

王薇
 0755-82960477
 wang_w@cmschina.com.cn

2009年8月23日

大杨创世(600233.SH)/8.22元

成本费用控制得力 危机中再创奇迹

纺织服装·服装

目标估值: 9.7元

审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2961
总股本(万股)	16500
已上市流通股(万股)	9847
总市值(亿元)	14
流通市值(亿元)	8
每股净资产(MRQ)	4.0
ROE(TTM)	11.5
资产负债率	17.9%
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



相关报告

- 1、《大杨创世—国内国外两条腿走路，期待与BCBG共舞》2007/4/15
- 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、《纺织服装行业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—出口环境持续恶劣 单季收入增速加快》2008/10/28
- 5、《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
- 6、《大杨创世—业绩基本符合预期，维持稳定是主旋律》2009/3/20
- 7、《大杨创世—危机中傲然屹立 坚固底质是根本》2009/4/21
- 8、《大杨创世—坚实铁三角 铸就淡定的成功光芒》2009/5/25

行业深受危机困扰的背景下，对自己这份“小小事业”的坚韧执着、对品质的不懈追求和对客户的紧密服务构成的铁三角为公司保驾护航，业绩持续超预期。我们强调有竞争力的龙头公司在危机中是值得关注的。

- **铁三角持续发力，业绩继续大超预期。**2009年1-6月，公司实现营业收入3.76亿元，同比增长了2.1%，实现营业利润和净利润分别为6488.4万和3750.2万元，同比分别大幅增长了109.25%和161.94%，每股收益0.23元/股。这一切都归功于公司稳扎稳打、持续发展的企业文化和脚踏实地的工作作风，构成公司核心竞争力的铁三角使得公司在严峻危机中傲然屹立。
- **坚固底质使得订单相对稳定，积极开拓市场抢占先机。**公司4月至9月的订单，由于受到日本与欧洲经济危机的影响，规模有5-10%的小幅下降，这也使得二季度单季收入同比下降了12.7%，但是综合规模仍实现了2.1%的增长，在危机中仍属于行业内最优秀企业才能获得的成绩。同时，公司适时调整战略，抢占市场先机。美国地区的订单状况良好，同比增长了30.54%。
- **产品结构调整，效率提高与成本降低使得毛利率大幅提升。**毛利率达到27.1%，大幅提升5.9个百分点，这也是公司利润比收入大幅增长的主因。毛利率提高主要依靠优化生产管理、产品结构调整，以及原材料等成本下降。
- **实行“零”浪费与人民币汇率稳定节约了大量费用。**销售费用率和管理费用率分别为5.05%和5.69%，同比分别下降了0.53和0.81个百分点，显示出公司费用控制得力。财务费用为1.99万元，比去年同期的545万大幅下降，由人民币汇率稳定所致。现金流情况依然较理想，同比增长了129.5%，
- **盈利预测与投资评级：**公司目前正逐步开始筹备9月份的订单谈判，根据国外零售状况与客户对优质供应商的选择，预计全年规模能实现小幅增长。公司在成本费用控制等方面的表现超预期。再次将09-11年EPS分别由0.40、0.50和0.63元/股上调为0.44、0.53和0.66元/股。公司目前估值为09年18倍PE，可以22倍为中枢，维持“审慎推荐-A”的评级，建议关注。

财务数据与估值

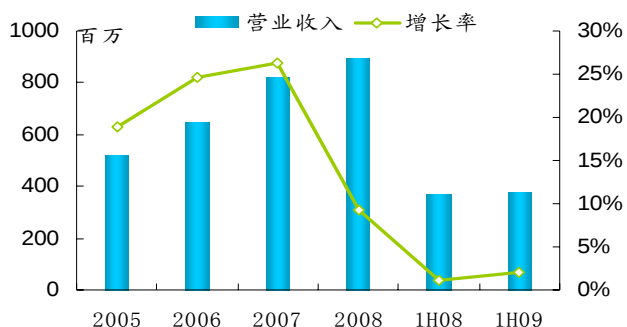
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	819	895	957	1140	1382
同比增长	26%	9%	7%	19%	21%
营业利润(百万元)	169	98	136	162	201
同比增长	138%	-42%	39%	19%	24%
净利润(百万元)	108	53	73	88	109
同比增长	165%	-51%	37%	20%	24%
每股收益(元)	0.66	0.32	0.44	0.53	0.66
PE	12.5	25.4	18.5	15.4	12.5
PB	2.3	2.2	2.0	1.8	1.6

资料来源：招商证券

一、业绩继续大超预期：毛利持续提升 成本控制得力

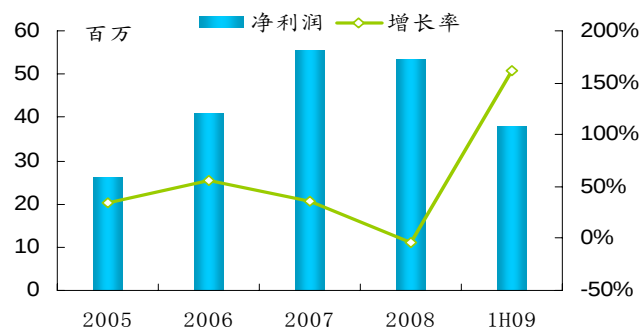
2009 年 1-6 月，公司实现营业收入 3.76 亿元，同比增长了 2.1%，实现营业利润和归属于上市公司股东的净利润分别为 6488.4 万和 3750.2 万元，同比分别大幅增长了 109.25%和 161.94%，每股收益 0.23 元/股。在日本与欧洲订单有所下滑的影响下，收入增速较一季度有所下降，但在危机中综合 2.1%的增长依然可体现出公司的强大竞争力。利润各项指标都继续大幅超过市场的预期，这主要得益于毛利持续提升，成本费用控制得力。

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

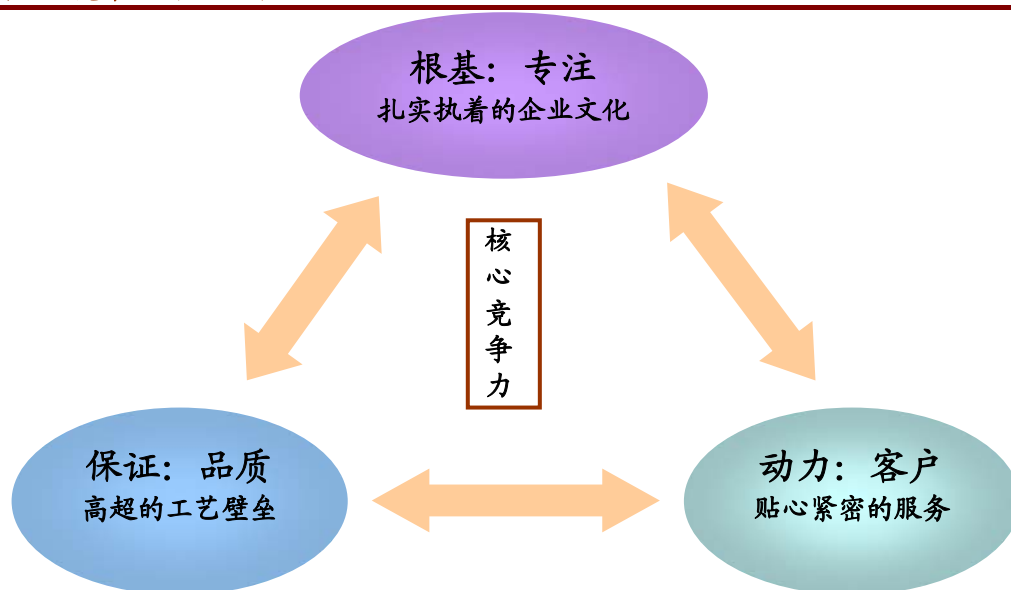


资料来源：公司公告，招商证券（07 年包含 8100 万投资收益）

在行业深受国内外危机困扰的背景下，为什么有的公司在别的公司停滞不前甚至节节倒退的时候还能继续成长呢？虽然公司以往没有品牌公司那么高速的成长历史，但是在恶劣的危机中，同行业大部分企业纷纷利润大幅下滑或者大幅亏损甚至倒闭的背景下，持续创造出令人叹服的成绩。

我们在 5 月 25 日《大杨创世-坚实铁三角 铸就淡定的成功光芒》深度报告中，深入分析过这一切都要归功于公司的经营管理之道。其本质并没有辉煌壮丽的运行模式，而是依靠稳扎稳打、持续发展、不追求爆炸性扩张的企业文化和脚踏实地的工作作风。我们将其归结为构成公司核心竞争力的铁三角，包括对自己这份“小小事业”的坚韧执着、对品质的不懈追求和对客户的紧密服务三个要素，使得公司在严峻危机中傲然屹立。

图 3：构成公司核心竞争力的铁三角



资料来源：招商证券

具体分析，公司在危机中持续获得如此好的成绩，主要原因有三点：

- 1、铁三角持续发力，坚固底质使得公司获得相对稳定的订单，且公司在巩固原有市场的基础上，积极开拓新兴市场，抢占市场先机，保证了规模基础
- 2、积极推进产品结构调整，进一步提高生产效率以及降低成本使得毛利率大幅提升
- 3、人民币汇率稳定，以及继续实行“零”浪费等内部管理措施，使得费用控制得力节约了大量费用

坚固底质使得订单相对稳定，积极开拓市场抢占先机

公司高超的工艺和稳定忠实的客户群成为保证规模稳定的法宝。总体来看，公司去年四季度的订单主要在今年一季度体现，使得公司一季度收入实现了 15.3% 的增长，而公司 4 月至 9 月的订单，由于受到日本与欧洲经济危机的影响，规模有 5-10% 的小幅下降，这也使得公司二季度单季收入同比下降了 12.7%，但是综合规模仍实现了 2.1% 的增长，在危机中仍属于行业内最优秀企业才能获得的成绩。

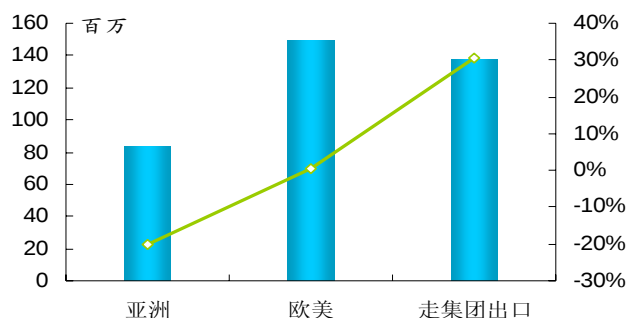
同时，在需求低迷的情况下，客户对产品的质量和交货期更加重视，有基础有实力的服装企业将成为客户的首选供应商。公司适时调整战略，积极开拓新兴市场，抢占市场先机，有效扩大了市场份额。这也是规模有所保证的重要因素。

分产品看，公司的传统强势业务西服销售规模基本稳定，仅有 2.45% 的下降；新拓展的女装业务由于基础还不牢固，下降了 16.91%；包括休闲服等的其他服装销售形成有力补充，增幅达到 66.97%。

分地区看，走集团出口的主要销售到美国地区的订单状况良好，同比增长了 30.54%，而亚洲地区，以日本为主，则受的影响较大，下降了 20.27%。

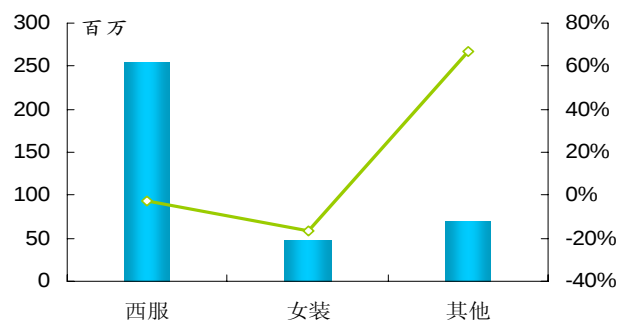
内销自有品牌继续以慢火炖精品的模式发展，但危机中也显示出忠诚客户群的坚实基础，09 年中期实现 3159.9 万元，同比增长了 29% 左右。

图 4: 公司分地区收入情况



资料来源：公司公告，招商证券

图 5: 公司分产品收入情况



资料来源：公司公告，招商证券（07 年包含 8100 万投资收益）

产品结构调整，效率提高与成本降低使得毛利率大幅提升

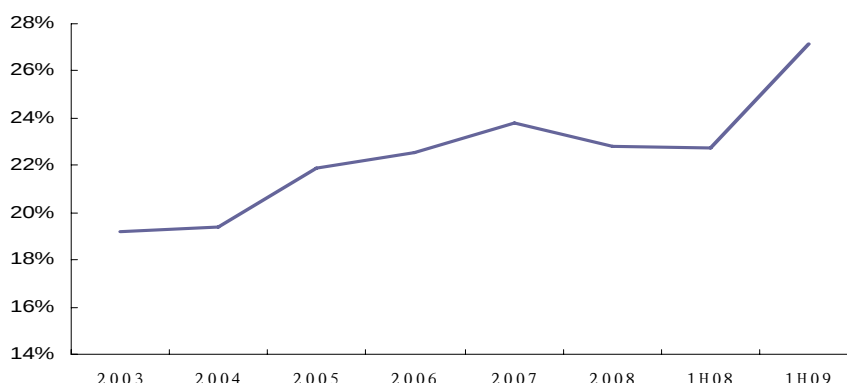
在危机中增长不是一件轻松的事情，优秀的企业还必须要有严格的成本控制和流程重组。公司在此方面的表现也颇为出色。

09 年中期公司的营业成本为 2.74 亿，同比下降了 3.86%，大大低于收入的增幅。这使得毛利率达到 27.1%，大幅提升了 5.9 个百分点，相对于一季度的 25.6% 也提高了 1.5 个百分点。这也是公司利润比收入更大幅增长的主因。

毛利率的提高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以及积极进行了产品结构的调整，使得成本减少；客观上由于原材料成本下降，也导致整体的成本降低。

分产品看，公司的传统强势西服业务毛利率达到 24.08%，同比提高了 2.37 个百分点，女装业务毛利率表现良好，达到 25.18%，提高了 13.89 个百分点。

图 6: 公司近年来毛利率情况



资料来源：公司公告，招商证券

实行“零”浪费与人民币汇率稳定节约了大量费用

优秀的企业表现出强大的成本费用能力。危机中大大加强了费用控制意识，实现“零”浪费的内部管理制度。公司中期的销售费用率为 5.05%，比去年同期下降了 0.53 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 5.69%，同比下降了 0.81 个百分点，显示出公司费用控制得力。

财务费用为 1.99 万元，比去年同期的 545 万大幅下降，主要是人民币汇率稳定所致。

另外，公司中期的主要经营指标如下表所示：

现金流情况依然较理想，经营活动产生的现金流量净额为 7157 万元，同比增长了 129.5%，强劲的现金流成为公司在危机中发展的安全支撑。

我们注意到公司二季度单季的实际税率仅 2%，中期的综合税率为 25%，比去年同期 27.6% 的税率有所下降，这使得净利润的增幅达到 161.94%，高于营业利润和利润总额 109.25% 和 122.29% 的增幅。

公允价值变动收益为 126 万元，同比增加 139.4%，主要由股票市场公允价值变动所致。

表 1：09 年中期业绩回顾

(百万元)	08Q2	09Q1	09Q2	同比	环比
营业收入	173	225	151	-13%	-33%
营业毛利	40	58	45	12%	-22%
营业费用	13	9	10	-21%	10%
管理费用	13	9	12	-10%	30%
财务费用	2	0	0	-99%	-882%
投资收益	1	0	1	-2%	4460%
营业利润	12	40	25	109%	-37%
所得税	4	15	1	-87%	-96%
归属母公司净利润	3	20	18	558%	-9%
EPS (元)	0.02	0.12	0.11		

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	09Q2
营业收入	198	167	229	225	195	173	254	273	225	151
营业毛利	29	45	55	66	43	40	67	54	58	45
营业费用	28	8	0	6	8	13	11	10	9	10
管理费用	15	8	11	12	11	13	11	14	9	12
财务费用	1	1	2	3	4	2	0	-1	0	0
投资收益	72	4	1	4	0	1	0	-1	0	1
营业利润	45	30	45	49	19	12	44	23	40	25
归属母公司净利润	29	20	30	30	12	3	26	14	20	18
EPS (元)	0.17	0.12	0.18	0.18	0.07	0.02	0.15	0.08	0.12	0.11
主要比率										
毛利率	15%	27%	24%	29%	22%	23%	26%	20%	26%	30%
营业费用率	14%	5%	0%	3%	4%	7%	4%	4%	4%	7%
管理费用率	8%	5%	5%	5%	5%	7%	4%	5%	4%	8%
营业利润率	23%	18%	20%	22%	10%	7%	17%	8%	18%	17%
有效税率	29%	14%	16%	22%	21%	42%	22%	14%	38%	2%
净利率	14%	12%	13%	13%	6%	2%	10%	5%	9%	12%
YoY										
收入	51%	46%	6%	38%	-1%	4%	11%	21%	15%	-13%
归属母公司净利润	220%	91%	93%	199%	-59%	-86%	-15%	-54%	69%	558%

资料来源：招商证券

二、盈利预测与投资建议

从公司目前的情况看，4月至9月的订单量与去年同期比，有5-10%的小幅下降。而公司目前正逐步开始筹备9月份的订单谈判，根据国外零售的状况以及客户对优质供应商的选择状况，预计全年的规模能保证小幅增长的水平。由于公司在成本费用控制等方面的表现超预期。我们再次上调公司的盈利预测。预计公司09-11年EPS分别由0.40、0.50和0.63元/股调整为0.44、0.53和0.66元/股。

表 6: 09-10 年业绩预估调整

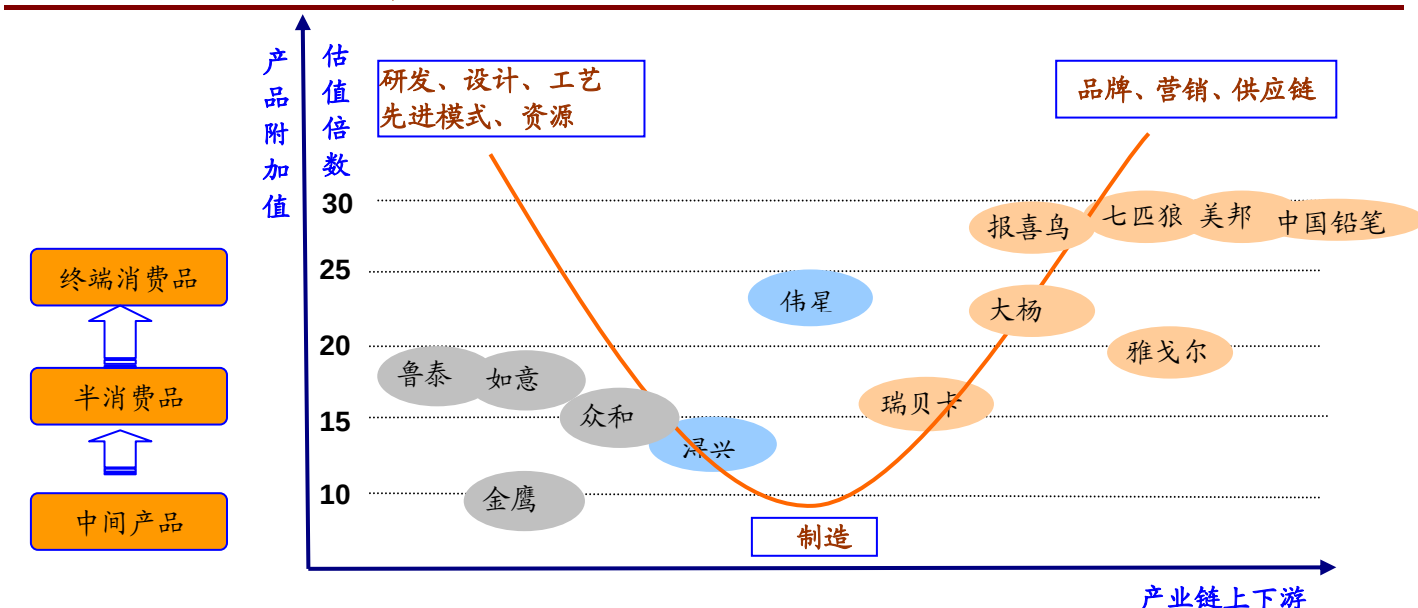
(百万元)	2009E		2010E		变化	
	调整前	调整后	调整前	调整后	2009E	2010E
营业收入	957	957	1140	1140	0.0%	0.0%
营业毛利	227	237	274	279	4.4%	1.9%
营业利润	124	136	151	162	9.7%	7.3%
归属母公司净利润	66	73	82	88	11.2%	7.3%
EPS (元)	0.40	0.44	0.50	0.53	11.2%	7.3%
收入增长率	6.9%	6.9%	19.1%	19.1%	0.0%	0.0%
毛利率	23.7%	24.8%	24.1%	24.5%	4.4%	1.9%
净利率	6.9%	7.6%	7.2%	7.7%	11.2%	7.3%

资料来源：招商证券

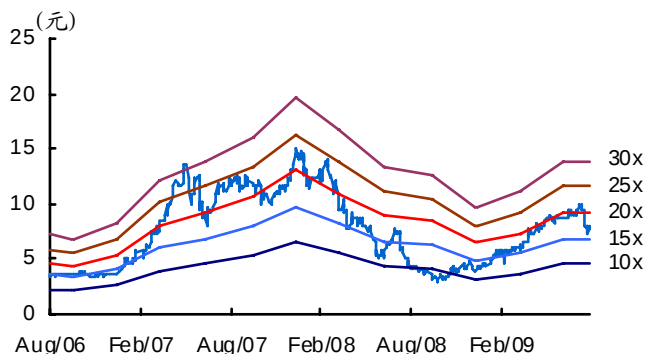
有竞争力的龙头公司在危机中是值得关注的。如果需求略有回升、以及各项政策、措施对行业的扶持等，唯一能本质受益的就是这些优质龙头企业。公司年初至今涨幅不错，估值目前为09年18倍PE，根据目前市场估值水平与公司底质，我们认为给予公司09年20-25倍PE是合理的，以22倍估值为中枢，目标价为9.7元。我们维持“审慎推荐-A”的评级，建议关注，毕竟前期是估值较合理情况下的上涨，不像其他交易型机会的累积风险大。

风险主要是危机对出口业务的影响存在不确定性。

图 10: V 式估值法 (根据 09 年 EPS)



资料来源：招商证券

图 11: 大杨创世历史 PE Band


资料来源：招商证券研发中心

图 12: 大杨创世历史 PB Band


资料来源：招商证券研发中心

表 3: 香港与新加坡品牌服饰公司盈利与估值表

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	54.9	68345	5.1	46.0	4.16	4.18	4.34	13	13	13	4%
	宝姿	19.9	11197	8.9	41.3	0.71	0.96	1.12	28	21	18	17%
	安莉芳	3.3	1326	1.5	8.2	0.31	0.26	0.40	11	13	8	54%
休闲装	利丰	24.8	93312	6.7	20.8	0.81	0.98	1.24	30	25	20	26%
	波斯登	1.3	10026	1.3	10.9	0.08	0.11	0.11	16	12	12	5%
	班尼路	6.1	8096	2.0	21.6	0.47	0.71	0.80	13	9	8	13%
	真维斯	2.3	2405	1.3	4.3	0.49	0.28	0.29	5	8	8	5%
	佐丹奴	2.6	3878	2.1	16.5	0.20	0.12	0.16	13	21	16	35%
	李宁	24.2	25222	11.6	39.6	0.45	0.95	1.17	53	25	21	23%
运动装	中国动向	5.6	31845	4.2	21.7	0.13	0.29	0.35	43	20	16	21%
	安踏体育	11.3	28098	5.5	20.7	0.22	0.49	0.61	52	23	19	23%
	特步	4.2	9216	3.1	34.8	0.10	0.32	0.38	42	13	11	19%
	鸿星尔克	0.2	532	0.6	12.1	0.15	0.02	0.03	1	8	6	24%
	宝胜国际	1.4	6135	1.0	17.9	0.01	0.03	0.09	192	46	17	175%
	百丽国际	8.0	67136	4.4	15.9	0.23	0.32	0.38	34	25	21	22%
女鞋	永恩国际	4.9	8026	4.3	30.5	0.23	0.31	0.38	21	16	13	23%
	盈进集团	0.6	374	0.5	-11.9	0.13	0.03	0.05	4	21	12	79%
	Walker Group	0.6	374	0.5	-11.9	0.13	0.03	0.05	4	21	12	79%
	九兴控股	13.0	10295	1.8	16.8	0.14	1.06	1.16	90	12	11	9%
	鸿国国际	0.3	107	0.9	19.9	0.28	0.04	0.05	1	6	5	17%
	周生生	6.7	4039	1.3	13.8	0.86	0.72	0.78	8	9	9	8%
配饰/化妆品	霸王	3.2	9267	-	115.3	0.06	0.14	0.19	51	23	17	32%
	莎莎	3.4	4726	4.2	28.3	0.16	0.23	0.28	21	15	12	20%
	新宇亨得利	3.2	8681	3.3	23.7	0.15	0.19	0.21	21	17	15	12%
生产	魏桥	5.5	6533	0.4	4.5	4.52	0.58	0.64	1	9	9	10%
	裕元	23.7	38997	1.8	18.0	0.22	1.82	1.98	108	13	12	9%

资料来源：Bloomberg、招商证券

表 4: 国际品牌服饰公司盈利与估值表

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	56.8	27596	3.2	18.0	3.82	3.52	3.89	15	16	15	-2.30%
	ADS	32.0	6187	1.9	20.0	2.85	1.42	2.36	11	23	14	8.30%
	Puma	178.6	2863	2.3	20.1	16.7	11.1	15.6	11	16	11	6.30%
奢侈品/ 高档品	LVMH	62.2	30474	2.3	16.6	4.13	3.72	3.98	15	17	16	6.60%
	HERMES	101.3	10689	6.7	19.0	2.73	2.77	2.99	37	37	34	7.60%
	COACH	29.9	9480	5.6	38.8	2.09	1.89	2.03	14	16	15	-9.30%
	POLO	68.7	6847	2.4	15.8	7.06	3.69	4.07	10	19	17	-12.50%
	TOD'S	40.3	1228	2.0	14.4	2.54	2.56	2.75	16	16	15	8.80%
	BOSS	20.0	1552	9.8	30.0	4.30	1.58	1.78	5	13	11	4.90%
	BURBERRY	458.0	1984	3.7	-1.2	-	28.4	30.7	-	16	15	-2.90%
	Perry Ellis	9.0	121	0.6	-4.9	1.66	0.73	0.92	5	12	10	35.00%
	Phillips-Van	34.5	1781	1.7	9.4	3.01	2.30	2.54	11	15	14	8.50%
	PPR	77.8	9840	1.1	9.9	7.29	5.61	6.19	11	14	13	9.20%
	UNIQLO	11720	1243183	4.6	17.3	299	-	-	39	-	-	-
大众品	H&M	410.0	339290	10.7	44.3	18.6	19.1	21.7	22	21	19	12.00%
	INDITEX	37.8	23531	5.1	28.1	1.61	1.88	2.07	23	20	18	5.30%
	GAP	18.1	12605	2.8	22.3	1.12	1.30	1.38	16	14	13	11.10%
	VF	66.5	7413	2.0	16.9	5.31	4.91	5.48	13	14	12	8.70%
	LTD US	14.4	4624	2.5	10.8	2.10	0.81	0.99	7	18	14	32.00%
	NEXT	1653.0	3258	20.8	-	-	145	151	-	11	11	4.70%
	GUESS	28.8	2646	3.3	29.8	-	1.92	2.23	-	15	13	15.70%
	Benetton	6.4	1175	0.8	11.3	0.80	0.59	0.65	8	11	10	8.00%
	Abercrombie& American	31.7	2784	1.6	15.7	4.80	0.85	1.52	7	37	21	23.60%
	Eagle	15.2	3141	2.2	13.0	1.87	0.78	1.01	8	20	15	28.30%
	Aeropostale	36.2	2443	6.2	54.1	1.58	2.98	3.23	23	12	11	5.40%
配饰/ 化妆品	Bulgari	4.7	1417	1.8	10.4	0.50	0.06	0.16	9	77	29	17.10%
	RICHEMONT	26.7	15354	1.9	17.3	2.54	1.56	1.69	11	17	16	-32.00%
	Fossil	25.1	1670	2.1	17.6	1.16	1.64	1.79	22	15	14	12.00%
	Tiffany	30.2	3743	2.3	13.3	2.05	1.58	1.76	15	19	17	6.90%
	Estee Lauder	52.5	16036	2.3	13.8	3.63	2.78	3.13	14	19	17	
	Swatch	205.4	11451	2.0	15.5	32.7	11.6	12.7	6	18	16	5.00%

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、《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。

9、《大杨创世—出口退税上调预期带来一定交易性机会》2008/7/21

10、《大杨创世—恶劣环境下维持了业绩的基本稳定》2008/8/19

11、《大杨创世—出口环境持续恶劣 单季收入增速加快》2008/10/28

12、《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。

13、《大杨创世—业绩基本符合预期，维持稳定是主旋律》2009/3/20

14、《大杨创世—危机中傲然屹立 坚固底质是根本》2009/4/21

15、《大杨创世-坚实铁三角 铸就淡定的成功光芒》2009/5/25:

本文旨在探讨公司的经营管理之道，将其归结为铁三角；并从产品本质角度对公司品牌慢火炖精品的模式进行探讨。

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	719	874	1065
现金	225	291	459	551	668
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	79	94	140
其它应收款	3	2	4	5	6
存货	131	170	166	209	225
其他	21	24	7	13	26
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	964	1081	1237
流动负债	108	150	114	132	158
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	46	45	49	56	83
预收账款	5	16	18	19	10
其他	56	88	47	57	64
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	114	132	158
股本	165	165	165	165	165
资本公积金	184	188	188	188	188
留存收益	233	277	328	394	481
少数股东权益	116	140	169	203	245
母公司所有者权益	582	630	681	747	834
负债及权益合计	806	921	964	1081	1237

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	57	139	170	137	160
净利润		53	73	88	109
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)	(47)	(48)
其它		85	50	33	40
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)	(29)	(26)	(20)
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	(22)	(22)	(22)
其他		(13)	(7)	(4)	1
现金净增加额	110	66	168	92	117

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	957	1140	1382
营业成本	624	691	720	860	1044
营业税金及附加	1	1	1	1	1
营业费用	41	43	43	52	65
管理费用	46	48	50	59	73
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	136	162	201
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	0	2	1	0	0
利润总额	170	96	135	163	201
所得税	35	21	34	41	50
净利润	135	75	102	122	151
少数股东损益	26	21	28	34	42
母公司所有者净利润	108	53	73	88	109
EPS (元)	0.66	0.32	0.44	0.53	0.66

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	26%	9%	7%	19%	21%
营业利润	138%	-42%	39%	19%	24%
净利润	165%	-51%	37%	20%	24%
获利能力					
毛利率	23.8%	22.8%	24.8%	24.5%	24.5%
净利率	13.2%	6.0%	7.6%	7.7%	7.9%
ROE	18.6%	8.5%	10.7%	11.8%	13.0%
ROIC	20.0%	10.4%	12.6%	13.2%	13.8%
偿债能力					
资产负债率	13.4%	16.4%	11.9%	12.2%	12.8%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.4	3.8	6.3	6.6	6.7
速动比率	3.2	2.7	4.8	5.1	5.3
营运能力					
资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
存货周转率	5.1	4.6	4.3	4.6	4.8
应收帐款周转率	10.5	11.0	12.1	13.2	11.8
应付帐款周转率	11.8	15.1	15.3	16.4	15.0
每股资料(元)					
每股收益	0.66	0.32	0.44	0.53	0.66
每股经营现金	0.35	0.84	1.03	0.83	0.97
每股净资产	3.53	3.82	4.13	4.53	5.05
每股股利	0.06	0.10	0.13	0.13	0.13
估值比率					
PE	12.5	25.4	18.5	15.4	12.5
PB	2.3	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	12.3	25.5	13.2	11.6	10.1

分析师简介

王薇，英国兰卡斯特大学（与 LBS 为英国仅有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：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

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。