

王薇
 0755-82960477
 wang_w@cmschina.com.cn

2009年9月24日

大杨创世(600233.SH)/15.94元

巴菲特事件为提高品牌知名度助力 但短期估值过高

纺织服装·服装

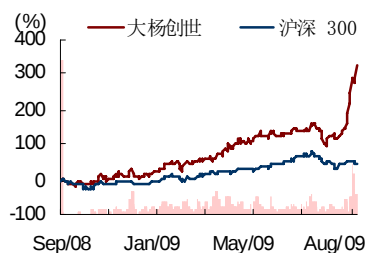
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2843
总股本(万股)	16500
已上市流通股(万股)	9847
总市值(亿元)	27
流通市值(亿元)	16
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

%	1m	6m	12m
绝对表现	111	175	296
相对表现	115	150	252



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、《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
- 3、《大杨创世—出口环境持续恶劣单季收入增速加快》2008/10/28
- 4、《大杨创世—业绩基本符合预期，维持稳定是主旋律》2009/3/20
- 5、《大杨创世—危机中傲然屹立 坚固底质是根本》2009/4/21
- 6、《大杨创世—坚实铁三角 铸就淡定的成功光芒》2009/5/25
- 7、《服饰品牌研究第三卷(下)：突围与出局：时尚界由重本质者主宰》2009/6/15
- 8、《大杨创世—成本费用控制得力 危机中再创奇迹》2009/8/23

近日由于巴菲特为公司30周年庆寄来祝贺DV的事件，导致股价大幅上涨。巴菲特对公司的肯定证明了其良好底质，但此事件只是个催化剂，公司目前业绩增长的主要来源还是在强大的加工业务，需要注意短期估值过高的风险。

- **近期订单跟踪：**美国略好，欧洲和日本仍低迷。根据公司9月份到目前的订单意向，总体维持在稳定的水平，美国的客户在经历调整后，发展有所恢复；欧洲的影响较大，有些订单转移到东欧；日本的消费低迷，价格压力较大。
- **强大的生产管理能力与优质客户资源使订单有保证。**公司的订单情况是行业内最优秀企业的水平。除了构成核心竞争力的铁三角的支撑外，对于直接面对国外零售商、小批量、多批次的订单，公司非常有优势；且优质客户在危机中经历调整，开始恢复发展，也使公司有效扩大了市场份额。
- **“TRANDS”发展的关键在于提高现有门店的单店收入，“凯门”的团购业务发展良好。**高档品牌发展的最主要引擎是单店的内生性增长，公司已有25家门店，在北方构成了初步的网络体系。现阶段主要是提升已有门店的单店效率。在目前品牌的优势区域，单个城市做到5000万的年销量是初步目标；公司也将开拓“凯门”在辽宁等区域的团购业务，其关键在于产能安排。
- **借巴菲特事件的契机加大宣传，但关键在于搭建好各项资源的配合平台。**公司利用此次大连服装节，建了近500平米的展厅，以及举办了大型服装发布会；日后会据此对会员加强深度营销；以及加大在高端时尚媒体上的宣传。此外，公司还将发挥量体单裁的优势，提高客户的忠诚度。但自有品牌发展的关键还需要搭建好各项资源的配合平台，才能成就长远健康发展。
- **盈利预测与投资建议：**公司9月的订单基本稳定，预计全年的规模有小幅增长。但下半年伴随服装节等事件，费用率会有所提高。维持09-11年EPS分别为0.44、0.53和0.66元/股的预测。由于近期涨幅过大，估值已经明显过高。但有竞争力的龙头公司在危机中是值得关注的，维持“审慎推荐-A”的评级，若估值调整到合理位置可关注。

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	24.3	49.2	36.0	29.9	24.2
PB	4.5	4.2	3.9	3.5	3.2

