

大杨创世(600233.sh)

衣之道，唯创世

马涛 分析师

电话: 010-68058657

eMail: mt@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010001

我们的观点

未来三年自主品牌内销业务占比有望提高到 30%以上。我们认为品牌的定价权来自于美誉度，国内品牌服装中真正具有定价权的不多。一流的服装工艺、与世界顶级时装品牌多年合作经验、国际顶级设计大师的保驾护航为公司自主品牌提供品质保证。TRANDS(创世)品牌具备高定价权，高定价权意味着产品的高毛利率。公司多品牌梯队已经形成，“创世”品牌美誉度的外溢效应有利于推动凯门业务实现跨越式的增长。我们预计 2011 自主品牌业务有望实现 3 亿元以上的收入，对净利润贡献幅度将加大。

出口业务平稳中不乏亮点。驱动因素来自于贸易模式的调整带来地订单档次的提高和毛利率的提升，另外自主品牌“T BY TRANDS”海外单量单裁业务的拓展有望超预期。

盈利预测与投资评级

我们预计 2011-2013 年公司分别实现净利润 1.57 亿元/1.86 亿元/2.07 亿元，2011-2013EPS 分别为 0.95 元/1.13 元/1.26 元，对应 2011-2013PE 分别为 16.99/14.32/12.88 倍，我们看好公司自主品牌拓展的前景，合理价值区间 18-22 元，首次给予“买入”评级，建议投资者关注。

风险提示

1、出口退税下调；2、自有品牌推广低于预期。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	871.70	1,085.62	1276.97	1429.05	1580.08
增长率(%)	-2.66%	24.54%	17.63%	11.91%	10.57%
EBITDA(百万元)	223.18	272.23	261.38	301.00	335.00
净利润(百万元)	111.07	138.19	157.13	186.37	207.22
增长率(%)	107.69%	24.41%	13.71%	18.61%	11.19%
每股收益(元)	0.673	0.838	0.95	1.13	1.26
市盈率	24.75	16.90	16.99	14.32	12.88
市净率	3.81	2.77	2.67	2.25	1.92
EV/EBITDA	11.93	7.93	6.83	5.19	3.93

数据来源: 大连大杨创世股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	16.18
目标价格(元)	22.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-15.42%	20.75%	-10.98%
沪深 300	1.07%	10.61%	3.45%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)

165.00/107.25

主要股东:

大杨集团有限责任公司

主要股东持股比例

40.32%

财务比率

ROE	16.41%
ROA	20.43%
资产负债率	13.09%
每股净资产(元)	5.10

2010 年报数据

我们的观点

TRANDS (创世) 极高的品牌美誉度

2004年以来TRANDS一直是国家党政领导人出访的礼宾服，公司在京西宾馆有TRANDS (创世) 品牌的特供专柜。巴菲特、比尔·盖茨、伯克希尔·哈撒韦公司合伙人查理及其家人、拉斐酒庄的继承者罗斯希尔德家族成员、可口可乐公司前总裁、以色列首富、大众汽车集团中国区总裁等都预订创世品牌量身定制的西装。

一流的服装工艺和国际顶级设计大师的保驾护航

行业第一的西服加工产能，为海外中高端客户（日本最大西服零售商青山商社、北美最大的服装批发商Peerless、美国老牌百货Macys等）代工积累了一流的生产技术和工艺，与世界时装品牌（CK、GUCCI、BURBERRY、Giorgio Armani、BCBG 等国际时装大牌）合作积累的经验，国际顶级设计大师（原来Giorgio Armani的男装首席设计师Ivano Cattarin 出任TRANDS品牌设计总监）加盟带来先进的服装设计理念和工艺指导。

2011年全面快速推进“三三三”转型战略

出口业务：公司目前的市场地位可以做到挑选高附加值、毛利率达30%附近的订单进行生产。我们预计2011年出口业务的增长将主要来自于订单档次的提高，外加通过与海外优势企业合作来推进“T BY TRANDS”品牌的海外拓展（单量单裁业务，走BTB模式）来实现增长，我们预计海外子公司1-2年内可以实现盈利。

