

期间费用对业绩的影响有待逐季改善

研究结论：

- 2011年一季度公司实现营业收入3.28亿元，同比增长24.94%，实现营业利润0.33亿，同比增长16.51%，归属于上市公司股东净利润0.26亿元，同比增长5.21%，每股收益0.09元。公司预计2011年中报净利润增减变动幅度为-5%-25%。
- 公司一季度毛利率为48.19%，较上年提高2.93个百分点，我们认为这主要来自公司产品的提价特别是冬季产品价格的明显提升（我们估计冬鞋终端价格同比增长20%以上）。
- 公司净利润增速慢于营业收入增速的主要原因是销售费用的大幅上升、营业税金及附加和营业外收入的同比减少。（1）一季度虽然公司毛利率同比有所提高，但公司销售费用率较上年增加5.03个百分点，其中固然有一部分是因为上年同期在管理费用中披露的销售人员劳动保险费改为在销售费用中披露617.97万元所致，但主要还是由于职工工资、奖金、福利同比增加了38.65%。考虑到一季度受奖金发放造成的波动较大，从全年看我们认为公司销售费用率的涨幅预计会有所下降。（2）另外报告期公司营业税金及附加同比增长22094%，主要由于对外商投资企业开征城市维护建设税及教育费附加。（3）报告期公司营业外收入同比减少93%，主要原因是上年同期收到政府补助300万元，而本期只有22.6万元。
- 公司经营活动产生的现金流量净额较上年大幅增长161.54%，主要是由于公司以银行承兑汇票支付货款大幅度增加。从现金流量表看公司购买商品、接受劳务同比减少42%。
- 公司一季度存货周转率0.28，同比小幅下降0.02。存货问题一直是困扰公司的一个大问题，如何消化存货是公司必须面对的一个挑战。从最近几年一季度存货周转率的情况来看，下降趋势明显减缓，我们认为这也许是公司存货管理正在逐步企稳并有望逐步好转的一个重要信号。
- 我们认为2011年起公司盈利增速将逐步与收入匹配。我们认为由于前期门店调整、销售费用、存货处理和所得税率调整等众多因素累计在一起造成了公司2010年业绩的下降，随着后期销售收入的快速释放，以及所得税率影响因素的消除，我们预计2011年起公司业绩将呈现出与收入更为匹配的增长势头。
- 盈利预测和投资评级：我们维持对于公司的盈利预测，预计公司2011—2013年每股收益分别为0.47元、0.63元和0.85元。维持公司“增持”评级。
- 风险因素：国内宏观经济波动对消费的影响以及公司在存货周转率提高方面的实现进度低于预期。



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

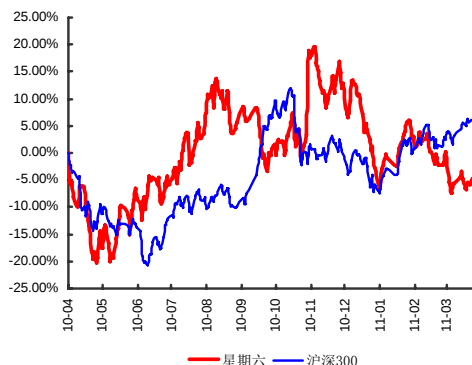
联系人

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22日） 15.94元
目标价格 19.00元
总股本/A股（百万股） 279.5
A股市值（亿元） 45
国家/地区 中国
行业 纺织服装
报告发布日期 2011年4月25日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1143	1510	1961	2525
同比(%)	30%	32%	30%	29%
归属母公司净利润	100	132	175	237
同比(%)	-12%	31%	33%	35%
毛利率(%)	47.4%	47.2%	47.2%	46.9%
ROE(%)	6.9%	8.3%	9.9%	11.8%
每股收益(元)	0.36	0.47	0.63	0.85
P/E(倍)	44.42	33.84	25.42	18.83
P/B(倍)	3.05	2.80	2.52	2.22
EV/EBITDA(倍)	26	21	15	11

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

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。

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	1586	1577	1789	2240	营业收入	1143	1510	1961	2525
现金	623	386	260	286	营业成本	601	798	1035	1341
应收账款	314	406	513	655	营业税金及附加	1	12	16	20
其它应收款	11	18	22	28	营业费用	320	416	529	666
预付账款	38	57	73	94	管理费用	60	81	120	146
存货	574	676	873	1119	财务费用	7	6	6	11
其他	27	34	48	59	资产减值损失	21	23	25	28
非流动资产	213	350	398	402	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	0	0	0	0
固定资产	103	249	305	327	营业利润	133	173	231	313
无形资产	24	24	25	26	营业外收入	3	3	3	3
其他	86	77	68	49	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1799	1927	2187	2643	利润总额	137	176	234	316
流动负债	337	333	418	637	所得税	36	44	58	79
短期借款	164	100	113	246	净利润	100	132	175	237
应付账款	10	13	17	21	少数股东损益	0	0	0	0
其他	164	220	289	369	归属于母公司净利润	100	132	175	237
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	154	194	262	355
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.36	0.47	0.63	0.85
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	337	333	418	637	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	280	280	280	280	营业收入	29.9%	32.1%	29.9%	28.8%
资本公积	889	889	889	889	营业利润	3.4%	29.3%	33.7%	35.5%
留存收益	294	425	601	837	净利润	-11.9%	31.3%	33.2%	35.0%
归属母公司股东权益合计	1462	1594	1769	2006	获利能力				
负债和股东权益	1799	1927	2187	2643	毛利率	47.4%	47.2%	47.2%	46.9%
现金流量表					净利率	8.8%	8.7%	8.9%	9.4%
单位:百万元					ROE	6.9%	8.3%	9.9%	11.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	6.5%	7.9%	9.4%	10.8%
经营活动现金流	-196	-14	-60	-63	偿债能力				
净利润	100	132	175	237	资产负债率	18.7%	17.3%	19.1%	24.1%
折旧摊销	13	16	25	31	净负债比率				
财务费用	7	6	6	11	流动比率	4.71	4.73	4.28	3.52
投资损失	0	0	0	0	速动比率	2.91	2.59	2.08	1.67
营运资金变动	-329	-179	-282	-362	营运能力				
其它	13	11	16	20	总资产周转率	0.63	0.81	0.95	1.05
投资活动现金流	-196	-152	-73	-33	应收账款周转率	4	4	4	4
资本支出	133	150	70	30	应付账款周转率	32.71	71.63	70.59	70.55
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	-62	-2	-3	-3	每股收益	0.36	0.47	0.63	0.85
筹资活动现金流	39	-71	7	122	每股经营现金流	-0.70	-0.05	-0.22	-0.23
短期借款	-0	-64	13	134	每股净资产	5.23	5.70	6.33	7.18
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	65	0	0	0	P/E	44.42	33.84	25.42	18.83
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	3.05	2.80	2.52	2.22
其他	-25	-7	-6	-11	EV/EBITDA	26	21	15	11
现金净增加额	-290	-237	-126	26					

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