资料来源：招商证券

近日巴菲特为公司 30 周年庆寄来祝贺 DV 的事件为提高公司品牌的知名度大有帮助，巴菲特对公司的肯定也证明了其良好底质，并验证了我们一直推荐的选择公司的逻辑——从产品本质把握发展路径的公司是具有长期竞争力的公司。但是对于国内高端品牌，慢火炖精品的模式是有其必然性的，要获得真正成功，还需要搭架好各项资源配合的平台。现阶段公司的主要发展支柱还是高端西服加工业务。我们近日对公司进行了深度调研，重点了解其在加工业务以及自有品牌业务上的发展想法。

一、强大的生产管理能力与优质客户资源使订单有保证

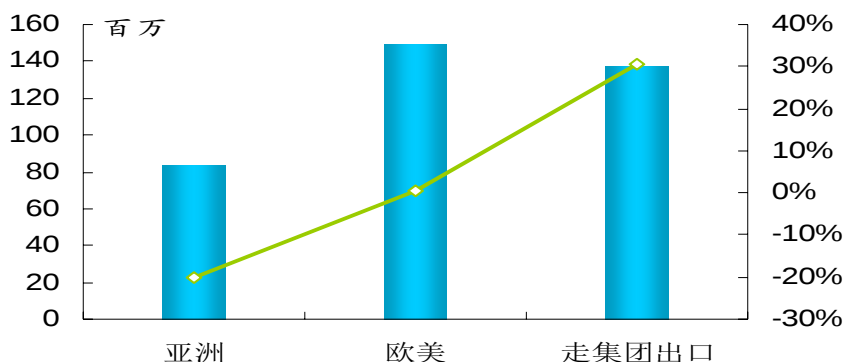
1、近期订单情况跟踪：美国状况略好，欧洲和日本仍然低迷

从公司目前的接单感觉看，国际客户的需求总体还没有太明显恢复。下单仍然较犹豫、压价现象也仍然很普遍。

根据 9 月份到目前的订单意向，总体维持在稳定的水平，美国的订单有所增长，而欧洲和日本的订单仍然有下降。美国主要是公司所服务的客户在经历调整后，发展有所恢复；欧洲的影响较大，有些订单转移到东欧，客户下单速度也变慢；日本的消费一直低迷，价格压力也比较大。

