

夯实内功后的快速增长将进一步延续

研究结论：

- 2010 年公司营业收入和净利润同比分别增长 10.59% 和 38.87%，每股收益为 1 元，与我们之前的预期基本一致。公司分配预案为每 10 股派现金红利 2 元。
- 报告期公司营业收入增长的主要来自于老店的同店增长、品牌影响力的提升和自营渠道的扩张。年报显示，2010 年公司终端网点数比 2009 年净增加 276 家，达到 3525 家，其中，直营及联营终端 388 家，代理终端 3137 家。2010 年公司直营和加盟的渠道扩张速度分别为 76% 和 4% 左右。此外，报告期公司通过品牌营销、渠道管理和供应链梳理等一系列升级改造也有效地促进了公司销售规模的扩大。
- 2010 年公司净利润增速大幅超越营业收入增速主要是因为毛利率的提高和期间费用的有效控制。公司综合毛利率较上年同期增加 3.25 个百分点，主要来自：1) 毛利率较高的直营业务占收入比重提升，2010 年已达到 12% 左右；2) 在 2010 年物价普遍上涨的大环境下，公司提高了产品的销售价格；3) 公司加强供应链管理，原料采购规模效益日益凸显。在报告期销售收入稳步增长的情况下，公司销售费用和管理费用的增长均低于收入增幅，显示出公司较好的费用管理能力，这在一定程度上也提升了公司盈利的增速。
- 年报显示，公司经营活动产生的现金流量净额较上年同期下降 13.91%。主要原因是公司给代理商的信用额度增加，应收账款增加较多，这点从应收账款周转率较 2009 年下降 3.34 也可以看出，我们认为对代理商信用额度的放宽有利于扶持代理商发展壮大，同时也能够带动公司扩大销售，而且根据我们的了解，公司对于信用额度的放开是较为谨慎的，因此一定的信用额度增加不会增加公司的经营风险。
- 公司电子商务规模迅速扩大。2010 年公司电子商务实现销售收入 2600 万元，同比增幅较大。虽然公司目前网上主要涉及库存产品的处理，但未来可能会开发一些网购专属品，我们认为随着公司电子商务的不断深入，不仅会减轻渠道层面的存货压力，也有可能为公司开辟出新的发展空间。
- 公司夯实内功后将延长其快速增长期。自 2009 年开始公司在品牌建设、渠道管理优化、商品企划和供应链效率提升等各个环节投入了大量的人力和财力，我们认为最终会转化为公司财务指标的不断改善。我们预计公司 2011 年将开始进入外延扩张重新恢复和内在运营效率持续提升的新阶段。从 3 月份刚刚结束的公司 2011 年秋冬订货会情况看，我们认为 2011 年公司销售的良好增长基本确立。
- 盈利预测和投资评级：根据年报和秋冬订货会预期，同时考虑股权激励的摊销费用，我们小幅上调了公司盈利预测，预计公司 2011—2013 年每股收益分别为 1.31 元、1.73 元和 2.14 元。维持公司“买入”评级。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

纺织服装行业首席分析师
8621-63325888 × 6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010014

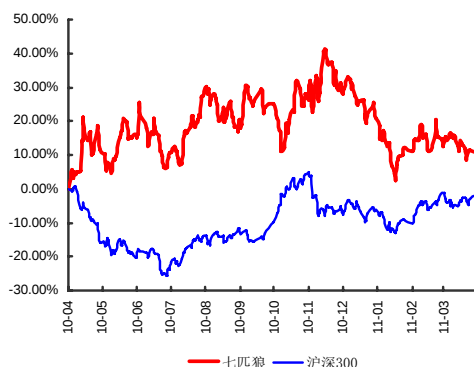
联系人

糜韩杰
8621-63325888 × 6119
mihanjie@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 4 月 8 日)	30.89 元
目标价格	38.00 元
总股本/A 股 (百万股)	282.9
A 股市值 (亿元)	87.39
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2011 年 4 月 11 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2198	2780	3461	4154
同比 (%)	11%	27%	25%	20%
归属母公司净利润	289	380	501	620
同比 (%)	39%	31%	32%	24%
毛利率 (%)	41.6%	41.9%	42.0%	42.0%
ROE (%)	17.7%	19.4%	20.4%	20.1%
每股收益 (元)	1.00	1.31	1.73	2.14
P/E (倍)	30.86	23.49	17.84	14.41
P/B (倍)	5.47	4.57	3.64	2.90
EV/EBITDA (倍)	18	15	12	9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1375	1741	2412	3349	营业收入	2198	2780	3461	4154
现金	144	390	779	1317	营业成本	1284	1615	2008	2409
应收账款	318	379	478	607	营业税金及附加	22	28	35	42
其它应收款	14	16	26	27	营业费用	323	406	502	602
预付账款	353	291	301	361	管理费用	157	214	250	294
存货	395	497	618	781	财务费用	-5	-5	-12	-22
其他	152	168	209	256	资产减值损失	82	90	99	109
非流动资产	1060	1154	1198	1100	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	12	14	15	16
固定资产	91	145	185	189	营业利润	347	445	594	736
无形资产	20	17	15	11	营业外收入	8	8	8	8
其他	950	992	999	900	营业外支出	16	6	6	6
资产总计	2436	2895	3610	4449	利润总额	339	447	596	738
流动负债	771	907	1121	1341	所得税	50	67	95	118
短期借款	0	0	0	0	净利润	289	380	501	620
应付账款	219	263	330	397	少数股东损益	6	8	11	13
其他	552	644	791	944	归属于母公司净利润	283	372	490	606
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	428	516	678	856
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.00	1.31	1.73	2.14
其他	0	0	0	0					
负债合计	771	907	1121	1341	主要财务比率				
少数股东权益	66	74	85	98	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	283	283	283	283	成长能力				
资本公积	559	559	559	559	营业收入	10.6%	26.5%	24.5%	20.0%
留存收益	757	1073	1563	2169	营业利润	34.6%	28.1%	33.5%	23.9%
归属母公司股东权益合计	1599	1914	2404	3010	净利润	38.9%	31.4%	31.7%	23.8%
负债和股东权益	2436	2895	3610	4449	获利能力				
					毛利率	41.6%	41.9%	42.0%	42.0%
					净利率	12.9%	13.4%	14.2%	14.6%
					ROE	17.7%	19.4%	20.4%	20.1%
					ROIC	16.1%	17.3%	18.2%	17.8%
					偿债能力				
					资产负债率	31.7%	31.3%	31.1%	30.1%
					净负债比率				
					流动比率	1.78	1.92	2.15	2.50
					速动比率	1.16	1.24	1.47	1.78
					营运能力				
					总资产周转率	0.97	1.04	1.06	1.03
					应收账款周转率	7	7	7	7
					应付账款周转率	6.24	6.71	6.78	6.63
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.00	1.31	1.73	2.14
					每股经营现金流	0.92	1.67	1.81	2.26
					每股净资产	5.65	6.77	8.50	10.64
					估值比率				
					P/E	30.86	23.49	17.84	14.41
					P/B	5.47	4.57	3.64	2.90
					EV/EBITDA	18	15	12	9

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn