

订货会增速较快，未来将加大直营店及店中店建设

投资要点:

- 公司收入包括自营、加盟、出口、团购四大部分。公司现有主业分为希努尔品牌（包括直营、加盟两部分）、出口、团购几部分。其中，团购、出口业务均约占收入规模20%；希努尔品牌服饰业务以专卖店为主要终端渠道，自营业务2011H1占总收入18%，加盟业务占总收入41%。

从各业务情况看，出口订单主要是用来平抑淡季生产，团购较稳，未来的成长主要依赖于希努尔品牌的发展，即直营与加盟部分的渠道拓展及单店内生增长。

- 2008-2011年直营、加盟渠道建设较慢，2012年将加大直营店/店中店建设及加强店铺整改。2007、2008、2009、2010年直营渠道数分别为13、16、18、27家，加盟渠道数分别为508、531、559、569家，直营渠道四年间增加了14家，加盟增加了61家，相对拓展较慢。从历史单店销售额、提货额看，基本持平。而2009、2010年毛利率较上一年逐年提升，主要在于提价、终端销售良好。

我们预计2012年会加大直营店及店中店建设。其中，直营店平均面积约800M²，目前约34家，尚有10-20家在装修或待装修，单店销售额在800万左右。除此以外，公司以价格定位较高的希努尔产品开拓商场资源，现有店中店20家，预计2012年增加80家以上，但由于新进入商场，扣点相对较高。

同时，公司目前已有50家店铺重装改造完成，已改造完成店铺当年单店销售提升较大；2012年有望对300家左右渠道进行整改。

- 2011年历史订货会增速及2012年春夏订货会增速均较高。加盟商提货折扣约5.5-6折（相对较高，主要由于公司加盟商零物流成本、零装修费政策—装修费分3年返还），每年实行两次订货会制度，加盟商订货约占最终提货额的60%，剩下40%为补货产品。

今年上半年召开的2011秋冬季订货会增速在30%以上，提价幅度约18%；今年10月份召开的2012年春季订货会增速同样保持在30%以上高水平，其中提价贡献幅度15%以上。

- 投资建议。公司整体经营风格稳健，对店铺开设、加盟商选择均采取相对稳健的策略。我们预计2012年直营、加盟、店中店渠道数量为55、600、100家，各增加19、20、80家，假定单店内生增速为8%，预计公司2012年收入规模为15.18亿，比上年增长26.9%；2013年收入19.5亿，同比增28.3%。预计2011、2012、2013年净利润分别为1.99、2.66、3.53亿元，EPS分别为1.00、1.33、1.77，当前股价对应PE分别为23.7、17.8、13.4，目前估值相对较低，建议投资者关注。但公司拟大力开设的店中店建设效果仍有待观察。

希努尔 (002485.SZ)

推荐 首次评级

分析师

马莉

☎: (8610) 6656 8489

✉: mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

特此鸣谢

李佳嘉: (8610) 6656 8098

(lijiajia@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据 时间 2011.11.25

A股收盘价(元)	23.58
A股一年内最高价(元)*	31.75
A股一年内最低价(元)*	19.22
上证指数	2397
市净率	2.54
总股本(万股)	20000
实际流通A股(万股)	6275
限售A股(万股)	13725
流通A股市值(亿元)	14.80

注: *价格未复权

相关研究

表 1: 希努尔 (002485) 逐季业绩增速

	10Q2	10Q3	10 年前三季度	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11 年前三季度
营业总收入	19,826	23,629	63,264	37,021	22,690	25,681	26,764	75,135
收入增长率		19.91%		4.81%	14.55%	29.53%	13.27%	18.77%
营业成本	10,449	16,345	39,928	21,364	12,297	15,236	17,435	44,968
毛利率	47.29%	30.83%	36.89%	42.29%	45.81%	40.67%	34.86%	40.15%
变动		1.54%		3.46%	12.11%	-6.62%	4.03%	3.26%
营业税金及附加				14	255	230	207	692
销售费用	3,545	3,517	10,354	5,149	4,685	4,499	4,941	14,125
销售费用率	17.88%	14.88%	16.37%	13.91%	20.65%	17.52%	18.46%	18.80%
变动		1.03%		0.78%	4.03%	-0.36%	3.58%	2.43%
管理费用	929	1,389	3,442	1,383	1,361	1,266	1,436	4,063
管理费用率	4.69%	5.88%	5.44%	3.73%	6.00%	4.93%	5.37%	5.41%
变动		0.73%		-0.60%	0.32%	0.24%	-0.51%	-0.03%
财务费用	337	362	1,010	165	102	-254	160	8
资产减值损失	137	40	177	66	0	213	50	263
营业利润	4,428	1,977	8,352	8,881	3,990	4,492	2,535	11,016
营业利润率	22.33%	8.37%	13.20%	23.99%	17.58%	17.49%	9.47%	14.66%
变动		3.10%		3.24%	7.76%	-4.84%	1.10%	1.46%
利润总额	4,423	1,977	8,351	8,873	3,991	4,496	2,619	11,105
所得税	1,307	494	2,094	765	599	697	379	1,674
所得税率	29.56%	25.00%	25.08%	8.62%	15.00%	15.50%	14.46%	15.07%
净利润	3,116	1,483	6,257	8,108	3,392	3,799	2,240	9,431
增长率		23.01%		25.32%	104.57%	21.92%	51.09%	50.74%
销售净利润率	15.72%	6.28%	9.89%	21.90%	14.95%	14.79%	8.37%	12.55%
基本每股收益	0.16	0.07	0.31	0.41	0.17	0.19	0.11	0.47

资料来源: 中国银河证券研究部

表 2:希努尔 (002485) 财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	185.2	1372.3	894.9	821.4	964.2	营业收入	849.8	1002.8	1207.6	1532.2	1965.6
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	532.2	612.9	702.8	844.6	1031.7
应收账款	60.4	77.5	236.2	299.7	384.5	营业税金及附加	0.0	0.1	6.0	7.7	9.8
预付款项	77.9	75.9	69.9	62.7	53.9	销售费用	133.7	155.0	204.9	287.3	406.7
其他应收款	5.7	7.1	21.7	27.6	35.4	管理费用	43.7	48.2	60.4	76.6	98.3
存货	223.0	253.1	754.2	906.5	1107.3	财务费用	11.2	11.7	-4.5	-0.5	-1.1
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	5.9	2.4	3.5	4.1	4.5
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	349.1	382.7	525.5	663.1	702.8	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	0.0	74.2	187.1	193.6	101.8	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	123.1	172.3	234.5	312.3	415.6
无形资产	15.3	22.4	21.8	21.2	20.6	营业外收支净额	-0.1	-0.1	0.2	0.2	0.2
长期待摊费用	35.4	51.3	29.8	8.3	-13.2	税前利润	123.0	172.2	234.7	312.5	415.8
资产总计	958.7	2320.8	2741.1	3004.1	3357.3	减: 所得税	12.0	28.6	35.2	46.9	62.4
短期借款	200.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润	111.0	143.6	199.5	265.7	353.4
应付票据	90.7	109.7	326.8	392.8	479.8	归属于母公司净利润	111.0	143.6	199.5	265.7	353.4
应付账款	53.3	39.2	115.3	138.6	169.3	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	79.6	55.8	-16.6	-108.6	-226.5	基本每股收益	0.74	0.72	1.00	1.33	1.77
应付职工薪酬	14.7	17.3	17.3	17.3	17.3	稀释每股收益	0.74	0.72	1.00	1.33	1.77
应交税费	24.0	7.3	7.3	7.3	7.3	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	10.8	11.4	11.4	11.4	11.4	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	-4.3%	18.0%	20.4%	26.9%	28.3%
长期借款	20.0	200.0	200.0	200.0	200.0	EBIT 增长率	13.2%	0.0%	25.2%	35.3%	32.6%
预计负债	19.6	21.1	21.1	21.1	21.1	净利润增长率	6.2%	0.0%	38.9%	33.1%	33.0%
负债合计	512.8	461.8	682.5	679.9	679.6	盈利性					
股东权益合计	445.9	1859.1	2058.6	2324.3	2677.7	销售毛利率	37.4%	38.9%	41.8%	44.9%	47.5%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	13.1%	14.3%	16.5%	17.3%	18.0%
净利润	111.0	143.6	199.5	265.7	353.4	ROE	24.9%	7.7%	9.7%	11.4%	13.2%
折旧与摊销	36.8	46.3	66.4	78.0	84.1	ROIC	19.0%	7.6%	8.8%	10.6%	12.4%
经营活动现金流	218.1	126.4	-181.9	126.1	151.7	估值倍数					
投资活动现金流	-170.6	-100.0	-300.0	-200.0	-10.0	PE	31.9	32.9	23.7	17.8	13.4
融资活动现金流	56.7	1057.7	4.5	0.5	1.1	P/S	4.2	4.7	3.9	3.1	2.4
现金净变动	104.3	1084.1	-477.4	-73.4	142.7	P/B	7.9	2.5	2.3	2.0	1.8
期初现金余额	131.1	185.2	1372.3	894.9	821.4	股息收益率					
期末现金余额	235.4	1269.3	894.9	821.4	964.2	EV/EBITDA	20.2	15.2	13.4	10.4	7.9

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

马莉，纺织服装行业证券分析师。 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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

雅戈尔(600177.sh)、美邦服饰(002269.sz)、鲁泰 A(000726.sz)、七匹狼(002029.sz)、伟星股份(002003.sz)、报喜鸟(002154.sz)、罗莱家纺(002293.sz)、富安娜(002327.sz)、潮宏基(002345.sz)、探路者(300005.sz)、星期六(002291.sz)、梦洁家纺(002397.sz)、森马服饰(002563.sz)、搜于特(002503.sz)、华斯股份(002494.sz)、希努尔(002485.sz)

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn