

证券研究报告—动态报告

纺织服装

服装

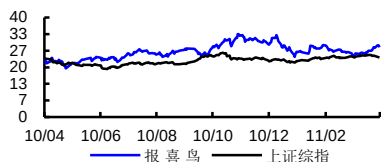
报喜鸟(002154)
推荐

2010 年报及 2011 一季报点评，交流摘要

(维持评级)

2011 年 4 月 28 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本 (百万股)	293.7/233.7
总市值 (百万元)	8,224.9/6,543.1
沪深 300/深圳成指	2,925.41/12,358.88
12 个月最高/最低 (元)	33.33/19.57

相关研究报告:

《报喜鸟-002154-2010 中报点评: 正装平稳, 期待转型时尚规模效益》——2010-8-25

《报喜鸟 09 年 3 季报点评: 消费回暖带动产品单价企稳回升》——2009-10-27

《报喜鸟中报点评: 消费回暖催动商务系列超预期》——2009-8-26

《报喜鸟: 借增发实现快速扩张, 利在长远》——2009-6-17

证券分析师: 方军平

电话: 021-60933158

E-mail: fangjp@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120062

年报点评

加大渠道支持力度, 发展提速

●2010 EPS 0.83 元, 符合预期, 1Q2011EPS0.12 超预期, 分配预案为 10 股转增 10 股派 2 元

2010 年公司收入 12.58 亿元 (+15.19%), 实现净利润 2.43 亿元 (+31.29%), 实现 EPS 0.83 元, 符合预期。分配预案为 10 股转增 10 股派 2 元。2011 年 1 季度收入 3.51 亿元 (+40.96%), 净利润 3613 万元 (+75.72%), EPS 0.12 元, 超预期 (0.10 元)。

●对加盟商支持力度加大, 商务系列渠道拓展速度加快

有鉴于国内竞争对手加快上市, 公司利用募投资金加大了对加盟商的支持力度, 报喜鸟品牌门店拓展速度进入上升期。2010 年公司投入约 5.3 亿元用于购买商铺, 比例超过同期收入 20%。公司商务系列净增加门店 50 个, 增幅 7.5%, 增速为近 6 年之次高 (低于 2008 年 8.9%), 单店营收增幅。通过加大对加盟商的资金支持, 公司商务系列毛利率上升 6 个点至 55.6%, 净利润率上升 4 个点至 26.1%。

●经营从稳健到积极

公司计划公开增发不超过 5000 万股募资不超 15 亿元用于营销网络建设。从资源优势看公司借 2009 年募资储备较多优质店铺, 我们预计公司商务系列 2011-2012 年新增网点将为 150 家和 180 家, 时尚系列分别新增 100 家和 150 家, 发展将明显提速。

●调高 2011-2012EPS 至 1.11 元和 1.39 元, 维持“推荐”评级

公司原始股东减持和公开增发提升管理层议价能力和积极性, 我们调高 2011-2012EPS 至 1.11 元和 1.39 元 (原 1.00 元和 1.27 元), 结合绝对估值和相对估值测算合理价值为 34 元, 当前股价低估 21%, 维持“推荐”评级

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,091.85	1,257.75	1,647	2,179	2,572
(+/-%)	16.41%	15.19%	30.9%	32.3%	18.0%
净利润(百万元)	184.98	242.86	327	410	471
(+/-%)	50.51%	31.29%	34.7%	25.2%	15.1%
每股收益 (元)	0.64	0.83	1.11	1.39	1.60
EBIT Margin	20.83%		24.4%	25.8%	26.6%
净资产收益率 (ROE)	11.59%	13.13%	15.7%	17.2%	17.3%
市盈率 (PE)	43.85	33.87	25.1	20.1	17.4
EV/EBITDA	29.58		20.6	16.5	13.9
市净率 (PB)	5.08	4.45	3.94	3.46	3.02

