

## 希努尔 (002485)

### 分配预案优厚，外延增长提速可期

希努尔  
002485

#### 事件

2月28日，公司公布了2011年报。2011年，公司实现营业收入、归属于上市公司股东净利润11.47、1.99亿元，同比增速分别为14.45%、38.59%。同时公司实现每股收益1.00元，同比增长13.64%，略高于我们此前0.94元的盈利预测。

#### 评述

**提档升级收效明显，毛利率提升3.93个百分点，由此推动净利润增速远高于收入增速。**报告期内公司通过调整产品结构，进行系列改革活动，逐渐淘汰低位产品，由低价位向中高价位过渡和转变，提升了产品的内涵，增加了产品附加值。受此影响，公司主营业务收入和主营业务成本分别比去年同期增长15.18%和7.75%，综合毛利率达到43.07%，比去年同期提高3.93个百分点。具体从产品类别来看，除了西装套服因为今年承做毛利率较低的军服团购订单毛利率下降了2.06个百分点，其他品类毛利率都有不同程度提升，尤其是西裤、休闲西装、其他类，毛利率分别提升6.98、8.60、15.10个百分点。

**期间费率基本与去年持平。**销售费用、管理费用、财务费用分别同比增长29.95%、15.70%、-187.35%。管理费用的增长基本与收入增速持平；销售费用的增幅主要来自租赁费用、工资薪酬费用、广告宣传费用三块的大幅增长；财务费用为负则是2011募投资金到账产生的利息收入以及超募资金归还银行借款节省的利息支出所致。

**外延方面募投项目拓展、终端门店装修、人才储备工作进度符合预期，自营店中店拓展低于预期：**

截至2011年12月31日，公司拥有直营店和加盟店的数量为592家，其中，直营店47家，加盟店545家。

(1) **募投完成购置20家店铺，基本符合募投延期后规划的节奏。**报告期内，公司购置店铺20家，其中已开业8家，其余12家正在设计装修中。由于公司上市后房地产发生了较大基本面变化，本着谨慎原则公司决定对募投项目46家门店项目采取适度放缓的策略，将完成时间由2011年9月30日延至2012年9月30日，具体采取的方式也调整为视情况而定。现在的募投进展基本符合调整后的规划节奏。

(2) **开设自营店中店16家，自营比例进一步提高。**为了进一步提升公司自营比例，加大终端控制力度，本期公司开设店中店16家，低于此

维持 增持

分析师：张先萍

投资咨询执业证书编号：

S0630511010020

021-50586660-8633

zxp@longone.com.cn

联系人：沈燕

021-50586660-8639

shyan@longone.com.cn

日期

分析：2012年2月28日

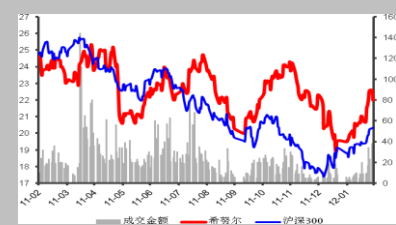
发表：2012年2月28日

价格

当前市价：21.48元

12个月目标：27.09元

股价表现



公司估值

	2011	2012	2013	2014
EPS	1.00	1.29	1.69	2.21
PE	21.6	16.6	12.7	9.7

相关研究报告

《希努尔：小行业大智慧，坚持“专注”和“效率”》

前我们预计的每年70-80家店中店的拓展速度。但我们判断这是由于公司2011年阶段销售部的工作重心仍在店铺装修升级上且扩张对公司流动资金提出更高要求。相信等装修升级等相关工作形成一定标准流程以及公司增发项目能够实施的话，自营店中店的拓展将大大提速。

(3) 终端门店装修升级与产品结构提档升级相配合，若装修提速公司装修摊销压力将加码。本期公司还开展了较大规模的终端门店装修升级工作。通过提升装修风格，使店面形象更加时尚、店内陈列更加简约。报告期内，上半年装修完成10家，全年装修完成店面70余家。可见下半年装修升级工作大大提速，我们此前判断的全部600家左右门店装修工作在2012-2013年完成基本上没有问题。本期公司增加装修费用2920万元，本期摊销额为1466万元，待摊费用仍有6585万元。若明年的装修工作进一步提速会在一定程度上增加公司装修摊销的压力。

(4) 人才储备节奏快于终端拓展。本期公司新招直营店经理60余名，并举办了第一期和第二期直营店经理培训，而本期新增自营门店36家（购置20家加店中店16家），人才储备节奏快于终端拓展也为新开门店的存活率以及质量提供了保障。

**2011年高送转分配预案：每10股派发现金红利人民币5.0元，资本公积金每10股转增6股。**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），共计分配红利1亿元，剩余未分配利润2.23亿元结转下一年度。同时以资本公积金向全体股东每10股转增6股，共计转增120,000,000.00股。本次利润分配方案须经2011年度股东大会审议批准后实施。

综合公司2011年的发展情况和未来的成长空间，我们判断随着未来产品结构提档升级、终端形象升级等工作的进一步落实，公司的盈利能力仍然有较大提升空间。

**非公开发行暂缓。**根据公司自营店中店的拓展计划以及大规模的门店装修工作，对流动资金的需要将逐步有所增加，公司也计划利用资本市场直接融资满足部分资金需求。2月25日公司公布重大事项停牌公告，准备在26日召开董事会议商议筹划非公开发行股票事宜，后经与相关各方咨询论证，认为此次非公开发行股票事项的实施条件尚未完全成熟，公司决定暂缓非公开发行股票事宜。我们认为按照公司的发展规划、资金状况，公司还是有增发需求的；我们分析可能是目前市场形势不够乐观，不是好的增发时机。如果增发今年能够通过并实施，公司的外延增长将大大提速。

