整的加盟商管理制度及流程，确保了加盟商开店的质量和效益，保持了公司品牌在各地的店铺形象。2) 推出了一系列共赢的商务政策，包括为加盟商提供店铺选址及店面形象设计方面的建议与支持，提供对货品组合选择的建议，为加盟店铺提供信息系统方面的 IT 技术支持等；包括在直营店的布局上，主要选择具有战略意义的重点城市、重点商圈或具有市场潜力的空白区域进行覆盖，避免与现有加盟商网络相冲突，确保加盟商的区域独家代理权利和发展空间。3) 专门成立了零售支持部门，为加盟商提供各种支持和指导，培育加盟商的成长。

在共赢理念下，森马品牌和巴拉巴拉品牌加盟商对公司营销政策满意度很高，经营积极性不断提升，从而使公司得以快速发展。加盟收入占比达到 92%，96%以上的加盟商都是盈利的，超过 5 年合作关系的加盟商占比超过 80%。加盟商实施订货制度，产品更加适销对路。从最近的订货会数据来看，春夏两季的总金额达到了 40%，高于行规 35% 的比例。数据的背后，我们看到，广大的经销商对与公司持续合作的信心是很高的。

3. 未来亮点

3.1. 原有两个品牌的内生和外延强劲增长

公司当前处于新五年战略规划中，预计未来 2-3 年将会大力推进渠道建设。公司主要优势在二、三线城市，特别是三线城市更加强势，在租金快速上涨的今天，三线城市扩张难度相对较小。

公司渠道外延空间包括：1) 原有市场开分店：密度布渠道。根据麦肯锡的调研，中国市场上每 2 万人可覆盖一个售点，同一个市场开分店的可能比较大。2) 空白市场开新店：目前广东的销售额，还未超过一个亿，与广东经济条件接近的江苏，销售额已过 10 亿，如果未来广东能做到与江苏市场一样的匹配度，将带来 10 个亿的成长空间。还有河北目前 40 家县级空白市场，海南省也只有 4 家店。这些都将成为是公司未来发展的重要区域。

本次募投项目主要用于营销网络建设，投资总额为 267,564.68 万元，计划在 1-2 年

时间新建店铺 63 家（其中森马品牌店铺 34 家和巴拉巴拉品牌店铺 29 家），包括直营店和合作加盟店，全部采用购置方式，购置面积合计 59,780 平方米。新增店铺覆盖了 33 个城市的主要商圈，加上原有的店铺网络，将使公司拥有更加稳定和广泛的店铺资源，进一步提升公司对渠道的控制力，有利于产品市场占有率的进一步提高。

51 家加盟店这次采取的是合作加盟方式，是对公司现有连锁加盟与直营模式的一种有效补充。公司购买相应的物业后与当地加盟商合作运营，公司与加盟店按照比例分成，在锁定稀缺资源物业成本基础上保持原有营销管理体系和模式不受影响。

公司内生增长空间包括：1) 扩店：目前公司有标准店铺 2000 家，平均面积大概 200-300 平方米，未来将标准店铺扩大到 400-500 平米，将会有 2-3 倍的成长。2) 店铺升级：我们已经完成的形象升级的店铺比例约 10%，但是提升业绩的比例 10%-25%。未来 2-3 年将店铺升级的比例扩大到 80%，形象升级的空间非常大。

虽然在西安武汉已有大店，但是以前更多的是抢占机会和市场，大多数店铺面积偏小，产品种类的扩大，也需用大店来提升终端形象。借助大店的客流量、知名度、形象宣传等优势，来增强产品的客户体验和品牌的知名度。核心商圈的优质门店也起到重要的示范作用，能带动所在地区收入的增长速度。

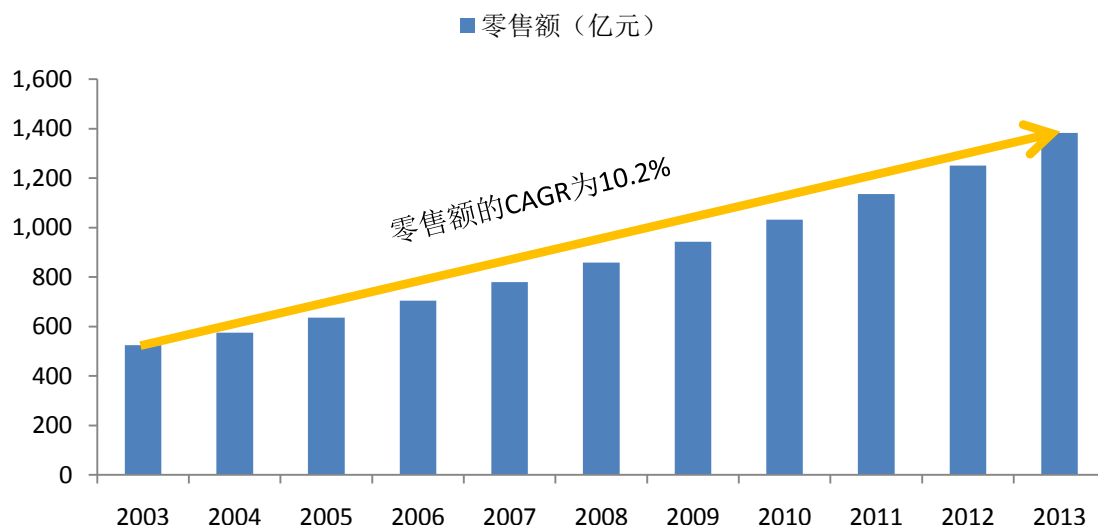
3) 对零售加盟体系和加盟商的结构优化，促进加盟商运营管理能力升级。品类的组合，目前集中在服装上面，但是配件的毛利更高，公司将会更加注重品类结构优化，提升单店收入和利润。

渠道的推进将在未来 2-3 年内推动公司业绩的快速增长。预计未来森马休闲服收入以每年 30% 速度增长、童装收入以 50% 的速度增长。

3.2. 看好公司在童装蓝海市场的发展

根据 Euromonitor 的市场分析数据，03-10 年，我国童装消费额从 524 亿元增长到 1032 亿元，年均复合增长率达 10.2%。随着我国新一轮生育高峰的来临、城市化带来的城镇消费群体的增加以及居民消费能力的提升，预计 2013 年，童装市场将继续保持稳步增长，市场规模将达到 1,383 亿元。

图 14：我国童装零售额的统计与预测



资料来源：招股说明书、德邦证券研究所

童装是一个快速发展的市场，公司在童装方面，虽然遥遥领先，但目前国内市场上前六个品牌市场占有率合计仅有 3.3%，是一个蓝海市场。根据麦肯锡调研，儿童衣服需求很大，产品升级很快，而且儿童服装具有更高的毛利率。

巴拉巴拉将自身定位为专业、时尚、高性价比的儿童服饰品牌。区别于其他公司在百货商场发展，公司童装的发展一开始就以专卖店出现。公司注重品牌包装和传播，巴拉巴拉是第一个实现了国际合作的儿童品牌，与英国空间设计公司打造了 balabala 第五代形象店铺，把传统的店铺经营成充满儿童乐趣和探险空间的儿童场所；巴拉巴拉也是第一个投放在中央电视台儿童频道的儿童品牌，公司播出了以巴拉巴拉卡通形象为主题的卡通片并将后续持续录制，树立了公司的品牌和时尚地位。公司将以儿童消费者为中心，提升品质，提升技术水平，建立技术壁垒，巩固和扩大行业内的优势地位，打造中国儿童市场一站式购物平台。凭借公司自身优势和定位，我们尤其看好处于蓝海而公司已领先的童装市场。

3.3. 采购国际化和最大的服装物流中心建成将进一步提升公司的毛利率水平

目前行业面临原材料和人力成本的上涨是系统风险，无法规避，为保持产品竞争的优势，公司采取了多项策略：1）接近 1 亿件的成衣采购总量，使得公司的溢价和定价

能力强，公司与 400 多家分布在珠三角，长三角以及华中地区的成衣面料和辅料供应商建立了合作关系以应对成本压力；2) 实现淡旺季的综合下单，尤其是基本款，淡季下单以拉低成本上涨比例。

未来成本上涨是必然的，森马很早就开展了全球化采购，以实现国际资源的整合和利用。过去是采取贸易行的保守模式，未来为了加大全球采购的比例，公司计划成立专业的采购团队，加大境外供应商的引进，培养服务力度，这是一条新的降低成本的途径。目前较好的生产目标基地的是越南：1) 越南制衣厂的工资幅度是在 80-100 美金，而国内的工资在 2800 元以上；2) 越南采用的是消费性的增值税，企业所要承担的增值税是 10%；中国是生产性的 17% 的增值税。3) 中越关税 0.06%，相当于零关税。

公司目前投资 10 亿元在建温州和上海两个配发中心，并引入 wms 物流管理系统。配发中心总建筑面积约 34 万平方米，建成后，公司拥有中国服装业最大的物流中心，将大大提升公司的仓储和配发能力和效率。截至 10 年末，已经陆续交付部分已具备 1 亿件的年配发能力，订单日清率在 95% 以上，订单处理错误率在十万分之五以下。

我们认为，公司对成本上涨的控制以及物流中心的建成将进一步提升公司的毛利率水平。

3.4. 多品牌进一步拓展，今年有望推出新的城市白领品牌

多品牌经营的运作平台促进了公司业务的快速、稳固发展，一方面，建立有针对性的品牌组合能够满足日益复杂多变的市场需求，降低或分散单一品牌出现变化对于整个公司可能造成的不利影响；另一方面，多品牌资源及运营经验的汲取与共享能够进一步完善和优化公司多品牌运作平台。多品牌运作平台的成功建立，使得公司始终能够把握国内服饰行业的核心价值环节，也为公司未来打造更多品牌和进行产品延伸打下良好基础，公司会发挥多品牌运作的平台，针对消费者需求，继续细分市场，推出新的品牌，保证未来成长；到 2020 年，中国人口将主要是以年轻人为主，而 25-35 白领发现自己可以选择的品牌是非常少的，公司有望推出以 25 岁年轻人为主的新的城市白领品牌，建立不同品牌的差异性，为公司实现国内第一、世界领先的多品牌服饰集团的目标又迈出一大步。

4. 风险因素

公司主要面临的风险如下：1) 棉花等服装行业原材料成本上涨而无法转移的风险；2) 未能把握服装市场的流行趋势的风险；3) 公司门店快速扩张带来的管理成本风险；4) 优质店源的获取；5) 国际品牌渠道逐步下沉带来的竞争风险。

5. 盈利预测

综合来看，公司是两个细分行业龙头，品牌已经成熟，未来多品牌运作高速增长可期，激励到位，管理团队能力强，而且在品牌运作、加盟商以及供应链掌控方面具有较强优势。预计 11 年~13 年 EPS 分别为 2.27 元，3.25 元和 4.65 元。对应 11 年 30-35 倍 PE，即合理价格在 68.1-79.5 元之间。

图 15：公司盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,681	7,767	9,617	12,567	营业收入	6,287	9,305	13,073	18,525
现金	1,004	5,926	7,017	8,913	营业成本	4,037	5,964	8,328	11,763
应收账款	182	261	392	534	营业税金附加	38	57	80	113
其他应收款	142	209	294	417	营业费用	583	875	1,229	1,741
预付款项	318	286	400	565	管理费用	169	256	360	500
存货	1,034	1,084	1,514	2,139	财务费用	-13	-18	-19	-20
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	93	147	190	270
非流动资产	858	2,352	3,469	4,870	公允价值变动净收	0	0	0	0
长期股权投资	3	3	3	3	投资净收益	-5	0	0	0
固定资产	520	2,114	3,274	4,695	汇兑净收益	0	0	0	0
无形资产	98	96	93	91	营业利润	1,374	2,025	2,906	4,157
其他非流动资产	237	139	99	80	营业外净收支	-5	0	0	0
资产总计	3,539	10,119	13,087	17,437	利润总额	1,369	2,025	2,906	4,157
流动负债	1,524	2,177	2,965	4,197	所得税	368	506	727	1,039
短期借款	0	0	0	0	未确认的投资损失	0	0	0	0
应付账款	491	702	963	1,389	净利润	1,001	1,518	2,180	3,118
其他流动负债	1,033	1,475	2,002	2,808	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	11	11	11	11	归属母公司净利润	1,001	1,518	2,180	3,118
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,402	2,060	2,950	4,207
其他非流动负债	11	11	11	11	EPS (摊薄, 元)	1.67	2.27	3.25	4.65
负债合计	1,535	2,189	2,976	4,209	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	600	670	670	670	成长能力				
资本公积	5	4,343	4,343	4,343	营业收入	47.9%	48.0%	40.5%	41.7%
留存收益	1,399	2,917	5,097	8,215	营业利润	50.2%	47.4%	43.6%	43.0%
归属母公司股东权	2,003	7,931	10,110	13,228	归属于母公司净利	45.7%	51.7%	43.6%	43.0%
负债和股东权益	3,539	10,119	13,087	17,437	盈利能力				
现金流量表					毛利率(%)	35.8%	35.9%	36.3%	36.5%
单位:百万元					净利率(%)	15.9%	16.3%	16.7%	16.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE(%)	49.9%	19.1%	21.6%	23.6%
经营活动现金流	814	2,051	2,248	3,342	ROIC(%)	100.6%	74.8%	69.7%	71.6%
净利润	1,001	1,518	2,180	3,118	偿债能力				
折旧摊销	41	53	62	70	资产负债率(%)	43.4%	21.6%	22.7%	24.1%
财务费用	-13	-18	-19	-20	流动比率	1.76	3.57	3.24	2.99
投资损失	5	0	0	0	速动比率	1.38	3.07	2.73	2.48
营运资金变动	-309	484	24	175	营运能力				
其他经营现金流	89	13	0	0	总资产周转率	2.27	1.36	1.13	1.21
投资活动现金流	-499	-66	-66	-66	净资产周转率	4.18	1.87	1.45	1.59
资本支出	246	60	60	60	每股指标				
长期投资	-5	0	0	0	EPS	1.67	2.27	3.25	4.65
其他投资现金流	-258	-6	-6	-6	每股净资产	3.34	11.84	15.09	19.74
筹资活动现金流	-21	3,768	688	20	每股经营现金流	1.36	3.06	3.35	4.99
短期借款	0	0	0	0	估值比率				
长期借款	0	0	0	0	P/E	40.17	29.56	20.59	14.40
普通股增加	0	70	0	0	P/B	20.07	5.66	4.44	3.39
资本公积增加	0	4,339	0	0	P/S	6.39	4.82	3.43	2.42
其他筹资现金流	-21	-641	688	20	EV/EBITDA	-0.72	-0.49	-0.34	-0.24
现金净增加额	294	5,753	2,869	3,296					

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。