

## 希努尔 (002485.SZ) 服装行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

张斌  
分析师 SAC 执业编号: S1130511030002  
(8621)61038278  
zhangbin@gjzq.com.cn

焦娟  
联系人  
(8621)61038269  
jiaoj@gjzq.com.cn

## 增发项目将进一步加快外延式扩张节奏

## 事件

公司于2012年2月24日发布公告:公司正在筹划非公开发行股票事宜,本次发行对象为不超过10名的特定投资者,非公开发行股票数量不超过6000万股,募集资金总额不超过12亿元,募集资金将用于公司营销网络的扩展和优化,重点将用于新开拓市场直营店的购买或租赁,拓展公司渠道网络的布局。

## 评论

- 本次定向增发有利于公司加快外延式扩张的节奏,提升品牌形象:
  - 公司已具备了加速扩张的基础:公司外延式扩张在08年之前非常快,但是之后明显感受到管理瓶颈,为平稳过渡,之后一直在整顿、夯实基础,放慢外延式扩张的节奏;2008-2011年的精细化管理为下一步快速的外延式扩张提供了较好的基础;
  - 增发项目符合公司的扩张模式:公司外延式扩张的模式为“蛛网式”,对于区域性品牌而言,正装行业的产品特性决定了公司需要先把现有的市场做好,耕耘出区域优势后,再去开拓新的市场;公司利用本次募集资金,将加速在空白市场的直营渠道布局,这样的扩张模式既符合公司一贯以来稳健经营的风格,又可以加速直营店建设,从而对新区域产生辐射作用,进一步提升品牌知名度和品牌形象;
  - 有利于公司扩大市场规模、提高市场占有率:本次募集资金主要用于直营店的购买或租赁,直营店承载“品牌传导”、“渠道销售”、“区域管理”三重职能,有利于公司在品牌知名度提升的同时,加速外延式扩张。终端渠道的数量直接关系到企业的市场规模和某一特定区域内的市场占有率;此外,服装零售是体验式消费,渠道终端店铺地理位置的选择、形象装修、规模大小直接影响到客户的消费体验;公司增发项目将巩固并延伸公司的销售网络,在竞争中提高市场份额,扩大区域性的竞争优势。
- 我们始终认为公司业绩将保持持续稳定增长:
  - 在品牌提升方面,公司在北方区域已经建立起了较高的品牌知名度,目前在终端门店升级方面改善较大;
  - 根据正装产品消费者更关注品质的特点,上市以来,公司一如既往致力于提高产品品质,采纳新式版型,采购新颖面料,在此基础上谨慎提高价格中枢,通过规模效益消化品质提升所带来的成本提高,提高企业盈利能力;
  - 公司在售后服务方面打造出了品牌特色,领先为顾客创造增值服务,实施西装终身免费干洗的售后服务,并不断地延伸售后服务内容,开展“以旧换新”、“三件套”、“量身定制”等增值服务。

## 投资建议

- 正装行业需求平稳,公司的发展战略符合正装行业的本质,2012-2013年,公司一方面继续升级专卖店形象,同时借力于商场,发挥商场店中店的快速扩张作用;本次增发将在此基础上,加快空白市场的开拓力度。考虑到公司品牌形象进一步提升的预期较大、外延式扩张的速度预期较快、门店升级带动收入及盈利能力的提升,我们认为公司2011-2013年的业绩将持续且相对稳健的增长。
- 我们预计公司2011-2013年的营业收入分别为13.02、16.64和21.20亿元,增速分别为29.85%、27.75%和27.46%;净利润为1.96、2.56和3.29亿元,增速分别为36.40%、30.44%和28.75%;EPS为0.980、1.278和1.645元,复合增速29.56%,维持买入建议。

## 风险提示:

- 我们注意到公司10年10月上市,上市16个月后启动再融资,IPO融资项目仍需要时间检验其效益,因此存在再融资项目效益低于预期风险。

图表1: 盈利预测

项 目	2007	2008	2009	2010	1H11	2011E	2012E	2013E
<b>西服套装</b>								
销售收入(百万元)	394.50	400.57	377.97	449.05	218.29	606.21	775.95	977.70
增长率(YOY)		1.54%	-5.64%	18.80%	13.75%	35.00%	28.00%	26.00%
毛利率	42.58%	43.11%	45.61%	49.37%	48.03%	50.00%	50.00%	50.00%
销售成本(百万元)	226.52	227.89	205.58	227.35	113.45	303.11	387.98	488.85
增长率(YOY)		0.60%	-9.79%	10.59%	15.70%	33.32%	28.00%	26.00%
毛利(百万元)	167.98	172.69	172.39	221.69	104.84	303.11	387.98	488.85
增长率(YOY)		2.80%	-0.17%	28.60%		36.72%	28.00%	26.00%
占总销售额比重	45.13%	45.53%	44.86%	45.08%	45.19%	46.55%	46.64%	46.11%
占主营业务利润比重	57.37%	54.24%	54.40%	56.87%	50.39%	56.13%	55.84%	54.92%
<b>休闲西装</b>								
销售收入(百万元)	186.82	189.44	174.44	179.97	74.52	206.97	235.94	266.62
增长率(YOY)		1.40%	-7.92%	3.17%	11.30%	15.00%	14.00%	13.00%
毛利率	18.11%	30.49%	28.38%	26.53%	30.59%	28.00%	28.00%	28.00%
销售成本(百万元)	152.99	131.68	124.93	132.23	51.73	149.02	169.88	191.96
增长率(YOY)		-13.93%	-5.12%	5.84%	9.79%	12.70%	14.00%	13.00%
毛利(百万元)	33.83	57.76	49.50	47.75	22.80	57.95	66.06	74.65
增长率(YOY)		70.72%	-14.29%	-3.55%		21.37%	14.00%	13.00%
占总销售额比重	21.37%	21.53%	20.70%	18.07%	15.43%	15.89%	14.18%	12.57%
占主营业务利润比重	11.56%	18.14%	15.62%	12.25%	10.96%	10.73%	9.51%	8.39%
<b>西裤</b>								
销售收入(百万元)	130.80	104.82	101.80	140.74	61.89	190.00	254.60	338.62
增长率(YOY)		-19.86%	-2.88%	38.25%	23.78%	35.00%	34.00%	33.00%
毛利率	23.69%	29.42%	27.04%	23.52%	29.57%	26.00%	24.00%	22.00%
销售成本(百万元)	99.82	73.98	74.28	107.64	43.59	140.60	193.50	264.13
增长率(YOY)		-25.88%	0.39%	44.92%	9.81%	30.62%	37.62%	36.50%
毛利(百万元)	30.99	30.84	27.53	33.10	18.30	49.40	61.11	74.50
增长率(YOY)		-0.48%	-10.74%	20.25%		49.23%	23.69%	21.92%
占总销售额比重	14.96%	11.91%	12.08%	14.13%	12.81%	14.59%	15.30%	15.97%
占主营业务利润比重	10.58%	9.69%	8.69%	8.49%	8.80%	9.15%	8.79%	8.37%
<b>衬衫</b>								
销售收入(百万元)	80.18	78.47	83.00	119.83	82.57	179.75	260.63	377.92
增长率(YOY)		-2.13%	5.77%	44.38%	70.67%	50.00%	45.00%	45.00%
毛利率	45.15%	44.50%	45.88%	48.55%	52.01%	50.00%	50.50%	51.00%
销售成本(百万元)	43.98	43.55	44.92	61.65	39.62	89.87	129.01	185.18
增长率(YOY)		-0.97%	3.14%	37.25%	66.79%	45.77%	43.55%	43.54%
毛利(百万元)	36.20	34.92	38.08	58.18	42.94	89.87	131.62	192.74
增长率(YOY)		-3.53%	9.05%	52.78%		54.48%	46.45%	46.44%
占总销售额比重	9.17%	8.92%	9.85%	12.03%	17.09%	13.80%	15.67%	17.82%
占主营业务利润比重	12.36%	10.97%	12.02%	14.92%	20.64%	16.64%	18.94%	21.65%
<b>棉服茄克</b>								
销售收入(百万元)	24.37	27.67	26.31	11.46	8.65	17.20	25.79	38.69
增长率(YOY)		13.54%	-4.91%	-56.43%	329.25%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利率	29.04%	20.83%	27.90%	38.48%	50.25%	50.00%	51.00%	51.50%
销售成本(百万元)	17.30	21.91	18.97	7.05	4.30	8.60	12.64	18.76
增长率(YOY)		26.67%	-13.40%	-62.83%	232.52%	21.91%	47.00%	48.47%
毛利(百万元)	7.08	5.76	7.34	4.41	4.35	8.60	13.15	19.93
增长率(YOY)		-18.56%	27.36%	-39.91%		94.91%	53.00%	51.47%
占总销售额比重	2.79%	3.15%	3.12%	1.15%	1.79%	1.32%	1.55%	1.82%
占主营业务利润比重	2.42%	1.81%	2.32%	1.13%	2.09%	1.59%	1.89%	2.24%
<b>针织衫</b>								
销售收入(百万元)	30.37	36.01	36.81	35.48	23.48	42.58	51.10	61.32
增长率(YOY)		18.57%	2.22%	-3.61%	46.43%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	29.04%	20.83%	27.90%	41.01%	46.89%	45.00%	45.00%	45.00%
销售成本(百万元)	21.55	28.51	26.54	20.93	12.47	23.42	28.10	33.72
增长率(YOY)		32.29%	-6.91%	-21.13%	27.35%	11.88%	20.00%	20.00%
毛利(百万元)	8.82	7.50	10.27	14.55	11.01	19.16	22.99	27.59
增长率(YOY)		-14.95%	36.92%	41.69%		31.68%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	3.47%	4.09%	4.37%	3.56%	4.86%	3.27%	3.07%	2.89%
占主营业务利润比重	3.01%	2.36%	3.24%	3.73%	5.29%	3.55%	3.31%	3.10%
<b>其他</b>								
销售收入(百万元)	27.18	42.80	42.30	59.53	13.68	59.53	59.53	59.53
增长率(YOY)		57.46%	-1.16%	40.74%	-22.62%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	29.04%	20.83%	27.90%	17.08%	28.08%	20.00%	20.00%	20.00%
销售成本(百万元)	19.29	33.88	30.50	49.37	9.84	47.63	47.63	47.63
增长率(YOY)		75.68%	-9.99%	61.86%	-23.37%	-3.52%	0.00%	0.00%
毛利(百万元)	7.89	8.92	11.80	10.17	3.84	11.91	11.91	11.91
增长率(YOY)		12.94%	32.39%	-13.84%		17.10%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	3.11%	4.86%	5.02%	5.98%	2.83%	4.57%	3.58%	2.81%
占主营业务利润比重	2.70%	2.80%	3.72%	2.61%	1.85%	2.20%	1.71%	1.34%
销售总收入(百万元)	874.24	879.79	842.64	996.08	483.08	1302.24	1663.56	2120.40
销售总成本(百万元)	581.44	561.41	525.72	606.22	275.00	762.24	968.74	1230.24
毛利(百万元)	292.79	318.39	316.92	389.85	208.08	540.00	694.82	890.16
平均毛利率	33.49%	36.19%	37.61%	39.14%	43.07%	41.47%	41.77%	41.98%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

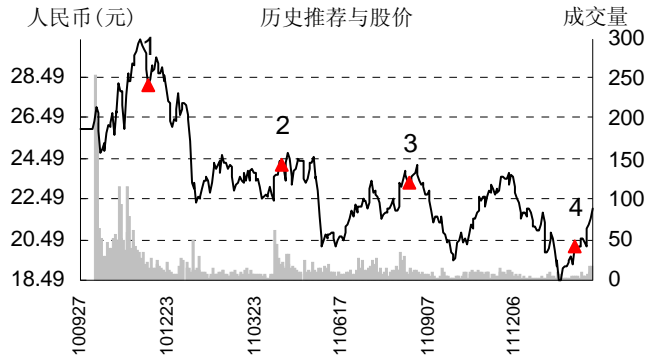
损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	888	850	1,003	1,302	1,664	2,120	货币资金	131	185	1,372	1,249	1,293	1,419
增长率		-4.3%	18.0%	29.9%	27.7%	27.5%	应收款项	84	66	85	97	124	158
主营业务成本	-569	-532	-613	-762	-969	-1,230	存货	296	223	253	313	398	506
%销售收入	64.0%	62.6%	61.1%	58.5%	58.2%	58.0%	其他流动资产	45	78	76	78	99	125
毛利	319	318	390	540	695	890	流动资产	557	552	1,786	1,738	1,915	2,207
%销售收入	36.0%	37.4%	38.9%	41.5%	41.8%	42.0%	%总资产	64.2%	57.6%	77.0%	72.9%	70.8%	70.8%
营业税金及附加	0	0	0	-12	-15	-20	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	268	349	457	614	753	874
营业费用	-157	-134	-155	-228	-291	-371	%总资产	31.0%	36.4%	19.7%	25.8%	27.9%	28.0%
%销售收入	17.7%	15.7%	15.5%	17.5%	17.5%	17.5%	无形资产	39	51	74	28	33	37
管理费用	-39	-44	-48	-68	-87	-110	非流动资产	310	406	535	645	788	912
%销售收入	4.4%	5.1%	4.8%	5.2%	5.2%	5.2%	%总资产	35.8%	42.4%	23.0%	27.1%	29.2%	29.2%
息税前利润 (EBIT)	124	140	187	232	302	389	<b>资产总计</b>	<b>867</b>	<b>959</b>	<b>2,321</b>	<b>2,383</b>	<b>2,702</b>	<b>3,120</b>
%销售收入	14.0%	16.5%	18.6%	17.8%	18.1%	18.4%	短期借款	60	200	0	0	0	0
财务费用	0	-11	-12	2	3	3	应付款项	332	234	216	294	374	475
%销售收入	0.0%	1.3%	1.2%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	其他流动负债	48	58	46	60	70	82
资产减值损失	-1	-6	-2	-1	0	0	流动负债	440	493	262	354	444	557
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	40	20	200	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>480</b>	<b>513</b>	<b>462</b>	<b>354</b>	<b>444</b>	<b>558</b>
营业利润	123	123	172	233	304	392	<b>普通股股东权益</b>	<b>387</b>	<b>446</b>	<b>1,859</b>	<b>2,029</b>	<b>2,259</b>	<b>2,562</b>
营业利润率	13.9%	14.5%	17.2%	17.9%	18.3%	18.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-3	0	0	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>867</b>	<b>959</b>	<b>2,321</b>	<b>2,383</b>	<b>2,702</b>	<b>3,120</b>
税前利润	120	123	172	233	304	392							
利润率	13.5%	14.5%	17.2%	17.9%	18.3%	18.5%	<b>比率分析</b>						
所得税	-15	-12	-29	-37	-49	-63		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税率	12.6%	9.8%	16.6%	16.0%	16.0%	16.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	105	111	144	196	256	329	每股收益	0.697	0.740	0.718	0.980	1.278	1.645
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	2.583	2.973	9.295	10.145	11.293	12.808
归属于母公司的净利润	105	111	144	196	256	329	每股经营现金净流	0.795	1.454	0.492	1.232	1.397	1.801
净利率	11.8%	13.1%	14.3%	15.0%	15.4%	15.5%	每股股利	0.000	0.000	0.500	0.130	0.130	0.130
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	26.98%	24.89%	7.73%	9.08%	10.61%	12.06%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	12.06%	11.58%	6.19%	7.77%	8.93%	10.01%
净利润	105	111	144	196	256	329	投入资本收益率	22.22%	19.01%	7.55%	9.05%	10.52%	11.98%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	32	42	47	49	67	86	主营业务收入增长率	0.58%	-4.31%	18.01%	29.85%	27.75%	27.46%
非经营收益	-1	5	13	10	0	0	EBIT增长率	17.65%	13.15%	32.96%	24.61%	29.90%	28.96%
营运资金变动	-16	59	-105	-8	-43	-55	净利润增长率	45.14%	6.20%	29.40%	36.40%	30.44%	28.75%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>119</b>	<b>218</b>	<b>98</b>	<b>246</b>	<b>279</b>	<b>360</b>	总资产增长率	28.65%	10.58%	142.07%	1.52%	12.17%	14.08%
资本开支	-49	-172	-163	-162	-209	-210	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	27.4	30.1	25.1	25.0	25.0	25.0
其他	1	2	3	0	0	0	存货周转天数	194.0	178.0	141.8	150.0	150.0	150.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-48</b>	<b>-171</b>	<b>-160</b>	<b>-163</b>	<b>-209</b>	<b>-210</b>	应付账款周转天数	62.7	39.6	27.6	30.0	30.0	30.0
股权募资	80	0	1,269	0	0	0	固定资产周转天数	110.3	149.9	139.3	151.1	148.7	137.4
债权募资	100	120	-20	-200	0	1	<b>偿债能力</b>						
其他	-229	-64	-10	-7	-26	-26	净负债/股东权益	-8.04%	7.80%	-63.06%	-61.65%	-57.23%	-55.15%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-49</b>	<b>56</b>	<b>1,240</b>	<b>-207</b>	<b>-26</b>	<b>-25</b>	EBIT利息保障倍数	-720.5	12.5	15.9	-125.4	-107.0	-131.5
<b>现金净流量</b>	<b>22</b>	<b>104</b>	<b>1,178</b>	<b>-123</b>	<b>44</b>	<b>125</b>	资产负债率	55.31%	53.49%	19.90%	14.42%	15.76%	17.00%

来源：公司年报、国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-12-06	买入	28.13	32.45 ~ 37.08
2	2011-04-20	买入	24.13	N/A
3	2011-08-19	买入	23.33	N/A
4	2012-02-08	买入	20.12	22.90 ~ 22.90

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
- 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B