

定增启动将加速渠道扩张和结构优化


东方证券
ORIENT SECURITIES

公司评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2011 年 11 月 04 日)	40.70 元
目标价	46.25 元
行业	纺织服装
报告发布日期	2011 年 11 月 8 日 星期二

证券分析师	施红梅 执业证书编号: S0860200010014
联系人	糜韩杰 8621-63325888 x 6119 mihanjie@orientsec.com.cn

事件

公司公布非公开发行股票元, 拟向不超过 10 名特定投资者非公开发行不超过 5300 万股, 发行价格不低于 34.27 元/股, 募集资金总额不超过 18 亿元, 全部用于投资建设“营销网络优化项目”。拟增加销售终端 1200 家, 其中以直营方式增设 60 家旗舰店和 300 家专卖店, 通过加盟方式增设 140 家旗舰店及 700 家专卖店。

点评

公司将外延扩张将重新提速。根据规划, 公司营销网络优化项目的建设期为 30 个月, 粗略计算未来三年公司将新增店铺 400 家, 渠道外延年增速在 10% 左右。渠道的外延扩张将推动公司未来业绩的快速增长。特别值得注意的是, 项目除了增加 360 家直营店外, 还将增加 840 家加盟店, 在公司由经营模式由批发向零售转变的过程中, 公司一方面通过“管理及服务下沉”的渠道管理方式, 从源头上帮助经销商发展, 另一方面通过加速渠道扁平化发展, 无疑将提高渠道的质量, 保证渠道的快速增长。

此次外延式扩张将更为健康。公司在 2008 年后渠道扩张速度相对前期放缓, 把主要的精力放在品牌建设、渠道管理优化、商品企划和供应链效率提升等内生环节上, 不断夯实公司的内在实力, 在公司近年的财务报表中已经有所体现。此次通过非公开发行所得资金, 有望重新开始的新一轮外延式扩张, 同时通过提高直营比重和加大弱势区域的布局将进一步优化渠道结构, 提升品牌控制力。我们认为, 将区别于以往, 在夯实内功后的外延扩张其效率和质量将更高。

直营店占比提高将推升公司整体盈利能力和品牌影响力。截止 2011 年上半年, 公司直营店为 439 家, 占比为 12.28%。在募投项目实施后, 公司直营店将增加至 799 家, 所占比例增加至 16.73%。直营店的增加一方面增强了公司对终端渠道的控制力, 给加盟商以支持, 另一方面, 考虑到直营店毛利率要高于加盟店, 因此直营店比重的提高将推升公司整体的毛利率水平。

盈利预测和投资评级:我们维持公司 2011 年—2013 年每股收益分别为 1.40 元、1.85 元和 2.36 元的预测, 如果公司本次非公开发行成功, 项目如期实施并发挥效益, 公司快速增长的持续时间进一步延长, 其 2013 年及以后的收入和业绩增长很可能将超出我们原先的预期。此外, 本次定增确定的 34.27 元的发行底价, 对应发行摊薄后 2012 年每股收益 1.56 元, 动态市盈率也仅为 22 倍, 具有一定的估值吸引力, 维持公司买入评级, 建议机构投资者在该价格附近积极关注公司定向增发。

风险因素:宏观经济波动、原料、人力成本上升对消费的可能影响等。

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	1770	2307	3053	营业收入	2198	2857	3614	4518
现金	144	252	381	612	营业成本	1284	1660	2096	2620
应收账款	318	377	483	598	营业税金及附加	22	29	36	45
其它应收款	14	21	29	32	营业费用	323	414	520	651
预付账款	353	465	587	734	管理费用	157	216	254	311
存货	395	511	645	849	财务费用	-5	5	10	6
其他	152	144	182	227	资产减值损失	82	60	66	73
非流动资产	1060	1374	1581	1787	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	12	14	15	16
固定资产	91	145	185	189	营业利润	347	486	647	829
无形资产	20	17	15	11	营业外收入	8	8	8	8
其他	950	1212	1382	1586	营业外支出	16	6	6	6
资产总计	2436	3144	3889	4840	利润总额	339	488	649	831
流动负债	771	1130	1340	1609	所得税	50	83	114	150
短期借款	0	200	200	200	净利润	289	405	535	682
应付账款	219	270	344	432	少数股东损益	6	9	12	15
其他	552	660	796	978	归属于母公司净	283	397	523	667
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	428	546	740	951
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.00	1.40	1.85	2.36
其他	0	0	0	0					
负债合计	771	1130	1340	1609					
少数股东权益	66	75	86	101					
股本	283	283	283	283					
资本公积	559	559	559	559					
留存收益	757	1097	1621	2287					
归属母公司股东权益	1599	1939	2462	3129					
负债和股东权益	2436	3144	3889	4840					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	259	296	412	536
净利润	289	405	535	682
折旧摊销	85	55	84	116
财务费用	-5	5	10	6
投资损失	-12	-14	-15	-16
营运资金变动	-121	-177	-229	-304
其它	23	21	27	53
投资活动现金流	259	-326	-273	-299
资本支出	410	130	130	110
长期投资	-167	179	150	200
其他	502	-17	7	11
筹资活动现金流	-119	138	-10	-6
短期借款	-50	200	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-69	-62	-10	-6
现金净增加额	-429	108	129	231

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	10.6%	30.0%	26.5%	25.0%
营业利润	34.6%	40.1%	32.9%	28.2%
净利润	38.9%	40.1%	32.0%	27.4%
获利能力				
毛利率	41.6%	41.9%	42.0%	42.0%
净利率	12.9%	13.9%	14.5%	14.8%
ROE	17.7%	20.5%	21.3%	21.3%
ROIC	16.1%	17.2%	18.5%	18.8%
偿债能力				
资产负债率	31.7%	35.9%	34.5%	33.3%
净负债比率				
流动比率	1.78	1.57	1.72	1.90
速动比率	1.16	1.01	1.13	1.25
营运能力				
总资产周转率	0.97	1.02	1.03	1.04
应收账款周转率	7	7	8	8
应付账款周转率	6.24	6.79	6.83	6.75
每股指标 (元)				
每股收益	1.00	1.40	1.85	2.36
每股经营现金流	0.92	1.05	1.46	1.89
每股净资产	5.65	6.85	8.70	11.06
估值比率				
P/E	40.66	29.03	22.00	17.27
P/B	7.20	5.94	4.68	3.68
EV/EBITDA	25	19	14	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

分析师申明

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，未给予投资评级等相关信息。

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