

渠道下沉 “批” 转 “零” 成功 增持首次

目标价格：43.6 元

投资要点:

- 📖 上半年净利润同比增长 41%，略超预期。
- 📖 渠道整合稳步推进，新渠道建设进展顺利。
- 📖 内部经营管理模式调整，奠定战略目标基础。

报告摘要:

- **上半年业绩增长略超预期。**2011 年上半年公司实现营业收入 11.94 亿元，比去年同期增长 22.64%；实现营业利润 2.18 亿元，比去年同期增长 28.72%；归属母公司净利润 1.75 亿元，比去年同期增长 41.29%；基本每股收益 0.62 元，业绩略超我们的预期。
- **渠道整合稳步推进，新渠道建设进展顺利。**公司稳步推进“批发”转“零售”战略，同时完善并细化代理商及经销商为主的经营模式。报告期公司直营店铺净增加 51 家。今年上半年，公司实现网络销售约 3200 万元，较去年同期增长 400%，下半年公司将推出全新网络销售平台，预计未来对公司净利润增长做出积极贡献。
- **毛利率下滑，期间费用率小幅上升。**报告期内公司毛利率下降 1.27 个百分点至 40.05%，一方面原材料价格上涨，另一方面终端物业价格高企，公司加大市场支持力度导致综合毛利率下滑。期间费用率较去年同期上升 1.3 个百分点至 21.88%，其中管理费用率同比上升 1.67%，主要由于股票期权费用、研究开发费用的大幅增长所致。
- **零售导向内部流程整合完毕，奠定战略目标基础。**公司为实现“批发”向“零售”的转型，已完成经营班子的搭建，以零售为导向的内部流程也已初步整合完毕。在渠道建设上，将服务从代理商下沉到经销商，同时着力进行终端店铺的整改并取得良好效果。下半年公司仍将改进内部经营模式，同时尝试进行供应链的整合与革新，保证公司战略目标的顺利实现。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,987.22	2,197.6	2,717.12	3,339.96	4,087.07
增长率(%)	20.24	10.59	23.63	22.92	22.37
净利润(百万元)	203.9	283.16	383.58	493.22	632.91
增长率(%)	33.27	38.87	35.47	28.58	28.32
EPS (元)	0.72	1.00	1.36	1.74	2.23
PE	51.28	36.89	27.23	21.18	16.55

中小市值上市公司研究组

纺织服装行业

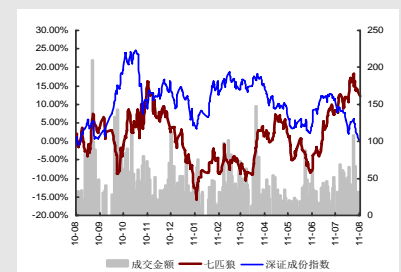
高级分析师:

王凤华 (S1180511010001)

电话: 010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

市场表现



数据来源: wind

公司 2011 中报数据

基本每股收益 (元)	0.62
稀释每股收益 (元)	0.62
每股净资产 (元)	6.10
加权平均净资产收益率	10.41%
净利润增长率	41.29%
8月23日收盘价 (元)	36.92

数据来源: 公司中报

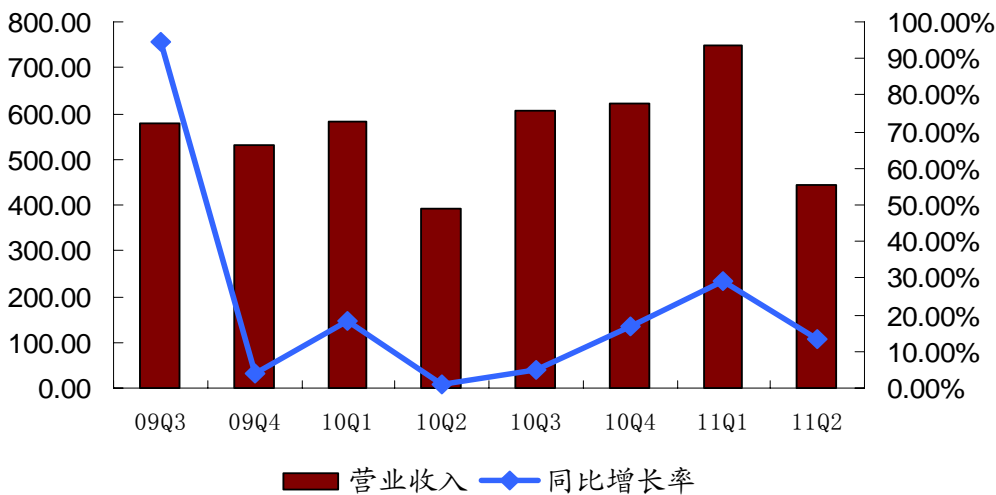
渠道整合稳步推进，销售收入平稳增长。

报告期内公司坚持“批发”转“零售”的核心目标，顺利完成经营班子的搭建，强化商品企划能力，整合渠道建设并将服务从代理商下沉到经销商，依托回暖的消费市场及之前对库存的有效消化，实现销售收入的平稳增长。

上半年公司实现营业收入 11.94 亿元，比去年同期增长 22.64%，实现营业利润 2.18 亿元，比去年同期增长 28.72%，归属母公司净利润 1.75 亿元，比去年同期增长 41.29%。报告期内公司销售费用控制有效，收款力度加大，资产减值损失大幅下降，因此公司营业利润增长超过营业收入增长。

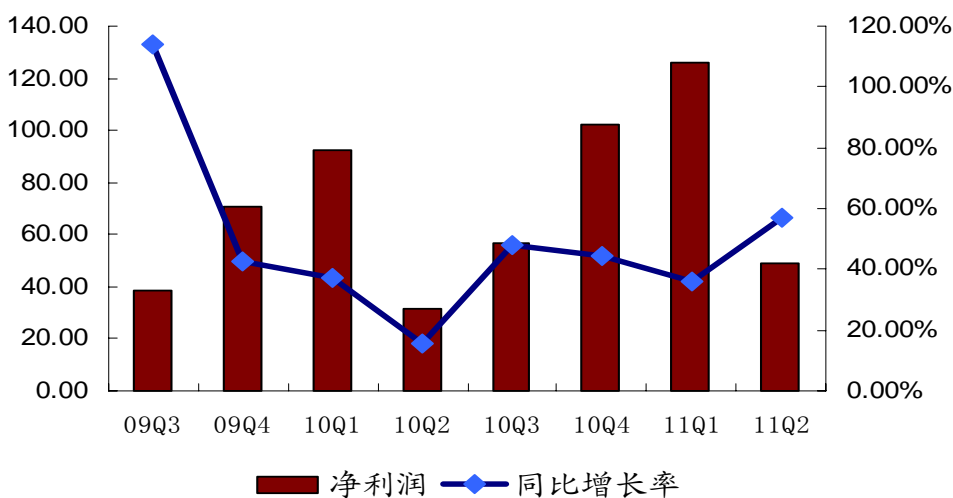
分地区看，除华北和西北地区外，其他地区销售均实现了一定的增长，销售态势良好；华北和西北市场终端经营压力较大，销售拓展缓慢。销售收入比重较大的华东地区、西南地区、华南地区分别增长 22.44%、22.73%、16.41%。

图 1：分季度营业收入变动情况 (单位：百万元)



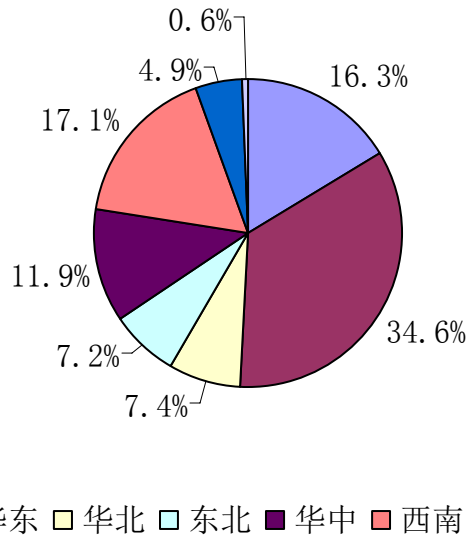
资料来源：宏源证券

图 2：分季度净利润变动情况 (单位：百万元)



资料来源：宏源证券

图 3: 区域收入占比图

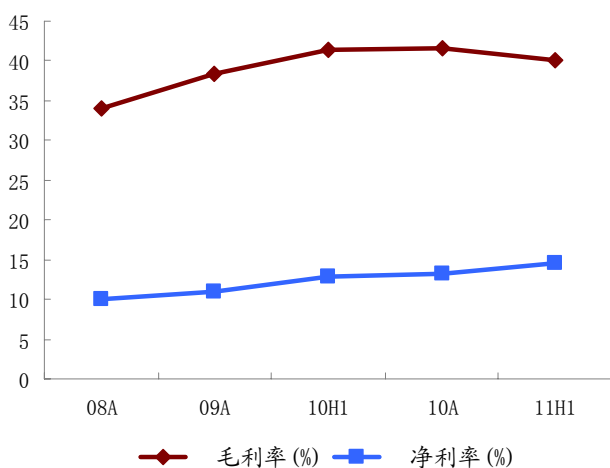


资料来源: 宏源证券

毛利率下滑，期间费用率小幅上升

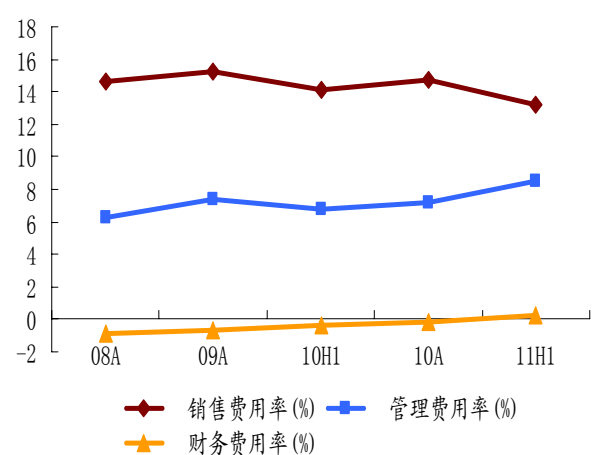
上半年公司毛利率为 40.05%，较去年同期下降 1.27%，一方面因为原材料成本上升，另一方面由于公司渠道服务下沉，加大了对经销商的支持力度，我们预计随着公司“批发”转“零售”战略的推进，直营渠道的增加，未来毛利率有望提升。报告期内销售费用控制有效，销售费用率同比下降 0.99%，由于股票期权费用、研发费用的增加，管理费用率同比上升 1.67%，达到 8.46%，票据贴现利息的增加导致财务费用率较去年同期上升 0.63%，达到 0.26%。

图 4: 毛利率与净利率



资料来源: Wind, 宏源证券

图 5: 期间费用率



资料来源: Wind, 宏源证券

经营现金流量净额大幅增长

报告期内，经营活动现金流量净额比上年同期增长 56.72%，主要原因是公司销售收

入增长，同时公司加大了收款力度，应收账款减少较多。

预测与估值:

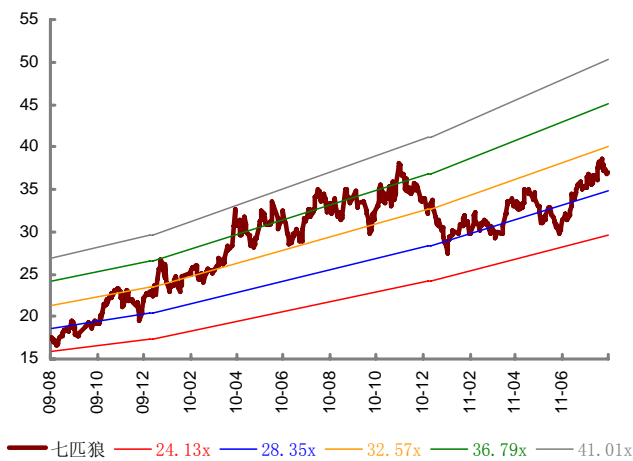
根据我们的业绩预测模型，我们预计 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.36、1.74、2.23 元，对应 2011-13 年的市盈率分别为 27.23/21.18/16.50 倍；我们给予公司“增持”投资评级。按 2012 年 25 倍的市盈率来估值，未来 6 个月目标价为 43.6 元。

表 1: 公司盈利预测表:

盈利预测	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	1,987.22	2,197.76	2,717.12	3,339.96	4,087.07
增长率(%)	20.24	10.59	23.63	22.92	22.37
归属母公司股东的净利润(百万元)	203.9	283.16	383.58	493.22	632.91
增长率(%)	33.27	38.87	35.47	28.58	28.32
每股收益-摊薄(元)	0.72	1.00	1.36	1.74	2.23
市盈率	51.28	36.89	27.23	21.18	16.55

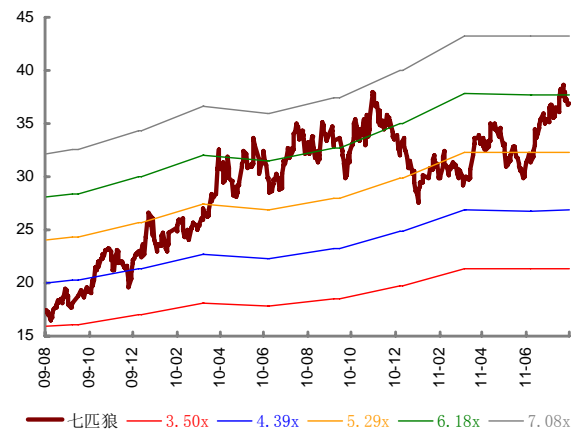
资料来源: 宏源证券 Wind

图 6: PE-Bands



资料来源: 宏源证券

图 7: PB-Bands



资料来源: 宏源证券

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究员、高级策略分析师, 中国人民大学硕士研究生, 14 年从业经历, 曾在多家券商任职, 曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、能源新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、区域经济主题、投资组合、主题投资专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

主要研究覆盖公司: 滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。