

王薇
 0755-82960477
 wang_w@cmschina.com.cn

2009年3月20日

大杨创世(600233.SH)/6.01元

业绩基本符合预期，维持稳定是主旋律

纺织服饰·服装

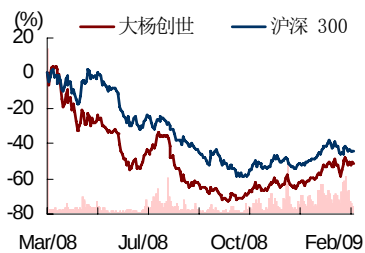
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2129
总股本(万股)	16500
已上市流通股(万股)	9652
总市值(亿元)	9
流通市值(亿元)	5
每股净资产(MRQ)	3.7
ROE(TTM)	11.4
资产负债率	15.9%
主要股东	大杨集团有限公司
主要股东持股比例	40.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	38	-57
相对表现	11	32	-10



相关报告

- 1、《纺织与服装行业 07 年第四季度投资策略报告—品牌模式与快速成长是永恒主题》2007/10/17
- 2、《大杨创世—业绩基本回复正常 达沃斯凸显高档底质》2007/10/29
- 3、《纺织与服饰行业 08 年度投资策略报告—模式为王：服饰品牌研究第一卷》2008/02/14
- 4、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第二卷）：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22
- 5、《大杨创世—业绩基本回复正常 达沃斯凸显高档底质》2008/8/19
- 6、《大杨创世—出口环境持续恶劣 单季收入增速加快》2008/10/28
- 7、《服饰品牌研究第三卷：时尚波涛中的启航者 内功筑就扩张之美》2008/12

结合近期调研情况与年报，09 年在恶劣宏观出口环境下，公司外销以高超工艺打天下，内销继续以旗舰店为核心的营销策略积累基础，以达到维持稳定的主旋律。

- **业绩符合预期。**2008 年度，公司实现营业收入 8.95 亿元，同比增长了 9.36%，比我们之前预期的 8.9 亿元略高；扣除非经常性损益的影响，实现净利润 5501 万元，每股收益 0.33 元/股，虽然同比下降了-3.9%，但略高于我们之前预期的 0.31 元/股。拟按每 10 股派发现金股利 1.00 元（含税）的利润分配方案。
- **高品质保证了稳定的规模增长。**四季度单季实现收入 2.7 亿元，同比增长了 21.5%，大大高于前三季度 4.8%的增速。这主要归功于 30 年来为国际高端品牌加工所沉淀的高超工艺和积累的稳定客户资源，以及以专线战略确保了珍贵的核心客户；TRANSDS 品牌依靠高忠诚度的客户，也获得了近 20%增长。
- **毛利率开始体现出一定的压力，其他经营指标均健康。**毛利率达到 22.8%，同比下降 1.5 个百分点，压力主要在四季度开始体现；销售费用率和管理费用率分别获得了 0.27 和 0.25 个百分点的下降，经营性现金流量净额 1.89 亿元，同比增长了 142%。良好的现金情况是在危机中抵御风险的有力保证。
- **2009 年展望：维持稳定是主旋律。**09 年的出口环境可能更为不利，公司在外销方面以高超工艺打天下，通过稳定与开发客户资源、提高效率与品质保证规模稳定；内销品牌方面，确立了以“北京、上海、大连”为中心的三大营销区域，继续推进以旗舰店为核心带动区域发展的营销策略，并以加大高级手缝定制的推广等提高服务，同时充分利用信息化平台，提升各环节的效率。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 09、10 年的 EPS 分别为 0.34、0.38 元/股，目前的估值基本合理，但考虑到公司在行业洗牌中会获利，有能力成为长远存活下去的企业，稳健发展的策略在弱市中也难能可贵，维持“审慎推荐-A”的评级。由于对政策效应的弹性，此品种在今年的市场环境中属于可阶段性操作的品种。

- **风险因素：**危机对出口业务的影响；国内市场开拓不顺利的风险。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008	2009E	2010E
主营收入(百万元)	649	819	895	928	993
同比增长	25%	26%	9%	4%	7%
营业利润(百万元)	71	169	98	99	112
同比增长	62%	138%	-42%	1%	13%
净利润(百万元)	41	108	53	56	63
同比增长	56%	165%	-51%	5%	13%
每股收益(元)	0.25	0.66	0.32	0.34	0.38
PE	24.3	9.2	18.5	17.7	15.6
PB	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：招商证券（注：以上07年业绩包含了股票投资收益）

正文目录

一、业绩基本符合预期 高品质保证了稳定的规模增长	3
高品质保证公司在艰难环境中实现规模的稳定增长.....	3
内销品牌仍保持了稳步的增长.....	4
行业压力继续增大，毛利率开始体现出一定的压力.....	5
其他经营指标都很健康	5
二、2009 年展望：维持稳定是主旋律	7
外销：高超工艺打天下，保证规模稳定是目标.....	7
内销品牌：继续积累基础，以旗舰店为核心的营销策略	7
三、盈利预测与投资建议	9

图表目录

图 1：公司近年来收入情况	3
图 2：2006 年公司各市场实现收入占比.....	4
图 3：2007 年公司各市场实现收入占比.....	4
图 4：公司近年来毛利率情况.....	5
图 5：V 式估值法（根据 09 年 EPS）	9
图 6：大杨创世历史 PE Band.....	10
图 7：大杨创世历史 PB Band.....	10
表 1：公司近几年利润分配情况（单位：万元）	3
表 2：公司 08 年的主要品牌措施.....	4
表 3：08 年三季度业绩回顾	5
表 4：各季度业绩回顾	6
表 5：公司 09 年的主要工作措施.....	7
表 6：公司门店分布	8
表 7：09-10 年业绩预估调整	9
表 8：国际同类公司盈利预测表	10
表 9：香港同类公司盈利预测表	11
附：财务预测表	13

一、业绩基本符合预期 高品质保证了稳定的规模增长

2008 年度，公司实现营业收入 8.95 亿元，比上年同期增长了 9.36%，比我们之前预期的 8.9 亿元略高；实现归属于上市公司股东的净利润 5347.82 万元，同比下降了 50.5%，这主要是由于 07 年有约 8100 万元的股票投资收益所致。扣除非经常性损益的影响，公司实现净利润 5501.67 万元，每股收益 0.33 元/股，虽然同比下降了 -3.9%，但略高于我们之前预期的 0.31 元/股。总体经营数据基本符合我们的预期。

公司拟实行向全体股东按每 10 股派发现金股利 1.00 元（含税）的利润分配方案，合计分配支出 1650 万元，占 2008 年当年实现可供股东分配利润的 71.65%。

表 1：公司近几年利润分配情况（单位：万元）

年度	现金分红的数额	净利润	可供股东分配利润	分红占净利润比率	分红占可供股东分配利润比率
2006 年	2145	4557	3454	47.08%	62.11%
2007 年	990	10809	1455	9.16%	68.04%
2008 年	1650	5348	2303	30.85%	71.65%

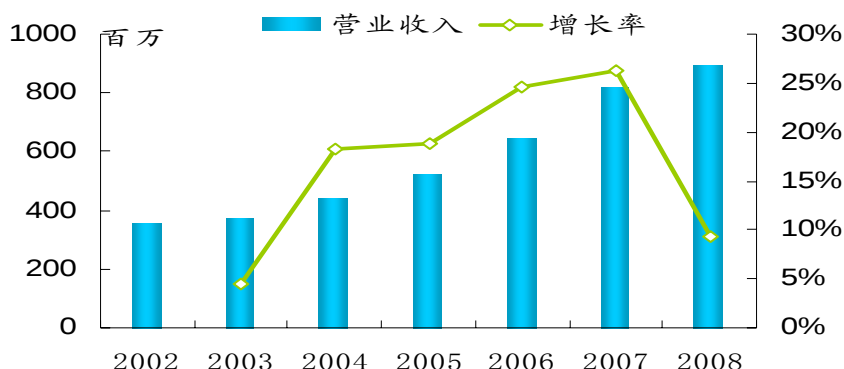
资料来源：公司公告

高品质保证公司在艰难环境中实现规模的稳定增长

2008 年，中国的服装纺织行业经受了前所未有的严峻考验。美国金融风暴引致的国际服装市场需求的持续低迷以及外贸交易风险提高，并进一步导致国内服装市场的竞争加剧。公司在这样的艰难环境中体现出了龙头公司的竞争力，实现了规模的稳定增长。共实现产量 822 万件，比去年增长 4.05%，实现主营业务收入 8.95 亿元，较去年增长 9.36%。

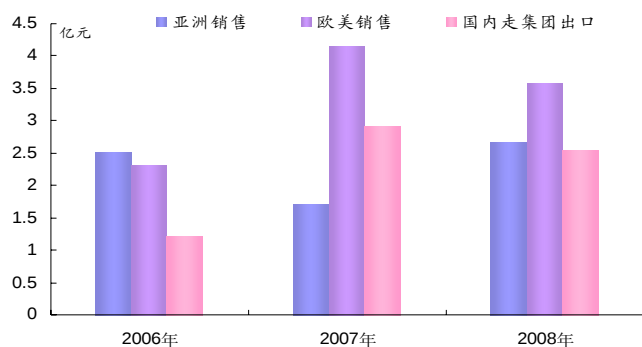
单季度看，公司四季度单季实现营业收入 2.73 亿元，同比增长了 21.5%，大大高于前三季度 4.78% 的增速，也高于三季度单季 10.8% 的增速。可以说四季度的出口环境更为恶劣，公司的单季收入却出现加快的增长，是非常不容易的。

图 1：公司近年来收入情况

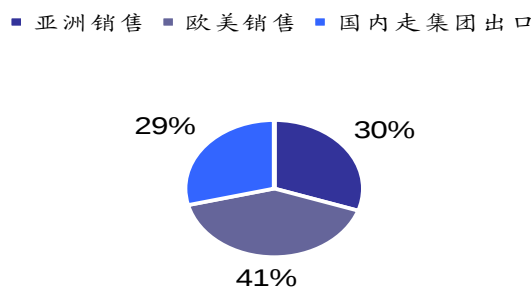


资料来源：公司公告，招商证券

分地区看，在 08 年欧美较先受到危机影响的情况下，公司的欧美销售以及走集团出口（以欧美订单为主）的销售额都有 12% 左右的下降，而亚洲销售获得了 56% 的增长，使得整体收入保持了稳定的增速。

