

希努尔 (002485.SZ) 服装行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

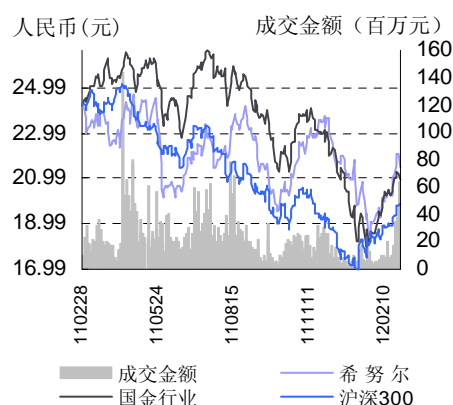
市价(人民币): 21.48元

目标(人民币): 25.94元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	62.75
总市值(百万元)	4,296.00
年内股价最高最低(元)	24.76/18.49
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

- 《增发项目进一步加快外延式扩张节奏》，2012.2.26
- 《未来进入持续且相对稳健的发展阶段》，2012.2.8
- 《业绩平稳增长》，2011.8.19

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

业绩符合预期, 盈利能力不断提升

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.718	0.995	1.297	1.664	2.007
每股净资产(元)	9.30	9.79	10.96	12.23	14.10
每股经营性现金流(元)	0.49	0.42	4.64	1.91	2.40
市盈率(倍)	38.43	21.90	18.63	14.52	12.04
行业优化市盈率(倍)	26.61	26.41	26.41	26.41	26.41
净利润增长率(%)	29.40%	38.59%	30.26%	28.31%	20.62%
净资产收益率(%)	7.73%	10.17%	9.37%	10.61%	12.06%
总股本(百万股)	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- **公司公布 2011 年度业绩:** 报告期内, 实现营业收入、营业利润、利润总额、净利润、EPS 分别为 11.48 亿元、2.33 亿元、2.34 亿元、1.99 亿元、1.00 元, 分别同比增长 14.45%、35.06%、36.11%、38.59%、13.64%; 公司拟以 2011 年末总股本 2 亿股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 5.0 元(含税); 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 6 股。业绩符合预期。

经营分析

- **毛利率水平显著提高 4 个百分点, 净利润增速 39% 高于收入增速 14%:**
 - **强化研发设计实力:** 公司一如既往秉承“品牌提升, 价值回归”, 采纳新式版型, 采购新颖面料, 提升产品本身的质量层次, 但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。
 - **品牌价值内涵化为盈利能力:** 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, 有助于品牌知名度的进一步提升。
- **费用率有所提升:** 门店升级换代、外延式扩张, 致使公司在报告期内的销售费用率、管理费用率分别提高 2.04、0.05 个百分点。
- **存货周转率略有下降:** 报告期内存货周转率 2.31, 略低于去年的 2.57。
- **预付账款增长 674%:** 公司加速外延扩张, 预付的店铺购置费用大幅增加。

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, 2012-2014 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, 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 2012-2014 年的业绩将持续且相对稳健的增长。预计未来三年实现净利润分别为 2.59 亿元、3.33 亿元、4.01 亿元, 分别同比增长 30.26%、28.27%、20.66%, 对应 EPS 分别为 1.297 元、1.663 元、2.007 元。

