

分析师: 雷玉 (8621)68751072 leiyu@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490511040005

联系人: 雷玉 (8621)68751072 leiyu@cjsc.com.cn

公司由加工企业向品牌企业转型

事件描述

1、2011年5月26日我们对大杨创世进行了调研,与公司总经理及董秘对公司战略及经营情况进行了沟通。公司近几年发展较迅速,特别是中国国内销售增长较快。公司正在由加工性企业向品牌企业转变。

公司坚持“创国际一流服装品牌”的战略目标,不断加大自主品牌的建设力度,并取得显著成果。公司在加强“创世”品牌建设的基础上,继续加大“凯门”职业装品牌的推广力度,同时推出了专门针对年轻消费者的网上直销品牌 Yousoku (酷格部落),形成了“创世”、“凯门”、“Yousoku”三箭齐发共同开拓国内市场的品牌格局。

2、盈利预测及风险提示:公司主要以加工高档西服为主,公司在保持原来的优势基础上,加大自有品牌的建设力度。公司未来在品牌建设和运营方面,还有很长的路要走,目前公司对品牌建设的投入不大,我们期待公司未来在品牌运营方面能有较快的发展。

我们预计 2011-2013 年主营业务收入分别为 14.12、18.50、24.1 亿元,对应的 EPS 分别为 0.94、1.35、1.71 元,目前市场价格为 16.6 元,对应 PE 分别为 17.66、12.3、9.71 倍。我们给予公司“谨慎推荐”投资评级。

事件评论

第一,公司近几年稳健发展

公司主要以加工外销高档西服为主的企业,公司近几年保持较快发展,近几年销售收入增长保持20%多的增长,国外销售保持20%左右的增长,而国内销售较快,约有30%的增长。除去公司2008年、2009年受金融危机的影响外,公司增长速度较快。

图 1: 大杨创世近几年销售规模(亿元)及增长

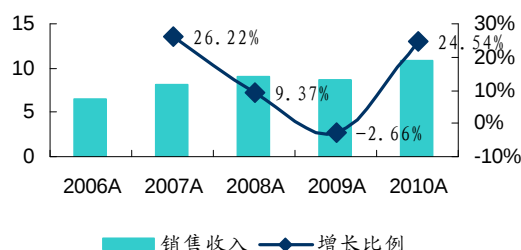
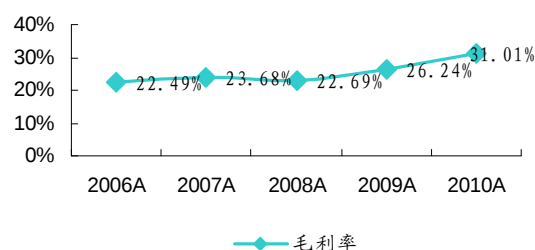


图 2: 大杨创世近几年毛利率变化情况

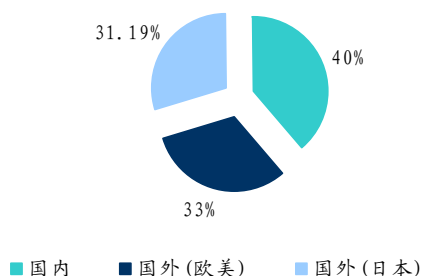


资料来源:公司公告,长江证券研究所

资料来源:公司公告,长江证券研究所

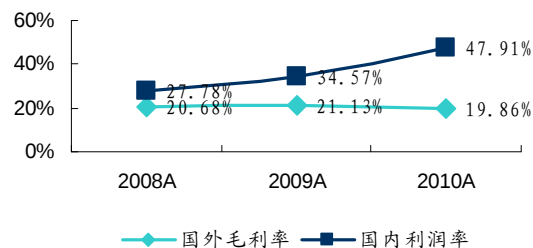
公司近几年毛利率稳步提升，主要是国内销售毛利率大幅提升。公司目前主要是以出口为主，出口占销售收入60%左右，但出口毛利率远远低于中国国内销售毛利率。近几年国内销售毛利率逐年有较大幅度提升，同时，出口毛利率略有下降。目前公司积极开拓国内市场，加大自主品牌建设力度。通过创世、凯门、YOUSOKU(优.搜.酷)三个品牌协同发展战略，通过品牌差异化经营，实现多品牌优势互补、共同发展。

图 3：大杨创世分区域销售情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 4：大杨创世分区域销售毛利情况

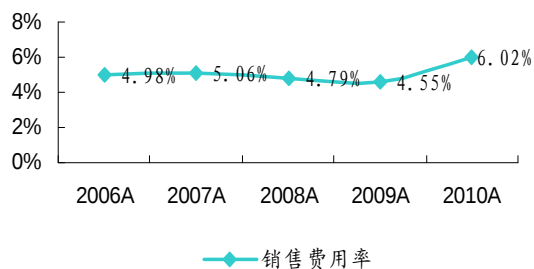


资料来源：公司公告，长江证券研究所

第二，公司渠道拓展情况

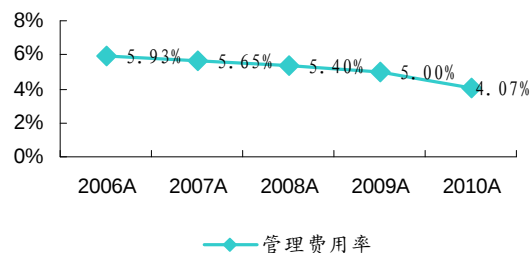
近年来，公司开拓国内市场、加大自主品牌建设成为公司转型战略的重点。公司开始实施创世、凯门、YOUSOKU(优.搜.酷)三个品牌协同发展，至今公司主要是以北方市场为主。终端网点数量不多，且公司在渠道拓展方面投入不大，虽然2010年销售费用率有一定的增长，但销售费用率占比还很低。同时公司不断提高管理能力，管理费用得到适当的控制，近几年管理费用率逐年降低。

图 5：大杨创世销售费用率变化情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

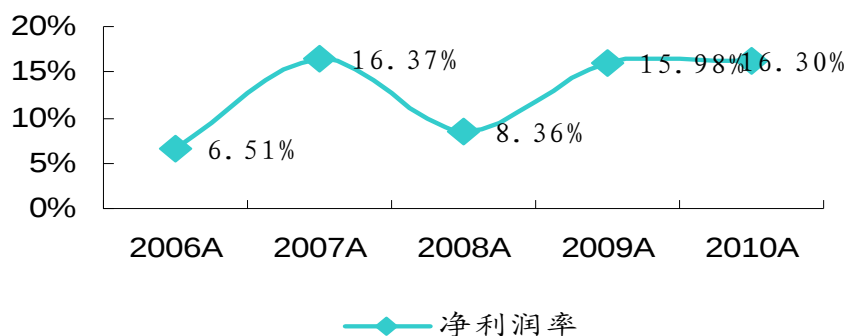
图 6：大杨创世管理费用率变化情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

第三，公司净利润率逐步提升

图 7：近几年大杨创世净利润率变化



资料来源：公司公告，长江证券研究部

近几年，公司净利率逐年提升；除去在金融危机期间公司净利率为8.36%外，其余期间公司净利润均保持15%以上的比例。公司盈利能力较强。

第五，我们给予大杨创世“谨慎推荐”评级

目前，公司正处于转型期，公司以加工高档西服为主的企业，向品牌运营企业方面发展，公司在发挥已有的加工优势基础上，不断加强自身品牌的建设，并以创世、凯门、YOUSOKU(优·搜·酷)三个品牌形成品牌矩阵，通过品牌差异化经营，实现多品牌优势互补、共同发展。但公司品牌建设及运营需要一个过程，公司在品牌建设方面投入不大，我们期待公司在品牌运营方面有新的突破。

我们预计2011-2013年主营业务收入分别为14.12、18.50、24.1亿元，对应的EPS分别为0.94、1.35、1.71元，目前市场价格为16.6元，对应PE分别为17.66、12.3、9.71倍。我们给予公司“谨慎推荐”投资评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1086	1412	1850	2411	货币资金	364	964	1233	1615
营业成本	749	956	1233	1586	交易性金融资产	5	5	5	5
毛利	337	456	617	825	应收账款	104	144	189	246
% 营业收入	31.0%	32.3%	33.4%	34.2%	存货	142	183	236	303
营业税金及附加	3	3	4	6	预付账款	23	19	25	32
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	309	0	0	0
销售费用	65	113	148	241	流动资产合计	947	1326	1702	2220
% 营业收入	6.0%	8.0%	8.0%	10.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	44	68	89	116	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.1%	4.8%	4.8%	4.8%	长期股权投资	5	10	15	20
财务费用	3	-2	-4	-5	投资性房地产	5	5	5	5
% 营业收入	0.3%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	225	230	238	247
资产减值损失	4	-2	0	0	无形资产	4	4	4	4
公允价值变动收益	-1	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	13	0	0	0	递延所得税资产	6	0	0	0
营业利润	230	276	380	468	其他非流动资产	-1	19	39	59
% 营业收入	21.2%	19.5%	20.5%	19.4%	资产总计	1190	1595	2002	2555
营业外收支	1	-20	-10	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	230	256	370	468	应付款项	51	70	91	117
% 营业收入	21.2%	18.1%	20.0%	19.4%	预收账款	11	35	46	60
所得税费用	54	64	93	117	应付职工薪酬	40	24	31	40
净利润	177	192	278	351	应交税费	20	25	37	46
归属于母公司所有者的净利润	138.2	148.3	214.7	271.2	其他流动负债	33	420	542	717
少数股东损益	38	43	63	79	流动负债合计	156	575	747	980
EPS (元/股)	0.84	0.90	1.30	1.64	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	142	844	350	457	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	156	575	747	980
收回现金					归属于母公司	842	990	1205	1476
长期股权投资	0	-5	-5	-5	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	193	236	299	378
固定资产投资	-11	-34	-39	-44	股东权益	1035	1226	1504	1855
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	1190	1801	2251	2834
投资活动现金流净额	-11	-39	-44	-49	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.837	0.899	1.301	1.643
银行贷款增加 (减少)	-18	-33	0	0	BVPS	5.10	6.00	7.30	8.95
筹资成本	24	2	4	5	PE	19.82	18.46	12.76	10.10
其他	-27	0	0	0	PEG	0.79	0.73	0.51	0.40
筹资活动现金流净额	-22	-31	4	5	PB	3.25	2.77	2.27	1.86
现金净流量	110	773	311	413	EV/EBITDA	8.74	5.87	3.70	2.26
					ROE	16.4%	15.0%	17.8%	18.4%

分析师介绍

雷玉，厦门大学企业管理专业毕业，从事纺织行业研究。曾在家纺企业工作三年。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。