

经济减速背景下相对更稳健的投资品种

研究结论：

- **终端促销力度加大对公司毛利率影响较小，未来公司毛利率整将有望维持稳定上升态势。**受南方天气暖和影响，公司 2011 年 10 月和 11 月的销售收入增速环比下降，加之 2012 年春节提前，服装行业整体促销力度进一步增强，但考虑到公司 2011 年起高毛利率的上装比重逐步增加（收入占比 50% 以上），同时公司直营专柜的回款折率在 2011 年有一定上升，净回款提高直接增厚毛利率，因此我们认为终端促销对公司毛利率的影响较小。伴随直营比重的稳步上升、上装比重的提高和原料成本的下降，我们预计公司未来毛利率将维持稳定上升态势。
- **商务男装经历了 2007 年行业高峰期后两年多的消化，整体库存压力相对较小，公司目前存货结构基本健康，未来抗风险能力强。**公司 2011 年前三季度加盟商售罄率在 80% 左右，存货结构健康。目前，对于加盟商的库存，主要是公司的加盟商通过终端促销消化，对于直营的库存，公司主要通过折扣店、网络和正常渠道打折促销来消化。2011 年我们预计公司网络销售有望接近 1 亿元，我们认为，在 2012 年国内经济增速下降的预期下，公司目前在行业内相对较低的库存水平使得其抗风险能力更强。
- **公司 2011 年上市后开店速度加快，2012 年有望继续保持。**截止 2011 年 9 月底，公司销售终端达到 3049 个，其中直营店 709 个，加盟店 2340 个，全年我们预计公司终端店铺总数有望超过 3100 家，在经历了前两年的行业扩张调整期后，2011 年公司依托上市，明显加快了渠道的拓展，我们预计 2012 年起公司仍将保持一个较快的开店速度，年新开店在 500 家左右，公司渠道的扁平化和渠道一二线覆盖密度较高，三四线存在巨大空白点的结构，将支持公司渠道的快速拓展，另外经济虽然有下滑的风险，但也增加了公司获得便宜优质店铺的可能，毕竟从长期看优质的店铺对于服装零售企业来说永远是稀缺的资源。
- **男士消费理念趋于成熟，品牌系列化将成为新增长点。**国内男士的服饰消费理念日趋成熟，需要不同的服饰以满足不同场合的需要，同时男士对品牌的忠诚度又很高，这为以单品牌起家的国内商务休闲男装企业带来了巨大的市场空间，有望通过将核心品类的优势延伸到其他品类，实现全品类、全系列的发展。公司在男裤方面拥有较高知名度，近年致力于将男裤的优势逐步延伸至上装品类，未来在良好品牌基础上的产品系列进一步丰富将持续提升公司的收入和盈利空间。
- **盈利预测和投资建议：**我们小幅调整对公司销售终端结构的假设，由此，对公司 2011 年至 2013 年的每股收益预测相应小幅调整为 0.91 元、1.20 元和 1.37 元（原预测为 0.91 元、1.22 元和 1.38 元）。基于公司良好的基本面和较强的抗风险能力，维持公司“买入”评级，目标价 30.5 元。
- **风险因素：**2012 年国内经济增速下滑对服饰消费的影响。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

施红梅
8621-63325888 × 6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010014

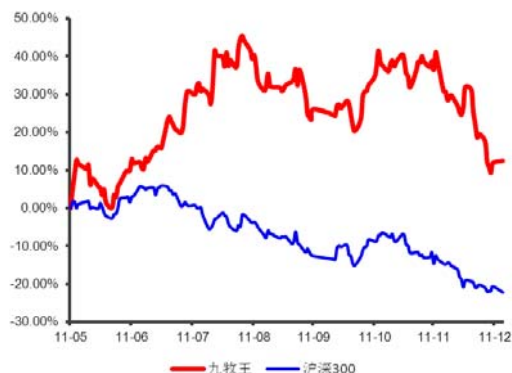
联系人

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（2012 年 01 月 05 日）	20.84 元
目标价格	30.50 元
总股本/A 股（百万股）	572.93
A 股市值（亿元）	123.35
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2012 年 01 月 06 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1675	2131	2680	3416
同比(%)	19%	27%	26%	27%
归属母公司净利润	361	523	686	783
同比(%)	40%	45%	31%	14%
毛利率(%)	55.6%	56.3%	57.0%	57.8%
ROE(%)	39.7%	13.1%	14.7%	14.4%
每股收益(元)	0.63	0.91	1.20	1.37
P/E(倍)	34.23	23.59	17.99	15.75
P/B(倍)	13.57	3.10	2.64	2.26
EV/EBITDA(倍)	27	19	14	11

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

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。

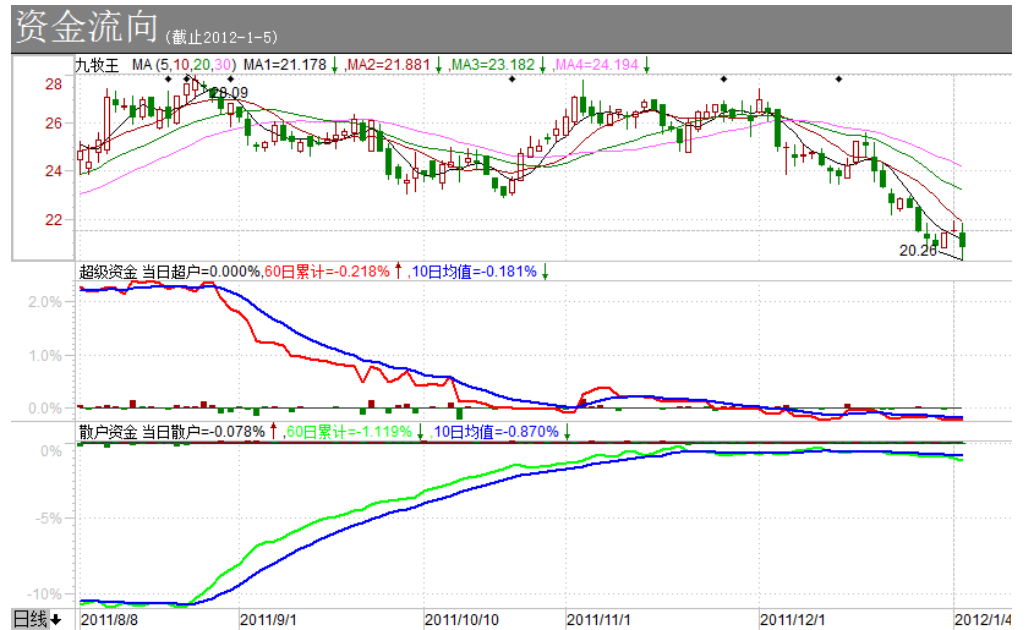
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

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	971	3890	4146	4878	营业收入	1675	2131	2680	3416
现金	221	3125	3173	3593	营业成本	744	931	1152	1442
应收账款	78	114	147	177	营业税金及附加	4	4	5	7
其它应收款	9	13	15	19	营业费用	391	448	563	717
预付账款	138	79	118	179	管理费用	105	156	193	243
存货	449	506	616	807	财务费用	0	-25	-40	-42
其他	77	53	76	103	资产减值损失	11	11	11	11
非流动资产	621	896	1434	1649	公允价值变动收				
长期投资	0	0	0	0	益	0	0	0	0
固定资产	299	648	1207	1389	投资净收益	0	0	0	0
无形资产	118	123	132	138	营业利润	420	607	797	1040
其他	204	126	95	121	营业外收入	3	5	5	5
资产总计	1592	4786	5581	6527	营业外支出	3	0	0	0
流动负债	616	735	844	1006	利润总额	420	612	802	1045
短期借款	37	36	0	0	所得税	60	89	116	261
应付账款	202	207	268	339	净利润	361	523	686	783
其他	378	492	576	667	少数股东损益	0	0	0	0
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	360	523	686	783
其他	0	0	0	0	EBITDA	456	630	851	1133
负债合计	616	735	844	1006	EPS (元)	0.63	0.91	1.20	1.37
少数股东权益	67	67	67	67	主要财务比率				
股本	453	573	573	573	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	91	2524	2524	2524	成长能力				
留存收益	364	887	1573	2356	营业收入	19.3%	27.3%	25.7%	27.5%
归属母公司股东权益					营业利润	64.6%	44.5%	31.4%	30.5%
合计	909	3985	4670	5454	净利润	39.8%	45.1%	31.1%	14.3%
负债和股东权益	1592	4786	5581	6527	获利能力				
现金流量表					毛利率	55.6%	56.3%	57.0%	57.8%
单位:百万元					净利率	21.5%	24.5%	25.6%	22.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	39.7%	13.1%	14.7%	14.4%
经营活动现金流	182	648	674	683	ROIC	33.3%	10.9%	12.1%	13.7%
净利润	361	523	686	783	偿债能力				
折旧摊销	36	48	94	136	资产负债率	38.7%	15.4%	15.1%	15.4%
财务费用	0	-25	-40	-42	净负债比率				
投资损失	-0	-0	-0	-0	流动比率	1.58	5.29	4.91	4.85
营运资金变动	-227	90	-67	-158	速动比率	0.84	4.58	4.16	4.02
其它	12	12	2	-35	营运能力				
投资活动现金流	-193	-321	-630	-306	总资产周转率	1.16	0.67	0.52	0.56
资本支出	-216	-318	-611	-293	应收账款周转率	19	21	19	20
长期投资	8	-8	5	0	应付账款周转率	4.42	4.56	4.85	4.75
其他	15	5	-24	-13	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-76	2577	4	42	每股收益	0.63	0.91	1.20	1.37
短期借款	37	-1	-36	0	每股经营现金流	0.32	1.13	1.18	1.19
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	1.59	6.95	8.15	9.52
普通股增加	375	120	0	0	估值比率				
资本公积增加	91	2433	0	0	P/E	34.23	23.59	17.99	15.75
其他	-579	25	40	42	P/B	13.57	3.10	2.64	2.26
现金净增加额	-87	2904	48	419	EV/EBITDA	27	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