

2010-12-29

服装、服饰与奢侈品

希努尔 002485-SZ

2011 年华丽转身

◇ 报告起因：公司调研

◆调产品结构、整顿终端，平效和毛利率将明显提升

公司近期开始选取部分门店着手整顿，统一装修，并对产品陈列、产品种类、产品价格控制、营销活动、店员培训进行重新梳理，美化消费者购物体验，更好地展示品牌形象，强化对周边商圈的辐射力度。同时，公司加快信息化技术支持、完善培训系统、加大品牌宣传投入，以上举措都将有助于提高专卖店平效。

“希努尔”品牌产品系列中，低价位的一些品种占比较大，公司计划每年砍掉一个低价位的产品，来逐步调整产品结构，并稳步推进品牌定位从中低端逐步提升。再加上推出高毛利的新品，公司整体毛利率有望进一步提高。

◆店铺整改完成后，压抑加盟需求有望得到释放，快速复制即将铺开

公司上市时共有 587 家专卖店（18 家直营店、569 家加盟店），今年开店速度可能低于预期，我们估计全年新增直营店和加盟店分别达到 9 家和 10 家。但是，平效提升有望弥补外生增长的不足，预计全年收入仍将保持在 10 亿元以上。

2011 年，一方面，公司加快铺设直营系统，预计将按募投计划完成剩下的 37 家直营店建设任务；另一方面，加盟店有望在完成终端形象整改后快速铺开。据了解，公司每年都会接到几百份加盟申请，但策略上主动控制开店节奏，对加盟商精挑细选，确保“开一家，赢利一家”，以免产生关店。老店更新换代后，公司先观察经营效果，一旦确信整改后的终端达到可复制的标准，公司将主动调整扩张策略，一个地区、一个地区大面积铺开，加快开店速度，释放之前压抑的加盟需求。

◆三品牌同店销售，将平滑淡季，提升单店收入

公司转向多品牌战略，定位更加清晰。从原有的单一品牌“希努尔”，拓展到休闲化的“美尔顿”品牌，加上明年重新推出的专攻结婚市场的“新郎”品牌，涵盖三大细分市场。公司决定三个品牌放在一起同店销售，不仅提供给顾客更多产品选择，还能通过薄款的春夏装补充厚重的冬装产品线，平滑淡季，增强单店盈利。

◆盈利预测及估值

我们维持 11 月 22 日报告中对希努尔 2010-2012 业绩的预测，预计摊薄后 EPS 分别为 0.73 元、1.01 元和 1.44 元。以 12 月 28 日收盘价 26.65 元计算，11 年动态 PE 为 26.39X。对公司维持长期看好观点，同时对比 A 股市场服装企业的估值水平，我们认为按其未来三年净利润 37% 的复合增速，希努尔估值较低，重申“买入”评级，维持目标价 37.45 元，对应 11 年动态 PE 为 37X、PEG 为 1X。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	888	850	1,052	1,334	1,632
净利润（百万元）	105	111	146	202	288
每股收益	0.52	0.56	0.73	1.01	1.44
每股自由现金流 (FCFF)	0.09	0.61	0.28	-0.81	0.69
经营性 ROIC	20.12%	18.63%	20.70%	18.18%	22.70%
ROE（归属母公司） (摊薄)	26.98%	24.89%	9.51%	11.57%	14.27%

维持

买入

当前价格	26.65 元
目标价格	37.45 元
目标期限	6 个月

分析师：

李婕

(执业证书编号：F0050108120160)

联系人：

谢宁铃

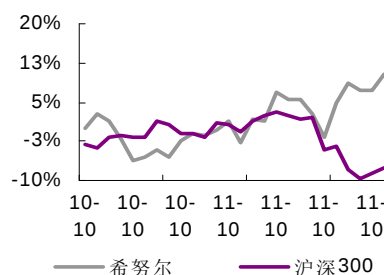
021-2216 9127

xienl@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	200
总市值(百万元)	5,966
流通比例(%)	20.00%
12 个月最高/最低(元)	31.75/24.30
近 3 月日均成交量(百万股)	4.51
主要股东	新郎希努尔 集团股份有 限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-10.44	0.00	0.00
绝对收益	-13.42	0.00	0.00

相关报告：

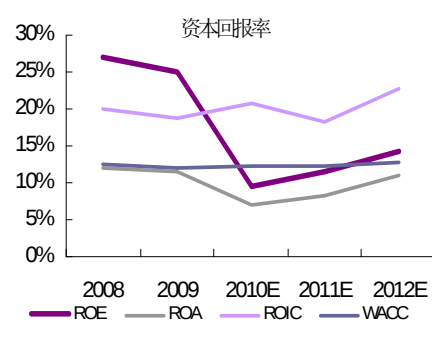
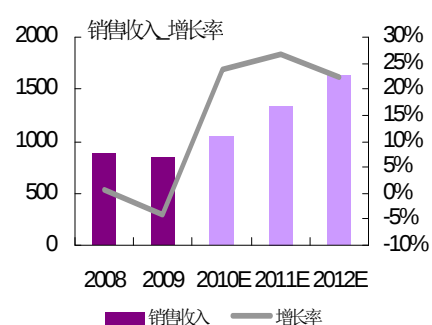
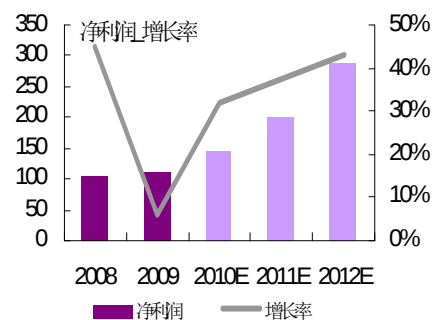
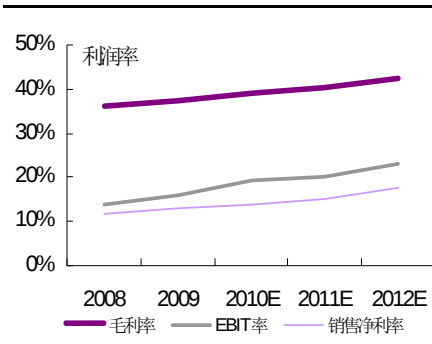
2010-08-18 投价报告：雄踞北方市场的男装品牌

2010-11-22 新起点，新高度

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	888	850	1,052	1,334	1,632
营业成本	569	532	642	794	940
折旧和摊销	25	29	26	34	43
营业税费	0	0	0	0	0
销售费用	157	134	158	213	253
管理费用	39	44	53	60	62
财务费用	0	11	5	-2	-7
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	123	123	199	269	384
利润总额	120	123	195	269	384
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	104.53	111.01	146.47	201.58	288.25

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	867	959	2,130	2,446	2,591
流动资产	557	552	1,606	1,596	1,684
货币资金	131	185	1,213	1,108	1,100
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	80	60	78	99	121
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	5	6	7	9	11
存货	296	223	257	317	376
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	268	349	444	704	759
无形资产	15	15	15	15	14
总负债	480	513	590	705	572
无息负债	380	293	390	505	572
有息负债	100	220	200	200	0
股东权益	387	446	1,540	1,741	2,020
股本	150	150	200	200	200
公积金	170	181	1,153	1,183	1,227
未分配利润	67	115	187	358	593
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	0	0	255	253	296
净利润	105	111	146	202	288
折旧摊销	25	29	26	34	43
净营运资金增加	105	22	-31	37	88
其他	-235	-162	114	-20	-123
投资活动产生现金流	-48	-171	-150	-360	-100
净资本支出	-15	-15	150	360	100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-33	-155	-300	-720	-200
融资活动现金流	-49	57	923	2	-203
股本变化	146	0	50	0	0
债务净变化	100	120	-20	0	-200
无息负债变化	-91	-87	97	115	67
净现金流	-97	-114	1,027	-105	-7

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	0.58%	-4.31%	23.84%	26.74%	22.39%
净利润增长率	45.14%	6.20%	31.95%	37.62%	43.00%
EBITDA 增长率	38.02%	10.74%	40.19%	31.29%	39.41%
EBIT 增长率	19.24%	9.26%	51.55%	31.02%	41.36%
盈利能力 (%)					
毛利率	35.97%	37.38%	39.00%	40.50%	42.40%
EBITDA 率	16.63%	19.24%	21.78%	22.57%	25.70%
EBIT 率	13.84%	15.81%	19.34%	20.00%	23.10%
税前净利润率	13.47%	14.48%	18.56%	20.15%	23.54%
税后净利润率 (归属母公司)	11.77%	13.06%	13.92%	15.11%	17.66%
ROA	12.06%	11.58%	6.88%	8.24%	11.12%
ROE (归属母公司) (摊薄)	26.98%	24.89%	9.51%	11.57%	14.27%
经营性 ROIC	20.12%	18.63%	20.70%	18.18%	22.70%
偿债能力					
流动比率	1.32	1.17	4.33	3.29	3.05
速动比率	61.95%	69.59%	363.97%	263.51%	236.91%
归属母公司权益/有息债务	3.87	2.03	7.70	8.71	-
有形资产/有息债务	8.25	4.10	10.40	11.98	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.52	0.56	0.73	1.01	1.44
每股红利	0.00	0.26	0.00	0.05	0.14
每股经营现金流	0.00	0.00	1.27	1.26	1.48
每股自由现金流(FCFF)	0.09	0.61	0.28	-0.81	0.69
每股净资产	1.94	2.23	7.70	8.71	10.10
每股销售收入	4.44	4.25	5.26	6.67	8.16

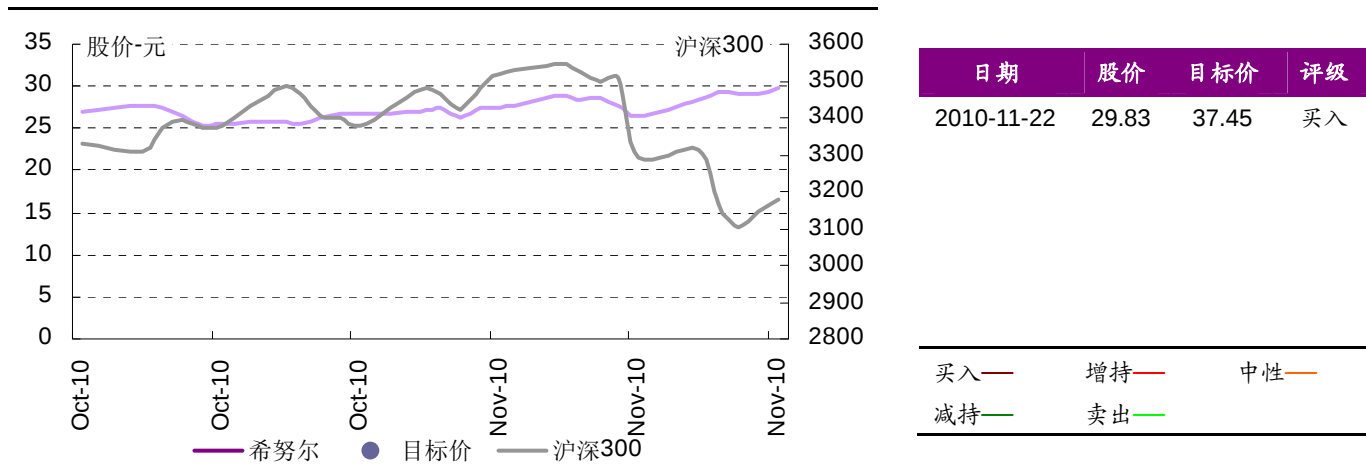
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

希努尔（002485）



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

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%至 15%；
 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。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，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。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产

管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。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。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。