报喜鸟投资者交流会会议纪要

出席：股份公司董事长，财务总监，董秘等

公司阐述部分

报喜鸟的另类生存法则：

- 1、逆大势生存：过去几年西服市场萎缩，但公司仍保持一定的增长比例；
- 2、另类机制：与经销商保持良好关系，协调利益的机制；
- 3、另类体制：2010 年将股东结构调整为中心做服装，大股东只能增持，不能减持；
- 4、管理机制：推进内部管理基础工作的发展；

一、2011-2015 年的发展趋势

1、发展阶段：

- 1) 快速发展阶段：由生产型企业转变为品牌型企业；
- 2) 2001-2010 年：跨行业发展阶段：体制决定对服装业务的不专注；面对西服萎缩及来自商场的挑战；
- 3) 2010-2011 年：解决了体制问题，专注服装；未来将加大品牌发展步伐。

2、二次创业：

- 1) 二次创业的体制：2010 年底，推进经销商教育投资，推动经销商大力投入；
- 2) 二次创业的总体规划：多品牌，多策略；
- 3) 二次创业的重点：报喜鸟品牌；
- 4) 二次创业的基础：天时：西服市场的回归；地利：大店策略（对付商场竞争）；人和：与经销商的利益分配机制；

● 公司大店与美邦、森马的区别：

美邦、森马：大店是地级代理商开的，位置在一流商圈，租金高；而报喜鸟的大店在能够停车的二流商圈；

● 400 平方米以上的大店建设计划：

2009 年 40 家，2010 年 80 家（其中 40 家是公司开的，其它 40 家公司对经销商给予授信，融资 10%，15 年后使用权归公司），2011 年预计有 140-150 家；

2011 年以来，3-4 月终端销售收入增长 40%。销售收入的增长是公司用于考核管理层的指标。

二、商业模式

1、4P 概要分析：

	目前	二次创业
--	----	------

渠道	点对点模式，无省代、地代；此方法能对终端把握力较高，信息系统全覆盖，但不具有规模经济；	巨人计划（采取地代模式进行低成本运营）
价格	中高端定位，出厂以退货率定折扣率，打造产业链最优化；	价格将稳步提高
产品	西服占比 40%左右，过去 10 年在努力降低西服占比；	巩固西服的竞争优势，其它系列也要做好；通过品牌服务化提高议价能力
促销	不打折政策	坚持不打折政策

3、公司的竞争优势：

- 1) 中高端正装定位（能够开二流商圈，80%消费者是有车族）；
- 2) 不打折政策，且库存管理能力强；货品配送人员协助库存分析及管理；
- 3) 产品引导时尚潮流和快速反应（5%-20%的产品补单生产）；
- 4) VIP 和系列化延伸（40%以上是 VIP，20%为婚庆人员，因此具有 60% 的确定消费人群）；预计皮鞋 2011 年收入达 1.1 亿元；
- 5) 精细化管理：对差异化的市场采取差异化策略：产品分类：浙江版、东北版、内蒙办、全国通用版；版型：南方与北方；按市场分：强势、强力、成熟及弱势市场；

三、公司的理念

- 1、以客户体验为先导的价值观；
- 2、处理好变与不变（不变的是以客户体验为先导的价值观及不打折的策略，其它的都要变）；

四、竞争力观

公司竞争力取决于长板而非短板，应将资源投入强势及强力市场，强化优势；
 对于短板重点突破（11 年重点突破湖南）；
 公司提供客户服务、水洗服务及量体定制（11 年预计 0.8 亿元收入，0.2 亿元毛利）；

五、利润观

超额利润的来源：规模、倍率、产销率、折扣率、费用率
 与经销商的利益分配：自然增长：与过去同样分配；超额增长：重新分配；
 巨人计划：大店、一人多店、整合；

投资者提问环节（Q&A）

Q:西服回归的依据是什么？

A:销售数据证明，09 年开始日韩风格的西服开始流行，公司 09 年的新风尚系列的推出也得到证实。浙江、江西、四川市场的增长也主要靠西装；
 原因：欧洲趋势、经典高端化、西服风尚化；

Q:可比门店销售增长情况如何?

A:今年 1-3 月份增长 20%左右

Q:公司的西服如何向未来多品牌、多增长的优势延伸?目前与七匹狼、九牧王相比优势在哪?

A:西服的延伸主要在于将客户的VIP做好,并努力将婚庆需求转化为VIP,让对西服的需求产生粘性,并延伸出对其它产品的需求;

与七匹狼、九牧王相比,公司是由规模和毛利率双轮驱动的,产品价位高,而七匹狼、九牧王是由规模驱动的;

Q:公司一季度的高毛利率在全年是否能维持?

A:公司一季度收入来自去年 10 月的 11 年春夏订货会,由于棉价上涨,因此公司将全部产品提价 5%,从而获得高毛利;11 年秋冬成本上涨 15%,但售价上涨 26%;对 12 年春夏,要改变采购的策略;对于母公司来说,11 年全年毛利率水平可以维持;

Q:公司净利增速大于收入增速,原因何在?

A:主要由于 2010 年货品政策的改变,及宝鸟收入未达预期;

公司未来的增长将从靠毛利驱动转化为靠毛利、规模共同驱动,11 年将开店不低于 880 家,1-3 月已增加 37 家店;11 年起将加大费用投入(员工工资及 4000 万元广告费),希望维持净利增速超出收入增速一倍的水平。

Q:未来 3-5 年公司对各品牌的规划如何?

A:未来 3 年内公司的利润来源主要是报喜鸟;

对于收购的公司:1)欧爵:5 年内可以不赚钱,未来将做高端品牌;2)大公鸡:11 年希望能保本,开出 200 家门店,6 月份开始会有收入;3)明欧:收购它是为学习其广东品牌模式,未来将独立运行;4)圣捷罗:去年不亏本,门店 130 个,今年希望获得相对合理的利润,门店希望开 250 个;5)宝鸟:利润没有大幅提升,今年会将生产基地由上海转移到安徽,从而节约成本;6)融元:洽谈的日韩品牌,2012 年开始正式运营,预计每年 30%-40%的回报。

未来商场是公司成长的弱点,一方面通过强大自身,另一方面通过欧爵、融元的高定位提升品牌。预计 3 年以后报喜鸟品牌的利润占比从 90%降到 70%;

Q:本次融资的钱如何使用?

A:将用于报喜鸟及圣捷罗的网络建设上,希望 3 年后报喜鸟门店数能够翻 1 番,重要店铺得到巩固。

Q:公司的二次创业中提高体制理顺,几位股东的推出有没有清晰的退出路线?

A:对于大老板,只会增持股份,不会减持;其它几位股东没有清晰的规定,但有规定明确的时间点,即在什么时候必须减持到多少比例。

Q: 集团是否会减持公司股份? 几个股东是否会退出集团股权?

A: 集团去年的大宗交易是为资助离开的人创业的。几个股东不会退出集团股权。

Q: 2010 年各品牌的收入构成如何?

A: 宝鸟合并报表收入 3 个多亿, 利润 1500 万元; 圣捷罗收入占比 5%, 利润 500 万; 报喜鸟利润 2.2 亿元; 直营收入占比 12%, 加盟占 88%。

Q: 公司的大店盈利能够维持多久? 巨人计划需要用多少钱? 本次增发需要用多少?

A: 对于大店, 80-90%能当年盈利, 其租金比小店还低; 公司的关店率预计 11 年关 10 家, 整合 30-40 家。

巨人计划的投资主要在固定资产方面及大店开设的费用 (货柜、销售返利等), 增发的 15 亿元大部分用来买店, 买店不能带来直接收益, 大店的回收期很短。

Q: 您说 09 年的融资结果在财务上未达预期, 是否带来了其他方面的收益? 这次的 15 亿元融资能达到怎样的财务预期?

A: 09 年其实是超出当时的财务预期的, 并且具有一定的带动效应; 本次 15 亿元争取实现 2013 年收入比 2010 年翻 1 倍多。

Q: 2011 年管理层激励机制比 2010 年有哪些具体的调整?

A: 具体不便透露。

Q: 公司提到的西装回归, 与目前休闲与正装融合的风格是否有所冲突?

A: 公司的西装强项在于工艺, 休闲只是一种表达方式。

Q: 对于公司募投资金的运用, 在选址这块具体规划到哪一步了?

A: 公司具有非常详细的机制, 但目前资金未到位, 但有好的店铺会先定下。

Q: 为什么公司采取公开增发, 而不是定向增发?

A: 只有优秀的公司才会采取公开增发, 这也能更好的体现股东权益的公平。

Q: 关于预计负债的问题?

A: 公司 2010 年有 1.19 亿元的预计负债, 主要来自对秋冬产品退货, 根据产品的平均毛利确定成本; 4-6 月公司将重新记账; 会计分录主要是收入、成本和预计负债三项。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	519	236	312	369	营业收入	1258	1647	2179	2572
应收款项	319	417	552	652	营业成本	576	763	1007	1187
存货净额	360	470	621	731	营业税金及附加	17	16	22	26
其他流动资产	488	639	845	997	销售费用	208	267	346	400
流动资产合计	1686	1762	2331	2749	管理费用	164	198	243	274
固定资产	582	1202	1822	1965	财务费用	(6)	8	37	57
无形资产及其他	44	43	41	40	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	214	277	362	424	资产减值及公允价值变动	(17)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2579	3333	4651	5299	营业利润	283	394	525	628
短期借款及交易性金融负债	95	370	1082	1132	营业外净收支	11	0	0	0
应付款项	195	254	336	395	利润总额	294	394	525	628
预收款项	156	183	242	286	所得税费用	51	67	115	157
流动负债合计	583	985	1890	2081	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(1)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	243	327	410	471
其他长期负债	131	249	366	484					
长期负债合计	131	249	366	484	现金流量表 (百万元)				
负债合计	714	1233	2256	2565		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	14	14	14	14	净利润	243	327	410	471
股东权益	1850	2086	2380	2720	资产减值准备	10	(17)	0	0
负债和股东权益总计	2579	3333	4651	5299	折旧摊销	41	58	74	90
					公允价值变动损失	17	0	0	0
关键财务与估值指标					财务费用	(6)	8	37	57
	2010	2011E	2012E	2013E	营运资本变动	(387)	(142)	(240)	(147)
每股收益	0.83	1.11	1.39	1.60	其它	(10)	16	(0)	(0)
每股红利	0.16	0.31	0.39	0.45	经营活动现金流	(87)	243	244	414
每股净资产	6.30	7.10	8.10	9.26	固定资产投资	(330)	(647)	(679)	(214)
ROIC	14%	16%	15%	15%	投资支付的现金	(58)	(63)	(85)	(62)
ROE	13%	16%	17%	17%	投资活动现金流	(388)	(710)	(765)	(276)
毛利率	54%	54%	54%	54%	权益性融资	64	0	0	0
EBIT Margin	23%	24%	26%	27%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	27%	28%	29%	30%	支付股利、利息	(47)	(92)	(115)	(132)
收入增长	15%	31%	32%	18%	其它融资现金流	71	275	712	50
净利润增长率	31%	35%	25%	15%	融资活动现金流	41	184	597	(82)
资产负债率	28%	37%	49%	49%	现金净变动	(434)	(283)	76	56
息率	0.6%	1.1%	1.4%	1.6%	货币资金的期初余额	953	519	236	312
P/E	33.9	25.1	20.1	17.4	货币资金的期末余额	519	236	312	369
P/B	4.4	3.9	3.5	3.0	企业自由现金流	(434)	(398)	(407)	242
EV/EBITDA	26.8	20.6	16.5	13.9	权益自由现金流	(363)	(129)	276	250

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
		刘子宁	021-60933145	闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
周 俊					
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343			郭 莹	010-88005303
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
		吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
		杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张 弢	010-88005311		
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
欧阳仕华					
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
马 彦	010-88005304			邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		数量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566			李杨之	
潘小果	0755-82130843				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	
						郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	