



张凤展  
021-53519888-1932  
Bluesky9272003@hotmail.com  
执业证书编号：S0870511030001

# 毛利率下降，推出新品牌

## 基本数据（Y11）

|                  |           |
|------------------|-----------|
| 报告日股价（元）         | 8.91      |
| 12mth A 股价格区间（元） | 7.69/15.9 |
| 总股本（百万股）         | 208       |
| 无限售 A 股/总股本      | 25%       |
| 流通市值（百万元）        | 1201      |
| 每股净资产（元）         | 4.54      |
| PBR（X）           | 1.96      |

## 主要股东（Y11）

|                        |        |
|------------------------|--------|
| 上海国骏投资有限公司             | 22.56% |
| Fung Japan Development | 18.81% |

## 收入结构（Y11）

|    |        |
|----|--------|
| 面料 | 27.36% |
| 成衣 | 72.64% |

## 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号：ZFF12-CT05

相关报告：

首次报告日期：2011-07-28

## 动态事项：

公司公布2011年年报：2011年度公司实现销售收入8.5亿元，同比增长24.79%，全年实现归属于上市公司股东的净利润7349万元，增幅为19.48%。

表 1：主要经营数据

|                      | 2011 年         | 2010 年         | 本年比上年增减（%） |
|----------------------|----------------|----------------|------------|
| 营业总收入（元）             | 855,698,209.03 | 685,687,582.75 | 24.79%     |
| 营业利润（元）              | 85,938,128.14  | 75,393,935.59  | 13.99%     |
| 利润总额（元）              | 87,658,772.95  | 74,445,927.41  | 17.75%     |
| 归属于上市公司股东的净利润（元）     | 73,489,042.98  | 61,506,360.88  | 19.48%     |
| 经营活动产生的现金流量净额（元）     | 63,715,281.50  | 43,107,152.38  | 47.81%     |
| 基本每股收益（元/股）          | 0.35           | 0.36           | -2.78%     |
| 加权平均净资产收益率（%）        | 7.99%          | 13.10%         | -5.11%     |
| 每股经营活动产生的现金流量净额（元/股） | 0.31           | 0.21           | 47.62%     |

数据来源：公司年报，上海证券

## 主要观点：

### 收入增长稳定，毛利率受成本影响下降

2011年公司实现销售收入8.5亿元，同比增长24.79%，其中面料同比增长28.98%，成衣同比增长23.29%。面料产品的毛利率巨幅下滑，下滑-10.62个百分点，毛利率下滑的主要原因在于成本的上升，虽然公司于2011年六月对部分产品进行了提价，但由于其中部分份额已转化为成衣形式，且价格传导有其滞后性，劳动力成本和原材料价格的大幅上升短期内无法全部化解，造成了报告期内公司该部分产品的毛利率有明显下滑。由此也造成公司产品整体毛利率下降2.39%。

**表 2: 销售结构**

| 分产<br>品 | 营业收<br>入  | 销售占<br>比 | 毛利率(%) | 营业收入比上年增减<br>(%) | 毛利率比上年增减<br>(%) |
|---------|-----------|----------|--------|------------------|-----------------|
| 面料      | 23,409.04 | 27%      | 11.14% | 28.98%           | -10.62%         |
| 成衣      | 62,160.78 | 73%      | 28.16% | 23.29%           | 0.77%           |
| 合计      | 85569.82  | 100%     | 23.50% | 24.79%           | -2.39%          |

数据来源: 公司公告, 上海证券

### 期间费用率平稳

2011年度, 公司的期间费用率从2010年度的14.73%, 下降至13.41%, 费用率下降的主要原因在于财务费用的下降, 而此部分费用的下降则主要是和IPO募集资金有关。