公司的常规订单占收入的 60-80%，公司目前也在开发一些新的客户，以对收入形成一定补充。

图1：公司09年中期分地区收入与增长情况

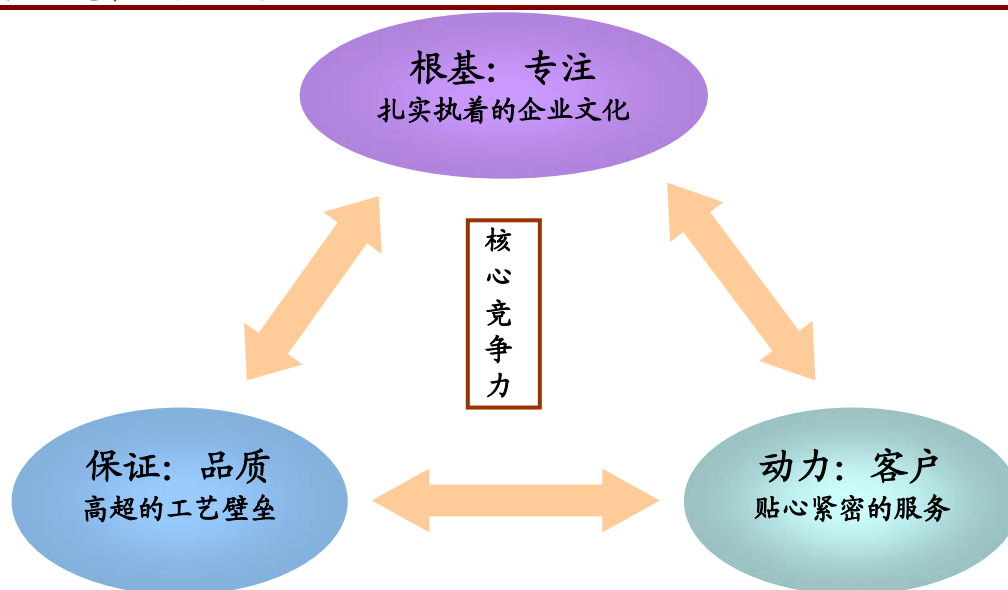


资料来源：公司公告，招商证券

2、强大的生产管理能力与优质客户资源使订单有保证

公司的订单情况在危机中保持了稳定，这是行业内最优秀企业才能获得的成绩。我们在 5 月 25 日的《大杨创世-坚实铁三角 铸就淡定的成功光芒》报告中深入探讨过这个问题，主要归功于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，共同铸就了公司淡定的成功光芒。

图 2：构成公司核心竞争力的铁三角



资料来源：招商证券

除了以上三点要素，公司还有两点优势是非常值得关注的，包括强大的生产管理能力与优质的客户资源。

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才能成为客户的首选供应商。由于服装的产前组织需要不短的时间，目前订单的批次增多，单次量变小的状况，对生产组织造成很大的压力。没有很深厚的技术与加工效率，没法适应这样变化。对于直接面对国外零售商的、小批量的、多批次的订单，公司非常有优势，这种强大的生产管理能力形成了危机中保证规模的重要基础，可以使公司抢占市场先机。

其次，公司由于高超的工艺与强大的生产管理能力，将最优质的客户揽在手中。比如美国的大客户梅西百货，在危机中经历调整，开始恢复发展，市场份额上升很快，公司占其贴牌服装的 50% 左右，伴随优质客户的发展，公司也有效扩大了市场份额。

二、自有品牌：关键在于提高现有门店的单店收入

我们在 5 月 25 日的《大杨创世-坚实铁三角 铸就淡定的成功光芒》报告中，对公司的自有品牌发展路径进行过深入探讨。由于在规模增长、门店扩张等方面都不与时下所流行的品牌快速成长趋势相符，公司的发展模式也遭到不少质疑。但是我们认为这并不是公司在品牌发展上不进取的表现，而是由国内品牌行业的发展阶段与公司产品的本质所决定的。

作为国内高端品牌，其慢火炖精品的模式有其必然性，此次借助巴菲特事件的契机，可以为提高品牌知名度助力，但在转型过程中，公司需要依靠品质与服务一点点积累客户与经验基础，根本的发展还需要搭架好各项资源配合的平台，才能成就“TRANDS”品牌的长远健康发展。

1、“TRANDS”发展的关键在于提高现有门店的单店收入

高档与奢侈品牌本身的发展模式决定其外延扩张不多，我们对比过进入国内较早的几个奢侈品牌，比如 ZEGNA、ARMARN、LV 等，其在中国的门店数目前都在几十个。公司目前已经拥有 25 家门店，作为高档品牌门店数量已经不算太少了，至少已经在北方构成了初步的网络体系。

而高档品牌发展的最主要引擎是单店的内生性增长。公司目前的品牌还处于开拓期，单店收入的提升空间非常大，公司现阶段主要目标是提升北方已有的网络体系的单店效率。通过目标客群宣传、各种高档服务等方式积聚更多的忠诚客户。待收入规模有效突破 1 亿，意味着知名度已经有了一定程度的累积，单店可实现的收入可以进一步提高。

公司认为在目前品牌的优势区域--东北各大城市，单个城市做到 5000 万的销量是初步目标，将大连、沈阳、长春、哈尔滨等每个城市都做透做深。目前在东北发展好的城市，比如大连，公司的销售达到 2000 万左右，如果未来在这几个核心城市每个布点 3-4 家，单店的收入提升起来，规模就可以达到一定水平了。

