

湘财证券研究所

纺织服装行业

吴晓宇

Tel: 021-68634510-8227

E-Mail: wxy2898@xcsc.com

刘正

Tel: 021-68634510-8078

E-Mail: lz2941@xcsc.com

股本结构:

发行股本(万股): 5,000

发行后总股本(万股): 20,000

股票价格:

合理价值区间(元): 20.4-23.8

建议询价区间(元): 18.8-21.7

发行情况

网下发行(万股): ≤1000

网下发行时间: 2010/09/27

网上发行(万股): ≥4000

网上发行时间: 2010/09/27

申购资金解冻日: 2010/09/30

主承销商: 光大证券

投资要点

□ 公司主营希努尔(SINOER)品牌的西装、衬衫和其他服饰类产品的设计、生产和销售,目前已拥有587家直营店和特许加盟店。此外,公司拥有国内规模最大的男士正装生产基地,规模效益明显。公司设计研发团队实力较强,具备每年3,000多款的设计能力。

□ 北方市场具有明显竞争优势。公司目前拥有18家直营店和569家特许加盟店,在山东、河北、河南、山西四省的男装市场占有率居第一位,在陕西、江苏、安徽、东北、内蒙等省区的市场占有率均位列前四名。公司营销策略独特,先后推出了终身免费干洗、量身定制、以旧换新、三件套(一件西装上衣、两条裤子)等一系列在行业内具有创新性和领先性的营销策略。在市场开拓方面,公司采取“八个零”加盟政策进行招商,减少了前期投入及降低了风险,吸引了大批加盟商加入,并使公司与加盟商建立了长期、稳定的关系。

□ 盈利水平稳步提升,负债结构不断优化。近几年,公司毛利率提升幅度较大,主要原因是:1,高档西装和高档衬衫等高附加值产品比重增加;2,对直营渠道的控制加强;3,规模效益逐步体现。偿债能力方面,公司在报告期内增加了长期借款,减少了短期借款,因此保守速动比率和带息负债率都有所上升。总体来说,公司的负债结构正趋于优化。

□ 盈利预测。我们预计公司10-12年核心EPS分别为0.68/1.08/1.34元。结合同类上市公司估值比较,我们认为公司的合理价值为20.4-23.8元,建议询价区间为18.8-21.7元。

□ 风险提示。渠道建设低于预期风险;管理难度加大风险。

盈利预测表

单位: 万元	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	84,982	96,784	138,953	157,523
YoY		13.89%	43.57%	13.36%
核心净利润	11,642	13,550	21,538	26,779
YoY		16.39%	58.95%	24.34%
核心EPS(元)	0.58	0.68	1.08	1.34

数据来源: 湘财证券研究所

目录

一、公司概况	3
1.1 公司介绍	3
1.2 公司股本情况	3
二、公司竞争优势	4
2.1 营销优势-北方市场居于领先地位	4
2.2 较高的品牌知名度	5
三、公司与同行业上市公司比较	5
3.1 营业收入比较	5
3.2 毛利率比较	6
四、财务分析	6
五、募投项目分析	8
六、盈利预测与估值	8
6.1 盈利预测	8
6.2 估值	9
七、风险提示	9

图表目录

图表 1: 发行人股权结构图	4
图表 2: 公司营销策略	5
图表 3: 可比公司收入对比	5
图表 4: 可比公司毛利率对比	6
图表 5: 公司收入及核心净利润	
图表 6: 公司三项费用率逐年上升	7
图表 7: 公司盈利水平稳步提升	
图表 8: 公司偿债能力有所加强	7
图表 9: 公司国内收入占比逐步上升	
图表 10: 公司国内毛利占比稳步提升	7
图表 11: 公司国内外市场毛利率走势	
图表 12: 除西裤外, 公司其他产品毛利率都稳步提升	8
表格 1: 公司本次发行前后股本情况	3
表格 2: 公司募投项目情况	8
表格 3: 公司盈利预测表	9
表格 4: 可比公司估值表	9

一、公司概况

1.1 公司介绍

公司总部位于山东，主营希努尔（SINOER）品牌的西装、衬衫和其他服饰类产品的设计、生产和销售，目前已拥有 587 家直营店和特许加盟店。此外，公司拥有国内规模最大的男士正装生产基地，规模效益明显。公司设计研发团队实力较强，具备每年 3,000 多款的设计能力。到 2010 年，公司力争营销终端扩充至 800 家，销售收入达到 12 亿元。

1.2 公司股本情况

本次发行前总股本为 15,000 万股，本次发行股份为 5,000 万股，占发行总股本 25%。本次发行后，公司董事长王桂波先生仍间接持有公司 43.29% 股份，仍为公司实际控制人。

表格 1：公司本次发行前后股本情况

股东名称	发行前		发行后	
	持股数量（万股）	所占比例	持股数量（万股）	所占比例
新郎希努尔集团	8,442	56.28%	8,442	42.21%
新郎国际	5,058	33.72%	5,058	25.29%
华西集团	720	4.80%	720	3.60%
欧美尔家居	225	1.50%	225	1.13%
北京淡水河投资	225	1.50%	225	1.13%
北京国鼎瑞丰	150	1.00%	150	0.75%
青岛金和众科	75	0.50%	75	0.38%
勒堡织造	53	0.35%	53	0.26%
宁波富诚	53	0.35%	53	0.26%
本次发行流通股			5,000.00	25.00%
合计	15,000	100.00%	20,000	100.00%

资料来源：公司招股说明书

图表 2：公司营销策略

营销策略	特点与优势
终生免费干洗	——通过终生免费干洗及在干洗过程中免费缝补衣扣等细微化服务，获得更多消费者青睐 ——通过口碑的宣传手段，减少其他营销投入 ——以顾客需求为导向，使消费者获得实实在在的优惠，通过终生免费干洗可以获得更真实可靠的客户信息，利于公司后续的销售及VIP客户档案的建立
三件套	——针对消费者裤子磨损快的特点，通过该策略可以吸引更多消费者，达到公司产品销售平稳增长
以旧换新	——提高消费者对希努尔品牌的忠诚度
量身定制	——满足消费者的个性化需求，扩大客户来源，提高公司的销售量

资料来源：公司招股说明书

2.2 较高的品牌知名度

希努尔男装风格优雅、品位高档，公司的三个商标“希努尔 SINOER”、“新郎·希努尔”、“新郎+XINGLANG”均被评为中国驰名商标。公司设计风格独特，针对南方和北方市场分别设计了新款A、B版型服装。A 版型将肩宽及后背宽减少，更加符合南方人的体型，B 版型将肩宽及后背宽加宽，以求更加符合北方人的体型特点，使穿着后更加宽松、舒适、缓解了长期快节奏生活、充满压力的男士紧张感。新版型进一步增强了公司的市场竞争力。

三、公司与同行业上市公司比较

3.1 营业收入比较

从绝对金额来看，公司收入规模位于可比公司第四位。从收入增速来看，除了报喜鸟和美尔雅有增长之外，其他公司营收在09年均不同程度下滑。

图表 3：可比公司收入对比

名称	2009 年（万元）	2008 年（万元）	2007 年（万元）
雅戈尔	552,660.76	593,020.50	302,068.15
杉杉股份	132,916.87	147,168.60	134,308.90
报喜鸟	104,943.95	89,055.70	45,698.30
大杨创世	85,774.92	87,834.00	87,698.90
凯诺科技	62,848.74	80,249.30	108,493.60
红豆股份	45,693.82	46,092.10	49,564.60
美尔雅	28,019.93	22,870.31	17,735.70
希努尔男装	84,263.96	87,979.33	87,423.50

资料来源：公司招股说明书

3.2 毛利率比较

从毛利率数据来看，希努尔男装仅落后于报喜鸟，位居可比公司第二位。报喜鸟毛利率大幅领先行业平均水平的主要原因是：1，报喜鸟西服总体档次较高；2，公司对西装业务一直奉行“全国统一价、不打折”的营销策略，在消费者心目中已形成了一定共识。

图表 4：可比公司毛利率对比

名称	2009 年毛利率 (%)	2008 年毛利率 (%)	2007 年毛利率 (%)
雅戈尔	35.53	32.05	43.94
杉杉股份	23.03	23.16	20.96
报喜鸟	51.50	49.74	46.03
大杨创世	26.29	22.82	21.56
凯诺科技	35.04	33.12	36.03
红豆股份	25.30	25.15	24.36
美尔雅	31.56	33.53	37.10
平均	32.61	31.37	32.85
希努尔男装	37.61	36.19	33.49

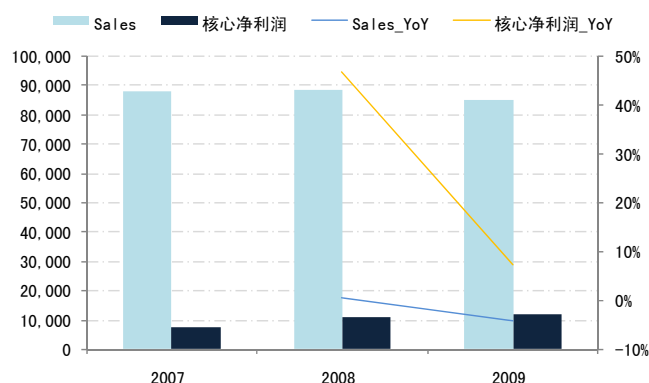
资料来源：公司招股说明书

四、财务分析

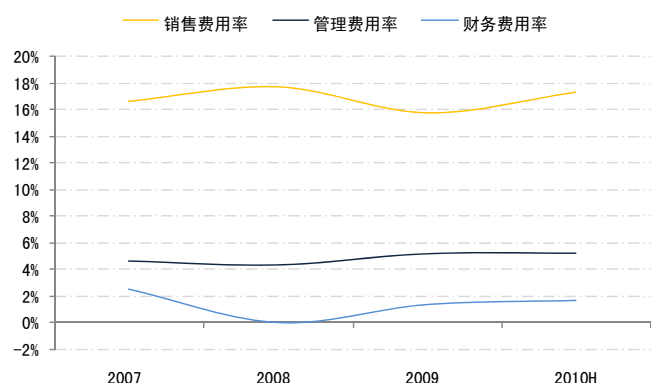
公司有超过 80%的收入和 95%左右的毛利来自国内，随着国内市场的不断开拓，其毛利率也稳步上涨。国外市场主要以代工为主，在金融危机影响下，其毛利率下降幅度也比较明显。未来国内市场仍将是公司的主要销售市场。从产品来看，除西裤之外，公司其他产品的毛利率都有所上升。西裤毛利率下降的主要原因是外销比重较高，为了减少影响，公司近年来也在逐步减少西裤的外销比重。公司 09 年收入下降主要还是被外销市场拖累，国内销售总体保持平稳。近几年，公司毛利率提升幅度较大，主要原因是：1，高档西装和高档衬衫等高附加值产品比重增加；2，对直营渠道的控制加强；3，规模效益逐步体现。公司 09 年销售费用率较 08 年有所下降主要系广告宣传费下降幅度较大，10 年中期又有所上升主要系职工薪酬以及租赁费有所提高。偿债能力方面，公司在报告期内增加了长期借款，减少了短期借款，因此保守速动比率和带息负债率都有所上升。总体来说，公司的负债结构正在不断优化。

图表 5：公司收入及核心净利润

单位：万元 图表 6：公司三项费用率逐年上升



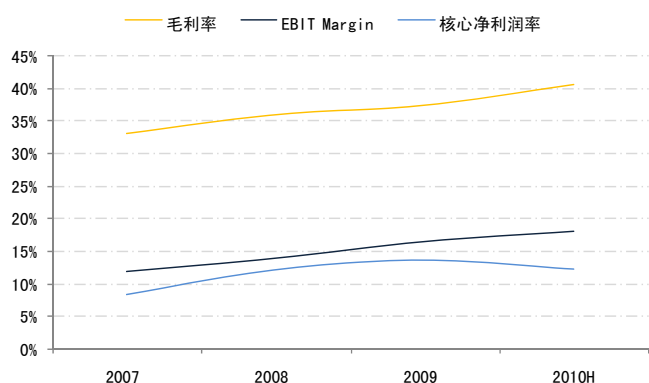
数据来源：招股说明书，湘财证券研究所



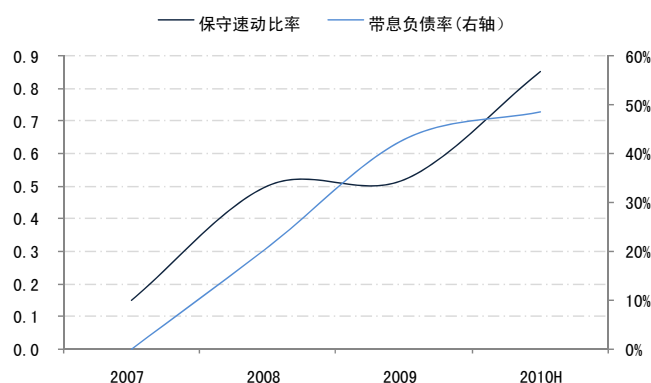
数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

图表 7：公司盈利水平稳步提升

图表 8：公司偿债能力有所加强



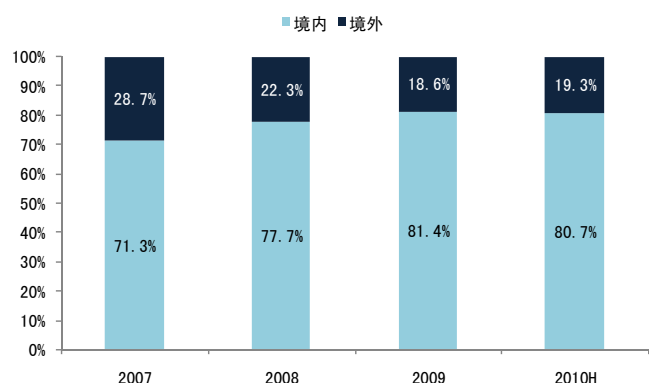
数据来源：招股说明书，湘财证券研究所



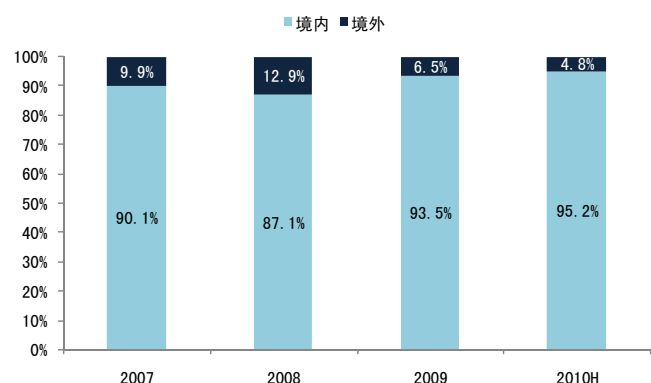
数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

图表 9：公司国内收入占比逐步上升

图表 10：公司国内毛利占比稳步提升

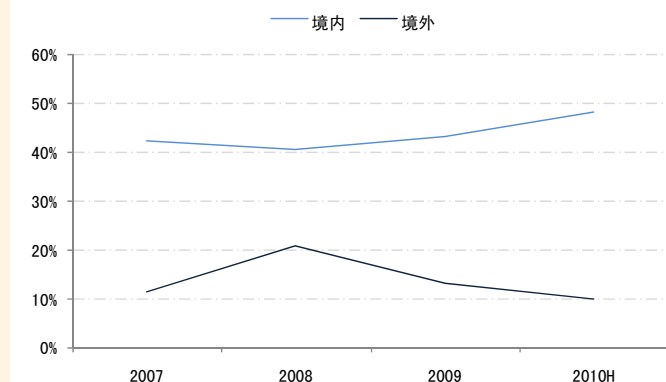


数据来源：招股说明书，湘财证券研究所



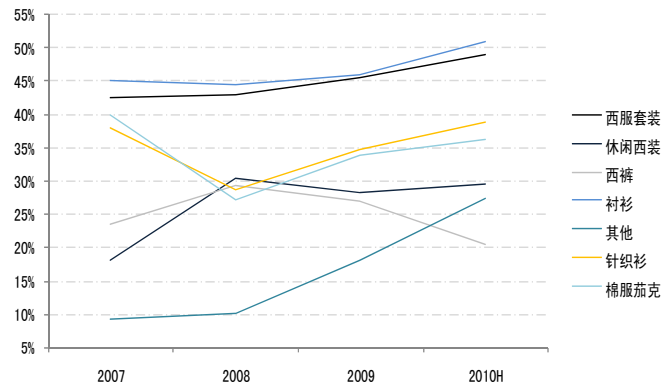
数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

图表 11: 公司国内外市场毛利率走势



数据来源: 招股说明书, 湘财证券研究所

图表 12: 除西裤外, 公司其他产品毛利率都稳步提升



数据来源: 招股说明书, 湘财证券研究所

五、募投项目分析

公司本次募集资金将投资于以下两个项目:

营销网络建设项目拟建设店铺 46 家, 包括 10 家旗舰店和 36 家直营店, 建设区域主要集中在山东省以外、长江以北区域地级城市为主。旗舰店面积从 480-800 平方米不等, 全部为购买形式。直营店面积从 250-800 平方米不等, 购买和租赁五五开。营销网络建设项目将满足公司两大战略方向, 即: 1, 增厚布密省市级城市网络布局; 2, 进一步巩固北方市场, 逐步向南延伸。

表格 2: 公司募投项目情况

单位: 万元

序号	项目名称	预计总投资额	建设周期	年销售收入	利润总额	净利润	内部收益率(税后)	投资回收期
1	营销网络及信息化	54,489.00	12 个月	33,601	10,221	7,661	15.60%	6.9 年
2	设计研发中心	5,056.80	12 个月					

资料来源: 公司招股说明书

六、盈利预测与估值

6.1 盈利预测

根据公司直营店建设计划以及平均零售价格逐步提高, 我们预计公司 10/11/12 年的核心 EPS 分别为 0.68/1.08/1.34 元。

表格 3：公司盈利预测表

单位：万元	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	84,982	96,784	138,953	157,523
YoY		13.89%	43.57%	13.36%
核心净利润	11,642	13,550	21,538	26,779
YoY		16.39%	58.95%	24.34%
核心 EPS	0.58	0.68	1.08	1.34

数据来源：湘财证券研究所

6.2 估值

根据可比上市公司的 PE，我们给予公司 30-35 倍的发行市盈率区间，对应的合理估值为 20.4-23.8 元，建议询价区间为 18.8-21.7 元。

表格 4：可比公司估值表

股票代码	股票简称	PE	
		2009	2010E
002029	七匹狼	49	37
002154	报喜鸟	42	32
002269	美邦服饰	47	39
002425	凯撒股份	53	39
600233	大杨创世	26	29
平均		43	35

数据来源：湘财证券研究所

七、风险提示

渠道建设低于预期风险；管理难度加大风险。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。