国内品牌建设：创世品牌继续走自营模式，渠道走旗舰店和高端百货商场，我们预计创世品牌平均单店贡献收入约为350万元，保持年均5-10家的开店速度；凯门品牌做职业装团购业务，订单业绩弹性大，2011年公司对品牌管理架构进行全面优化后，凯门的推广力度将加大；另外，我们将持续关注YOUSOKU电子商务品牌的推广进程。整体上，我们预计内销品牌2011年实现3个亿元左右的收入。保守的测算，2013年内销业务占比可达44%左右的水平。

2011年一季度报低于预期的原因

西服企业一季度一般是淡季。而且去年一季度凯门接了个大单，基数较高，今年一季度比去年少了一周工作时间，但费用固定。整体上，公司的业务一般是上半年淡季，下半年旺季。公司经营风格一贯稳健，我们对公司实现全年业绩增长持乐观态度。

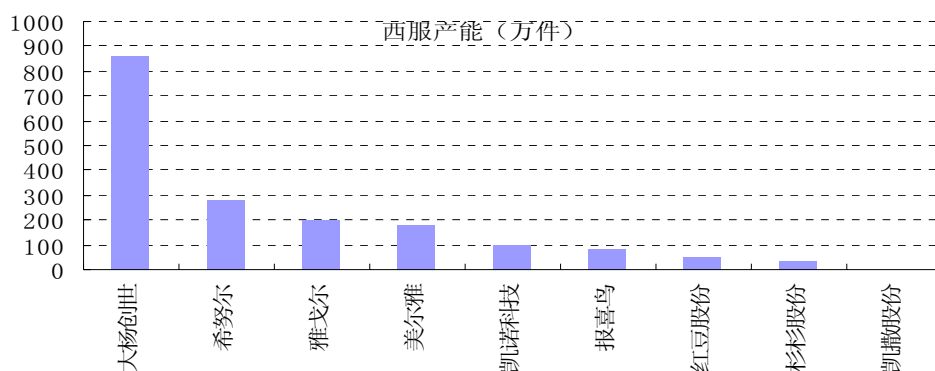
盈利预测与投资评级

我们预计 2011-2013 年公司分别实现净利润 1.57 亿元/1.86 亿元/2.07 亿元,2011-2013EPS 分别为 0.95 元/1.13 元/1.26 元，对应 2011-2013PE 分别为 16.99/14.32/12.88 倍，我们看好公司自主品牌拓展的前景，合理价值区间 18-22 元，首次给予“买入”评级，建议投资者关注。

家族企业管理，经营风格稳健

行业第一的西服产能。大杨创世主营业务是生产和营销各类中高档服装产品，为全球客户提供包括产品开发、面辅料采购、订单管理、品质检验、物流运输在内的一站式服务。公司目前西服产能约860万件（套），服装加工能力1000万件。西服加工产能行业第一，是国内最大的西装出口商。

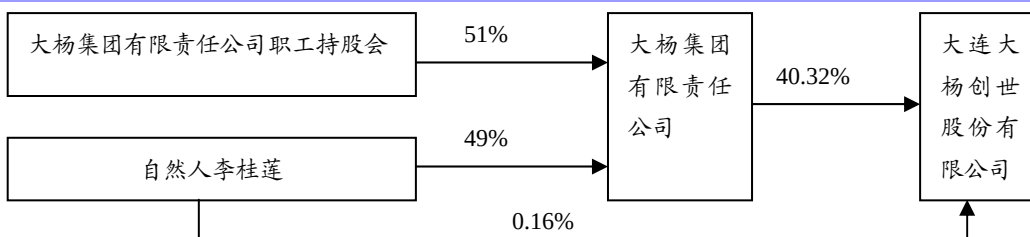
图 1：A股上市公司西服产能情况



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

家族企业管理。公司控股股东为大杨集团有限责任公司，持股比例为40.32%。其中大杨集团有限责任公司职工持股会和自然人李桂莲女士分别拥有大杨集团51%、49%的股份，另外李桂莲女士直接持有上市公司0.16%的股份，实际持股比例为19.92%，为公司实际控制人。石晓东及其妻子胡冬梅为董事，石豆豆主要负责公司的研发和设计。

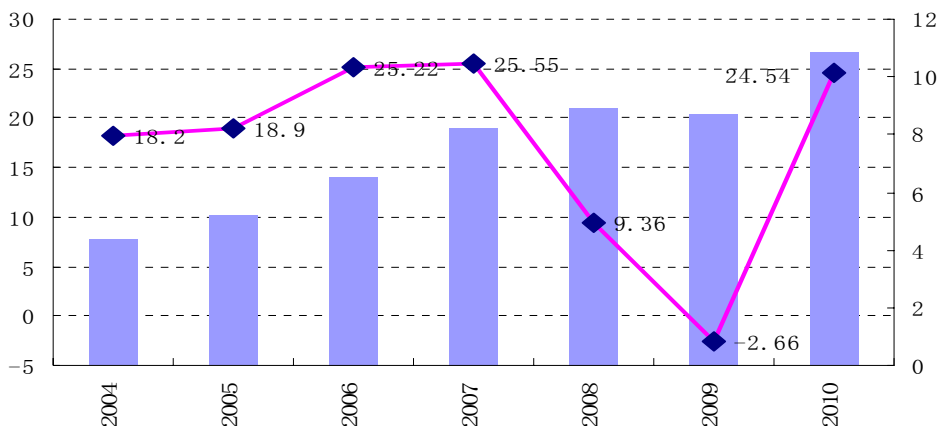
图 2：大杨创世股权结构图



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

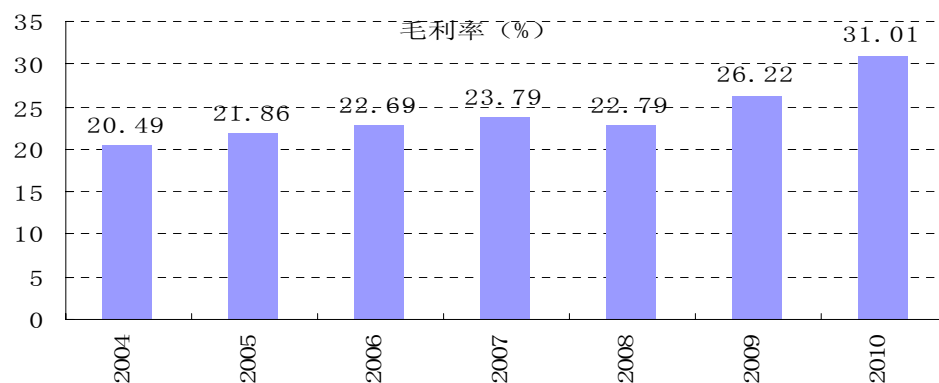
稳健的经营风格。从公司收入结构看，出口业务贡献主要收入来源，但这个比重正在逐步下降。在2008-2009年的全球金融危机带来的中国出口业务萎缩大背景下，公司的业务并未出现明显下滑，而且毛利率不降反升，这充分体现了公司一流的成衣制作工艺对产品议价能力带来的提升。从公司整体历史经营情况看，收入一直保持一个比较稳定的增长，也体现公司管理层稳健的经验风格。

图 3：公司稳健的经营风格



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 4：一流的服装工艺带来的产品高议价能力



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

一流的服装工艺、顶级设计大师为品牌建设保驾护航

与世界顶级服装品牌合作积累一流的服装工艺。公司的出口产品大部分销售给日本、英国、美国、德国等国家的服装零售巨头，客户包括日本最大西服零售商青山商社、北美最大的服装批发商Peerless、美国老牌百货Macys等。与世界顶级时装品牌CK、GUCCI、BURBERRY、Giorgio Armani、BCBG 等有多年的合作经验。大杨创世的服装技术融合了日本技术精华和欧美技术，即在生产模式上吸收了日本企业精细化生产和管理模式，以及意大利流行、时尚的西服外观、造型和风格。大杨创世西装的特点主要体现在三点：

- 独特的棒子领工艺。穿上去后非常卡脖，与整个颈部的弧线非常妥贴，造型贴身漂亮；
- 肩部垫肩很薄，造型优美，穿着舒适；
- 西服前片前胸部位采用了世界上顶尖的全毛芯的工艺，拥有这种工艺的企业

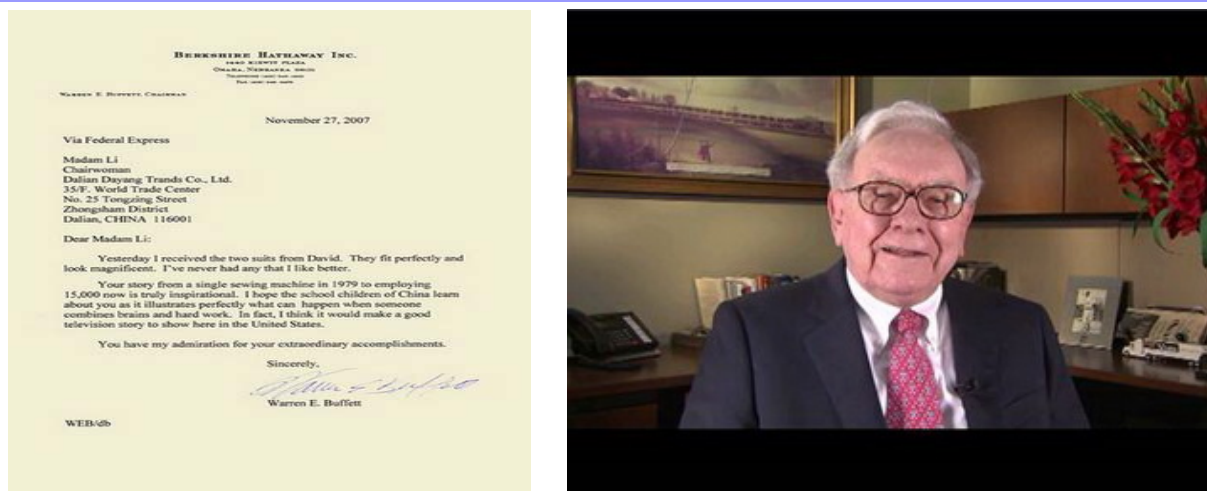
国内不超过10家。

2004年以来TRANS品牌一直是国家党政领导人出访的礼宾服，公司在京西宾馆有TRANS (创世) 品牌的特供专柜。

原阿玛尼男装首席设计师加盟公司设计团队。2006年，公司独家签约国际顶级设计大师伊万诺·凯特林先生，聘请其为TRANS (创世) 设计总监，设计研发全新的TRANS BY IVANO CATTARIN精品系列。伊万诺·凯特林先生自1993年至2006年期间，一直担任Giorgio Armani (乔治·阿玛尼) 男装首席设计师，是全球服装界公认的男装大师。顶级设计师得加盟为公司自主品牌建设带来先进的服装设计理念和工艺指导。

全球知名人士对TRANS品牌钟爱有加。他们对“创世”品牌的评价：设计新颖、面料上乘、做工精良。巴菲特、比尔·盖茨、伯克希尔·哈撒韦公司合伙人查理及其家人、拉斐酒庄的继承者罗斯希尔德家族成员、可口可乐公司前总裁、以色列首富、大众汽车集团中国区总裁等都预订创世品牌量身定制的西装。

图 5：全球知名人士对TRANS品牌钟爱有加



数据来源：wind，广发证券发展研究中心。巴菲特先生在DV视频中祝愿大杨创世在未来的三十年再续辉煌

内外兼顾，多品牌战略格局运作

公司于2009年提出“三三三”转型战略，即力争用三到五年的时间，围绕三个品牌、组织三个团队、做好三个方面的调整。

■ 三个品牌：

- 高级男装品牌“创世”；
- 高级职业装品牌“凯门”；
- 网上直销品牌Yousoku (酷格部落)

表 1：大杨创世的品牌系列及定位

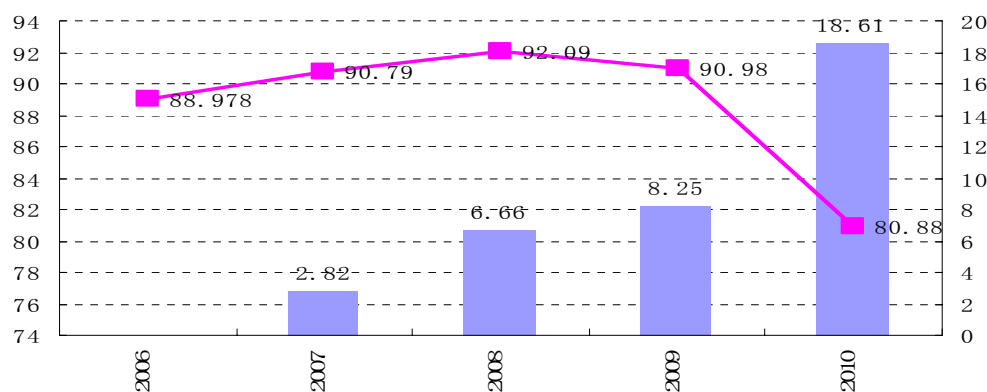
品牌	目标人群	产品价格	毛利率	销售渠道	库存	盈利目标
TRANDS (创世)	高端人群、精英人士	6000-10000元 (其中单量单裁业务单件有达8.8万元的)	50%以上	直营(高端商场、旗舰店)	高库存	定位品牌高度, 稳健发展
KEYMEN (凯门)	高级白领	1200-3000	35%-40%	团购	无库存	自主品牌收入增长的主要驱动力
YOUSOKU	职场新锐	880-2000	培育期	网络直销	低库存	培育期

数据来源：广发证券发展研究中心

■ 三个调整:

- 贴牌加工和自主品牌的调整。要加强自主品牌建设, 把自主品牌所占的比重从目前的10%提高到50%;
- 国外市场和国内市场的调整。要加大国内市场的开发力度, 在做好国外市场同时不断提高国内市场的占有率, 使出口和内销各占50%;
- 批量生产和单量单裁的调整。要不断提高单量单裁业务所占的比重, 力争成为全球最大的单量单裁公司。

图 6：自主品牌业务占比逐年提高



数据来源：wind，广发证券发展研究中心。冰蓝色柱形图为自主品牌收入占比。

■ 三个团队:

- 一是组建一流的设计、研发团队, 为品牌发展提供引擎;
- 二是组建强有力的品牌营销团队, 拓展全球市场;
- 三是组建全面优化升级的综合管理与服务团队, 为大杨的战略转型提供有效的保障。

以“创世”品牌为核心和领军者的自主品牌推广

出口业务：稳健中不乏亮点

公司目前的市场地位可以做到挑选高附加值、毛利率达30%附近的订单进行生产。我们认为公司未来的出口业务增长将主要来自于代工订单档次的提高，以及与海外优势企业合作来推进“T BY TRANDS”品牌的海外拓展（单量单裁业务，走BTB模式）来实现增长，而非产能的扩张。由于TRANDS品牌的高美誉度，我们预计负责推广“T BY TRANDS”品牌的海外子公司在1-2年内可以实现盈利。

“创世”占领品牌高度

国内上市服装零售企业大多定位中低端消费，业绩增长主要来自于外延式扩张，营销模式一般通过大量的广告投入来提高品牌知名度以促进销量提升。高端品牌的收入增长主要来自于VIP客户的重复购买和新客户的即时成交率。定位高端的TRANDS(创世)品牌，由于其特定的受众群体，其增长主要是品牌形象、美誉度的提升带来内生性增长。高端品牌的培育一般需要较长的时间，才能得到消费者的认可。我们认为高端品牌美誉度积累到一定的临界点后，利润曲线会进入一个加速上升阶段，TRANDS品牌的高端形象正逐渐得到消费者认可。

我们认为 TRANDS（创世）品牌将继续定位高端，**预计公司今年在TRANDS（创世）品牌的产品设计、企划活动方面将会加大力度**，以一流的产品品质和品牌形象展示给市场。经营模式上，创世品牌继续走自营模式，销售渠道以旗舰店和高端百货商场两类。**公司大连友谊店、开发区旗舰店，沈阳的旗舰店、北京金融街店的单店销售收入均高达1000万元以上**，在所进入商场的男装销售收入排名中均进前十。整体上，我们预计创世品牌平均单店贡献收入约为350万元，商场扣点后的毛利率有望达50%以上，未来将保持年均5-10家稳健的开店速度，力求TRANDS的单量单裁业务实现了跨越式增长。

凯门贡业绩增长

粗略估算，中国职业装整体市场规模已达到800-1200亿元人民币，其中90%出口，但目前国际市场职业装消费习惯已经形成，要有很大的增量较为困难。国内市场目前有约6.5亿的产业大军，市场需求仅为80-120亿元。因此，国内职业装团购市场发展空间潜力很大。以报喜鸟公司旗下的宝鸟团购业务看，2007-2008年期间，宝鸟品牌实现收入分别为 3.02亿元、3.22亿元，在报喜鸟公司的收入结构占比高达20%以上。

凯门品牌专门提供团体定制服务的高级职业装品牌，目标市场主要为金融行业、电力行业、通讯行业、政府机关、中小企事业。由于职业装市场的特性，其持续性与零售品牌相比稍弱，其订单业绩弹性较大。因此，职业装销售团队的销售能力对职业装推广至关重要，凯门品牌2010年跨越式的发展也体现凯门品牌强大的销售实

力。2011年公司对品牌管理架构进行全面优化后，凯门的推广力度将加大。同时创世品牌美誉度的外溢效应对凯门业务的推广将起到积极的作用。

另外，目前国内电子商务业务蓬勃发展，YOUSOKU作为电子商务品牌，有望分享电子商务业务增长盛宴，但电子商务业务需要强大的广告投入来支持，因此短期内实现大幅盈利会面临一定的困难，我们将对YOUSOKU品牌的建设进程保持持续跟踪。

整体上，我们预计内销品牌2011年实现3个亿左右的收入。保守的测算，2013年内销业务占比可达44%左右的水平。

盈利预测与投资建议

综上，我们对公司实业经营情况进行预测，预计2011-2013年公司分别实现净利润：1.57亿元/1.86亿元/2.07元，2011-2013EPS分别为：0.95元/1.13元/1.26元，对应2011-2013PE分别为16.99/14.32/12.88倍，我们看好公司自主品牌拓展的前景，合理价值区间18-22元，首次给予“买入”评级。

风险提示

1、出口退税下调；2、自有品牌推广低于预期

资产负债表

单位：百万元

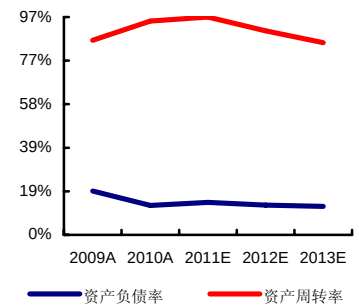
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	827	947	1,224	1,488	1,793
货币资金	282	364	886	1,109	1,354
应收及预付	116	127	152	160	182
存货	129	142	181	214	251
其他流动资产	300	314	5	5	5
非流动资产	269	244	225	215	205
长期股权投资	4	5	5	5	5
固定资产	248	221	211	201	191
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	3	6	4	4	4
其他长期资产	14	11	5	5	5
资产总计	1,096	1,190	1,449	1,703	1,998
流动负债	213	156	209	225	252
短期借款	38	0	0	0	0
应付及预收	175	156	209	225	252
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	213	156	209	225	252
股本	165	165	165	165	165
资本公积	184	184	184	184	184
留存收益	372	493	650	837	1,044
归属母公司股东权益	720	842	999	1,186	1,393
少数股东权益	162	193	241	293	353
负债和股东权益	1,096	1,190	1,449	1,703	1,998

利润表

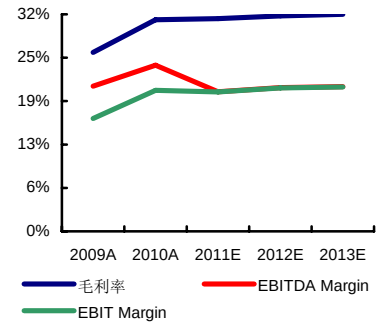
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	872	1086	1277	1429	1580
营业成本	643	749	879	978	1077
营业税金及附加	1	3	2	3	3
销售费用	40	65	77	86	95
管理费用	44	44	58	61	70
财务费用	0	3	-7	-11	-13
资产减值损失	1	4	0	0	0
公允价值变动收益	1	-1	0	0	0
投资净收益	38	13	0	0	0
营业利润	183	230	267	311	348
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	182	230	267	311	348
所得税	43	54	61	72	81
净利润	139	177	205	238	267
少数股东损益	28	38	48	52	60
归属母公司净利润	111	138	157	186	207
EBITDA	186	264	261	301	335
EPS (元)	0.67	0.84	0.95	1.13	1.26

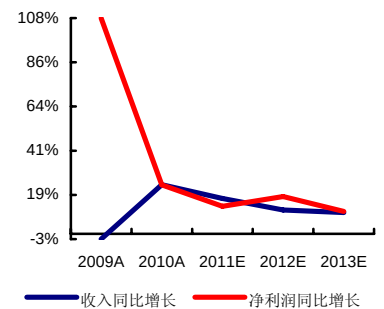
资产负债率趋势



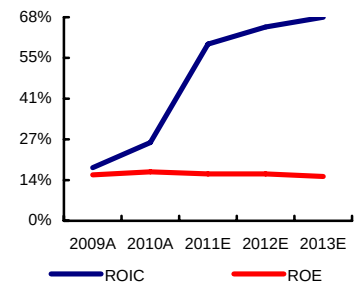
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

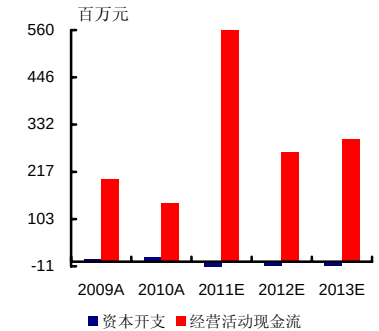
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	200	142	512	213	236
净利润	139	177	205	238	267
折旧摊销	41	40	0	0	0
营运资金变动	46	-64	299	-26	-31
其它	-26	-10	7	0	0
投资活动现金流	-218	-11	11	9	9
资本支出	-5	-11	11	9	9
投资变动	-214	-3	0	0	0
其他	2	3	0	0	0
筹资活动现金流	-8	-25	-1	0	0
银行借款	49	0	0	0	0
债券融资	-11	-18	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-46	-7	-1	0	0
现金净增加额	-25	106	522	223	245
期初现金余额	291	282	364	886	1,109
期末现金余额	266	388	886	1,109	1,354

主要财务比率

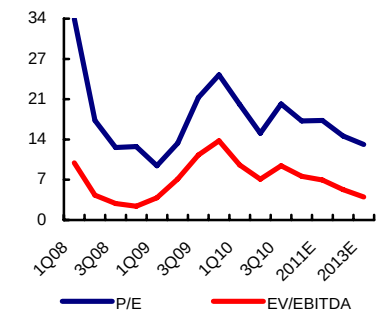
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-2.7%	24.5%	17.6%	11.9%	10.6%
营业利润	86.8%	25.6%	16.4%	16.3%	11.8%
归属于母公司净利润	107.7%	24.4%	13.7%	18.6%	11.2%
获利能力					
毛利率	26.2%	31.0%	31.2%	31.6%	31.8%
净利率	16.0%	16.3%	16.1%	16.7%	16.9%
ROE	15.4%	16.4%	15.7%	15.7%	14.9%
ROIC	17.8%	26.3%	59.2%	65.0%	68.3%
偿债能力					
资产负债率	19.5%	13.1%	14.4%	13.2%	12.6%
净负债比率	-28.3%	-35.7%	-71.8%	-75.3%	-77.9%
流动比率	3.88	6.08	5.85	6.62	7.10
速动比率	3.18	5.02	4.86	5.53	5.98
营运能力					
总资产周转率	0.86	0.95	0.97	0.91	0.85
应收账款周转率	11.34	12.31	11.81	12.05	11.93
存货周转率	4.30	5.53	4.87	4.56	4.29
每股指标 (元)					
每股收益	0.67	0.84	0.95	1.13	1.26
每股经营现金流	1.21	0.86	3.10	1.29	1.43
每股净资产	4.37	5.10	6.06	7.19	8.44
估值比率					
P/E	24.7	16.9	17.0	14.3	12.9
P/B	3.8	2.8	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	13.5	7.5	6.8	5.2	3.9

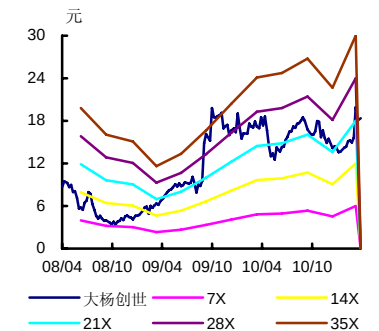
资本支出与经营活动现金流



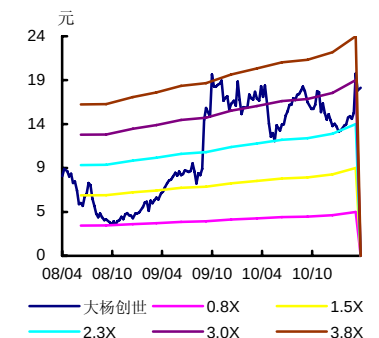
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发纺织服装行业研究小组

马涛，分析师，电子科技大学MBA，7年钢铁企业工作经历，2年证券从业经历，2009年进入广发证券发展研究中心。

林海，研究助理，浙江大学经济学硕士，2009年进入广发证券发展研究中心。联系方式：lh19@gf.com.cn，020-87555888-418。

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。