

资产减值损失大幅减少导致盈利增速超预期

研究结论：

- 公司 2011 年上半年营业收入、营业利润和净利润分别同比增长 22.64%、28.72% 和 41.29%。每股收益 0.62 元。公司预计 2011 年前三季度净利润同比增长 30-50%。
- 2011 年上半年公司营业收入的增长主要来自直营终端的扩张和原有渠道的同店增长。公司直营终端上半年净增加 51 家，代理终端没有净增加，截止 6 月底渠道终端总数为 3576 家。公司商品企划能力的增强和年初制定的管理及服务下沉的渠道管理有效的带动了终端店铺的同比增长。分地区看，除华北和西北地区外，其他地区销售均呈现了一定的增长，销售态势良好。
- 报告期公司主营业务毛利率较去年同期基本持平。公司产品价格的提高和毛利率较高的直营店比重的增加，缓解了前期原材料价格和人力成本上升对公司经营构成的压力。考虑目前原料价格的走势，如果未来延续低位态势，我们预计公司 2012 年一季度开始毛利率可能会有一定提升。
- 报告期公司期间费用率较上年小幅提高 1.31 个百分点。主要由于管理费用率较上年提高 1.67 个百分点。股权期权费用的计提、人力成本的提高和研发费用增长较多，导致了上半年管理费用较去年大幅上升。
- 报告期公司盈利增速超过年初市场普遍预期的主要原因是资产减值损失同比大幅减少，同时所得税率计算方式有所调整。报告期公司加大收款力度，部分账期较长的应收款在本期收回，冲回了较多的坏账准备，引起资产减值损失同比减少 3165 万元。另外，所得税率计算方面，尽管母公司自 2009 年就获得 15% 的优惠税率，但 2009 和 2010 年的定期财务报告只有在年报时才按优惠税率计税，而 2011 年公司自一季度开始就采用 15% 的所得税优惠税率，这也是造成一季报和中报盈利增速超过收入增长的一个原因。我们认为所得税率计算方式的不同不会改变全年的预计，但资产减值损失的减少会提升公司年报的预期。
- 中报显示，公司电子商务业务迅速放量，销售收入同比增长 400%。公司新渠道建设进展顺利，上半年网络销售收入为 3200 万元。中报披露，集合公司库存销售、新品销售以及网络专属产品销售的全新网络销售平台将在 2011 年下半年正式上线。我们认为，电子商务虽然短期对公司业绩贡献有限，但中长期对消化存货和培育销售新增长点将产生积极影响。
- 盈利预测和投资建议：根据中报情况，我们对公司未来三年的资产减值损失进行了相应下调，将公司 2011—2013 年每股收益的预测分别由之前的 1.31 元、1.73 元和 2.14 元上调为 1.38 元、1.77 元和 2.18 元，未来三年盈利复合增长率为 30%。给予 2012 年每股收益的 25 倍估值，对应目标价为 44.25 元，维持公司“买入”评级。
- 风险因素：原料、人力成本上升的风险等。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

纺织服装行业首席分析师

8621-63325888 × 6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010014

联系人

糜韩杰

8621-63325888 × 6119

mihanjie@orientsec.com.cn

投资评级

买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 8 月 12 日)

37.85 元

目标价格

44.25 元

总股本/A 股 (百万股)

282.9

A 股市值 (亿元)

107.08

国家/地区

中国

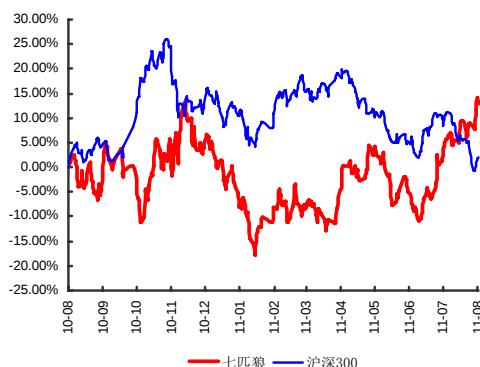
行业

纺织服装

报告发布日期

2011 年 8 月 15 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2198	2780	3461	4188
同比 (%)	11%	27%	25%	21%
归属母公司净利润	283	391	502	618
同比 (%)	39%	38%	28%	23%
毛利率 (%)	41.6%	41.9%	42.0%	42.0%
ROE (%)	17.7%	20.2%	20.6%	20.2%
每股收益 (元)	1.00	1.38	1.77	2.18
P/E (倍)	37.82	27.39	21.35	17.32
P/B (倍)	6.70	5.54	4.40	3.51
EV/EBITDA (倍)	23	17	13	11

