

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

公司外延拓展迅速，业绩稳定增长

事件描述

步森股份今日公布 2011 年三季报，主要经营业绩如下：

- 公司 2011 年前 3 季度实现营业收入 4.85 亿元，比上年同期增长 42.25%；实现营业利润 4135.96 万元，比上年同期增长 21.7%；归属上市公司股东的净利润 3104.04 万元，比上年同期增长 23.82%，业绩符合预期，稀释后每股收益 0.37 元
- 第 3 季度单季营业收入 2.28 亿元，比上年同期增长 64.57%；营业利润 1951.43 万元，比上年同期增长 50.66%；归属上市公司股东净利润 1414.51 万元，比上年同期增长 45.24%。
- 报告期内公司以自有资金设立杭州步森服饰有限公司和贵阳布森服饰有限公司，推进营销网络建设

预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 6.81 亿、8.50 亿，每股收益分别为 0.60 元、0.75 元，对应 10 月 20 日的 PE 分别为 25.58、20.47 倍，维持“谨慎推荐”评级。

事件评论

第一、三季度业绩符合预期，7-9 月单季有较高增长

公司 2011 年前 3 季度实现营业收入 4.85 亿元，比上年同期增长 42.25%；实现营业利润 4135.96 万元，比上年同期增长 21.7%；归属上市公司股东的净利润 3104.04 万元，比上年同期增长 23.82%，业绩符合预期，稀释后每股收益 0.37 元。

第 3 季度单季营业收入 2.28 亿元，比上年同期增长 64.57%；营业利润 1951.43 万元，比上年同期增长 50.66%；归属上市公司股东净利润 1414.51 万元，比上年同期增长 45.24%。

表 1：三季度基本财务指标与单季度基本财务指标

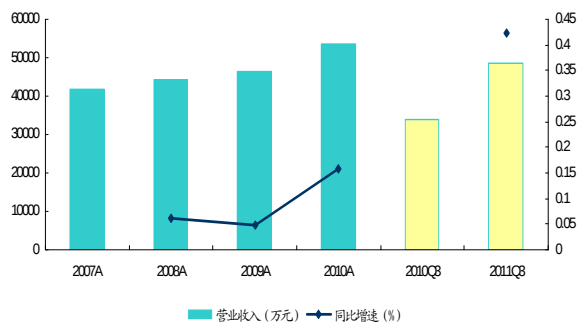
	2011 年 1-9 月	比上年同期增/减	2011 年 7-9 月	比上年同期增/减
营业收入	4.85 亿元	42.25%	2.28 亿元	64.57%
营业利润	4135.96 万元	21.7%	1951.43 万元	50.66%
净利润	3104.04	23.82%	1414.51 万元	45.24%
归属上市公司的净利润	3104.04 万元	23.82%	1414.51 万元	45.24%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

我们认为：

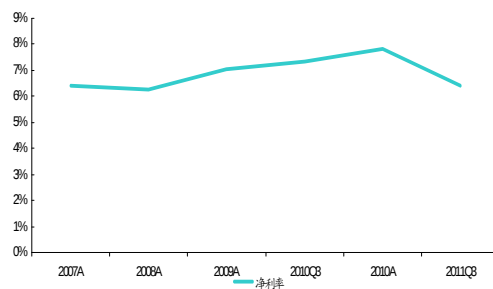
报告期内，公司业绩稳定增长主要源于市场扩展力度的加大，品牌形象逐步的提升，营销网络建设初显成效。从消费群方面来看，新产品的开拓不仅丰富了公司的产品线，而且定位系统变的更加精确，更能够挖掘潜在的消费人群，为公司抢占市场份额打下基础；同时，新产品的推出使公司在产品的价格层次上有了更好的竞争优势，抓住服装市场回暖的时机，不仅促进对原来产品的升级和提价，而且为公司在产品整体上的价格上涨体系找到了很好的理由。

图 1：近几年营业收入及增长情况



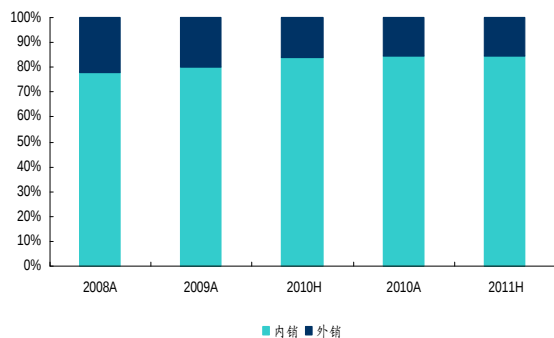
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 2：近几年净利率增长情况



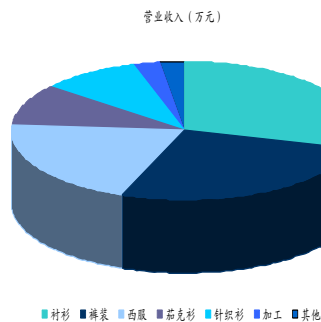
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 3：2011H 分销售区域营收占比变化



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 4：2011H 公司产品结构



资料来源：公司公告，长江证券研究所

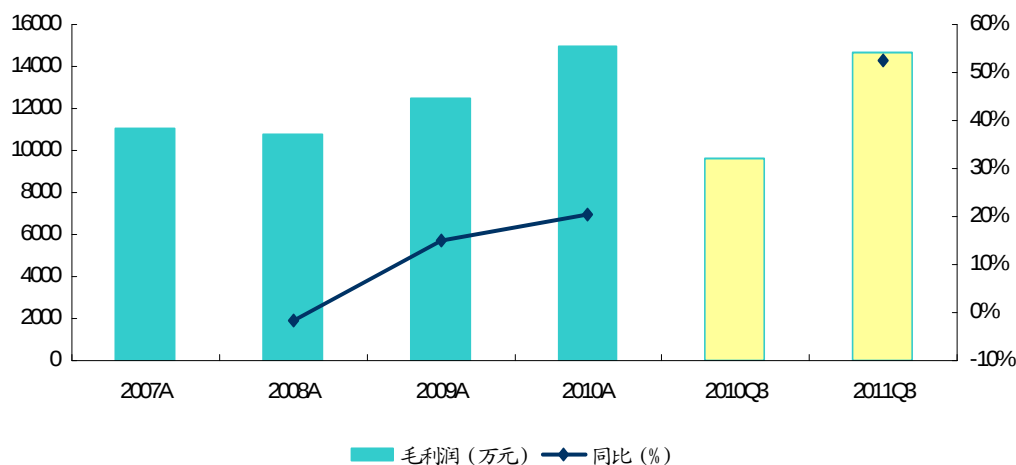
第二、净利率略有回落，减少 0.96 个百分点

报告期内，净利率为 6.40%，比上年同期减少了 0.96 个百分点（上年同期为 7.36%）。

第三、毛利润同比上期增长 52.3%

公司毛利润为 14641 万元，同比上期增长 52.3%；综合毛利率为 30.2%，同比上升 2 个百分点。主要由于公司品牌的不断提升，销售规模扩大。

图 5: 2011Q3 公司毛利润与增长情况

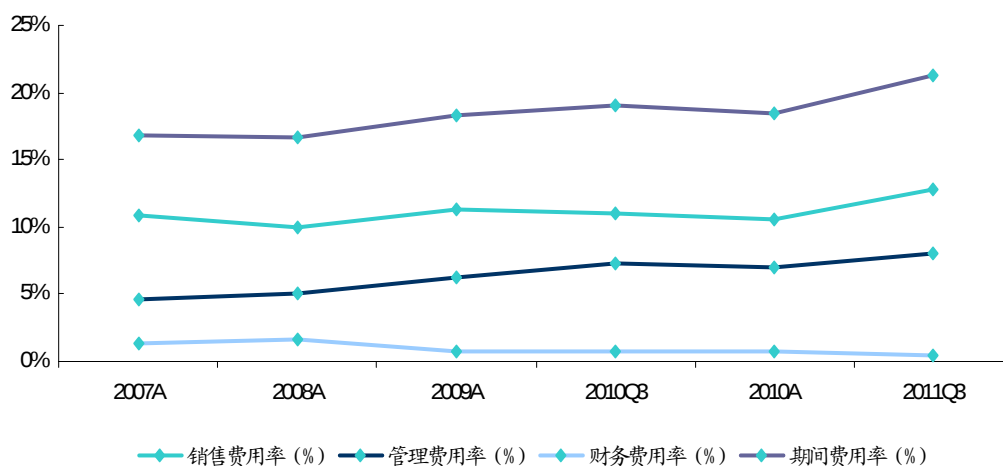


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四、期间费用率同比增加 2.13 个百分点

2011 年 3 季度公司期间费用率约为 21.25%，同比上升 2.13 个百分点（上年同期为 19.13%）。其中，（1）销售费用增加了 67.81%，主要是销售规模扩大后，市场扩展所需的专卖店费用、广告费用及市场人员增加所致；（2）管理费用增加了 18.12%，主要是公司上市发行股票的上市费用和员工工资增加所致。经营性现金流为负，预付账款同比增加 187%，主要是购置店铺做直营店所致。另外，公司存货比期出增加了 90.93%，虽为销售规模扩大采购增加所致，但值得关注。

图 6: 近几年公司费用率走势情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

第五、两子公司设立，助推营销网络建设

公司以自有资金出资 300 万和 500 万分别设立杭州布森服饰有限公司和贵阳布森服饰有限公司。我们认为，两个子公司的设立使布森股份在营销和渠道上的布局均有较大程度的拓展。通过这两个子公司，有利于“营销网络建设项目”的顺利实施，有助于公司进一步扩大市场份额和营销网络盈利能力，提高品牌知名度及对渠道的控制力。

第六、维持“谨慎推荐”评级

公司一直以围绕男装为主营业务稳健发展，并积极开拓新的产品体系。通过产品细分，对终端市场的定位更精准，有助于公司对细分市场的深度发掘，从而与其他品牌男装形成差异化竞争优势；而渠道的不断扩大，助推公司营业收入涨幅较为明显。

预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 6.81 亿、8.50 亿，每股收益分别为 0.60 元、0.75 元，对应 10 月 20 日的 PE 分别为 25.58、20.47 倍，维持“谨慎推荐”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	537	681	850	1020	货币资金	148	64	79	97
营业成本	388	481	592	701	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	150	199	257	319	应收账款	77	208	259	311
% 营业收入	27.9%	29.3%	30.3%	31.3%	存货	90	747	918	1086
营业税金及附加	3	4	5	6	预付账款	23	239	294	348
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	51	65	76	92	流动资产合计	345	1270	1557	1849