**盈利预测：**暂不考虑10转6分配预案对公司每股收益的稀释作用，我们估算公司2012-2014年营业收入14.5、18.1、22.6亿元，归属于母公司净利润2.58、3.38、4.42亿元，折合每股收益1.29、1.69、2.21元，三年复合增速30.45%。目前男装板块（剔除雅戈尔、杉杉股份、红豆股份）市盈率在25倍左右，处于历史平均水平（36倍）偏下，但男装板块相对大盘溢价并不便宜了。目前希努尔为男装板块估值较低的标的，对应11年动态市盈率21.6倍。综合考虑希努尔的成长性，我们认为希努尔是一个估值上具有安全边际、基本上成长性可靠、品牌运营方面上升空间较大的投资标的。如果公司增发成功，公司的外延拓展还将进一步加速。给与其12个月合理目标价位27.09元。

资产负债表(万元)					利润表(万元)				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	45232	87233	104033	129179	营业收入	114780	144622	180778	225973
应收款项	13491	15849	19811	24764	营业成本	65363	80989	99428	122025
存货净额	31181	36780	45290	55718	营业税金及附加	1027	14	18	23
其他流动资产	58717	14462	18078	22597	销售费用	20086	26755	33444	41805
<b>流动资产合计</b>	<b>148621</b>	<b>154324</b>	<b>187211</b>	<b>232258</b>	管理费用	5583	7159	9039	11299
固定资产	65147	79310	87784	96154	财务费用	(1026)	(662)	(956)	(1166)
无形资产及其他	2243	2211	2179	2147	投资收益	0	0	0	0
					资产减值及公允价值				
投资性房地产	7036	7036	7036	7036	变动	473	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(946)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>223046</b>	<b>242881</b>	<b>284210</b>	<b>337595</b>	营业利润	23274	30368	39806	51987
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	170	0	0	0
应付款项	17523	21017	25880	31839	<b>利润总额</b>	<b>23444</b>	<b>30368</b>	<b>39806</b>	<b>51987</b>
其他流动负债	7626	11059	13691	16928	所得税费用	3536	4555	5971	7798
<b>流动负债合计</b>	<b>25149</b>	<b>32077</b>	<b>39571</b>	<b>48767</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>19907</b>	<b>25813</b>	<b>33835</b>	<b>44189</b>
其他长期负债	2084	2084	2084	2084	增长率	38.6%	29.7%	31.1%	30.6%
<b>长期负债合计</b>	<b>2084</b>	<b>2084</b>	<b>2084</b>	<b>2084</b>					
<b>负债合计</b>	<b>27233</b>	<b>34161</b>	<b>41655</b>	<b>50851</b>	现金流量表(万元)				
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	19907	25813	33835	44189
股东权益	195814	208720	242555	286744	资产减值准备	106	(174)	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>223046</b>	<b>242881</b>	<b>284210</b>	<b>337595</b>	折旧摊销	4221	4308	4998	5846
					公允价值变动损失	(473)	0	0	0
					财务费用	(1026)	(662)	(956)	(1166)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(62336)	43051	(8593)	(10704)
每股收益	1.00	1.29	1.69	2.21	其它	(106)	174	0	(0)
每股红利	0.00	0.65	0.00	0.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>(38680)</b>	<b>73172</b>	<b>30240</b>	<b>39331</b>
每股净资产	9.79	10.44	12.13	14.34	资本开支	(24195)	(18265)	(13440)	(14184)
ROS	17%	18%	19%	20%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	10%	12%	14%	15%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(24195)</b>	<b>(18265)</b>	<b>(13440)</b>	<b>(14184)</b>
毛利率	43%	44%	45%	46%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	20%	21%	21%	22%	负债净变化	(20000)	0	0	0
EBITDA Margin	24%	24%	24%	25%	支付股利、利息	0	(12906)	0	0
收入增长	14%	26%	25%	25%	其它融资现金流	<b>10880</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
净利润增长	39%	30%	31%	31%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(29120)</b>	<b>(12906)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
资产负债率	12%	14%	15%	15%	<b>现金净变动</b>	<b>(91995)</b>	<b>42000</b>	<b>16800</b>	<b>25147</b>
息率	0.0%	2.9%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	137228	45232	87233	104033
P/E	21.9	17.1	13.0	10.0	货币资金的期末余额	45232	87233	104033	129179
P/B	2.2	2.1	1.8	1.5	企业自由现金流	(59119)	54344	15987	24156
EV/EBITDA	16.0	14.0	11.1	8.7	权益自由现金流	(68239)	54907	16800	25147

**作者简介**

**张先萍:** 四年消费品行业工作经验。

**评级定义**

**市场指数评级** 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%  
 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间  
 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

**行业指数评级** 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%  
 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间  
 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

**公司股票评级** 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%  
 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间  
 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间  
 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间  
 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

**风险提示**

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,建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

**免责条款**

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券有限责任公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本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,本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

**分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。**

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

**资格说明**

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

**联系方式**

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897