

王薇
 0755-82960477
 wang_w@cmschina.com.cn

2009年4月21日

大杨创世(600233.SH)/6.92元

危机中傲然屹立 坚固底质是根本

纺织服装·服装

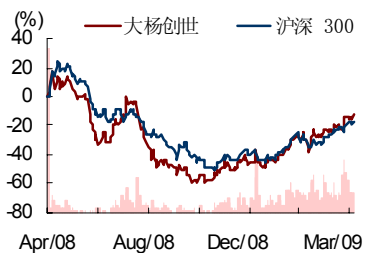
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2557
总股本(万股)	16500
已上市流通股(万股)	9847
总市值(亿元)	11
流通市值(亿元)	7
每股净资产(MRQ)	4.0
ROE(TTM)	8.4
资产负债率	15.7%
主要股东	大杨集团有限公司
主要股东持股比例	40.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	118	-25
相对表现	1	73	-3



相关报告

- 1、《大杨创世—业绩基本回复正常 达沃斯凸显高档底质》2007/10/29
- 2、《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
- 3、《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
- 4、《大杨创世-恶劣环境下维持了业绩的基本稳定》2008/8/19
- 5、《大杨创世—出口环境持续恶劣 单季收入增速加快》2008/10/28
- 6、《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
- 7、《大杨创世—业绩基本符合预期，维持稳定是主旋律》2009/3/20

行业深受国内外危机困扰的背景下，公司交出了一份靓丽的季报，我们一直强调的工艺与客户铸成的坚固堡垒，使得公司在严峻危机中傲然屹立。我们强调如果需求略有回升、以及各项政策、措施对行业的扶持等，只有优质龙头企业才能实际受益，提升市场份额。

- **业绩大幅超预期：坚固底质是根本，汇率稳定与成本控制是增色剂。**09 年 1-3 月，公司实现营业收入和净利润分别为 2.25 亿元和 1960.6 万元，同比分别增长 15.3%和 68.99%。每股收益 0.12 元/股，各项指标都大幅超过市场预期。
- **坚固底质使得公司获得稳定的订单。**有基础有实力的服装企业将成为客户危机中的首选。公司拥有高超工艺和稳定客户铸成的坚固堡垒，还通过加强服务、优化生产线确保核心客户以及吸引新客户。一季度综合的订单情况基本稳定，已是最优秀企业才能取得的成绩。汇率稳定是收入增幅超预期的主因。
- **成本降低使得毛利率大幅提升。**毛利率达到 25.6%，大幅提升了 3.7 个百分点。这也是利润比收入更大幅增长的主因。强化成本意识、并优化了流水线的生产管理、原材料成本下降等导致整体成本降低。加工费保证了相对的稳定，公司并没有接档次低的单，订单价格没有出现明显的下降。
- **人民币汇率稳定，以及费用控制得力节约了大量费用。**销售费用率基本保持稳定，管理费用率同比下降了 1.52 个百分点。财务费用大幅下降 100%以上至-2916 元，，主要是汇率稳定所致。此外，实际税率达 38%，同比大幅上升 17%，使得净利润增幅低于利润总额 109%的增幅。现金流情况依然较理想，同比增长了 42.3%。
- **盈利预测与投资评级：**库存重置带来的订单回升可能使后续的环比出口数据还会表现不错。但非最终需求的反弹，力度有多大、持续时间多长的答案都不是乐观。各项利好唯一能本质受益的就是优质龙头企业。预计公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.36、0.41 和 0.50 元/股。估值目前为 09 年 19 倍 PE，基本合理。但是存在业绩超预期的可能，建议关注。维持“审慎推荐-A”评级。

财务数据与估值

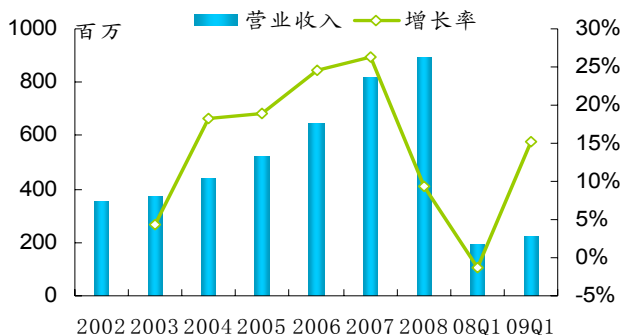
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	819	895	940	1026	1180
同比增长	26%	9%	5%	9%	15%
营业利润(百万元)	169	98	111	126	153
同比增长	138%	-42%	14%	13%	22%
净利润(百万元)	108	53	59	68	83
同比增长	165%	-51%	10%	16%	22%
每股收益(元)	0.66	0.32	0.36	0.41	0.50
PE	9.2	18.5	16.9	14.6	11.9
PB	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：招商证券

一、业绩大幅超预期：坚固底质是根本 汇率稳定与成本控制是增色剂

2009 年 1-3 月，公司实现营业收入 2.25 亿元，同比增长了 15.3%，实现营业利润和归属于上市公司股东的净利润分别为 3970.9 万和 1960.6 万元，同比分别大幅增长了 109.5%和 68.99%。每股收益 0.12 元/股，各项指标都大幅超过市场的预期。在行业深受国内外危机困扰的背景下，公司交出了一份如此靓丽的季报，充分反映出我们一直强调的工艺与客户铸成的坚固堡垒，使得公司在严峻危机中傲然屹立。

图 1：公司近年来收入情况



资料来源：公司公告，招商证券

图 2：公司近年来净利润情况



资料来源：公司公告，招商证券（07 年包含 8100 万投资收益）

具体分析，公司一季度获得如此好的成绩，主要原因有三点：

- 1、坚固底质使得公司获得稳定的订单，保证了规模基础
- 2、成本降低使得毛利率大幅提升
- 3、人民币汇率稳定，以及费用控制得力节约了大量费用

坚固底质使得公司获得稳定的订单

此轮危机使中国的服装纺织行业经受了前所未有的考验。而公司高超工艺和稳定客户构成的核心竞争力，成为保证规模稳定的法宝。我们一再强调公司 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将会使公司在危机中获得远高于其他企业的业绩。

在需求低迷的情况下，客户对产品的质量和交货期更加重视，有基础有实力的服装企业将成为客户的首选供应商。公司还通过积极努力加强服务、优化生产线确保了珍贵的核心客户资源。公司也吸引到一些新的客户，扩大市场份额。

总体来看，公司 1、2 月份订单情况不错，3 月份接单情况较不好，一季度综合的订单情况基本稳定，订单量没有大幅下滑，已经是行业内最优秀企业才能获得的成绩。

此外，收入的增长还由于人民币汇率稳定，08 年一季度汇率还处于升值的过程中，今年的汇率基本稳定在 6.8 左右的水平，这是收入增长幅度超过预期的主要原因。

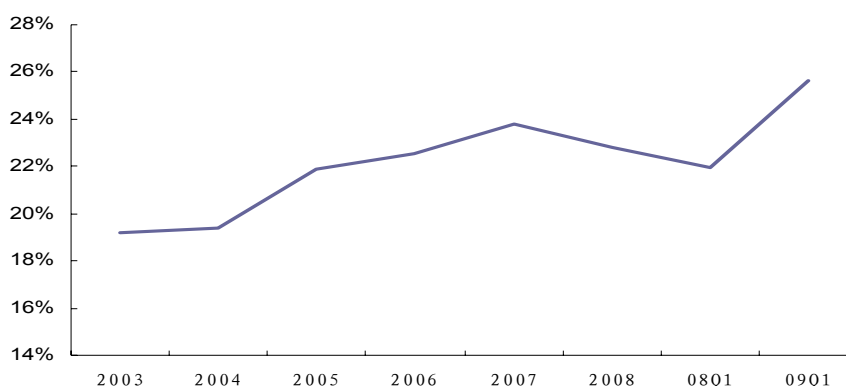
成本降低使得毛利率大幅提升

09 年一季度公司的营业成本为 1.67 亿，同比上升了 9.8%，低于收入的增幅。这使得毛利率达到 25.6%，大幅提升了 3.7 个百分点。这也是公司利润比收入更大幅增长的主因。

成本的降低有主客观两方面的原因，主观上在于公司强化成本意识、并优化了流水线的生产管理，使得成本减少；客观上由于原材料成本下降，以及出口退税有 100 多万的影响，也导致整体的成本降低。

另外，加工费保证了相对的稳定，由于公司并没有接比以往档次低的单，而且客户对公司的依赖度也大，公司的订单价格没有出现明显的下降。

图 3：公司近年来毛利率情况



资料来源：公司公告，招商证券

人民币汇率稳定，以及费用控制得力节约了大量费用

危机中企业都会加强费用控制意识。公司一季度的销售费用率基本保持稳定，比去年同期下降了 0.2 个百分点，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；管理费用率为 3.95%，同比下降了 1.52 个百分点，显示出公司费用控制得力。

财务费用为 -2916 元，比去年同期的 355.9 万元大幅下降，主要是人民币汇率稳定所致。

此外，我们注意到公司一季度的实际税率达到 38%，比去年同期大幅上升了 17%，这使得净利润的增幅达到 68.99%，低于营业利润和利润总额 109.5% 的增幅。

现金流情况依然较理想，经营活动产生的现金流量净额为 8415.7 万元，同比增长了 42.3%，强劲的现金流成为公司在危机中发展的安全支撑。

公司一季度的主要经营指标如下表所示：

表 1: 09 年一季度业绩回顾

(百万元)	08Q1	08Q4	09Q1	同比	环比
营业收入	195	273	225	15%	-18%
营业毛利	43	54	58	35%	6%
营业费用	8	10	9	10%	-12%
管理费用	11	14	9	-17%	-36%
财务费用	4	-1	0	-100%	-100%
投资收益	0	-1	0	-78%	-101%
营业利润	19	23	40	110%	72%
所得税	4	3	15	279%	360%
归属母公司净利润	12	14	20	69%	43%
EPS (元)	0.07	0.08	0.12		

资料来源: 公司报表, 招商证券整理

表 2: 各季度业绩回顾

(百万元)	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1
营业收入	198	167	229	225	195	173	254	273	225
营业毛利	29	45	55	66	43	40	67	54	58
营业费用	28	8	0	6	8	13	11	10	9
管理费用	15	8	11	12	11	13	11	14	9
财务费用	1	1	2	3	4	2	0	-1	0
投资收益	72	4	1	4	0	1	0	-1	0
营业利润	45	30	45	49	19	12	44	23	40
归属母公司净利润	29	20	30	30	12	3	26	14	20
EPS (元)	0.17	0.12	0.18	0.18	0.07	0.02	0.15	0.08	0.12
主要比率									
毛利率	15%	27%	24%	29%	22%	23%	26%	20%	26%
营业费用率	14%	5%	0%	3%	4%	7%	4%	4%	4%
管理费用率	8%	5%	5%	5%	5%	7%	4%	5%	4%
营业利润率	23%	18%	20%	22%	10%	7%	17%	8%	18%
有效税率	29%	14%	16%	22%	21%	42%	22%	14%	38%
净利率	14%	12%	13%	13%	6%	2%	10%	5%	9%
YoY									
收入	51%	46%	6%	38%	-1%	4%	11%	21%	15%
归属母公司净利润	220%	91%	93%	199%	-59%	-86%	-15%	-54%	69%

资料来源: 招商证券

二、盈利预测与投资建议

3 月份略有回暖的纺织出口数据让市场对出口企业有转好的预期，我们认为这是作为基础消费品从突然的危机恐慌中回复正常状况的表现。当信心危机导致存货低到很低水平时，重置库存是自然的结果。且此数据还离不开出口退税率累计提高 5 个百分点、美国取消对我国纺织品进口限制等综合作用。由于一季度普遍反映比去年四季度的订单情况有好转，所以由库存重置带来的订单回升或许可能使得后续的环比数据还会表现不错。

但是近日美国的数据显示与消费相关的零售额、消费信贷和消费者信心指数在 3 月份都出现下降，我们认为中国纺织经济的复苏仍然面临持续性的考验。国际需求的恢复不是一蹴而就的事情，出口订单也仍面临很大的压力。非最终需求的反弹，力度有多大、持续时间多长的答案都不是很乐观。可以初步判断，更远一些的订单状况仍具有较大不确定性，这取决于外部最终需求能否持续好转。

从公司目前的情况看，订单已经到 9 月份，整体的订单量与去年处于相对稳定的状态。预计二季度的盈利情况至少可以保证稳定的水平。我们暂时略微上调盈利预测，待形势进一步确定再调整。预计公司 09-10 年的 EPS 分别由 0.34、0.38 元/股上调为 0.36、0.41 元/股，11 年 EPS 为 0.50 元/股。

表 6：09-10 年业绩预估调整

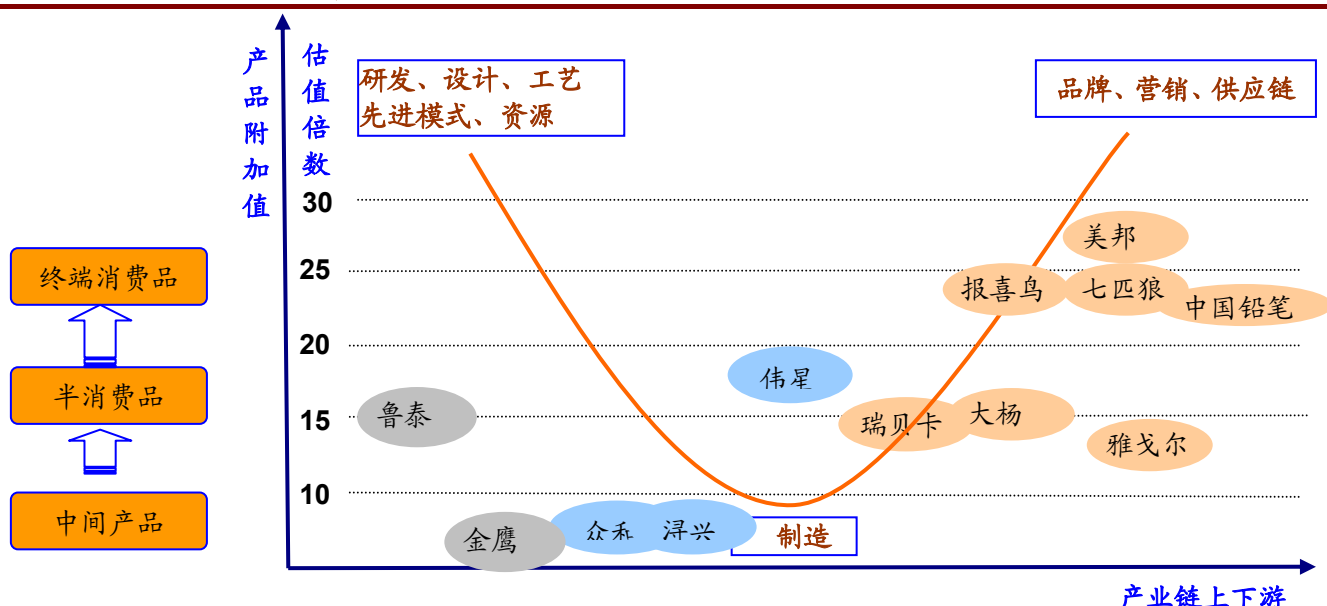
(百万元)	2009E		2010E		变化	
	调整前	调整后	调整前	调整后	2009E	2010E
营业收入	928	940	993	1026	1.3%	3.3%
营业毛利	200	214	221	240	7.1%	8.5%
营业利润	99	111	112	126	12.1%	11.8%
归属母公司净利润	56	59	63	68	5.1%	7.3%
EPS (元)	0.34	0.36	0.38	0.41	5.1%	7.3%
收入增长率	3.6%	5.0%	7.1%	9.1%	38.7%	29.1%
毛利率	21.6%	22.8%	22.3%	23.4%	5.7%	5.0%
净利率	6.0%	6.3%	6.4%	6.6%	3.7%	3.9%

资料来源：招商证券

不过，有竞争力的龙头公司在危机中是值得关注的。且如果需求略有回升、以及各项政策、措施对行业的扶持等，唯一能本质受益的就是这些优质龙头企业。公司年初至今涨幅不错，估值目前为 09 年 19 倍 PE，基本合理。但是存在超预期的可能，建议关注，毕竟前期是估值较合理情况下的上涨，不像其他交易型机会的累积风险大。我们维持“审慎推荐-A”的评级。

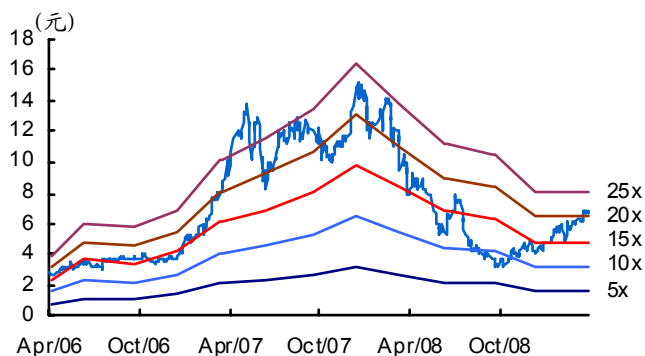
风险主要是危机对出口业务的影响存在不确定性。

图 4: V式估值法 (根据09年EPS)



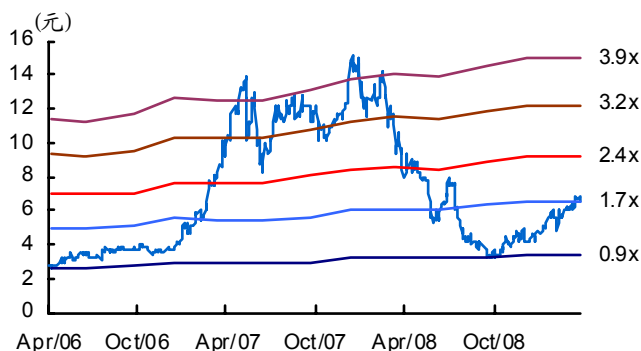
资料来源: 招商证券 (注: 在大盘估值提升的情况下, 注意我们对重点公司的估值有改变, 以 09 年业绩为基础, 最优质品牌公司美邦服饰在 25-30 倍, 优质品牌公司在 25 倍左右, 最优质生产企业伟星股份在 20 倍左右, 优质生产龙头企业大杨创世、鲁泰在 15-20 倍)

图 5: 大杨创世历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 6: 大杨创世历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

表 3: 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	54	26043	3.2	25.4	3.84	3.72	3.63	14	14	15	-2.3%
	ADS	28	5407	1.6	20.0	2.85	2.64	2.86	10	11	10	8.3%
	Puma	161	2550	2.2	20.1	16.7	14.7	15.6	10	11	10	6.3%
奢侈品 / 高档品	LVMH	53	25815	2.2	16.6	4.13	3.87	4.12	13	14	13	6.6%
	HERMES	92	9751	6.8	20.1	2.73	2.72	2.93	34	34	31	7.6%
	COACH	19	6064	4.1	45.7	2.07	1.85	1.68	9	10	11	-9.3%
	POLO	50	4939	1.8	17.8	7.18	3.96	3.47	7	13	14	-12.5%
	TOD'S	39	1187	2.0	14.4	2.54	2.46	2.68	15	16	15	8.8%
	BOSS	14	976	4.9	30.0	4.30	1.55	1.62	3	9	9	4.9%
	BURBERRY	349	1532	2.8	30.3	-	27.5	26.7	-	13	13	-2.9%
	Perry Ellis	5	66	0.3	-4.9	1.66	0.53	0.72	3	9	7	35.0%
	Phillips-Van	26	1344	1.5	9.4	3.01	2.22	2.41	9	12	11	8.5%
	PPR	59	7383	0.8	9.9	7.29	5.40	5.90	8	11	10	9.2%
大众品	UNIQLO	10400	1103166	4.1	17.3	299	-	-	35	-	-	-
	H&M	340	282190	6.9	44.3	18.6	19.0	21.3	18	18	16	12.0%
	INDITEX	32	19735	4.2	28.1	1.61	1.96	2.06	20	16	15	5.3%
	GAP	15	10693	2.4	22.3	1.12	1.08	1.20	14	14	13	11.1%
	VF	65	7199	2.0	16.9	5.37	5.42	5.89	12	12	11	8.7%
	LTD US	11	3444	1.8	10.8	2.11	0.70	0.93	5	15	12	32.0%
	NEXT	1405	2773	17.7	-	-	127	133	-	11	11	4.7%
	GUESS	23	2070	2.7	29.8	-	1.76	2.03	-	13	11	15.7%
	Benetton	6	1070	0.7	11.3	0.80	0.62	0.66	7	10	9	8.0%
	Abercrombie & American	23	2055	1.1	15.7	4.81	1.53	1.89	5	15	12	23.6%
	Eagle	15	3013	2.1	13.0	1.88	0.72	0.92	8	20	16	28.3%
	Aeropostale	31	2060	5.8	54.1	1.59	2.33	2.46	19	13	13	5.4%
配饰	Bulgari	4	1226	1.6	10.4	0.50	0.20	0.24	8	20	17	17.1%
	RICHEMONT	21	12311	0.9	20.7	2.54	2.21	1.50	8	10	14	-32.0%
	Fossil	18	1199	1.5	17.6	1.16	1.44	1.61	15	12	11	12.0%
	Tiffany	27	3284	2.1	13.3	2.05	1.60	1.71	13	17	15	6.9%
	Swatch	168	9430	1.7	15.5	32.7	12.0	12.6	5	14	13	5.0%

资料来源: Bloomberg、招商证券

表 4: 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	52580	3.9	46.0	4.16	4.35	4.56	10	10	9	4.78%
	宝姿	12	6451	5.8	43.1	0.71	0.95	1.09	16	12	11	15.21%
	安莉芳	2	822	0.9	15.7	0.31	0.24	0.29	7	9	7	20.84%
休闲装	利丰	20	74155	5.5	20.8	0.84	0.99	1.25	24	21	16	25.61%
	波斯登	1	4897	0.7	29.2	0.08	0.14	0.13	8	5	5	-0.84%
	班尼路	5	6118	1.5	26.2	0.47	0.68	0.71	10	7	6	5.04%
	真维斯	2	2341	1.2	27.3	0.49	0.27	0.28	5	8	8	3.72%
	佐丹奴	2	2416	1.3	15.1	0.20	0.17	0.20	8	10	8	16.46%
运动装	李宁	16	16560	7.7	39.6	0.45	0.93	1.15	35	17	14	23.33%
	中国动向	3	19094	2.5	21.7	0.13	0.28	0.33	26	12	10	17.13%
	安踏体育	6	14940	2.9	20.7	0.22	0.48	0.56	28	13	11	18.28%
	特步	3	5632	1.9	34.8	0.10	0.32	0.39	25	8	7	23.02%
	鸿星尔克	0	413	0.5	12.1	0.15	0.03	0.03	1	5	4	2.64%
女鞋	宝胜国际	1	2890	0.6	17.9	0.01	0.10	0.12	91	8	7	23.07%
	百丽国际	5	43858	2.9	15.9	0.23	0.31	0.37	22	17	14	18.05%
	永恩国际	2	4013	2.4	32.7	0.23	0.31	0.37	10	8	7	17.37%
	盈进集团	0	308	0.4	19.9	0.13	0.10	0.14	4	5	4	39.99%
	Walker Group	0	308	0.4	19.9	0.13	0.10	0.14	4	5	4	39.99%
首饰	九兴控股	10	7594	1.3	16.8	0.14	0.94	1.01	66	10	9	7.44%
	鸿国国际	0	62	0.5	19.9	0.28	0.04	0.05	1	4	3	11.67%
	莎莎	3	3660	3.7	33.8	0.16	0.20	0.21	17	13	13	1.98%
生产	新宇亨得利	2	4631	2.0	23.7	0.17	0.21	0.24	11	9	8	15.31%
	周生生	5	2973	0.9	16.7	0.86	0.72	0.78	6	7	6	8.34%
	魏桥	3	3965	0.3	4.5	4.52	0.41	0.42	1	8	8	2.77%
	裕元	18	29582	1.4	18.0	0.22	1.83	2.00	82	10	9	9.32%

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—恶劣环境下维持了业绩的基本稳定》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。

14、《大杨创世—业绩基本符合预期，维持稳定是主旋律》2009/3/20

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	469	570	702	825	975
现金	225	291	443	531	634
交易性投资	6	3	3	3	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	84	79	78	85	119
其它应收款	3	2	4	4	5
存货	131	170	167	191	194
其他	21	24	7	12	23
非流动资产	337	351	246	208	172
长期股权投资	9	5	5	5	5
固定资产	316	288	238	200	165
无形资产	2	4	3	3	3
其他	10	55	0	0	0
资产总计	806	921	948	1033	1147
流动负债	108	150	113	121	137
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	46	45	49	51	72
预收账款	5	16	18	17	9
其他	56	88	46	53	55
长期负债	0	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	1	0	0	0
负债合计	108	151	113	121	137
股本	165	165	165	165	165
资本公积金	184	188	188	188	188
留存收益	233	277	318	369	436
少数股东权益	116	140	163	190	222
母公司所有者权益	582	630	671	722	789
负债及权益合计	806	921	948	1033	1147

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	57	139	149	129	141
净利润		53	59	68	83
折旧摊销		0	56	59	61
财务费用		0	7	4	(1)
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	(17)	(27)	(32)
其它		85	44	25	29
投资活动现金流	77	(60)	27	(19)	(23)
资本支出		0	(10)	(20)	(25)
其他投资		(60)	37	1	3
筹资活动现金流	(24)	(13)	(25)	(21)	(15)
借款变动		0	0	0	0
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(18)	(17)	(17)
其他		(13)	(7)	(4)	1
现金净增加额	110	66	152	88	103

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	819	895	940	1026	1180
营业成本	624	691	726	786	901
营业税金及附加	1	1	1	1	1
营业费用	41	43	45	52	61
管理费用	46	48	50	56	65
财务费用	7	5	7	4	(1)
资产减值损失	7	5	0	0	0
公允价值变动收益	(4)	(4)	0	0	0
投资收益	81	(0)	0	0	0
营业利润	169	98	111	126	153
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	0	2	3	0	0
利润总额	170	96	109	126	154
所得税	35	21	27	31	38
净利润	135	75	82	94	115
少数股东损益	26	21	23	26	32
母公司所有者净利润	108	53	59	68	83
EPS (元)	0.66	0.32	0.36	0.41	0.50

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	26%	9%	5%	9%	15%
营业利润	138%	-42%	14%	13%	22%
净利润	165%	-51%	10%	16%	22%
获利能力					
毛利率	23.8%	22.8%	22.8%	23.4%	23.7%
净利率	13.2%	6.0%	6.3%	6.6%	7.0%
ROE	18.6%	8.5%	8.8%	9.4%	10.5%
ROIC	20.0%	10.4%	10.7%	10.7%	11.3%
偿债能力					
资产负债率	13.4%	16.4%	12.0%	11.7%	11.9%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.4	3.8	6.2	6.8	7.1
速动比率	3.2	2.7	4.7	5.2	5.7
营运能力					
资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
存货周转率	5.1	4.6	4.3	4.4	4.7
应收帐款周转率	10.5	11.0	12.0	12.6	11.6
应付帐款周转率	11.8	15.1	15.3	15.7	14.6
每股资料(元)					
每股收益	0.66	0.32	0.36	0.41	0.50
每股经营现金	0.35	0.84	0.90	0.78	0.85
每股净资产	3.53	3.82	4.07	4.38	4.78
每股股利	0.06	0.10	0.11	0.10	0.10
估值比率					
PE	9.2	18.5	16.9	14.6	11.9
PB	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	11.1	23.0	13.5	12.5	11.1

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。

