

# 大杨创世(600233.sh)

业绩低于我们预期，中长期公司的亮点来自于转型内销品牌

马涛 分析师

电话: 010-59136695

eMail: mt@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010001

## 2011 半年报低于我们预期

公司发布 2011 年半年报显示: 上半年分别实现营业总收入、营业利润以及归属母公司净利润 3.76 亿元、0.70 亿元、0.39 亿元。分别下滑 13%、23%、21%。基本每股收益 0.24 元 (低于市场预期的 0.30 元)。

### 半年报结构分析

产量下降、成本费用相对增长以及税负的上升，外加国内团购业务收入延迟确认等因素拖累营业收入增长。我们根据公司披露的中报收入数据进行相应的调整，结果显示: 上半年欧美整体下滑将近 16%，亚洲地区 (日本为主) 下滑 4.99%。国内自有品牌 (创世、凯门) 销售下滑 15.5%。自有品牌收入下滑原因分析: 由于去年同期有一笔 2952.9 万元的团购订单收入确认，今年未予确认。另外上半年重庆市公安局 4624 万元的团购订单在中报中并未确认收入。我们一直强调，团购业务的弹性较大，收入确认有可能会带来短期业绩的波动。刨除凯门团购业务，创世品牌在上半年实现两位数以上增速。

主营业务毛利率小幅下滑。主营业务毛利率下滑 0.77 个百分点 (2010 年为 33.3%，2011 年为 32.3%)。分区域看: 亚洲地区出口 (主要出口日本) 毛利率上升 4.99 个百分点 (2010 年为 21.87%，2011 年为 26.86%)，欧美地区出口毛利率下滑 2.15 个百分点 (2010 年为 24.94%，2011 年为 22.79%)，自有品牌毛利率下滑 2.77 个百分点 (2010 年为 66.86%，2010 年为 64.08%)。

中长期看，公司的亮点来自于转型内销品牌。从过往业绩看，公司经营风格一贯稳健。我们认为公司积累的西服工艺、版型数据库、精细化的管理经验以及稳定的技术工人队伍将保证公司稳健的转型内销品牌。由于目前出口业务仍占公司收入的 70% 以上，短期内，外围经济复苏的反复可能会对其出口业务带来一定的影响。近几年内销业务拓展趋势持续向好，公司目前正有序的推进于 2009 年提出“三三三”转型战略。我们看好公司转型内销的前景，维持 2011-2013 年 EPS 分别为 1.01 元/1.22 元/1.35 元的盈利预测。买入评级。

### 风险提示

自有品牌推广低于预期; 欧美经济复苏持续低于预期。

### 预测及评估

|              | 2009A   | 2010A    | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|--------------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)    | 871.70  | 1,085.62 | 1303.47 | 1471.55 | 1637.38 |
| 增长率 (%)      | -2.66%  | 24.54%   | 20.07%  | 12.89%  | 11.27%  |
| EBITDA (百万元) | 223.18  | 272.23   | 300.91  | 349.60  | 392.89  |
| 净利润(百万元)     | 111.07  | 138.19   | 166.14  | 199.85  | 225.90  |
| 增长率 (%)      | 107.69% | 24.41%   | 20.23%  | 20.29%  | 13.03%  |
| 每股收益 (元)     | 0.673   | 0.838    | 1.01    | 1.21    | 1.37    |
| 市盈率          | 24.75   | 16.90    | 16.42   | 13.65   | 12.07   |
| 市净率          | 3.81    | 2.77     | 2.71    | 2.26    | 1.90    |
| EV/EBITDA    | 11.93   | 7.93     | 7.21    | 5.70    | 4.46    |

数据来源: 大连大杨创世股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

## 公司评级

买入

|         |       |
|---------|-------|
| 当前价格(元) | 17.17 |
| 目标价格(元) | 22.00 |
| 前次评级    | 买入    |

## 股价走势



| 市场表现   | 1 个月   | 3 个月   | 12 个月  |
|--------|--------|--------|--------|
| 股价涨幅   | -2.50% | 16.79% | 2.00%  |
| 沪深 300 | -7.39% | -7.01% | -1.52% |

## 股票数据

总股本/流通A股(百万股)