**表 3: 费用率**

| 报告期              | 2007 年报 | 2008 年报 | 2009 年报 | 2010 年报 | 2011 年报 |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 净资产收益率-加权 (%)    | 13.96   | 15.12   | 15.08   | 13.1    | 7.99    |
| 投入资本回报率 (%)      | 6.86    | 8.97    | 9.57    | 8.58    | 7.33    |
| 销售净利率 (%)        | 7.18    | 7.62    | 8.85    | 9.06    | 8.59    |
| 销售毛利率 (%)        | 20.45   | 20.74   | 24.33   | 25.89   | 23.5    |
| 销售期间费用率 (%)      | 12.35   | 11.81   | 14.13   | 14.73   | 13.41   |
| 销售费用 / 营业总收入 (%) | 3.36    | 3.3     | 5.4     | 7.3     | 7.41    |
| 管理费用 / 营业总收入 (%) | 5.24    | 5.3     | 6.56    | 5.58    | 6.94    |
| 财务费用 / 营业总收入 (%) | 3.76    | 3.21    | 2.17    | 1.86    | -0.93   |

数据来源: Wind, 上海证券

### 资产运营能力有所提升

公司2011年应收账款周转率为13.89, 较上年同期提高3.42, 说明公司销售回款情况稳定、健康; 存货周转率为3.29, 较上年同期小幅下降0.76, 主要是由于为适应市场需求和销售订单的交付节奏, 公司适当增加了库存储备。

**表 4: 运营数据**

| 项目      | 2011 年度 | 2010 年度 | 本期与上年同比增减 |
|---------|---------|---------|-----------|
| 应收账款周转率 | 13.89   | 10.47   | 3.42      |
| 存货周转率   | 3.29    | 4.05    | -0.76     |

数据来源: 公司公告, 上海证券

### 在原有品牌基础上, 推出面向国际市场的Super Natural B2C自主品牌

2011年公司自营户外运动品牌Kroceus (科诺.修思) 国内共拥有直营商场店铺28家, 新开户外专业店铺7家, 分布于北京、上海、西安、沈阳、杭州、成都、大连、哈尔滨等一线城市的黄金商圈或中高档商场。争取在2012年内以商场店铺 (均为直营店) 的形式新建40

家零售店铺，使得店铺保有总量达到70家，力争销售突破4000万元。

公司在对国际运动品服饰市场未来几年的流行趋势和需求、一般大众消费者所希望的价格期望做了广泛的调研(包括聘请了瑞士的市场咨询公司)后，得到结论：运动品市场上对天然、环保、功能性的面料的需求将会有很大的发展空间。结合公司自身在这方面多年的技术积累、能力建设和未来发展战略的需要，决定开始启动“Super Natural”新品牌项目(近期内均以批发为主，在取得经验的基础上再考虑自有的渠道建设)，SN采用天然纤维结合功能性的优质面料，致力于推广一种轻松舒适、自然环保的生活方式。可适用于户外、室内、跑步、瑜伽以及购物等多种休闲活动场合穿着的都市扮装；目前已发布了第一季产品，在今年秋冬季首次在欧洲推出SN的B2C销售，取得经验后，拟从明年的秋冬开始扩大在欧洲以及美国的推广和销售。争取2013年底在国际上形成200家左右的店铺专柜，并争取在今后的2-3年内形成一定规模的销售，为公司自主品牌走向国际打下一个坚实的基础。

#### 2012年其他投资计划：

公司一直在进行对包括电子、医疗等领域在内的产业用途面料的调查和研究工作。2012年，对于部分已完成试样工作的非服饰类新面料产品，公司将加快产品的性能和竞争力评估以及市场需求预测，在条件成熟时考虑通过合理资源配置分步骤进行投入。

由于南通豪纳项目存在的不确定性，公司上半年将重点考察江浙沿海及其他内陆地区有一定经济和工业基础、相关纺织品产业链较成型的地方性产业园区，在各方面条件成熟时仍将考虑通过并购、新建、合作建厂等形式投资建设新的中高档面料生产基地。

### ■ 投资建议：

作为户外用品行业杰出的面料商供应商，公司的研发创新能力以及精细化管理能力比国内一般制造企业领先很多，同时由于健康生活方式的广泛传播，户外运动逐渐被越来越多的人认可。在公司产能得以不断释放的前提下，我们看好公司未来几年的发展，预计12-14年的EPS分别为0.42、0.56和0.74元。

### ■ 数据预测与估值：

| 至 12 月 31 日 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）   | 856   | 1080  | 1363  | 1723  |
| 年增长率（%）     | 25%   | 26%   | 26%   | 26%   |
| 归属于母公司的净利润  | 73    | 87    | 117   | 155   |
| 年增长率（%）     | 19%   | 19%   | 34%   | 32%   |
| 每股收益（元）     | 0.35  | 0.42  | 0.56  | 0.74  |
| PER（X）      | 23.66 | 19.94 | 14.85 | 11.24 |