2、“凯门”的团购业务发展良好

“凯门”职业装团购业务近两年发展良好，公司也将大力开拓辽宁等区域的团购业务，由于公司品牌在这些区域的知名度较高，预计未来此业务的拓展空间较大。

此项业务的关键在于产能安排，公司目前对于职业装的业务是有选择性的，要优先安排国外客户的生产，产能有剩余才能决定接单。

表 1: 公司门店列示

地点	选址	形式
辽宁:大连	大连开发区	独立旗舰店
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
沈阳	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
黑龙江:哈尔滨	麦凯乐商场	创世专柜
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	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
北京	新光天地	创世专柜
北京	金融街购物中心	创世旗舰店
北京	工人体育馆	独立旗舰店

资料来源: 公司资料

3、借巴菲特事件的契机加大宣传

我们之前屡次强调，高端品牌的宣传模式和中低端品牌不一样，受众最广的电视广告，不符合公司品牌目标消费群的特点，高档品牌一般采用较高端的宣传方式，以符合受众的身份，比如机场广告、高端杂志广告等。

高档品牌在知名度不高的情况下，也是无法靠宣传吸引客户购买的，更好的是在目标客群中进行小众推广，**靠品质与服务一点点赢得顾客**，这从国内几个较知名的高端品牌，比如**白领、诺丁山**等的宣传与发展方式也可以看出来。

公司从 06 年开始实施转型的战略以来，在宣传方面比以往是大大加强的。但主要针对会员等小众客户，所以大众并不熟知。此次借助巴菲特的事件，公司也加大了宣传的力度。

最有代表性的是利用此次大连服装节，公司建了近 500 平米的展厅，用正对门的大屏幕播放巴菲特对公司的祝贺 DV。整个展厅的布置都体现出高档的品味，现场对客户的大量体单裁区客流涌动，大型服装发布会也举办的有声有色。

其次，比如北京金融街的旗舰店也多了很多顾客，公司会据此加大对客户群体的投入，对会员方面加强深度营销。

此外，在时尚媒体上，比如时尚芭莎、周末画报等媒体公司也会多做宣传。

展厅量
体单裁



为
BCBG
制作的



设计师凯特
林谢幕



4、发挥量体单裁的优势

公司由于高超的工艺，国际大师坐镇的设计与领先的款式，在量体单裁业务方面具有与生俱来的优势。公司将大力推广此特色业务，在旗舰店为客户提供高端的附加服务，提高客户的忠诚度。

此外，公司在国际市场上具备一定的量体单裁业务基础。其量身定制的西装以其精湛的工艺赢得世界首富股神沃伦·巴菲特（Warren E. Buffett）先生和世界经济论坛主席克劳兹·施瓦布（Klaus Schwab）先生等国际商界精英的好评。目前借巴菲特事件，公司也可能在国外寻找开拓此业务的机会。

5、总结

综上所述，“TRANDS”作为国内高端品牌，其慢火炖精品的模式有其必然性，是由国内品牌行业的发展阶段与公司产品的本质所决定的。

作为全球最大的高端西服代工企业，公司加大自有品牌发展的转型需要一个过程，要在考虑原有优势业务的基础上，一步步的转型，才会实现企业稳定过渡、长期发展。

在转型过程中，公司依靠品质与服务一点点积累客户与经验基础，这当中关键的还需要搭建好各项资源的配合平台，比如企划、营销、设计、版型、生产、采购等各方面的资源都需要合理搭配，才能成就“TRANDS”品牌的长远健康发展。

