



年报快速增长符合预期

公司评级

买入 增持 中性 减持 (维持)

施红梅

纺织服装行业资深分析师

目标价

15 元

63325888×6076

报告日期

2009 年 3 月 2 日 星期一

shihongmei@orientsec.com.cn

事件: 公司公布 2008 年度业绩快报, 2008 年营业收入、利润总额和净利润同比分别增长了 105.55%、69.69% 和 43.01%, 08 年度每股收益为 0.62 元。

我们的观点:

- 公司 08 年度的业绩略高于我们的预期。根据业绩快报, 公司 08 年第四季度依然保持了旺季的特色, 该季度营业收入和净利润分别占全年的 42% 和 52%。
- 公告显示, 公司 08 年度营业收入的快速增长主要来自于上海宝鸟服饰有限公司的新纳入合并报表、销售渠道的持续扩张, 而盈利增速低于收入的主要原因我们判断是期间费用的高速增长。08 年由于新增宝鸟合并、相关人工工资增长、福利费增加以及新的时尚系列的前期投入等导致报告期销售费用和管理费用高速增长, 这在公司前三季度的报告中已经有所体现。另外 07 年公司享有国产设备所得税抵免和应付福利费抵扣管理费用等非经常性收益 1462 万元, 而 08 年并不具有该类收益和优惠, 在一定程度上也影响了 08 年的盈利增速。根据我们的了解, 08 年扣除上海宝鸟服饰合并报表的影响, 公司营业收入和净利润的同比增速分别在 46% 和 30% 左右。
- 根据我们前期的跟踪调研, 宏观经济对消费的影响从 08 年 10 月份逐步体现到公司产品的终端销售中, 但由于公司产品实行的是订货制, 因此对 08 年业绩基本没有影响。而最新的情况是 09 年一季度没有继续恶化, 特别是 1 月份同比仍有良好的增长 (春节终端销售增长 20% 多) 我们预计公司 09 年一季报同比增长会较大, 主要是新增宝鸟合并报表, 即使扣除该部分影响, 盈利同比增长也有望在 20% 以上。
- 08 年公司开始时尚系列产品的销售, 目前已经形成了初步的业务框架和渠道规模, 该产品的毛利率要进一步高于公司商务系列产品的毛利率, 该业务的后续放量对公司盈利增长具有积极的意义。
- 鉴于目前整体的国内消费环境和压力, 我们判断公司 09 年的渠道扩张策略可能更趋谨慎和保守, 不考虑时尚系列的渠道扩张, 我们预计公司商务系列产品的渠道增长将控制在 5%—10% 之间。另外考虑 09 年消费终端的压力, 前些年通过持续提价带来的毛利率稳步上升短期也很难持续, 甚至面临经销商盈利空间压缩带来的挑战, 但 09 年公司在面料和成衣采购成本方面将享有同比下降的优势, 综合考虑, 我们认为公司 09 年主营毛利率同比将基本保持稳定。09 年公司销售收入和盈利的增长主要来自于 08 年新开渠道的逐步发挥效益、以及期间费用比率的同比减少。
- 我们认为, 短期看, 公司将面临系统性风险带来的盈利增速下调, 但鉴于其在业内的竞争力依然能明显超越国内服装内销的整体增速 (预计在 10% 以上)。从中长期看, 我们看好公司稳健、精致的品牌经营作风、“多品牌经营和国际化发展”的战略以及较小销售规模基数上的发展空间, 看好其走过行业冬天后的发展前景。
- 根据 08 年的业绩快报和跟踪调研公司的信息, 我们粗略估计公司 2009 年和 2010 年的盈利增长分别为 21% 和 27%, 每股收益分别为 0.75 元和 0.95 元。对应目前股价, 公司 2008 年和 2009 年的市盈率分别为 20 倍和 17 倍左右, 目前对公司维持“增持”评级。
- 公司的投资风险主要来自于宏观经济预期对消费层面的持续传导。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

分析师承诺

施红梅：纺织服装行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 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。
- 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。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、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：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn