金珍
执业证书编号：S0270511080002
电话：020-37865117
jinzhen@wlzq.com.cn
联系人：夏雅琴
电话：021-60883487
发布日期：2012 年 2 月 29 日

业绩基本符合预期，外延扩张有望加快

——希努尔（002485）2011 年报点评

研究报告-点评报告 **增持（维持）**

事件：

希努尔公布2011年年度报告：报告期内，公司实现营业收入 11.48亿元，同比增长14.45%；实现利润总额2.34亿元，同比增长36.11%；实现归属于上市公司股东的净利润1.99亿元，同比增长38.59%；实现基本每股收益1.00元。利润分配方案：公司拟以 2011 年末总股本2亿股基数，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。

点评：

- **业绩稳定增长，基本符合预期：**公司2011年营业收入同比增长14.45%，净利润同比增长38.59%，每股收益为1.00元，业绩基本符合我们的预期。通过不断加强品牌和终端建设，强化设计研发能力，开源节流并重，公司2011年实现经营业绩的平稳较快增长。从产品收入来看，主产品西服套装营业收入同比增长19.11%；衬衫、棉服茄克、针织衫受益于销售策略和产品价格调整，营业收入大幅增长，增速分别为35.06%、 83.76%和51.24%；而休闲西服和西裤增速较小。从地区收入来看，公司加大国内市场开发力度，境内销售营业收入同比增长18.63%，境外销售受外围经济动荡、需求疲弱的影响，仅同比增长0.60%。

图 1：近四年公司营业收入

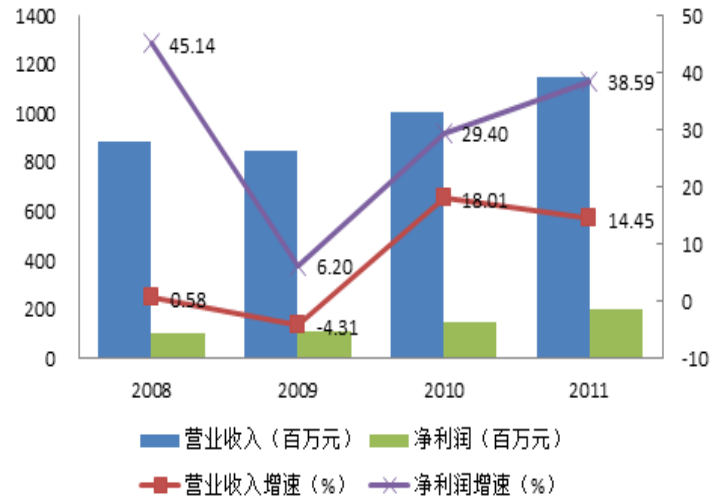
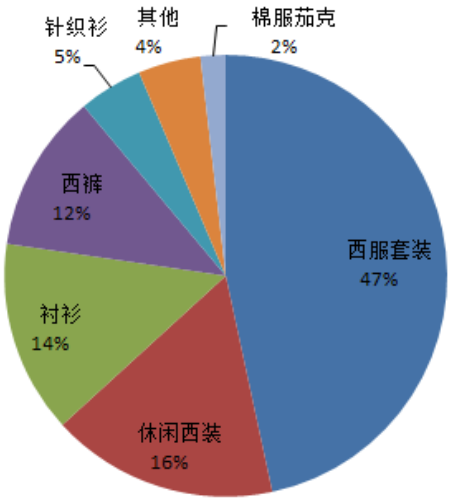


图 2： 2011 年公司收入结构



数据来源：公司公告；万联证券研究所　　资料来源：公司公告，万联证券研究所

- **毛利率大幅提升，财务费用率下降：**公司通过加强研发设计，优化和调整产品结构，毛利率得以大幅提升，综合毛利率为43.05%，较上年提升4.17个百分点。具体产品方面，棉服茄克、针织衫、休闲西装、西裤等毛利率均有大幅提升，西服套装受承做的军服订单影响，毛利率下降2.06个百分点。销售费用率上升2.04个百分点至17.50%，主要是由于租赁费用、工资薪酬费用、广告宣传费用增长

较多。财务费用率由于超募资金带来的存款利息增加，同比大幅下降2.06个百分点。另外，管理费用率变化不大，略增0.05个百分点。

图 3：毛利率与净利率

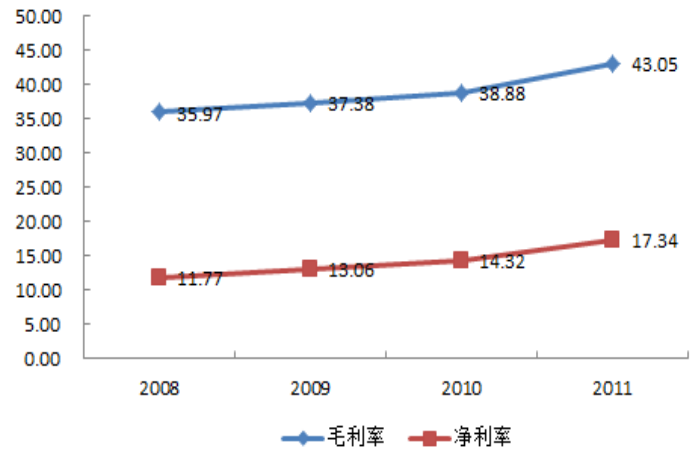
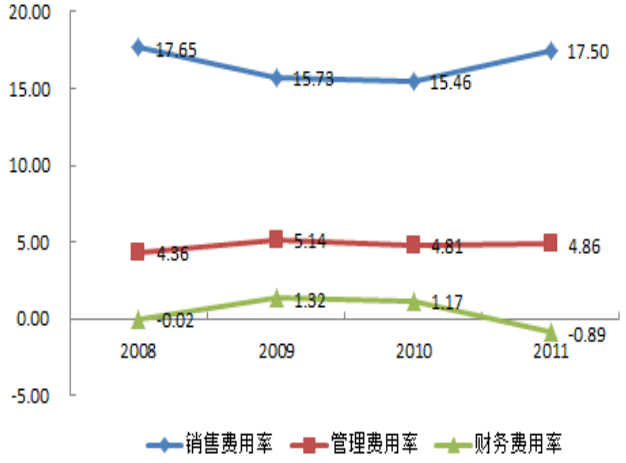


图 4：三项费用率



数据来源：公司公告；万联证券研究所

资料来源：公司公告，万联证券研究所

- **存货继续增加，周转率略有下降：**公司2011年末的存货为3.13亿元，较上年增长22%。其中，原材料、库存商品和在产品余额均比上年末有所增加，主要原因在于每年的10 月至次年2 月为产品销售旺季，因此为了满足销售终端的订货需求，公司则备以较多的存货。目前存货周转率为2.31，较上年下降0.26。

- **未来将进一步加快外延扩张步伐：**公司目前的销售模式主要采用直营店和特许加盟店相结合。2011年，公司重点加大在直营店上的建设力度，开设店中店16家，购置店铺20家，其中，购置店铺已开业8家，其余12家正在设计装修中。截至2011年12月31日，公司拥有门店数量为592家（直营店47家，加盟店545家），相比上年，渠道总数略有减少，主要原因在于公司近两年侧重渠道整合，扩张比较谨慎。未来公司有望进一步加快渠道扩张步伐，加强部分重点一线城市的旗舰店建设，逐渐拓展二三线城市的直营店网络，加大对二三线城市的辐射力度。我们预计近2-3年，公司将以每年100家左右的速度开设门店，基本保持10%-15%的增长。

- **盈利预测与投资建议：**近年来，男装行业销售势头良好，增长稳健，随着消费结构升级和居民消费理念的变化，未来品牌男装消费市场前景广阔。公司凭借良好的品牌形象和差异化的营销服务，在北方地区具备较强的竞争优势。预计2012年和2013年的EPS为1.31元和1.68元，目前股价为21.48元，对应PE为16倍和13倍，维持“增持”评级。

- **风险提示：**经济增速放缓影响服装消费需求；渠道扩张不及预期；直营店建设导致费用增加。

盈利预测

	2010 年	2011 年	2012E	2013E
营业收入（亿元）	10.03	11.48	14.35	17.65
增长比率（%）	18.01	14.45	25.02	23.00
净利润（亿元）	1.44	1.99	2.62	3.36
增长比率（%）	29.40	38.59	31.61	28.24
每股收益（元）	0.88	1.00	1.31	1.68
市盈率（倍）	24.41	21.48	16.40	12.79

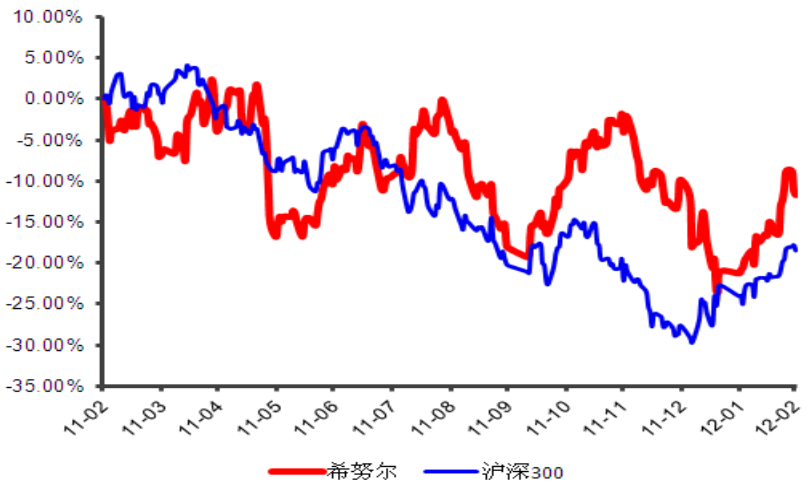
市场数据

收盘价（2月28日）（元）	21.48
一年内最高/最低（元）	25.60/18.22
沪深300指数	2662.47
市净率（倍）	2.19
流通市值（亿元）	13.48

基础数据

每股净资产（元）	9.79
每股经营现金流（元）	0.42
毛利率（%）	43.05
净资产收益率（%）	10.17
资产负债率（%）	12.21
总股本/流通股（万股）	20000/6275
B股/H股（万股）	0/0

个股相对沪深300指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的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、刊登、发表或引用。