投资建议

- 2012-2014 年公司业绩的持续、稳定增长的概率较大, 我们给予公司未来 6-12 个月 25.94 元目标价位, 相当于 20x12PE。

图表1: 销售预测

项 目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
西服套装							
销售收入 (百万元)	400.57	377.97	449.05	534.85	641.83	757.35	870.96
增长率 (YOY)	#REF!	-5.64%	18.80%	19.11%	20.00%	18.00%	15.00%
毛利率	43.11%	45.61%	49.37%	47.31%	48.00%	48.20%	48.50%
销售成本 (百万元)	227.89	205.58	227.35	281.81	333.75	392.31	448.54
增长率 (YOY)	#REF!	-9.79%	10.59%	23.96%	18.43%	17.55%	14.33%
毛利 (百万元)	172.69	172.39	221.69	253.04	308.08	365.04	422.41
增长率 (YOY)	#REF!	-0.17%	28.60%	14.14%	21.75%	18.49%	15.72%
占总销售额比重	45.53%	44.86%	45.08%	46.62%	46.24%	45.27%	43.27%
占主营业务利润比重	54.24%	54.40%	56.87%	51.21%	49.87%	47.69%	44.74%
休闲西装							
销售收入 (百万元)	189.44	174.44	179.97	190.24	199.75	209.74	220.22
增长率 (YOY)	#REF!	-7.92%	3.17%	5.70%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	30.49%	28.38%	26.53%	35.13%	36.00%	36.50%	37.00%
销售成本 (百万元)	131.68	124.93	132.23	123.41	127.84	133.18	138.74
增长率 (YOY)	#REF!	-5.12%	5.84%	-6.67%	3.59%	4.18%	4.17%
毛利 (百万元)	57.76	49.50	47.75	66.83	71.91	76.55	81.48
增长率 (YOY)	#REF!	-14.29%	-3.55%	39.97%	7.60%	6.46%	6.44%
占总销售额比重	21.53%	20.70%	18.07%	16.58%	14.39%	12.54%	10.94%
占主营业务利润比重	18.14%	15.62%	12.25%	13.53%	11.64%	10.00%	8.63%
西裤							
销售收入 (百万元)	104.82	101.80	140.74	133.14	146.45	158.17	166.08
增长率 (YOY)	#REF!	-2.88%	38.25%	-5.40%	10.00%	8.00%	5.00%
毛利率	29.42%	27.04%	23.52%	30.50%	31.00%	32.00%	32.50%
销售成本 (百万元)	73.98	74.28	107.64	92.53	101.05	107.56	112.10
增长率 (YOY)	#REF!	0.39%	44.92%	-14.04%	9.21%	6.43%	4.23%
毛利 (百万元)	30.84	27.53	33.10	40.61	45.40	50.61	53.98
增长率 (YOY)	#REF!	-10.74%	20.25%	22.67%	11.80%	11.48%	6.64%
占总销售额比重	11.91%	12.08%	14.13%	11.60%	10.55%	9.46%	8.25%
占主营业务利润比重	9.69%	8.69%	8.49%	8.22%	7.35%	6.61%	5.72%
衬衫							
销售收入 (百万元)	78.47	83.00	119.83	161.85	226.59	305.89	412.95
增长率 (YOY)	#REF!	5.77%	44.38%	35.06%	40.00%	35.00%	35.00%
毛利率	44.50%	45.88%	48.55%	49.20%	50.00%	51.00%	51.50%
销售成本 (百万元)	43.55	44.92	61.65	82.22	113.29	149.89	200.28
增长率 (YOY)	#REF!	3.14%	37.25%	33.36%	37.80%	32.30%	33.62%
毛利 (百万元)	34.92	38.08	58.18	79.63	113.29	156.00	212.67
增长率 (YOY)	#REF!	9.05%	52.78%	36.87%	42.28%	37.70%	36.32%
占总销售额比重	8.92%	9.85%	12.03%	14.11%	16.32%	18.29%	20.51%
占主营业务利润比重	10.97%	12.02%	14.92%	16.12%	18.34%	20.38%	22.53%
棉服茄克							
销售收入 (百万元)	27.67	26.31	11.46	21.07	37.92	64.46	103.14
增长率 (YOY)	#REF!	-4.91%	-56.43%	83.76%	80.00%	70.00%	60.00%
毛利率	20.83%	27.90%	38.48%	57.10%	57.00%	57.30%	57.50%
销售成本 (百万元)	21.91	18.97	7.05	9.04	16.31	27.53	43.84
增长率 (YOY)	#REF!	-13.40%	-62.83%	28.15%	80.42%	68.81%	59.25%
毛利 (百万元)	5.76	7.34	4.41	12.03	21.61	36.94	59.31
增长率 (YOY)	#REF!	27.36%	-39.91%	172.69%	79.68%	70.89%	60.56%
占总销售额比重	3.15%	3.12%	1.15%	1.84%	2.73%	3.85%	5.12%
占主营业务利润比重	1.81%	2.32%	1.13%	2.43%	3.50%	4.83%	6.28%
针织衫							
销售收入 (百万元)	36.01	36.81	35.48	53.67	83.19	124.78	187.17
增长率 (YOY)	#REF!	2.22%	-3.61%	51.24%	55.00%	50.00%	50.00%
毛利率	20.83%	27.90%	41.01%	51.78%	52.00%	53.00%	53.50%
销售成本 (百万元)	28.51	26.54	20.93	25.88	39.93	58.65	87.03
增长率 (YOY)	#REF!	-6.91%	-21.13%	23.63%	54.29%	46.88%	48.40%
毛利 (百万元)	7.50	10.27	14.55	27.79	43.26	66.13	100.13
增长率 (YOY)	#REF!	36.92%	41.69%	90.96%	55.66%	52.88%	51.42%
占总销售额比重	4.09%	4.37%	3.56%	4.68%	5.99%	7.46%	9.30%
占主营业务利润比重	2.36%	3.24%	3.73%	5.62%	7.00%	8.64%	10.61%
其他							
销售收入 (百万元)	42.80	42.30	59.53	52.46	52.46	52.46	52.46
增长率 (YOY)	#REF!	-1.16%	40.74%	-11.89%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	20.83%	27.90%	17.08%	27.05%	27.00%	27.00%	27.00%
销售成本 (百万元)	33.88	30.50	49.37	38.27	38.29	38.29	38.29
增长率 (YOY)	#REF!	-9.99%	61.86%	-22.48%	0.07%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	8.92	11.80	10.17	14.19	14.16	14.16	14.16
增长率 (YOY)	#REF!	32.39%	-13.84%	39.55%	-0.18%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	4.86%	5.02%	5.98%	4.57%	3.78%	3.14%	2.61%
占主营业务利润比重	2.80%	3.72%	2.61%	2.87%	2.29%	1.85%	1.50%
销售总收入 (百万元)	879.79	842.64	996.08	1147.27	1388.18	1672.85	2012.98
销售总成本 (百万元)	561.41	525.72	606.22	653.16	770.47	907.40	1068.83
毛利 (百万元)	318.39	316.92	389.85	494.12	617.71	765.45	944.15
平均毛利率	36.19%	37.61%	39.14%	43.07%	44.50%	45.76%	46.90%

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)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	850	1,003	1,148	1,388	1,673	2,013
增长率		18.0%	14.5%	20.9%	20.5%	20.3%
主营业务成本	-532	-613	-654	-770	-907	-1,069
%销售收入	62.6%	61.1%	56.9%	55.5%	54.2%	53.1%
毛利	318	390	494	618	765	944
%销售收入	37.4%	38.9%	43.1%	44.5%	45.8%	46.9%
营业税金及附加	0	0	-10	-12	-15	-18
%销售收入	0.0%	0.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-134	-155	-201	-243	-293	-352
%销售收入	15.7%	15.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%
管理费用	-44	-48	-56	-68	-82	-99
%销售收入	5.1%	4.8%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
息税前利润 (EBIT)	140	187	227	294	376	475
%销售收入	16.5%	18.6%	19.8%	21.2%	22.5%	23.6%
财务费用	-11	-12	10	12	16	-3
%销售收入	1.3%	1.2%	-0.9%	-0.8%	-1.0%	0.1%
资产减值损失	-6	-2	-5	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	123	172	233	305	391	472
营业利润率	14.5%	17.2%	20.3%	22.0%	23.4%	23.5%
营业外收支	0	0	2	0	0	0
税前利润	123	172	234	305	391	472
利润率	14.5%	17.2%	20.4%	22.0%	23.4%	23.5%
所得税	-12	-29	-35	-46	-59	-71
所得税率	9.8%	16.6%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	111	144	199	259	333	401
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	111	144	199	259	333	401
净利率	13.1%	14.3%	17.3%	18.7%	19.9%	19.9%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	185	1,372	452	1,039	1,146	1,915
应收款项	66	85	135	104	125	150
存货	223	253	312	317	373	439
其他流动资产	78	76	587	79	93	109
流动资产	552	1,786	1,486	1,539	1,737	2,613
%总资产	57.6%	77.0%	66.6%	65.3%	65.0%	71.6%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	349	457	651	785	899	996
%总资产	36.4%	19.7%	29.2%	33.3%	33.7%	27.3%
无形资产	51	74	88	28	33	37
非流动资产	406	535	744	816	934	1,034
%总资产	42.4%	23.0%	33.4%	34.7%	35.0%	28.4%
资产总计	959	2,321	2,230	2,354	2,671	3,648
短期借款	200	0	0	0	0	526
应付款项	234	216	227	302	358	424
其他流动负债	58	46	45	61	68	76
流动负债	493	262	272	363	426	1,026
长期贷款	20	200	0	-200	-200	-199
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	513	462	272	163	226	827
普通股股东权益	446	1,859	1,958	2,191	2,445	2,821
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	959	2,321	2,230	2,354	2,671	3,648

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.740	0.718	0.995	1.297	1.664	2.007
每股净资产	2.973	9.295	9.791	10.957	12.227	14.103
每股经营现金净流	1.454	0.492	0.418	4.641	1.906	2.404
每股股利	0.000	0.000	0.500	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	24.89%	7.73%	10.17%	9.37%	10.61%	12.06%
总资产收益率	11.58%	6.19%	8.93%	8.91%	8.93%	10.01%
投入资本收益率	19.01%	7.55%	9.85%	9.93%	10.52%	11.98%
增长率						
主营业务收入增长率	-4.31%	18.01%	14.45%	20.94%	20.51%	20.33%
EBIT增长率	13.15%	32.96%	21.83%	29.52%	27.66%	26.47%
净利润增长率	6.20%	29.40%	38.59%	30.26%	28.31%	20.62%
总资产增长率	10.58%	142.07%	-3.89%	0.49%	12.17%	14.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	30.1	25.1	32.6	25.0	25.0	25.0
存货周转天数	178.0	141.8	157.7	150.0	150.0	150.0
应付账款周转天数	39.6	27.6	29.8	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	149.9	139.3	207.1	206.1	196.0	180.3
偿债能力						
净负债/股东权益	7.80%	-63.06%	-23.10%	-56.48%	-57.23%	-55.15%
EBIT利息保障倍数	12.5	15.9	-22.1	-22.4	-107.0	-131.5
资产负债率	53.49%	19.90%	12.21%	4.89%	15.76%	17.00%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	111	144	199	259	333	401
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	42	47	59	73	91	110
非经营收益	5	13	-13	-3	-14	3
营运资金变动	59	-105	-161	599	-29	-34
经营活动现金净流	218	98	84	928	381	481
资本开支	-172	-163	-714	-147	-209	-210
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	2	3	22	0	0	0
投资活动现金净流	-171	-160	-692	-148	-209	-210
股权募资	0	1,269	0	0	-53	0
债权募资	120	-20	-200	-200	0	527
其他	-64	-10	-110	7	-12	-29
筹资活动现金净流	56	1,240	-310	-193	-65	498
现金净流量	104	1,178	-919	587	107	769

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	9
买入	1	3	3	4	10
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	2.00	1.70

来源：朝阳永续

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
5 2012-02-26	买入	22.05	N/A

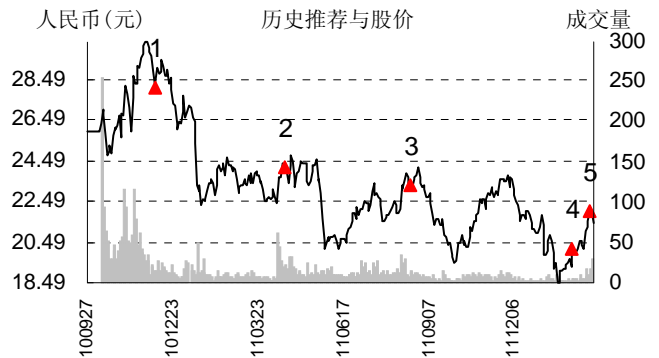
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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