表 2：公司品牌运营体系

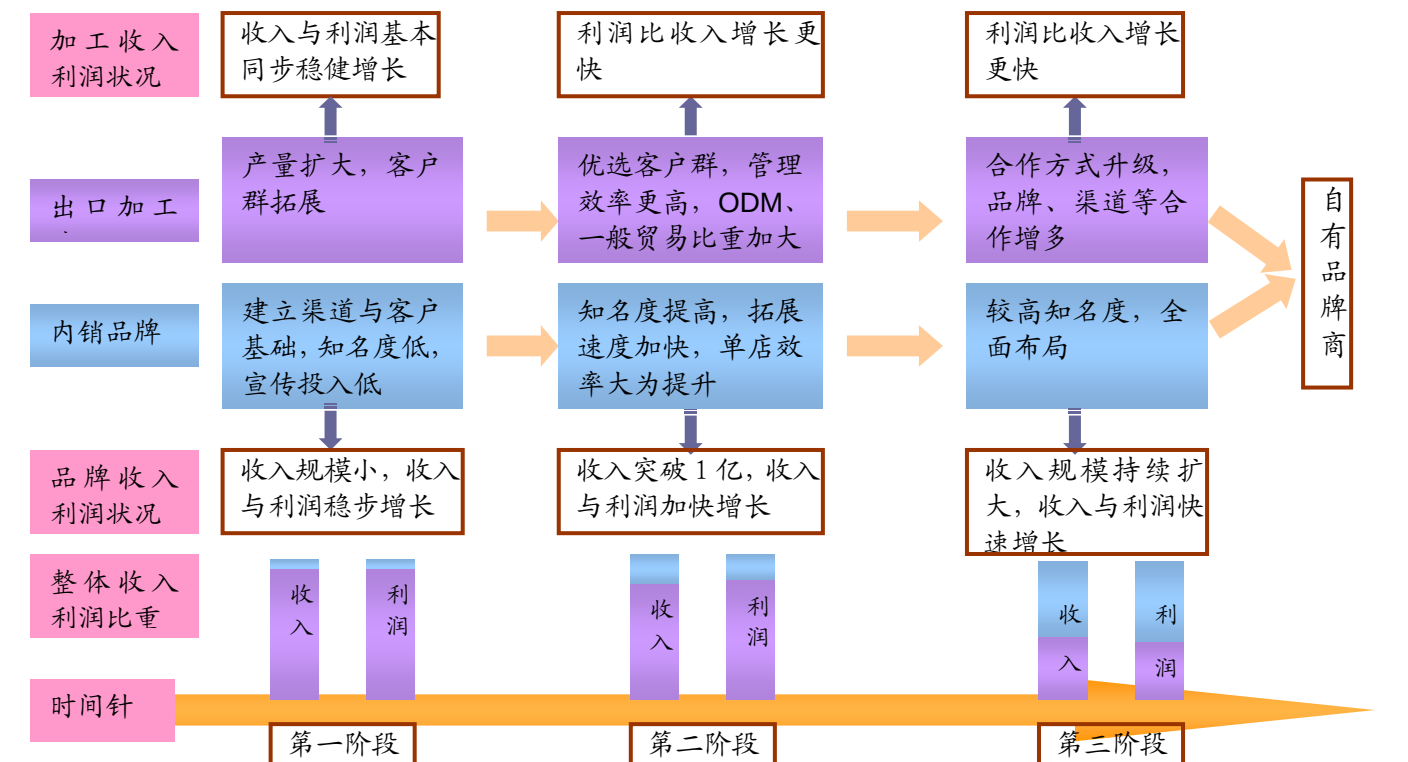
品牌评价指标	细分指标	公司特点
品牌运营	产品与设计	国内最高的品质、强调国际化的设计背景。02 年聘任路易吉·布劳迪担任总设计师和品质总监；06 年下旬聘任伊万诺·凯特林为公司首席设计师，近期与凯特林先生开发了精品系列，面向稍年轻的消费群，由商务系列、时尚系列、运动生活系列构成。销售效果反应不错。
	宣传推广方式	以平面媒体广告和事件营销广告为主要推广方式。平面媒体以《周末画报》、路牌、机场等广告为主；事件营销以门店活动营销、静态展、服装秀等动态展为主。尤其奉行以旗舰店为核心的市场推广策略。
渠道管理	渠道策略	自营所有分店，品牌形象更有保障。在好的地段购买临街旗舰店，或者进入高档百货销售，便于全面进行生活方式与品牌文化的推广，重视形象展示。
	营销模式	“复合式营销模式”以会员服务为主，客户忠诚度很高。采取高级百货店中店与旗舰店相结合的经营方式。通过百货店的自然客流，发现有效客群，并进而发展成为会员，根据会员俱乐部进行更深入的系统服务，作深度营销。两种门店相互补充支持，大大提高了目标客户的忠诚度。
供应链管理	生产模式与供应商体系	自有工厂生产，与代工的国际品牌同样的生产工艺以及向同样的原材料采购商采购。
	信息系统	全面完善的信息系统，涵盖了总部、生产、门店等所有业务范围内的数据，信息传递及时快速。

