

投资评级:

买入

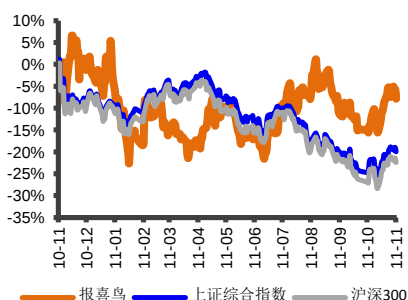
当前价格:	14.63 元
目标价格:	21.11 元
目标期限:	6 个月

市场数据

总股本(百万股)	587.5
A 股流通股本(百万股)	494.7
12 个月最高/最低(元)	16.62/11.61
第一大股东	报喜鸟集团
第一大股东持股比例	43.27%
上证综指/沪深 300	2498/2752

注: 2011 年 11 月 10 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	4	15	18
绝对收益	11	4	-3

注: 相对收益与沪深 300 相比

分析师: 许雯

(8621) 68634510-8221

xw3315@xcsc.com

执业证书编号: S0500511050001

联系人:

贺卉

(8621) 68634510-8629

hh3379@xcsc.com

国内品牌西服“领头羊”

调研目的:

我们近期调研了报喜鸟, 与公司在行业发展前景、公司基本运作方式、近期经营状况、公司未来重点发展方向等方面进行了沟通。

投资要点:

□ 10 月份销售增速放缓, 未来天气转凉有助销售提升。

公司 9 月份销售增速快, 超公司预期, 10 月份销售增速放缓。增速放缓主要受到天气与公司物流中心投入试运营的因素的影响。今年 10 月份, 全国大部分地区天气依然没有转凉, 影响了冬季服饰的销售。要看今年冬季的销售情况, 要多关注东北、华北的天气变化。公司新的物流中心, 货物分拣系统, 投入使用 1 个月左右, 现在为试运行状态, 公司估计再花一个月的时间就可以达到比较稳定的水平, 若达到正常水平应该要花 3-6 个月的时间

□ 加大经销商扶持力度, 应收账款与其他应收款增加。

公司三季度应收账款增加 89%, 为 6.97 亿元, 其他应收款增加 279%, 为 1.58 亿元。增长原因除了销售收入的增长以外, 主要由于公司今年对经销商加大了扶持力度, 支持主要有两种方式:

第一种, 帮助经销商购买店铺, 给加盟商贷款支持, 贷款比例不超过 50% (体现在其他应收款)。贷款金额需要加盟商在 3-5 年归还, 贷款所购买的店铺必须在 15 年内都开设报喜鸟装卖店。这样的扶持方式, 有利于控制稀缺的店铺资源与加大经销商的忠诚度。

第二种支持方式为: 货品赊销 (这样应收账款就会增加), 甚至给部分有能力的经销商提供 300-500 万的营运资金, 这部分贷款一般要求 1-2 年内归还, 需要有抵押, 一般要求抵押房产的价值超过贷款的一倍。这样的支持方式, 可以让有能力的经销商在短时间内开大店, 扩张规模。

□ 不断提升品牌形象, 未来仍然存在提价空间

今年公司服装, 提价在 10% 以上, 而并没有影响到公司服饰的销量, 公司认为提价为品牌形象的提升, 并不是直接的成本推动与 CPI 的因素, 公司在未来通过对品牌的打造, 将持续提价。公司 3 季度毛利率为 57.81%, 公司未来目标毛利率为 70% 左右。

公司比较重视销售倍率 (终端销售价格为成本价格的倍数, 它代表着在公司产业链中, 各环节可以分到的利益总额, 倍率越高, 产业链的价值越高)。公司今年的倍率达到了 7 倍, 明年目标是提高到 7 倍以上, 现在一般品牌商倍率在 5-6 倍, 鞋在 4 倍左右。

□ 未来公司将加强大店开设, 加强渠道控制能力

公司以后重点为开大店, 报喜鸟大店一般指 400 平以上, 圣捷罗在 200 平以上。公司未来目标为, 公司大店能覆盖现在所有地级市及以上城市, 现在国内地级市大约有 280 家, 外加一二线城市合计 350 个左右, 现在公司稳定店铺有 60-70 个, 公司未来目标为, 未来 3 年的时间内控制 1/3 的大店资源, 以保证销售网络的稳定, 即未来还用控制 50-60 个店铺资源。

□ 会计政策稳健，当期利润增长较实

公司第三季度预计负债上升为 2.39 亿元，为 1-9 月利润的 96%，据推算报喜鸟第三季度预计负债计提比例在 27.82% 与 37.92% 之间，计提比例是否保守稳健。公司前三季度，资产减值准备计提 4984 万，会计政策稳健，公司报表反应的当期利润增长较实。

□ 估值和投资建议

我们预计公司 2011-13 年 EPS 分别为 0.61 元、0.84 元与 1.09 元，对应的市盈率为 24 倍、17 倍、13 倍。公司 10 月份债券发行获批，公司增发在筹划中，公司未来实力将不断增强，公司品牌运作能力、管理能力、资金实力的壮大，让公司有能力快速扩张与发展，我们首次给予公司“买入”评级

□ 重点关注事项

股价催化剂：公司店铺面积提高，公司小品牌的成长。

风险提示：暖冬的出现，抑制公司冬装销售，业绩增长低于预期。

表 1、公司主要财务指标

财务预测	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	1,091.85	1,257.75	1,871.42	2,573.02	3,358.08
增长率 (%)	16.41%	15.19%	48.79%	37.49%	30.51%
净利润 (百万元)	184.98	242.86	357.22	495.05	639.11
增长率 (%)	50.32%	31.16%	47.13%	38.60%	29.10%
ROE (%)	11.59%	13.03%	18.69%	14.24%	15.37%
ROA (%)	9.29%	9.42%	10.81%	9.80%	10.81%
EPS (元)	0.31	0.41	0.61	0.84	1.09
P/E	46.46	35.39	24.06	17.36	13.45
P/B	5.39	4.61	4.50	2.47	2.07
EV/EBITDA	37.73	29.89	16.22	11.74	8.89

数据来源：湘财证券研究所

附录(单位:百万元)

利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,091.85	1,257.7	1,871.42	2,573.02	3,358.08	经营性现金净流量	175.84	300.32	15.07	234.27	400.51
减:营业成本	880.48	975.09	1,422.73	1,937.34	2,516.23	投资性现金净流量	-76.64	-755.51	-205.88	-270.23	-387.71
营业税金及附加	11.10	16.57	18.71	25.73	33.58	筹资性现金净流量	670.24	17.79	333.61	951.58	-191.62
营业费用	192.75	207.83	330.30	470.87	618.26	现金流量净额	769.44	-437.40	142.80	915.63	-178.83
管理费用	130.11	164.40	250.89	356.49	488.70	成长性指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
财务费用	6.37	-6.44	26.88	24.33	27.97	营业收入增长率	16.41%	15.19%	48.79%	37.49%	30.51%
资产减值损失	6.59	16.57	9.94	4.97	4.48	经营利润增长率	26.44%	33.73%	58.74%	41.68%	32.43%
加:投资收益	0	0	0	0	0	净利润增长率	50.32%	31.16%	47.13%	38.60%	29.10%
公允价值变动损益	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	31.08%	26.27%	65.59%	38.78%	31.79%
其他经营性损益	0	0	0	0	0	EBITDA 增长率	31.07%	26.25%	84.22%	38.25%	32.05%
营业利润	211.37	282.66	448.69	635.68	841.85	NOPLAT 增长率	40.97%	32.16%	54.96%	38.13%	29.04%
加:其他非经营性损益	9.72	10.99	0.00	0.00	0.00	经营效率指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
利润总额	221.08	293.65	448.69	635.68	841.85	销售毛利率	51.13%	54.19%	58.00%	59.00%	60.00%
减:所得税	36.10	51.03	91.73	140.94	203.12	销售净利率	16.94%	19.31%	19.09%	19.24%	19.03%
净利润	184.98	242.63	356.96	494.74	638.73	三费/营业收入	30.15%	29.08%	32.49%	33.10%	33.80%
减:少数股东损益	0.00	-0.23	-0.26	-0.31	-0.38	ROE	11.59%	13.03%	18.69%	14.24%	15.37%
归母公司股东净利润	184.98	242.86	357.22	495.05	639.11	ROA	9.29%	9.42%	10.81%	9.80%	10.81%
资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	存货周转率	177.43	160.04	152.74	157.07	153.85
货币资金	953.37	519.40	643.68	1,559.30	1,380.48	应收账款周转率	894.04	476.34	333.33	333.33	400.00%
应收和预付款项	200.98	751.89	1,088.89	1,443.52	1,695.16	固定资产周转率	384.91	303.25	337.42	348.11%	326.81%
存货	300.71	360.01	514.60	671.62	873.10	总资产周转率	54.84%	48.78%	56.62%	50.95%	56.81%
其他流动资产	14.96	54.76	82.14	65.71	85.42	偿债能力指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	19.83%	27.70%	42.16%	31.14%	29.67%
投资性房地产	10.95	6.88	6.54	8.36	9.03	流动比率	385.18	289.07	201.58	450.72	410.48%
固定资产和在建工程	283.67	414.75	554.63	739.15	1,027.53	速动比率	306.38	227.35	157.05	369.79	321.64%
无形资产和开发支出	45.99	44.19	63.73	86.16	100.56	现金比率	47.89%	20.14%	19.47%	30.88%	23.35%
其他非流动资产	179.94	426.77	351.12	475.81	740.23	经营性现金/流动负债	46.07%	51.49%	1.30%	28.23%	40.75%
资产总计	1,990.88	2,578.6	3,305.34	5,049.64	5,911.51	估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
短期借款	94.51	95.00	500.00	0.00	0.00	EPS	0.31	0.41	0.61	0.84	1.09
应付和预收款项	216.57	350.59	473.43	633.14	800.34	PE	46.46	35.39	24.06	17.36	13.45
长期借款	0.00	0.00	0.00	600.00	600.00	PB	5.39	4.61	4.50	2.47	2.07
其他负债	83.72	268.58	420.19	339.53	353.89	PS	7.87	6.83	4.59	3.34	2.56
负债合计	394.79	714.17	1,393.62	1,572.67	1,754.22	PCF	48.88	28.62	570.48	36.69	21.46
股本	289.68	293.75	293.75	343.75	343.75	EV/EBIT	37.79	29.93	18.07	13.02	9.88
资本公积	873.06	800.51	800.51	800.51	800.51	EV/EBITDA	37.73	29.89	16.22	11.74	8.89
留存收益	380.89	557.52	566.12	580.13	1,192.76	EV/NOPLAT	49.04	37.11	23.94	17.33	13.43
归属母公司股东权益	1,596.10	1,850.0	1,911.71	3,457.87	4,134.37	EV/IC	46.46	35.39	24.06	17.36	13.45
少数股东权益	0.00	14.47	17.36	19.09	22.91	EV/SALES	7.87	6.83	4.59	3.34	2.56
股东权益合计	1,596.10	1,864.5	1,911.71	3,476.97	4,157.28						
负债和股东权益合计	1,990.88	2,578.6	3,305.34	5,049.64	5,911.51						

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明：

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。

在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。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“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。