165.00/107.25

主要股东:

大杨集团有限责任公司

主要股东持股比例

40.32%

## 财务比率

|           |        |
|-----------|--------|
| ROE       | 16.41% |
| ROA       | 20.43% |
| 资产负债率     | 13.09% |
| 每股净资产(元)  | 5.10   |
| 2010 年报数据 |        |

## 事件

大杨创世发布 2011 半年报

## 点评

### 2011 半年报低于我们预期

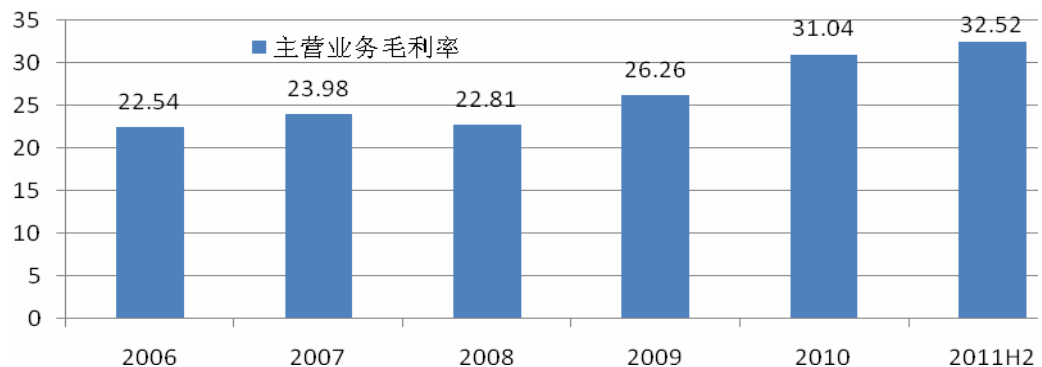
公司发布 2011 年半年报显示：上半年分别实现营业总收入、营业利润以及归属母公司净利润 3.76 亿元、0.70 亿元、0.39 亿元。分别下滑 13%、23%、21%。基本每股收益 0.24 元（低于市场预期的 0.30 元）。

### 半年报结构分析

**产量下降、成本费用相对增长以及税负的上滑，外加国内团购业务收入延迟确认等因素拖累营业收入增长。**我们根据公司披露的中报收入数据进行相应的调整，结果显示：上半年欧美整体下滑将近 16%，亚洲地区（日本为主）下滑 4.99%。国内自有品牌（创世、凯门）销售下滑 15.5%。自有品牌收入下滑原因分析：由于去年同期有一笔 2952.9 万元的团购订单收入确认，今年未予确认。另外上半年重庆市公安局 4624 万元的团购订单在中报中并未确认收入。我们一直强调，团购业务的弹性较大，收入确认有可能会带来短期业绩的波动。刨除凯门团购业务，创世品牌在上半年实现两位数以上增速。

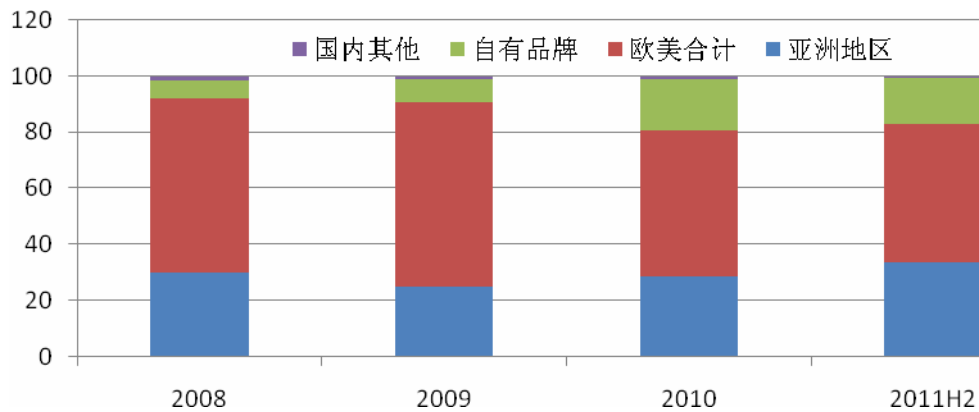
**主营业务毛利率小幅下滑。**主营业务毛利率下滑 0.77 个百分点（2010 年为 33.3%，2011 年为 32.3%）。分区域看：亚洲地区出口（主要出口日本）毛利率上升 4.99 个百分点（2010 年为 21.87%，2011 年为 26.86%），欧美地区出口毛利率下滑 2.15 个百分点（2010 年为 24.94%，2011 年为 22.79%），自有品牌毛利率下滑 2.77 个百分点（2010 年为 66.86%，2010 年为 64.08%）。

图 1：公司毛利率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 2：公司收入结构



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

**中长期看，公司的亮点来自于转型内销品牌。**从过往业绩看，公司经营风格一贯稳健。我们认为公司积累的西服工艺、板型数据库、精细化的管理经验以及稳定的技术工人队伍将保证公司稳健的转型内销品牌。由于目前出口业务仍占公司收入的 70%以上，短期内，外围经济复苏的反复可能会对其出口业务带来一定的影响。近几年内销业务拓展趋势持续向好，公司目前正有序的推进于 2009 年提出“三三三”转型战略。我们看好公司转型内销的前景，维持 2011-2013 年 EPS 分别为 1.01 元/1.22 元/1.35 元的盈利预测。买入评级。

## 风险提示

自有品牌推广低于预期；欧美经济复苏持续低于预期。

资产负债表

单位：百万元

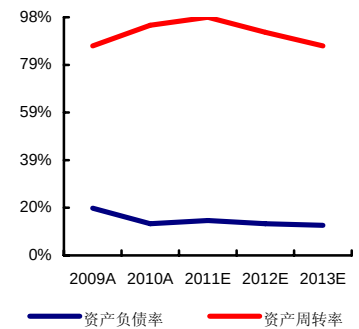
| 至 12 月 31 日    | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 827   | 947   | 1,249 | 1,543 | 1,885 |
| 货币资金           | 282   | 364   | 557   | 735   | 976   |
| 应收及预付          | 116   | 127   | 155   | 164   | 188   |
| 存货             | 129   | 142   | 182   | 190   | 216   |
| 其他流动资产         | 300   | 314   | 355   | 455   | 505   |
| <b>非流动资产</b>   | 269   | 244   | 213   | 191   | 169   |
| 长期股权投资         | 4     | 5     | 5     | 5     | 5     |
| 固定资产           | 248   | 221   | 199   | 177   | 155   |
| 在建工程           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 3     | 6     | 4     | 4     | 4     |
| 其他长期资产         | 14    | 11    | 5     | 5     | 5     |
| <b>资产总计</b>    | 1,096 | 1,190 | 1,462 | 1,734 | 2,054 |
| <b>流动负债</b>    | 213   | 156   | 210   | 227   | 255   |
| 短期借款           | 38    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付及预收          | 175   | 156   | 210   | 227   | 255   |
| 其他流动负债         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动负债</b>   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付债券           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 213   | 156   | 210   | 227   | 255   |
| 股本             | 165   | 165   | 165   | 165   | 165   |
| 资本公积           | 184   | 184   | 184   | 184   | 184   |
| 留存收益           | 372   | 493   | 659   | 859   | 1,085 |
| 归属母公司股东权益      | 720   | 842   | 1,008 | 1,208 | 1,434 |
| 少数股东权益         | 162   | 193   | 244   | 299   | 365   |
| <b>负债和股东权益</b> | 1,096 | 1,190 | 1,462 | 1,734 | 2,054 |

利润表

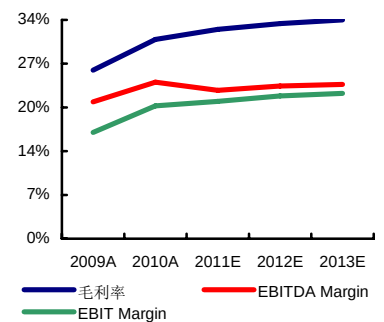
单位：百万元

| 至 12 月 31 日     | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 872   | 1086  | 1303  | 1472  | 1637  |
| 营业成本            | 643   | 749   | 879   | 979   | 1080  |
| 营业税金及附加         | 1     | 3     | 2     | 3     | 3     |
| 销售费用            | 40    | 65    | 78    | 89    | 99    |
| 管理费用            | 44    | 44    | 65    | 74    | 85    |
| 财务费用            | 0     | 3     | -4    | -7    | -9    |
| 资产减值损失          | 1     | 4     | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | 1     | -1    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 38    | 13    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 183   | 230   | 283   | 334   | 379   |
| 营业外收入           | 0     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 营业外支出           | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 182   | 230   | 282   | 333   | 379   |
| 所得税             | 43    | 54    | 65    | 78    | 88    |
| <b>净利润</b>      | 139   | 177   | 217   | 256   | 291   |
| 少数股东损益          | 28    | 38    | 51    | 56    | 65    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 111   | 138   | 166   | 200   | 226   |
| EBITDA          | 186   | 264   | 301   | 350   | 393   |
| EPS (元)         | 0.67  | 0.84  | 1.01  | 1.21  | 1.37  |

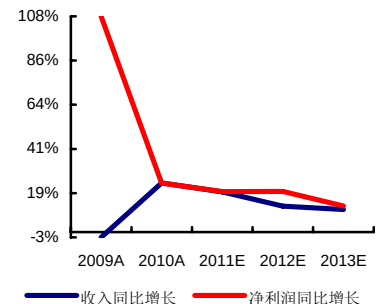
资产负债率趋势



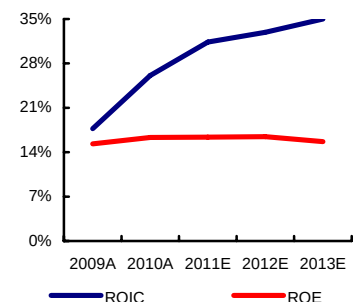
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

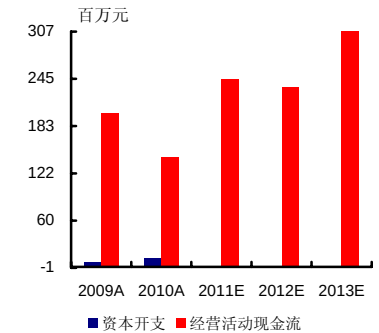
| 至 12 月 31 日    | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 200   | 142   | 193   | 178   | 241   |
| 净利润            | 139   | 177   | 217   | 256   | 291   |
| 折旧摊销           | 41    | 40    | 23    | 23    | 23    |
| 营运资金变动         | 46    | -64   | -53   | -100  | -72   |
| 其它             | -26   | -10   | 7     | 0     | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | -218  | -11   | 1     | -1    | -1    |
| 资本支出           | -5    | -11   | 1     | -1    | -1    |
| 投资变动           | -214  | -3    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 2     | 3     | 0     | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | -8    | -25   | -1    | 0     | 0     |
| 银行借款           | 49    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 债券融资           | -11   | -18   | 0     | 0     | 0     |
| 股权融资           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | -46   | -7    | -1    | 0     | 0     |
| <b>现金净增加额</b>  | -25   | 106   | 193   | 178   | 241   |
| <b>期初现金余额</b>  | 291   | 282   | 364   | 557   | 735   |
| <b>期末现金余额</b>  | 266   | 388   | 557   | 735   | 976   |

