

嘉麟杰 (002486.SZ)
自有品牌投入超预期
评级: 买入
前次: 买入
目标价(元):
21.28-22.80

分析师

分析师

朱嘉

徐晓艳

S0740210080009

S0740210080002

021-20315132

0531-68889515

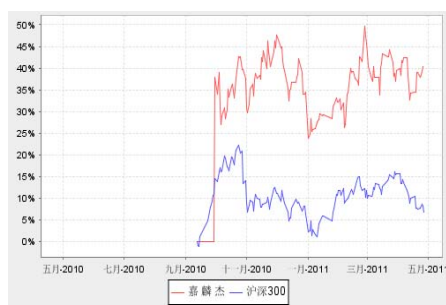
zhujia@qlzq.com.cn

xuxy@qlzq.com.cn

2011年5月13日

基本状况

总股本(百万股)	208.00
流通股本(百万股)	52.00
市价(元)	15.29
市值(百万元)	3180.32
流通市值(百万元)	795.08

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	489.32	685.69	785.31	1,196.98	1,575.11
营业收入增速	-0.12%	40.13%	14.53%	52.42%	31.59%
净利润增长率	15.98%	43.71%	41.05%	81.70%	37.69%
摊薄每股收益(元)	0.27	0.30	0.42	0.76	1.04
前次预测每股收益(元)	0.27	0.30	0.42	0.82	—
市场预测每股收益(元)	0.27	0.30	0.38	0.68	—
偏差率(本次-市场/市场)	0	0	10.53%	11.76%	—
市盈率(倍)	0.00	50.39	35.53	19.56	14.20
PEG	0.00	1.15	0.87	0.24	0.38
每股净资产(元)	1.96	4.33	4.60	5.36	6.40
每股现金流量	0.48	0.20	0.86	0.61	1.04
净资产收益率	14.00%	6.83%	9.07%	14.15%	16.30%
市净率	0.00	3.44	3.22	2.77	2.32
总股本(百万股)	156.00	208.00	208.00	208.00	208.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 公司今日公告,将对下属全资子公司-上海嘉麟杰运动用品有限公司增资 5000 万元,用以公司自有品牌 - **KROCEUS** 的全面建设与推广。公司在自有品牌上的投入略超出我们之前的预期,我们之前预期的投入大致为 3000 - 4000 万元,投入的加大说明公司在自有品牌建设与推广上的决心与长远规划。
- 公司自有品牌在进一步确定品牌定位后,将加大渠道建设力度,力争在 2011 年内新开设店铺 30-50 家,加上原有的 15 家左右的店面,今年公司自营门店有望达到 50 - 70 家左右,今年的开店数量可能会低于我们之前的预期。
- 公司增资后将围绕几个重点对自有品牌进行大规模的建设与推广。主要为:采取整合营销的策略,创造品牌记忆与认知;利用资源,组建 KR TEAM,增强在户外运动领域的专业口碑;坚持差异化竞争策略,不断优化产品结构;重点开拓北京、上海、杭州等一线城市的高端商场,建立“高端户外”品牌形象;引进专业人才,加强专业培训,真正打造一支高效管理团队。
- 公司目前自有品牌推广已逐步开始。前期 KR 已经为“沙漠毅行--徒步穿越库布齐沙漠”活动提供全部装备;同时 Kroceus 为“2011 地球第三极珠峰大行动”全程志愿者提供完善专业的装备,同时,作为制定装备赞助商,科诺修思还将为珠峰保护区管理局的工作人员提供专业登山装备,为常年致力于珠峰保护的人提供最直接的保护和关爱。此次赞助旨在借助自身专业优势,用自己的实际行动,引领全社会对珠峰环境和人类生存环境的关注,希望实现人类与自然的和谐相处。此两次的活动背后的意境均于公司品牌所坚持的宗旨——“自然、和谐”保持一致,相信公司品牌在一系列的推广活动后将在专业户外领域逐步被人所熟知,所接受。

- 此外，我们在前期公司的董事会决议中发现，在目前超募资金只有部分确定投入方向，仍有部分并未明确使用方向的背景下，公司仍然决定向银行申请了 5 亿元的综合授信额度。据此我们预测，公司在 2010 年年报中所提到的几个除募投项目之外的新增项目有望在较短时间内步入实质性阶段，一旦这些项目的进程明朗化，将进一步增强市场对公司后期业绩高增长的确定性。
- 鉴于公司在自有品牌上投入的超预期，而品牌的建设是长期行为，因此我们一直认为自有品牌在近两年都将对公司业绩无法提供正面的贡献，同时，由于我们之前在 2012 年的业绩预测中，并未过多考虑自有品牌亏损程度这一方面，因此我们这次下调公司 2012 年的业绩，我们预计公司 2011、2012 和 2013 年的 EPS 分别为 0.42、0.76 和 1.04 元，对应的动态市盈率分别为 35.29、19.50 和 14.25 倍，维持“买入”的投资评级。

图表 1: 盈利预测表

损益表 (人民币百万元)					资产负债表 (人民币百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	686	785	1,197	1,575	货币资金	498	403	415	597
增长率	40.1%	14.5%	52.4%	31.6%	应收款项	79	65	112	155
营业成本	-508	-572	-823	-1,096	存货	165	123	191	256
% 销售收入	74.1%	72.9%	68.8%	69.6%	其他流动资产	31	20	30	46
毛利	178	213	374	479	流动资产	774	611	748	1,054
% 销售收入	25.9%	27.1%	31.2%	30.4%	% 总资产	72.5%	53.5%	54.9%	66.0%
营业税金及附加	-1	0	0	-1	长期投资	0	0	0	0
% 销售收入	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	278	513	596	524
营业费用	-50	-55	-90	-118	% 总资产	26.0%	44.9%	43.7%	32.8%
% 销售收入	7.3%	7.0%	7.5%	7.5%	无形资产	13	15	15	16
管理费用	-38	-59	-102	-110	非流动资产	294	531	614	543
% 销售收入	5.6%	7.5%	8.5%	7.0%	% 总资产	27.5%	46.5%	45.1%	34.0%
息税前利润 (EBIT)	89	99	182	250	资产总计	1,067	1,142	1,363	1,597
% 销售收入	12.9%	12.6%	15.2%	15.9%	短期借款	71	71	71	71
财务费用	-13	1	0	1	应付款项	88	74	117	162
% 销售收入	1.9%	-0.2%	0.0%	0.0%	其他流动负债	4	35	4	3
资产减值损失	-1	0	0	0	流动负债	162	180	191	236
公允价值变动收益	0	0	0	0	长期贷款	0	0	50	20
投资收益	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	162	180	241	256
营业利润	75	100	182	250	普通股股东权益	901	957	1,114	1,331
营业利润率	11.0%	12.8%	15.2%	15.9%	少数股东权益	4	5	7	10
营业外收支	-1	0	0	0	负债股东权益合计	1,067	1,142	1,363	1,597
税前利润	74	100	182	250					
利润率	10.9%	12.7%	15.2%	15.9%	比率分析				
所得税	-12	-12	-22	-30		2010	2011E	2012E	2013E
所得税率	16.6%	12.0%	12.0%	12.0%	每股指标				
净利润	62	88	160	220	每股收益 (元)	0.296	0.417	0.758	1.043
少数股东损益	1	1	2	3	每股净资产 (元)	4.332	4.599	5.357	6.400
归属于母公司的净利润	62	87	158	217	每股经营现金净流 (元)	0.204	0.865	0.609	1.039
净利率	9.0%	11.0%	13.2%	13.8%	每股股利 (元)	0.150	0.150	0.000	0.000
					回报率				
现金流量表 (人民币百万元)					净资产收益率	6.83%	9.07%	14.15%	16.30%
	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	5.76%	7.59%	11.57%	13.59%
净利润	62	88	160	220	投入资本收益率	15.49%	13.85%	19.32%	26.31%
少数股东损益	0	1	2	3	增长率				
非现金支出	33	36	47	73	营业总收入增长率	40.13%	14.53%	52.42%	31.59%
非经营收益	12	2	3	3	EBIT 增长率	46.92%	11.64%	83.34%	37.50%
营运资金变动	-64	54	-83	-79	净利润增长率	43.71%	41.05%	81.70%	37.69%
经营活动现金净流	43	181	129	219	总资产增长率	101.64%	7.02%	19.28%	17.21%
资本开支	60	273	131	1	资产管理能力				
投资	0	0	0	0	应收账款周转天数	34.9	28.1	31.6	33.2
其他	0	0	0	0	存货周转天数	90.1	77.5	83.8	84.3
投资活动现金净流	-60	-273	-131	-1	应付账款周转天数	44.4	38.2	42.1	43.3
股权募资	533	0	0	0	固定资产周转天数	139.0	111.9	102.1	110.2
债权募资	-85	0	50	-30	偿债能力				
其他	-11	-2	-34	-3	净负债/股东权益	-47.23%	-34.56%	-26.24%	-37.75%
筹资活动现金净流	437	-2	16	-33	EBIT 利息保障倍数	7.0	-74.3	-622.3	-414.2
现金净流量	419	-94	14	185	资产负债率	15.21%	15.79%	17.68%	16.00%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%+5%

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308