% 营业收入	9.5%	9.5%	9.0%	9.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	34	41	51	61	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.3%	6.0%	6.0%	6.0%	长期股权投资	0	5	10	15
财务费用	3	15	32	37	投资性房地产	5	5	5	5
% 营业收入	0.6%	2.3%	3.7%	3.6%	固定资产合计	229	228	226	223
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	14	14	13	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	5	0	0	0
营业利润	58	75	93	123	其他非流动资产	-149	-129	-109	-89
% 营业收入	10.8%	11.0%	11.0%	12.1%	资产总计	449	1393	1702	2017
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	50	653	771	896
利润总额	56	75	93	123	应付款项	123	192	237	280
% 营业收入	10.4%	11.0%	11.0%	12.1%	预收账款	21	170	212	255
所得税费用	14	19	23	31	应付职工薪酬	15	43	53	63
净利润	42	56	70	92	应交税费	9	6	8	10
归属于母公司所有者	42.2	56.1	70.1	92.4	其他流动负债	25	29	36	42
的净利润					流动负债合计	243	1094	1316	1547
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.45	0.60	0.75	0.99	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	10	20	30
经营活动现金流净额	38	-667	-44	-18	负债合计	243	1104	1336	1577
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	206	656	726	818
长期股权投资	0	-5	-5	-5		0	0	0	
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	206	656	726	818
固定资产投资	-17	-27	-28	-30	股东权益	449	1760	2063	2395
其他	-3	0	0	0	负债及股东权益	449	1760	2063	2395
投资活动现金流净额	-20	-32	-33	-35	基本指标	2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.452	0.601	0.751	0.990
股权融资	0	394	0	0	BVPS	2.94	9.37	7.78	8.77
银行贷款增加（减少）	10	604	117	126	PE	33.99	29.24	23.40	17.76
筹资成本	4	-15	-32	-37	PEG	1.30	0.98	0.78	0.59
其他	-8	0	0	0	PB	5.22	1.88	2.26	2.00
筹资活动现金流净额	6	982	86	88	EV/EBITDA	18.84	18.79	14.95	12.60
现金净流量	23	283	8	35	ROE	20.5%	8.6%	9.7%	11.3%

资料来源：长江证券研究所

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多。

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。