图 2：2006 年公司各市场实现收入占比


资料来源：公司公告，招商证券

图 3：2007 年公司各市场实现收入占比


资料来源：公司公告，招商证券

我们一直强调把公司与一般生产加工企业区别开来，并非所有生产企业都是没有核心竞争力的，对于服装加工企业来说，工艺与客户是在竞争中取胜的两大核心竞争优势。公司 30 年来为国际高端服装品牌加工所沉淀的高超工艺是一般服装生产企业难以逾越的，而由此所创造的高品质，以及以此多年积累下来的稳定客户资源是保证公司在 08 年这样艰难的环境中，保持规模稳定增长的法宝。同时，公司也积极争取新的客户资源，不断开发新的区域，扩大市场份额。

另外，公司在逆境中也通过积极努力加强服务来保证收入的增长。通过实施生产专线战略，在全球服装市场低迷的情况下，确保了珍贵的核心客户资源。

内销品牌仍保持了稳步的增长

我们在以前的报告中详细论述过，对于国内的高端品牌，快速扩张是很难实施的一项策略，长远发展之计在于靠品质与服务一点点赢得客户。08 年的危机对于高端消费是很不利的，但是公司 TRANDS 品牌依靠高忠诚度的客户策略，获得了稳步的发展，全年实现内销品牌收入 6000 多万，较 07 年增长了近 20%。众多商界精英如世界金融界的传奇人物--股神沃伦·巴菲特先生也都成为创世品牌的忠实客户。

公司在 08 年继续从推广、设计、企划和品质等方面一点点赢得客户：

表 2：公司 08 年的主要品牌措施

策略	内容
以旗舰店为核心的市场推广	实施以旗舰店为核心带动区域市场发展的营销策略，北京金融街、红街河沈阳凯兴花园旗舰店都已开出。同时，推出了包括会员俱乐部、高级手缝定制在内的特色营销服务。
设计上开发精品系列	继续与国际服装设计大师凯特林·伊万诺先生（曾任乔治·阿玛尼品牌男装首席设计师）开展合作，并开发创世精品系列产品。与原先的经典系列不同，以 70 年代前后出生的社会各界精英为主要服务对象，由商务系列、时尚系列、运动生活系列构成。此系列强调线条的流畅性，追求曲线的美感，收腰合肩的修身版型，渲染出飘逸生活之上的优越。
与意大利策划机构合作的企划	继续与意大利策划机构合作提升品牌形象。
继续强调品质	08 年 3 月获得中国服装协会颁发的“中国服装品牌 2006-2007 年度品质大奖”。品质是对时尚价值在深刻理解之上的永恒坚守与承载，公司坚信就像 LV 经久耐用的皮箱、Burberry 风雨无侵的“Gabardine”等一样，对品质的苛求伴随世事变迁，融化为品牌最为深刻的精神印记。

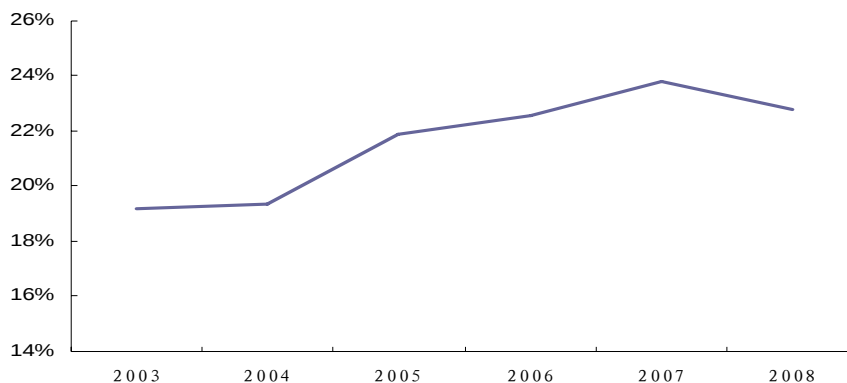
资料来源：招商证券整理

行业压力继续增大，毛利率开始体现出一定的压力

08 年公司的服装加工业务毛利率达到 22.82%，较上年下降了 1.51 个百分点。通过对比发现，毛利率的压力主要在四季度开始体现，可以看出四季度的出口环境更为恶劣，国外客户的压价也更为厉害。

公司在危机之前的几年，毛利率一直处于小幅提升的状态，这在我国服装纺织加工企业里面是非常难得的。而 08 年前三季度综合毛利率达到 24.1%，同比提高了 2.5 个百分点；三季度单季毛利达到 26.4%，也提高了 2.3 个百分点。这充分反映出公司因其高超的工艺与多年积累的稳定客户群体现出的区别于一般普通生产出口企业的核心竞争力。

图 4：公司近年来毛利率情况



资料来源：公司公告，招商证券

其他经营指标都很健康

销售费用率和管理费用率都比较良好，分别获得了 0.27 和 0.25 个百分点的下降。销售费用率的下降一方面可以看出公司因为拥有稳定的客户群，没有因为出口环境恶劣而增加营销，另一方面由于公司的内销品牌拓展采取稳步走的模式，广告费用支出不大；公司在弱市中对费用控制得力，也导致了管理费用率的下降。

现金流情况非常理想，经营活动产生的现金流量净额达到 1.89 亿元，同比增长了 141.9%。良好的现金情况是公司在危机中抵御风险的有力保证。

表 3：08 年三季度业绩回顾

(百万元)	07Q4	08Q3	08Q4	同比	环比
营业收入	225	254	273	21%	8%
营业毛利	66	67	54	-18%	-19%
营业费用	6	11	10	79%	-8%
管理费用	12	11	14	17%	28%
财务费用	3	0	-1	-133%	-369%
投资收益	4	0	-1	-131%	-974%
营业利润	49	44	23	-53%	-47%
所得税	11	10	3	-70%	-66%
归属母公司净利润	30	26	14	-54%	-46%
EPS (元)	0.18	0.15	0.08		

资料来源：公司公告（注：以上利润的分析请注意投资收益的影响）

表 4: 各季度业绩回顾

(百万元)	06Q1	06Q2	06Q3	06Q4	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4
营业收入	131	115	216	163	198	167	229	225	195	173	254	273
营业毛利	27	29	47	43	29	45	55	66	43	40	67	54
营业费用	6	6	9	10	28	8	0	6	8	13	11	10
管理费用	8	7	11	17	15	8	11	12	11	13	11	14
财务费用	1	0	1	1	1	1	2	3	4	2	0	-1
投资收益	3	0	-1	0	72	4	1	4	0	1	0	-1
营业利润	16	16	24	22	45	30	45	49	19	12	44	23
归属母公司净利	9	10	16	10	29	20	30	30	12	3	26	14
EPS (元)	0.05	0.06	0.09	0.06	0.17	0.12	0.18	0.18	0.07	0.02	0.15	0.08
主要比率												
毛利率	21%	25%	22%	27%	15%	27%	24%	29%	22%	23%	26%	20%
营业费用率	4%	5%	4%	6%	14%	5%	0%	3%	4%	7%	4%	4%
管理费用率	6%	6%	5%	10%	8%	5%	5%	5%	5%	7%	4%	5%
营业利润率	12%	14%	11%	13%	23%	18%	20%	22%	10%	7%	17%	8%
有效税率	18%	9%	12%	31%	29%	14%	16%	22%	21%	42%	22%	14%
净利率	7%	9%	7%	6%	14%	12%	13%	13%	6%	2%	10%	5%
YoY												
收入	0%	26%	32%	21%	51%	46%	6%	38%	-1%	4%	11%	21%
归属母公司净利	14%	456%	-16%	267%	220%	91%	93%	199%	-59%	-86%	-15%	-54%

资料来源: 招商证券

二、2009 年展望：维持稳定是主旋律

2009 年，我国服装纺织行业面临的出口环境可能更恶劣，近期的出口数据也更为糟糕，在这样更为不利的环境中，公司以维持稳定为主旋律，将从外销和内销两方面入手保证自身的实力。

外销：高超工艺打天下，保证规模稳定是目标

09 年将是行业继续洗牌的一年，在需求低迷的情况下，客户对产品的质量和安全将更加重视，有基础有实力的服装企业将成为客户的首选供应商。从目前的情况看，一季度的订单相对还比较饱满，而二季度的订单压力有所增大，主要体现在日本市场，由于公司在日本市场的订单以高端为主，所以受影响的程度较大，而欧美市场偏向中高端，所以目前订单情况尚可。

凭借多年来打下的坚实基础，我们相信公司有能力在行业的洗牌过程当中获得新的发展空间，公司力求以下几个措施保增长。

表 5：公司 09 年的主要工作措施

措施	注释
加强与原有客户的合作	公司 08 年推行的专线生产服务效果显著，对于优质客户的保障意义重大，公司在 09 年将继续推行，并依靠可靠的品质与加强服务，使得原有客户与公司的合作将更加紧密。
开发新客户	行业洗牌之后所带来的市场机遇，有限的服装订单开始向优势服装加工企业聚集。一些新的客户也开始对公司表现出浓厚的兴趣。公司要在做好现有出口业务的基础上努力抓住新客户的开发机会，不断巩固在世界高档男装市场的地位，同时拓展女装、单裁职业装等市场。
提高效率与继续提升品质	公司的生产型子公司将在流水线生产效率和产品质量方面不断提升，努力用高档次、高品质、高附加值的产品，拉开与低端加工企业的距离，提高企业的竞争力。同时，加强各项费用控制，继续实施“零浪费”制度，降低消耗、杜绝浪费。

资料来源：招商证券

内销品牌：继续积累基础，以旗舰店为核心的营销策略

应该说，公司的内销品牌发展策略是不符合资本市场偏好的，但是对于实业来说，要想成为能长远立足的国内的高端品牌，快速扩张是很难实施的一项策略，长远发展之计在于靠品质与服务一点点赢得客户。公司希望凭借对服务的坚持、品质的坚持、价值的坚持在未来的品牌竞争中获得一席之地。

公司在 09 年的发展主要在于两方面：

1、继续推进以旗舰店为核心的营销策略。

公司确立了以“北京、上海、大连”为中心的三大营销区域及品牌运营的格局，继续推进以旗舰店为核心带动区域发展的营销策略，在北京金融街、红街和沈阳凯兴花园旗舰店旗舰店的基础上，未来将以世博为契机，逐步开拓上海为中心的南方市场。

公司的旗舰店是品牌营销的中坚力量，对于忠诚客户的维护起到重要作用。风格各不相同，金融街店追求新古典主义的尊享，红街店讲求时尚新贵的私享，沈阳凯兴花园旗舰店建立在高档社区，则着眼于未来的畅享。

目前公司的门店数量达到 25 家，09 年在危机中公司以继续积累品牌基础为目标，以继续提升现存有的各个单店的销售规模为主，出于优化品牌营销网络的需要，公司也可能在在潜力较大的市场区域开设新的店面。

表 6：公司门店分布

地点	商场	形式
辽宁:大连	大连开发区	创世旗舰店
大连	麦凯乐商场	创世专柜
大连	友谊商城	创世专柜
大连	百年城	创世专柜
大连	新世界	创世专柜
沈阳	凯兴花园	创世旗舰店
沈阳	卓展	创世专柜
鞍山	新世界	创世专柜
吉林:长春	卓展时代购物广场	创世专柜
长春	国际商业中心一店	创世专柜
黑龙江:哈尔滨	新世界	创世专柜
河南:郑州	正道花园	创世专柜
郑州	新马特	创世专柜
天津	海信广场	创世专柜
山东:济南	银座 2 家	创世专柜
山西:太原	华宇	创世专柜
太原	迎泽宾馆	创世专柜
宁夏:兰州	百盛	创世专柜
新疆:乌鲁木齐	世纪金花购物中心	创世专柜
陕西:西安	高新世纪金花	创世专柜
西安	钟鼓楼世纪金花	创世专柜
北京	京西宾馆	创世专柜
	新光天地	创世专柜
北京	金融街	创世旗舰店
北京	工人体育馆	创世旗舰店

资料来源：公司调研，公司网站，招商证券

2、提高服务水平。

公司还会大力推广旗舰店与会员俱乐部的复合营销模式，集中发展 VIP 会员，并加大高级手缝定制服务的推广力度，为消费者提供专属的特色服务，逐步形成独有的竞争优势。

3、提高效率。

由于公司的门店全部以直营为主，各门店的信息化系统都很健全，未来要充分利用信息化管理平台，提升品牌运营各个环节的效率。

三、盈利预测与投资建议

综上所述，公司 08 年在出口环境艰难的情况下，获得了较为不错的成绩，充分显示出高端服装出口龙头企业有核心竞争力的品质与工艺优势，以及耕耘多年的稳定的客户群。09 年宏观出口环境将可能持续恶劣，但在公司所拥有的这些优势保证下，我们相信公司能达到基本维持稳定的目标。我们预计公司 09、10 年的 EPS 分别为 0.34、0.38 元/股。当然伴随着出口环境的恶劣程度，也可能出现季度业绩的波动。

公司目前的估值为 09 年 17 倍 PE，基本合理，但考虑到公司是具有核心竞争力的服装龙头，且在行业洗牌中会获利，有能力成为长远存活下去的企业，公司稳健发展的策略在弱市中也难能可贵，维持“审慎推荐-A”的评级。

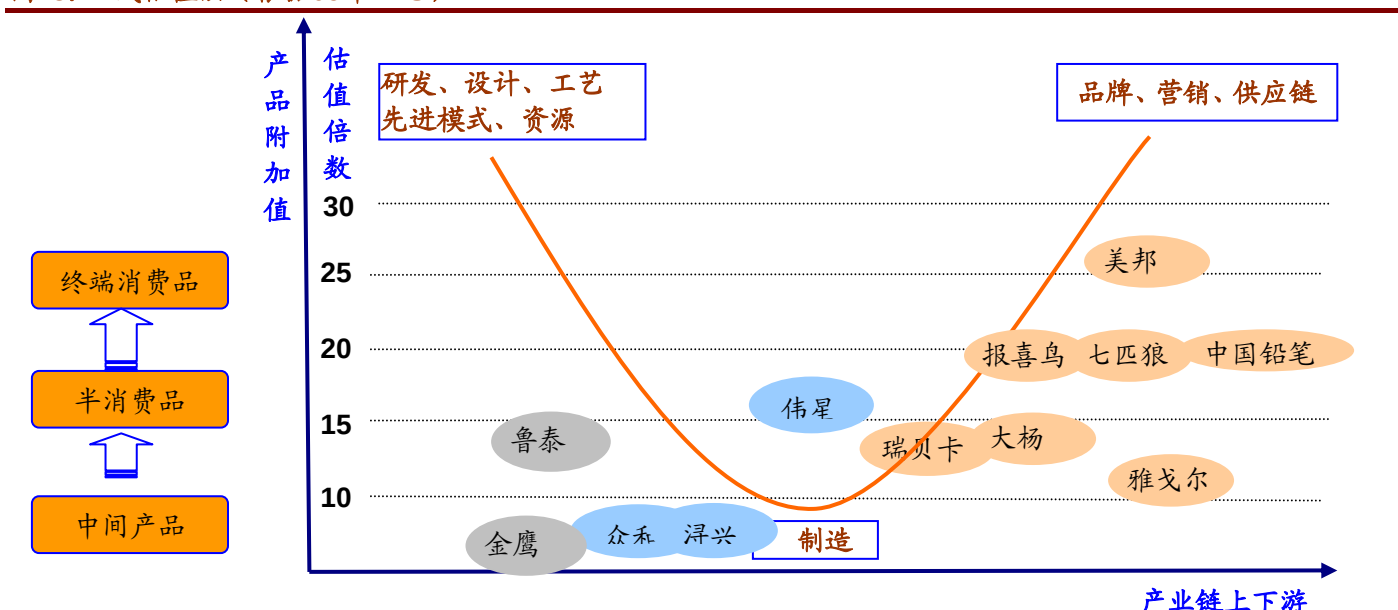
在操作策略上，由于对政策效应的弹性，此品种在今年的市场环境中属于可阶段性操作的品种，其较强的经营实力给予业绩一定的稳定保证，同时又具有对政策刺激的弹性。

表 7：09-10 年业绩预估调整

(百万元)	2009E		2010E		变化	
	调整前	调整后	调整前	调整后	2009E	2010E
营业收入	962	928	1086	993	-3.6%	-8.5%
营业毛利	238	200	280	221	-15.9%	-21.0%
营业利润	106	99	128	112	-6.4%	-12.3%
归属母公司净利润	60	56	72	63	-6.6%	-12.0%
EPS (元)	0.36	0.34	0.44	0.38	-5.7%	-12.7%
收入增长率	8.0%	3.6%	12.9%	7.1%	-54.9%	-45.1%
毛利率	24.7%	21.6%	25.8%	22.3%	-12.6%	-13.7%
净利率	6.2%	6.0%	6.7%	6.4%	-2.6%	-4.8%

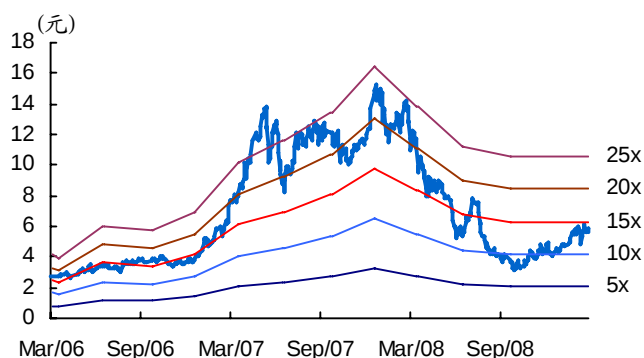
资料来源：招商证券

图 5：V 式估值法（根据 09 年 EPS）



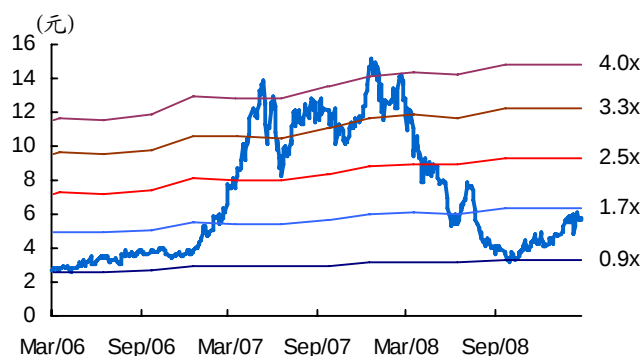
资料来源：招商证券

图 6: 大杨创世历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 7: 大杨创世历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

表 8: 国际同类公司盈利预测表

领域	公司	收盘价	市值 (百万)	PB	ROE (%)	07 EPS	08 EPS	09 EPS	07 PE	08 PE	09 PE	08-09 增长率
运动	NIKE	41.0	19862	2.5	25.4	3.84	3.78	4.06	11	11	10	7.47%
	ADS	24.1	4774	1.4	18.8	2.78	3.07	2.95	9	8	8	-3.98%
	Puma	123.4	1978	1.7	20.1	16.7	14.9	15.6	7	8	8	4.78%
奢侈品/ 高档品	LVMH	46.5	22760	1.9	16.6	4.13	3.93	4.13	11	12	11	4.96%
	HERMES	67.5	7119	5.0	20.1	2.07	1.87	1.71	33	36	39	-8.36%
	COACH	13.6	4363	3.0	45.7	2.73	2.70	2.72	5	5	5	0.63%
	POLO	33.9	3358	1.3	17.8	-	27.1	27.4	-	1	1	1.10%
	TOD'S	29.5	899	1.6	14.3	4.30	1.81	1.57	7	16	19	-13.37%
	BOSS	10.0	704	3.1	29.6	4.30	1.81	1.57	2	6	6	-13.37%
	BURBERRY	259.0	1122	2.1	30.3	-	27.1	27.4	-	10	9	1.10%
	Perry Ellis	5.0	76	0.3	10.8	2.54	2.73	2.54	2	2	2	-6.78%
	Phillips-Van	16.1	828	0.8	19.3	1.49	0.68	0.98	11	24	16	43.49%
	PPR	46.7	5906	0.6	9.9	3.02	2.92	2.31	15	16	20	-20.93%
大众品	UNIQLO	9950.0	1055433	3.9	17.3	299	-	-	33	-	-	-
	H&M	334.0	276397	7.5	44.3	18.6	19.6	21.8	18	17	15	11.31%
	INDITEX	29.5	18357	4.2	32.7	1.61	2.07	2.06	18	14	14	-0.58%
	GAP	11.4	8019	1.9	17.6	1.10	1.16	1.23	10	10	9	6.11%
	VF	51.6	5675	1.6	16.9	5.37	5.43	5.93	10	10	9	9.23%
	LTD US	7.7	2493	1.3	27.8	2.10	0.79	1.00	4	10	8	27.73%
	NEXT	1190.0	2345	-	-	1.68	155	128	-	8	9	-17.17%
	GUESS	16.0	1507	2.0	-	-	2.29	2.04	-	7	8	-11.03%
	Benetton	5.0	904	0.6	10.7	0.80	0.83	0.67	6	6	7	-19.54%
	Abercrombie& American	21.9	1910	1.0	15.7	4.85	1.84	2.17	5	12	10	17.97%
配饰	Eagle	9.3	1911	1.4	29.0	1.88	0.99	0.73	5	9	13	-26.83%
	Aeropostale	22.7	1517	7.2	50.7	1.60	2.20	2.11	14	10	11	-4.14%
	Bulgari	3.1	932	1.2	20.0	0.50	0.34	0.26	6	9	12	-23.54%
	RICHEMONT	15.9	9124	0.7	20.7	2.54	2.21	1.62	6	7	10	-26.65%
	Fossil	12.5	835	1.0	17.6	1.16	1.51	1.59	11	8	8	5.01%
配饰	Tiffany	19.0	2334	1.4	17.7	2.06	2.27	1.78	9	8	11	-21.61%
	Swatch	133.5	7355	1.4	19.7	32.7	15.5	13.2	4	9	10	-15.17%

资料来源：Bloomberg、招商证券

表 9：香港同类公司盈利预测表

领域	股票名称	收盘价	市值	PB	ROE (%)	07 EPS	08 EPS	09 EPS	07 PE	08 PE	09 PE	08-09 增长率
女装	思捷环球	42.9	53848	4.0	46.0	4.2	4.6	4.8	10	9	9	5.79%
	宝姿	8.0	4516	4.0	43.1	0.7	0.9	1.0	11	9	8	9.74%
	安莉芳	2.0	782	0.9	15.7	0.3	0.3	0.3	6	8	6	25.48%
休闲装	利丰	17.3	62510	6.2	33.6	0.8	0.9	1.1	20	20	16	19.43%
	波斯登	0.5	4042	0.6	29.2	0.1	0.1	0.1	7	4	4	-0.83%
	班尼路	3.3	4420	1.1	26.2	0.5	0.7	0.7	7	5	5	4.71%
	真维斯	1.8	1949	1.0	27.3	0.5	0.3	0.3	4	7	6	9.49%
	佐丹奴	1.8	2745	1.4	15.1	0.2	0.2	0.2	9	9	10	-11.63%
运动装	李宁	9.9	10358	4.8	30.1	0.5	0.7	0.9	22	13	11	23.61%
	中国动向	2.6	14391	2.2	23.6	0.1	0.2	0.3	20	11	10	12.69%
	安踏体育	3.6	8889	1.8	24.5	0.2	0.4	0.5	17	10	8	23.10%
	特步	1.7	3718	-	95.0	0.1	0.3	0.3	17	6	5	28.26%
	鸿星尔克	0.1	293	0.3	12.1	0.2	0.0	0.0	1	3	3	9.20%
女鞋	宝胜国际	0.8	2676	0.5	17.9	0.0	0.1	0.1	85	7	5	28.59%
	百丽国际	3.3	27833	1.9	27.1	0.2	0.3	0.3	14	12	10	17.96%
	永恩国际	1.2	2015	1.2	32.7	0.2	0.3	0.3	5	4	4	8.93%
	盈进集团	0.5	324	0.4	19.9	0.1	0.1	0.1	4	5	4	40.01%
	Walker Group	0.5	324	0.4	19.9	0.1	0.1	0.1	4	5	4	40.01%
首饰	九兴控股	8.3	6514	1.2	19.6	0.1	1.2	1.0	57	7	8	-14.67%
	鸿国国际	0.1	58	0.5	24.5	0.3	0.1	0.1	1	3	2	7.90%
	莎莎	2.2	2997	3.0	33.8	0.2	0.2	0.2	14	11	11	1.51%
生产	新宇亨得利	1.3	3145	1.5	25.6	0.2	0.2	0.2	8	6	6	3.09%
	周生生	4.2	2528	0.8	16.7	0.9	1.0	1.1	5	4	4	11.86%
	魏桥	2.0	2437	0.2	14.7	4.5	0.6	0.7	0	4	3	23.76%
	裕元	14.5	23876	1.1	18.0	0.2	1.9	2.1	67	8	7	6.85%

资料来源：Bloomberg、招商证券

参考报告:

1、《大杨创世—国内国外两条腿走路，期待与 BCBG 共舞》2007/4/15:

详细介绍了公司的经营情况。

2、《大杨创世—股东大会纪要以及一季报点评》2007/4/30:

主要介绍了公司品牌发展的初步规划。

3、《大杨创世—守得云开见月明》2007/8/10:

提出 TRANDS 品牌的五大构成要素，作为对国内服装品牌建设体的初步分析框架，并对国内服装品牌上市公司进行了比较。

4、《纺织与服装行业 07 年第四季度投资策略报告—品牌模式与快速成长是永恒主题》2007/10/17:

建立了完整的行业分析框架与估值体系“V 式估值法”，创新性提出我国服装品牌发展两大模式。

5、《大杨创世—业绩基本回复正常 达沃斯凸显高档底质》2007/10/29

6、《纺织与服饰行业 08 年度投资策略报告—模式为王：服饰品牌研究第一卷》2008/02/14:

对服饰行业研究引入“模式为王”的逻辑理论，创新性提出品牌竞争五阶段论，结合服装不同领域的模式特点与品牌所处阶段综合判断公司价值，并以此提出我国在中低档男休闲装领域和高档男正装领域适合的两大模式。

7、《大杨创世—出口结构调整顺利，期待内销品牌的拓展》2008/3/25

8、《服饰品牌研究第一卷系列之渠道模式探讨—通胀助推品牌服饰 渠道模式各竞风流》2008/5/7:

在 08 年年度策略报告中提出的品牌竞争阶段论和所处领域模式的分析基础上，提出了品牌评价系统的初步模型，以进一步完善我们的品牌逻辑分析框架。并在此文中对品牌评价系统中的渠道模式进行了详细分析，结合国内品牌公司进行阐述。

9、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第二卷）：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22:

创新性提出时尚产业分析图谱，将产品与公司按“时尚性要求高低”与“档次高低”二维标准划分为四大类，借助我们构建的完整品牌评价系统，清晰实现了时尚产业产品-模式-投资策略的逻辑演绎。

10、《大杨创世—出口退税上调预期带来一定交易性机会》2008/7/21

11、《大杨创世—业绩基本回复正常 达沃斯凸显高档底质》2008/8/19

12、《大杨创世—出口环境持续恶劣 单季收入增速加快》2008/10/28

13、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第三卷）：时尚波涛中的启航者 内功筑就扩张之美》2008/12:

从宏观行业和微观公司两个角度出发，对服饰消费和服饰品牌公司发展规律做出实证研究。精选出国际高档奢侈品和中低档领域可对比公司，总结出危机中的品牌公司分化表现，并在此基础上形成自建的品牌分化路径演绎框架和经济周期中的品牌服饰消费弹性框架。最后结合时尚产业图谱，归结出重点品牌服装公司 09 年投资策略。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
流动资产	342	469	570	695	806
现金	115	225	291	437	519
交易性投资	14	6	3	3	3
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	72	84	79	76	82
其它应收款	6	3	2	4	4
存货	114	131	170	168	187
其他	21	21	24	7	12
非流动资产	421	337	351	246	208
长期股权投资	5	9	5	5	5
固定资产	314	316	288	238	200
无形资产	2	2	4	3	3
其他	100	10	55	0	0
资产总计	762	806	921	941	1014
流动负债	109	108	150	113	117
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	60	46	45	49	50
预收账款	10	5	16	18	17
其他	39	56	88	45	50
长期负债	19	0	1	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	19	0	1	0	0
负债合计	128	108	151	113	117
股本	165	165	165	165	165
资本公积金	220	184	188	188	188
留存收益	151	233	277	316	364
少数股东权益	98	116	140	159	180
母公司所有者权益	536	582	630	669	717
负债及权益合计	762	806	921	941	1014

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
经营活动现金流	93	57	139	142	122
净利润			53	56	63
折旧摊销			0	56	59
财务费用			0	7	5
投资收益			0	0	0
营运资金变动			0	(18)	(24)
其它			85	40	19
投资活动现金流	(68)	77	(60)	27	(19)
资本支出			0	(10)	(20)
其他投资			(60)	37	1
筹资活动现金流	(16)	(24)	(13)	(24)	(20)
借款变动			0	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			0	(17)	(16)
其他			(13)	(7)	(5)
现金净增加额	9	110	66	145	82

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	649	819	895	928	993
营业成本	502	624	691	727	772
营业税金及附加	0	1	1	1	1
营业费用	32	41	43	44	50
管理费用	39	46	48	49	54
财务费用	3	7	5	7	5
资产减值损失	0	7	5	0	0
公允价值变动收益	0	(4)	(4)	0	0
投资收益	(1)	81	(0)	0	0
营业利润	71	169	98	99	112
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	1	0	2	0	0
利润总额	71	170	96	100	113
所得税	13	35	21	25	28
净利润	58	135	75	75	84
少数股东损益	17	26	21	19	21
母公司所有者净利润	41	108	53	56	63
EPS (元)	0.25	0.66	0.32	0.34	0.38

主要财务比率

	2006	2007	2008	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	25%	26%	9%	4%	7%
营业利润	62%	138%	-42%	1%	13%
净利润	56%	165%	-51%	5%	13%
获利能力					
毛利率	22.5%	23.8%	22.8%	21.6%	22.3%
净利率	6.3%	13.2%	6.0%	6.0%	6.4%
ROE	7.6%	18.6%	8.5%	8.4%	8.8%
ROIC	9.6%	20.0%	10.4%	9.7%	9.8%
偿债能力					
资产负债率	16.8%	13.4%	16.4%	12.0%	11.6%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.1	4.4	3.8	6.2	6.9
速动比率	2.1	3.2	2.7	4.7	5.3
营运能力					
资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
存货周转率	5.8	5.1	4.6	4.3	4.4
应收帐款周转率	9.3	10.5	11.0	11.9	12.5
应付帐款周转率	11.4	11.8	15.1	15.3	15.5
每股资料(元)					
每股收益	0.25	0.66	0.32	0.34	0.38
每股经营现金	0.56	0.35	0.84	0.86	0.74
每股净资产	3.25	3.53	3.82	4.06	4.34
每股股利	0.12	0.06	0.10	0.10	0.10
估值比率					
PE	24.3	9.2	18.5	17.7	15.6
PB	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	18.5	10.2	21.3	13.4	12.4

分析师简介

王薇，英国兰卡斯特大学（与 LBS 为英国唯一两所六星级管理商学院）金融学硕士，广州暨南大学金融与会计双学士学位，拥有证券从业资格，现为招商证券服饰纺织行业分析师，4 年证券研究经验，3 年服饰纺织行业研究经验。2008 年度《新财富》最佳分析师服装纺织行业第一名。

主要研究特点：主要研究特点：跳脱出传统的纺织服装行业分析，领先的提出时尚产业分析图谱。并把握住时尚产业的时尚性与相匹配的反应速度的本质，完整演绎时尚产业产品-模式-投资策略的图谱。结合自建的品牌竞争阶段论和品牌评价系统进行阐述，清晰把握公司的投资主线与发展路径。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。