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1375	1743	2238	2885	营业收入	2198	2780	3461	4188
现金	144	267	393	623	营业成本	1284	1615	2008	2429
应收账款	318	367	462	555	营业税金及附加	22	28	35	42
其它应收款	14	20	28	30	营业费用	323	406	498	599
预付账款	353	452	562	680	管理费用	157	214	250	297
存货	395	497	618	787	财务费用	-5	5	10	6
其他	152	140	174	210	资产减值损失	82	15	20	23
非流动资产	1060	1374	1581	1787	公允价值变动收				
长期投资	0	0	0	0	益	0	0	0	0
固定资产	91	145	185	189	投资净收益	12	14	15	16
无形资产	20	17	15	11	营业利润	347	511	656	809
其他	950	1212	1382	1586	营业外收入	8	8	8	8
资产总计	2436	3117	3819	4672	营业外支出	16	6	6	6
流动负债	771	1109	1298	1517	利润总额	339	513	658	811
短期借款	0	200	200	200	所得税	50	113	145	178
应付账款	219	263	330	400	净利润	289	400	513	633
其他	552	646	768	917	少数股东损益	6	9	12	15
非流动负债	0	0	0	0	归属于母公司净				
长期借款	0	0	0	0	利润	283	391	502	618
其他	0	0	0	0	EBITDA	428	571	749	931
负债合计	771	1109	1298	1517	EPS (元)	1.00	1.38	1.77	2.18
少数股东权益	66	75	87	102	主要财务比率				
股本	283	283	283	283	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	559	559	559	559	成长能力				
留存收益	757	1092	1593	2211	营业收入	10.6%	26.5%	24.5%	21.0%
归属母公司股东权益					营业利润	34.6%	47.1%	28.4%	23.3%
合计	1599	1933	2435	3053	净利润	38.9%	38.1%	28.3%	23.2%
负债和股东权益	2436	3117	3819	4672	获利能力				
现金流量表					毛利率	41.6%	41.9%	42.0%	42.0%
单位:百万元					净利率	12.9%	14.1%	14.5%	14.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	17.7%	20.2%	20.6%	20.2%
经营活动现金流	259	310	409	534	ROIC	16.1%	18.1%	19.0%	18.8%
净利润	289	400	513	633	偿债能力				
折旧摊销	85	55	84	116	资产负债率	31.7%	35.6%	34.0%	32.5%
财务费用	-5	5	10	6	净负债比率				
投资损失	-12	-14	-15	-16	流动比率	1.78	1.57	1.72	1.90
营运资金变动	-121	-153	-205	-246	速动比率	1.16	1.02	1.14	1.26
其它	23	16	23	42	营运能力				
投资活动现金流	259	-326	-273	-299	总资产周转率	0.97	1.00	1.00	0.99
资本支出	410	130	130	110	应收账款周转率	7	7	8	8
长期投资	-167	179	150	200	应付账款周转率	6.24	6.71	6.78	6.65
其他	502	-17	7	11	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-119	139	-10	-6	每股收益	1.00	1.38	1.77	2.18
短期借款	-50	200	0	0	每股经营现金流	0.92	1.10	1.45	1.89
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	5.65	6.83	8.61	10.79
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	37.82	27.39	21.35	17.32
其他	-69	-61	-10	-6	P/B	6.70	5.54	4.40	3.51
现金净增加额	-429	123	126	229	EV/EBITDA	23	17	13	11

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn