

大杨创世(600233) 转型初见成效，业绩加速

研究员：高国
执业证书编号：S0570210030022
电话：025-83290912
E-mail: gaoguo108@163.com
地址：南京市中山东路90号

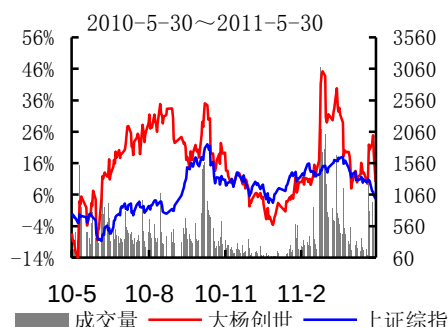
投资评级：买入(调高)

服装 II

当前价格(元)：15.14

目标价格(元)：18.90

股价走势图



相关研究

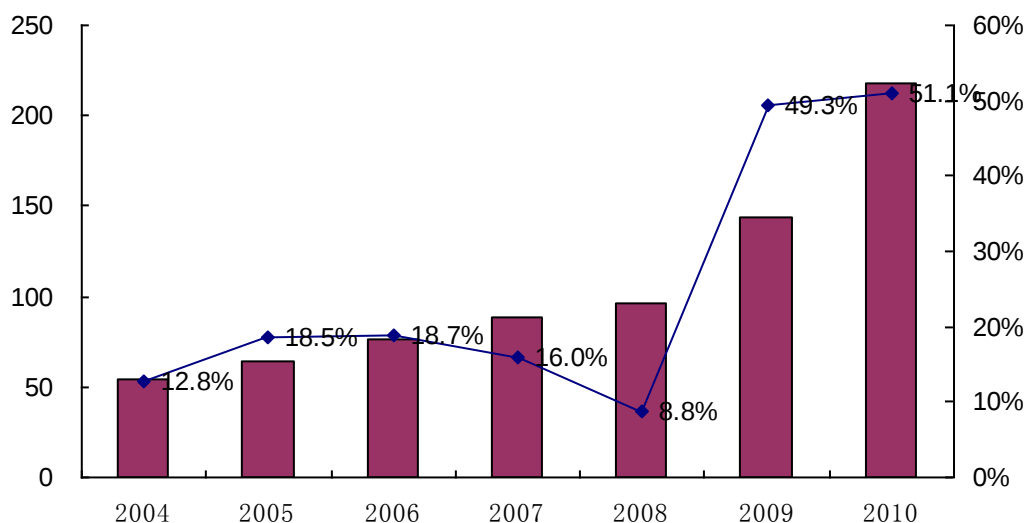
- 1 《大杨创世(600233): 业绩超出市场预期》2011.3
- 2 《大杨创世(600233): 公司处于重要的发展节点》2010.9
- 3 《大杨创世(600233): 战略转型初见成效》2010.8

投资要点:

- 公司的外销业务主要为国外品牌做贴牌生产，2000-2007年间，公司产能由年产服装 350 万件增长至 1000 万件，增长主要靠产能的扩张。伴随产能扩张，形成自己独到的生产技术与培养了大批技艺精湛的生产工人。庞大的产能与优良的工艺使得公司在产品的准时交单与质量方面优于竞争对手。今年以来，随着中国人工价格的持续上涨，部分国外服装订单流向东南亚国家，这导致了部分中国的中小型企业订单的流失。而根据我们调研了解到的情况，公司订单充裕，并可筛选质高价优的订单，通过对订单的优化选择，提高外单的盈利能力。
- 2009 年公司提出“三三三”战略以来，2009、2010 年公司的主营业务利润突飞猛进，增速大大超越历史平均水平。公司自主品牌建设三箭齐发，分别为“创世”、“凯门”、“YOUSOKU”三个独立品牌。与普通品牌企业大规模招商、开设加盟店跑马圈地不同，公司秉承了生产企业的谨慎风格。走出一条别具一格的品牌之路。“创世”定位高端、“凯门”主攻职业装市场、“YOUSOKU”定位网上销售。
- 2010 年，“创世”开店 5 家，未来预计能保持年开店 8-10 家的速度，“创世”主要在高档商场开店。定位奢侈品，我国的奢侈品消费能力全球第二。一个奢侈品牌的创立不可能一蹴而就，但市场可对“创世”的前景给予期待。“凯门”专攻职业装市场。“凯门”有以下三个优点是竞争对手不具有的：可与“创世”组合销售，提高“凯门”的议价能力；产能与生产工艺领先；公司对职业装市场的重视程度；YOUSOKU 定位网上直销，由于基数小，目前增速较快，未来可能成为公司业绩超预期的因素。
- 预计 2011、2012、2013 年公司可实现每股收益 0.9 元、1.11 元、1.43 元，按 2011 年 21 倍估值，未来 6 个月公司合理价值 18.90 元。给予“买入”评级。

一、 近二年公司加速增长

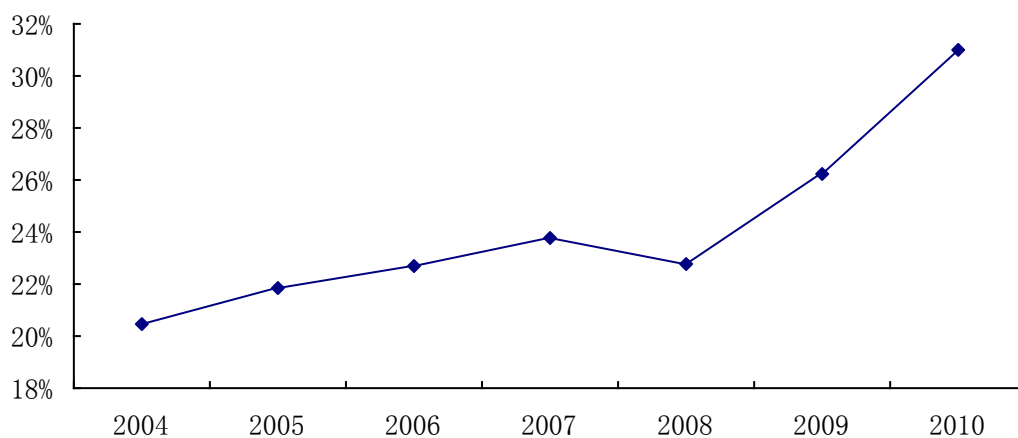
图 1：2004-2010 年扣除投资收益后公司利润总额（百万元）及增速



来源：华泰证券研究所 公司年报

2004-2008 年，扣除投资收益后，公司利润复合增长率 15.4%，2009 年开始，公司启动“三三三”战略，其核心内容是开发国内市场与发展自主品牌，在“三三三”战略的指引下，2009、2010 年，公司取得跨越式发展，利润总额（扣除投资收益后）增速分别达到 49%与 51%。近二年，公司产能基本没有增加，公司利润大幅增长的原因是盈利能力的增加，从毛利率情况来看，2004-2008 年，公司毛利率从 20%小幅增加至 24%，而启动“三三三战略”后，近二年，毛利率分别达到 26%、31%。这引起利润的大幅增加。

图 2：2004-2010 公司毛利率变化



来源：华泰证券研究所 公司年报

2010 年报披露后，股价急剧上涨，而 2011 年一季报披露后，股价又大幅下挫。由于公司处于转型期间，公司的实际业绩与市场的预测产生误差时，股

价因此而剧烈波动。

二、 看好公司的理由

1、 外销业务增长无虞

公司的外销业务主要为国外品牌做贴牌生产，2000-2007 年间，公司产能由年产服装 350 万件增长至 1000 万件，增长主要靠产能的扩张。伴随产能扩张，形成自己独到的生产技术与培养了大批技艺精湛的生产工人。庞大的产能与优良的工艺使得公司在产品的交单时期与质量方面优于竞争对手。今年以来，随着中国人工价格的持续上涨，部分国外服装订单流向东南亚国家，这导致了部分中国的中小型企业订单的流失。而根据我们调研了解到的情况，公司订单充裕，并可筛选质高价优的订单，通过对订单的优化选择，提高外单的盈利能力。

2010 年 10 月份至今，纺织原料价格先涨后跌，大幅波动，这对生产企业的存货管理造成相当的难度，外部环境的变化会导致生产企业或者原材料短缺、或者造成高位囤积原材料而不得不计提跌价准备，二种情况都会增加生产经营难度，造成业绩的波动。公司的订单中，亚洲为来料加工，欧美为进料加工，原料波动相当部分由下游客户承担，原料的波动对公司的影响相对较小。公司的主要成本为工人的人工成本，而公司亦与国外客户在这方面有所约定，实行订单价格随工人工资相挂钩的制度安排，即随着工人工资的提高，订单价格也相应上调，这保证了公司的盈利能力。

由于公司较强的议价能力，通过优选订单、产品提价，我们预计外销收入年增长仍可达到 10%。

2、 自主品牌建设是未来的突破点

2009 年公司提出“三三三”战略以来，2009、2010 年公司的主营业务利润突飞猛进，增速大大超越历史平均水平。公司自主品牌建设三箭齐发，分别为“创世”、“凯门”、“YOUSOKU”三独立品牌。与普通品牌企业大规模招商、开设加盟店跑马圈地的不同，公司秉承了生产企业的谨慎风格。走了一条别具一格的品牌之路。“创世”定位高端、“凯门”主攻职业装市场、“YOUSOKU”定位网上销售。

A: 创世

经过巴菲特、施瓦布、瓦兰德等人物、事件的演绎，“创世”已具有较为丰富的品牌故事与内涵，树立了高端形象。2010 年，公司“创世”开店 5 家，未来预计能保持年开店 8-10 家的速度，“创世”主要在商场开店。“创世”定位

奢侈品，我国的奢侈品消费能力全球第二。一个奢侈品牌的创立不可能一蹴而就，但市场可对“创世”的前景给予期待。

B: 凯门

与大多数品牌企业着力点放于零售上不同，“凯门”专攻职业装市场。“凯门”有以下三个优点是竞争对手不具有的：可与“创世”组合销售，提高“凯门”的议价能力；产能与生产工艺领先；公司对职业装市场的重视程度。

中国政府采购网的公开信息显示，今年 5 月份，公司中标重庆市公安局警务文员服装制作采购，标的金额 4642.4 万元。约占 2010 年公司自主品牌销售金额的 23%。

C: YOUSOKU

YOUSOKU 定位网上直销，由于基数小，目前增速较快，未来可能成为公司业绩超预期的因素。

三、盈利预测与估值

预计 2011、2012、2013 年公司可实现每股收益 0.9、1.11、1.43 元，按 2011 年 21 倍估值，未来 6 个月公司合理价值 18.9 元。给予“买入”评级。

附表：预测利润表（万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	108562	126705	140891	158798
营业成本	74901	86257	93326	101913
营业税金及附加	260	165	165	165
销售费用	6537	8236	9503	9503
管理费用	4416	6335	6335	6335
财务费用	328	1267	1267	1267
资产减值损失	373			
公允价值变动净收益	-50			
投资净收益	1279	1279	1279	1279
营业利润	23076	25724	31574	40894
营业外收入	120			
营业外支出	65			
利润总额	23131	25724	31574	40894
所得税	5371	6148	7546	9774
净利润	17760	19576	24028	31120
少数股东损益	3837	4698	5767	7469
归属于母公司净利润	13923	14878	18261	23651
EPS 元	0.84	0.90	1.11	1.43
股本	16500	16500	16500	16501

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一 报告发布日后的 6 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；

一 投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

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、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。