

星期六：期待明年业绩改善

报告关键点：

- 多品牌运营小试牛刀
- 渠道下沉，明年1季度或见成效
- 首次给予“买入-A”投资评级

报告摘要：

- 多品牌运营小试牛刀：**公司身处竞争激烈的品牌女鞋行业，坚持“ST&SAT”为主导品牌，近年来尝试多品牌运营，“SAFIYA”、“FBL”、“IIXVIIIX”等差异化品牌增长迅速，目前全国约有店铺1700多家，其中“SAFIYA”和“FBL”全国分别拥有300家和100家店，多品牌运营小试牛刀，收入60%以上还是来自于“ST&SAT”品牌。
- 渠道下沉，明年1季度或见成效：**公司主导品牌“ST&SAT”作为行业著名的女鞋品牌，一二线城市覆盖率分别达90%、70%-80%，与行业龙头百丽旗下的“百丽”品牌形成有效竞争，但三四线城市渠道覆盖率较低，与“百丽”存在较大差距。因此，公司于今年制定渠道下沉策略，并于6月份聘请韩国著名演员全智贤作为品牌代言人，通过加大零售终端广告投入，扩展三四线市场，开店速度较往年明显加快。2008、2009年公司净开店铺约100家，今年全年新增店铺预计将超过300家，新增店铺成熟期一般为半年左右，我们预计2011年1季度，今年新开店将逐步释放业绩，渠道下沉效果初现。
- 今年大规模营销投入和渠道整合吞噬业绩增长，业绩拐点于明年上半年确立：**今年下半年配合渠道下沉，公司加大了广告和渠道营销投入，我们预计在2000万左右，同时“SAFIYA”、“FBL”、“IIXVIIIX”等潜力品牌在快速扩张后需要进行渠道的整合，这些都使得2010年销售和管理费用大幅增长，吞噬了当期业绩的增长。随着明年一季度次新店铺的逐步成熟，我们认为公司业绩拐点将在明年上半年确立。
- 首次给予“买入-A”投资评级：**随着今年渠道下沉策略的确立，我们认为公司未来2-3年渠道扩张将进入快车道，我们预计至2012年公司规模将在目前基础上翻番，我们预计公司2010-2012年EPS分别为0.41元、0.66元和0.94元，目前股价（2010年12月5日）对应的动态PE分别为47倍、29倍和21倍，首次给予“买入-A”投资评级，12个月目标价30元。

评级：

买入-A

上次评级：

目标价格：

30.00 元

期限： 12 个月 上次预测：

 现价： 19.23 元
(2010.12.3)

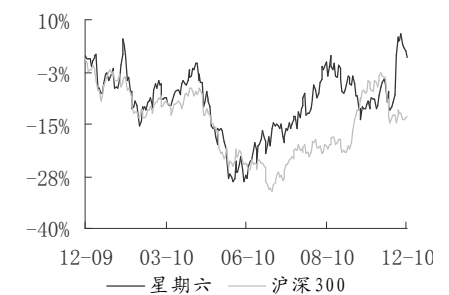
报告日期：

2010-12-16

市场数据

总市值(百万元)	5,374.79
流通市值(百万元)	1,794.93
总股本(百万股)	279.50
流通股本(百万股)	93.34
12个月最高/最低	13.08/26.58 元
十大流通股(%)	40.82%
股东户数	13,530

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	20.18	(8.63)	14.29
绝对收益	9.88	(0.48)	0.97

研究员

赵梅玲

行业分析师

 021-68765110
证书编号

 zhaoml@essence.com.cn
S1450209090278

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	768.9	879.9	1,076.4	1,477.7	1,947.4
Growth(%)	26.8%	14.4%	22.3%	37.3%	31.8%
净利润	102.9	113.8	114.1	183.1	261.9
Growth(%)	20.1%	10.6%	0.3%	60.5%	43.0%
毛利率(%)	44.9%	47.0%	48.6%	49.9%	50.6%
净利润率(%)	13.4%	12.9%	10.6%	12.4%	13.4%
每股收益(元)	0.37	0.41	0.41	0.66	0.94
每股净资产(元)	1.23	4.90	5.31	5.96	6.90
市盈率	52.2	47.2	47.1	29.4	20.5
市净率	15.6	3.9	3.6	3.2	2.8
净资产收益率(%)	29.9%	8.3%	7.7%	11.0%	13.6%
ROIC(%)	57.9%	37.3%	20.3%	37.2%	46.4%
EV/EBITDA	23.6	23.4	27.8	16.5	11.7
股息收益率	0.3%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-12-5

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	768.9	879.9	1,076.4	1,477.7	1,947.4	成长性					
减: 营业成本	423.9	466.3	553.4	740.2	961.7	营业收入增长率	26.8%	14.4%	22.3%	37.3%	31.8%
营业税费	0.0	0.0	-	-	-	营业利润增长率	16.6%	8.9%	17.1%	62.2%	42.0%
销售费用	163.0	202.8	301.4	399.0	516.1	净利润增长率	20.1%	10.6%	0.3%	60.5%	43.0%
管理费用	45.0	49.9	70.0	88.7	116.8	EBITDA 增长率	19.7%	9.8%	11.2%	63.4%	38.2%
财务费用	7.0	8.7	0.2	4.0	-2.6	EBIT 增长率	19.5%	9.8%	9.8%	64.7%	38.7%
资产减值损失	11.5	23.0	0.3	0.7	7.3	NOPLAT 增长率	23.4%	11.5%	-6.8%	62.9%	39.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	73.0%	71.5%	-11.3%	12.2%	28.9%
投资和汇兑收益	-0.0	-	-	-	-	净资产增长率	33.8%	297.8%	8.3%	12.3%	15.7%
营业利润	118.5	129.0	151.1	245.2	348.1	利润率					
加: 营业外净收支	0.9	1.7	1.0	-1.0	1.0	毛利率	44.9%	47.0%	48.6%	49.9%	50.6%
利润总额	119.4	130.7	152.1	244.2	349.1	营业利润率	15.4%	14.7%	14.0%	16.6%	17.9%
减: 所得税	16.5	16.9	38.0	61.0	87.3	净利润率	13.4%	12.9%	10.6%	12.4%	13.4%
净利润	102.9	113.8	114.1	183.1	261.9	EBITDA/营业收入	16.8%	16.2%	14.7%	17.5%	18.3%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	16.3%	15.7%	14.1%	16.9%	17.7%
货币资金	142.1	970.0	1,003.7	1,126.0	1,226.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	26	25	28	30	31
应收帐款	181.1	232.6	271.8	377.0	496.8	流动营业资本周转天数	85	147	141	93	83
应收票据	-	28.0	-	-	-	流动资产周转天数	256	486	574	453	405
预付帐款	32.6	35.4	63.1	100.1	148.2	应收帐款周转天数	70	82	82	77	78
存货	304.2	447.6	382.4	393.4	511.1	存货周转天数	114	160	145	97	86
其他流动资产	-0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	总资产周转天数	293	521	611	489	440
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	121	183	178	129	119
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	29.9%	8.3%	7.7%	11.0%	13.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	13.9%	6.3%	6.2%	8.4%	10.1%
固定资产	57.2	63.7	102.1	144.9	185.5	ROIC	57.9%	37.3%	20.3%	37.2%	46.4%
在建工程	-	-	2.0	2.4	2.5	费用率					
无形资产	20.5	20.8	19.5	18.3	17.2	销售费用率	21.2%	23.0%	28.0%	27.0%	26.5%
其他非流动资产	2.1	8.2	5.2	5.2	5.2	管理费用率	5.9%	5.7%	6.5%	6.0%	6.0%
资产总额	739.8	1,806.5	1,849.8	2,167.4	2,592.6	财务费用率	0.9%	1.0%	0.0%	0.3%	-0.1%
短期债务	86.5	164.3	-	-	-	三费/营业收入	28.0%	29.7%	34.5%	33.3%	32.4%
应付帐款	55.6	28.5	83.4	111.5	144.9	偿债能力					
应付票据	166.5	212.7	227.4	304.2	395.2	资产负债率	53.5%	24.2%	19.8%	23.1%	25.6%
其他流动负债	47.0	31.5	70.5	105.0	144.0	负债权益比	114.9%	31.9%	24.7%	30.0%	34.4%
长期借款	20.0	-	-	-	-	流动比率	1.76	3.92	4.70	3.99	3.59
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.93	2.84	3.62	3.18	2.79
负债总额	395.6	437.0	366.3	500.8	664.1	利息保障倍数	17.89	15.76	766.67	61.88	-130.83
少数股东权益	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	分红指标					
股本	160.0	215.0	279.5	279.5	279.5	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	184.2	1,154.3	1,203.9	1,387.0	1,648.9	分红比率	15.5%	14.1%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	344.3	1,369.5	1,483.6	1,666.7	1,928.5	股息收益率	-	-	-	-	-
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	102.9	113.8	114.1	183.1	261.9	EPS(元)	-	-	0.41	0.66	0.94
加: 折旧和摊销	4.5	5.0	6.8	9.2	11.5	BVPS(元)	1.23	4.90	5.31	5.96	6.90
资产减值准备	9.4	17.0	0.3	0.7	7.3	PE(X)	52.2	47.2	47.1	29.4	20.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	15.6	3.9	3.6	3.2	2.8
财务费用	4.0	8.2	11.3	0.2	4.0	P/FCF	142.3	-64.4	159.6	43.9	53.7
投资收益	0.0	-	-	-	-	P/S	7.0	6.1	5.0	3.6	2.8
少数股东损益	0.0	0.0	-	-	-	EV/EBITDA	23.6	23.4	27.8	16.5	11.7
营运资金的变动	-136.0	-214.5	142.8	-14.5	-129.6	CAGR(%)	21.2%	32.0%	46.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-12.2	-67.3	264.2	182.5	148.5	PEG	2.5	1.5	1.0	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-12.6	-44.6	-51.1	-51.1	-51.1	ROIC/WACC	5.8	3.7	2.0	3.7	4.6
融资活动产生现金流量	28.1	925.7	-144.5	-4.0	2.6	REP	1.6	1.6	4.3	2.0	1.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

赵梅玲，武汉大学经济学硕士，2007 年 7 月加入安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034