主要财务比率

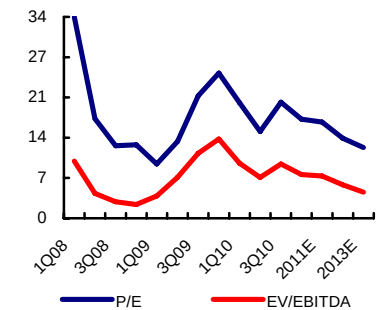
单位：%

| 至 12 月 31 日     | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 营业收入            | -2.7%  | 24.5%  | 20.1%  | 12.9%  | 11.3%  |
| 营业利润            | 86.8%  | 25.6%  | 23.1%  | 18.0%  | 13.6%  |
| 归属于母公司净利润       | 107.7% | 24.4%  | 20.2%  | 20.3%  | 13.0%  |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 毛利率             | 26.2%  | 31.0%  | 32.6%  | 33.5%  | 34.0%  |
| 净利率             | 16.0%  | 16.3%  | 16.7%  | 17.4%  | 17.8%  |
| ROE             | 15.4%  | 16.4%  | 16.5%  | 16.5%  | 15.8%  |
| ROIC            | 17.8%  | 26.3%  | 31.5%  | 33.1%  | 35.2%  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 资产负债率           | 19.5%  | 13.1%  | 14.4%  | 13.1%  | 12.4%  |
| 净负债比率           | -28.3% | -35.7% | -44.9% | -49.1% | -54.5% |
| 流动比率            | 3.88   | 6.08   | 5.94   | 6.81   | 7.39   |
| 速动比率            | 3.18   | 5.02   | 4.95   | 5.84   | 6.41   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 0.86   | 0.95   | 0.98   | 0.92   | 0.86   |
| 应收账款周转率         | 11.34  | 12.31  | 11.81  | 12.05  | 11.93  |
| 存货周转率           | 4.30   | 5.53   | 4.84   | 5.16   | 5.00   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |        |
| 每股收益            | 0.67   | 0.84   | 1.01   | 1.21   | 1.37   |
| 每股经营现金流         | 1.21   | 0.86   | 1.17   | 1.08   | 1.46   |
| 每股净资产           | 4.37   | 5.10   | 6.11   | 7.32   | 8.69   |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |        |
| P/E             | 24.7   | 16.9   | 16.4   | 13.6   | 12.1   |
| P/B             | 3.8    | 2.8    | 2.7    | 2.3    | 1.9    |
| EV/EBITDA       | 13.5   | 7.5    | 7.2    | 5.7    | 4.5    |

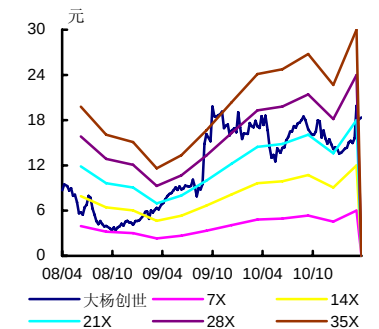
资本支出与经营活动现金流



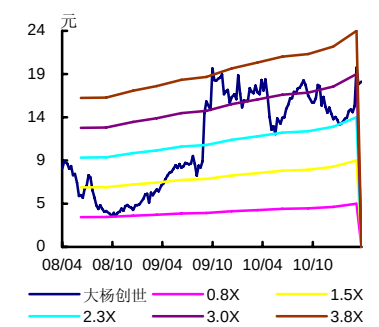
相对估值



PE BAND



PB BAND



## 广发纺织服装行业研究小组

马涛，分析师，电子科技大学MBA，7年钢铁企业工作经历，2年证券从业经历，2009年进入广发证券发展研究中心。

林海，研究助理，浙江大学经济学硕士，2009年进入广发证券发展研究中心。联系方式：lh19@gf.com.cn，020-87555888-8418。

## 相关研究报告

|                                  |    |            |
|----------------------------------|----|------------|
| “两大核心竞争力+两大软实力”保证公司转型内销_公司跟踪研究报告 | 林海 | 2011-05-31 |
| 衣之道，唯创世_公司调研简报                   | 林海 | 2011-04-25 |

## 广发证券—公司投资评级说明

|          |                                       |
|----------|---------------------------------------|
| 买入（Buy）  | 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。          |
| 持有（Hold） | 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。 |
| 卖出（Sell） | 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。          |

|      | 广州                          | 深圳                   | 北京                              | 上海                           |
|------|-----------------------------|----------------------|---------------------------------|------------------------------|
| 地址   | 广州市天河北路 183 号<br>大都会广场 36 楼 | 深圳市民田路华融大厦<br>2501 室 | 北京市月坛北街 2 号月坛大<br>厦 18 层 1808 室 | 上海市浦东南路 528 号<br>证券大厦北塔 17 楼 |
| 邮政编码 | 510075                      | 518026               | 100045                          | 200120                       |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn              |                      |                                 |                              |
| 服务热线 | 020-87555888-612            |                      |                                 |                              |

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。