资料来源：招商证券整理

三、盈利预测与投资建议

如我们 5 月 25 日的《大杨创世-坚实铁三角 铸就淡定的成功光芒》深度报告所述，对于公司的发展路径，我们归结为三个阶段。公司目前处于第一阶段的发展，我们认为危机给予了国内优秀加工企业更多的机会，使其竞争实力更强，公司地位进一步提高。且国外一些客户的实力也受到危机影响，未来逐渐将给予公司更多的高附加值业务，公司具备向第二阶段转型的底质，伴随国内整个服装产业的升级与国内品牌行业的日渐成熟壮大，公司终极发展目标是成为国内和国际的自有品牌商。

图 3：公司未来发展路径三阶段图



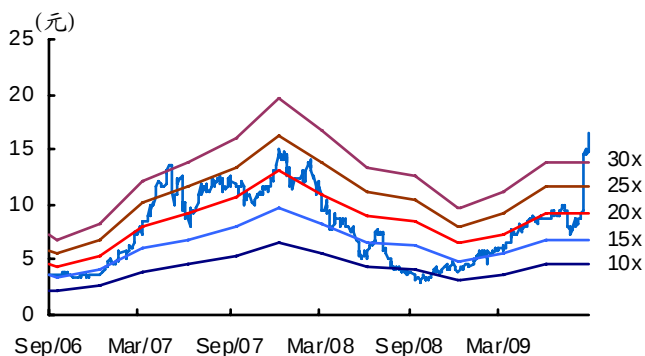
资料来源：招商证券（注：整体收入利润比重项目中，紫色代表加工业务比重，蓝色代表品牌业务比重）

从公司目前的情况看，9 月的订单量基本稳定，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。公司上半年在成本费用控制方面的表现超预期，但下半年伴随服装节等营销事件的进行，预计费用率会有所提高。我们维持上次的盈利预测，预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.44、0.53 和 0.66 元/股。

由于近期涨幅过大，估值目前为 09 年 36 倍 PE，估值已经明显过高。我们提示短期估值方面的风险。由于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。我们维持“审慎推荐-A”的评级，若估值调整到合理位置可关注。

公司的风险主要在于危机对出口业务的影响存在不确定性，以及自有品牌发展低于预期的风险。

图 4：大杨创世历史 PE Band



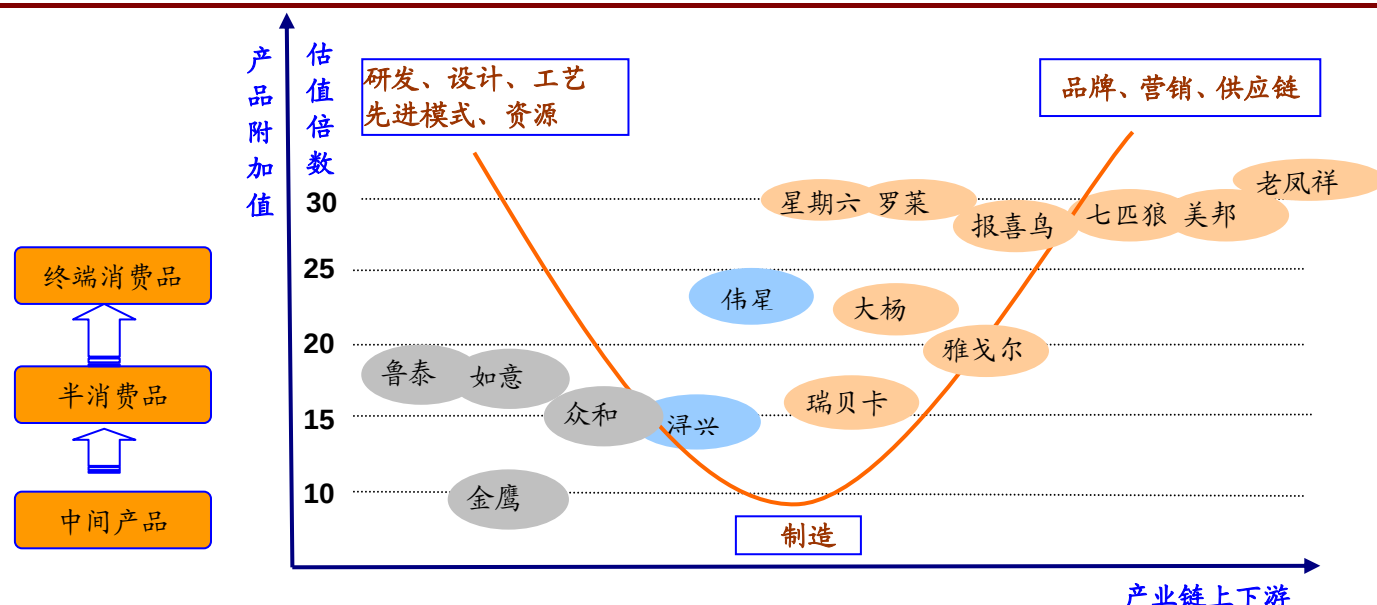
资料来源：招商证券研发中心

图 5：大杨创世历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

图 6: V 式估值法 (根据 09 年 EPS)



资料来源: 招商证券

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%
运动装	李宁	24.2	25222	11.6	39.6	0.45	0.95	1.17	53	25	21	23%
	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%
女鞋	百丽国际	8.0	67136	4.4	15.9	0.23	0.32	0.38	34	25	21	22%
	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%
配饰/化妆品	周生生	6.7	4039	1.3	13.8	0.86	0.72	0.78	8	9	9	8%
	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%
生产	新宇亨得利	3.2	8681	3.3	23.7	0.15	0.19	0.21	21	17	15	12%
	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	-	-	-
	H&M	410.0	339290	10.7	44.3	18.6	19.1	21.7	22	21	19	12.00%
大众品	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%
	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%
配饰/ 化妆品	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—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。

3、《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。

4、《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。

5、《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。

6、《大杨创世—出口退税上调预期带来一定交易性机会》2008/7/21

7、《大杨创世—恶劣环境下维持了业绩的基本稳定》2008/8/19

8、《大杨创世—出口环境持续恶劣 单季收入增速加快》2008/10/28

9、《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。

10、《大杨创世—业绩基本符合预期，维持稳定是主旋律》2009/3/20

11、《大杨创世—危机中傲然屹立 坚固底质是根本》2009/4/21

12、《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。

13、《纺织服饰行业 09 年中期投资策略（服饰品牌研究第三卷下）：突围与出局：时尚界由重本质者主宰》2009/6/15:

经营模式对公司的利润有着关键影响。此文建立了时尚产业图谱的财务量化版，结合国际案例，证明企业运营一定要贴合产品本质选取经营模式。据此对国内品牌公司做出从模式-财务指标质量的分析，并结合发展弹性框架把握投资机会。

14、《大杨创世—成本费用控制得力 危机中再创奇迹》2009/8/23

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	24.3	49.2	36.0	29.9	24.2
PB	4.5	4.2	3.9	3.5	3.2
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，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，领先的对国际服饰行业与优秀公司进行实证研究，在此基础上将时尚产业图谱提升为财务量化版，深化了产品-模式-财务指标-投资策略的研究。并结合时势，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，根据弹性框架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。