注：总股本为 208 百万股计算 数据来源：天软，上海证券

## 资产负债表

单位: 百万元

| 会计年度           | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 705  | 725   | 915   | 1177  |
| 现金             | 371  | 324   | 409   | 517   |
| 应收账款           | 55   | 102   | 97    | 155   |
| 其他应收款          | 15   | 16    | 22    | 28    |
| 预付账款           | 31   | 51    | 58    | 71    |
| 存货             | 233  | 233   | 329   | 407   |
| 其他流动资产         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 450  | 578   | 699   | 859   |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 274  | 483   | 643   | 822   |
| 无形资产           | 12   | 12    | 12    | 12    |
| 其他非流动资产        | 164  | 82    | 44    | 25    |
| <b>资产总计</b>    | 1155 | 1303  | 1614  | 2036  |
| <b>流动负债</b>    | 208  | 268   | 461   | 729   |
| 短期借款           | 91   | 121   | 270   | 506   |
| 应付账款           | 76   | 122   | 152   | 177   |
| 其他流动负债         | 41   | 24    | 39    | 46    |
| <b>非流动负债</b>   | 0    | 0     | -0    | -0    |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 0    | 0     | -0    | -0    |
| <b>负债合计</b>    | 208  | 268   | 461   | 729   |
| 少数股东权益         | 4    | 4     | 5     | 5     |
| 股本             | 208  | 208   | 208   | 208   |
| 资本公积           | 544  | 544   | 544   | 544   |
| 留存收益           | 190  | 277   | 395   | 549   |
| 归属母公司股东权益      | 943  | 1031  | 1148  | 1302  |
| <b>负债和股东权益</b> | 1155 | 1303  | 1614  | 2036  |

## 现金流量表

单位: 百万元

| 会计年度           | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 64   | 71    | 89    | 85    |
| 净利润            | 73   | 87    | 117   | 155   |
| 折旧摊销           | 35   | 19    | 30    | 40    |
| 财务费用           | -8   | -2    | 3     | 12    |
| 投资损失           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | -37  | -40   | -61   | -125  |

## 利润表

单位: 百万元

| 会计年度            | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 856  | 1080  | 1363  | 1723  |
| <b>营业成本</b>     | 655  | 815   | 1016  | 1277  |
| <b>营业税金及附加</b>  | 1    | 1     | 1     | 1     |
| <b>营业费用</b>     | 63   | 82    | 102   | 129   |
| <b>管理费用</b>     | 59   | 81    | 102   | 121   |
| <b>财务费用</b>     | -8   | -2    | 3     | 12    |
| <b>资产减值损失</b>   | -0   | 0     | 0     | 0     |
| <b>公允价值变动收益</b> | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资净收益</b>    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 86   | 103   | 139   | 183   |
| <b>营业外收入</b>    | 2    | 2     | 2     | 2     |
| <b>营业外支出</b>    | 0    | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 88   | 104   | 140   | 185   |
| <b>所得税</b>      | 14   | 17    | 22    | 30    |
| <b>净利润</b>      | 73   | 87    | 117   | 155   |
| <b>少数股东损益</b>   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 73   | 87    | 117   | 155   |
| <b>EBITDA</b>   | 113  | 121   | 172   | 236   |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.35 | 0.42  | 0.56  | 0.74  |

## 主要财务比率

| 会计年度        | 2011   | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b> |        |        |        |        |
| 营业收入        | 24.8%  | 26.2%  | 26.3%  | 26.4%  |
| 营业利润        | 14.0%  | 19.7%  | 34.9%  | 32.1%  |
| 归属于母公司净利润   | 19.5%  | 18.7%  | 34.3%  | 32.0%  |
| <b>获利能力</b> |        |        |        |        |
| 毛利率(%)      | 23.5%  | 24.6%  | 25.5%  | 25.9%  |
| 净利率(%)      | 8.6%   | 8.1%   | 8.6%   | 9.0%   |
| ROE(%)      | 7.8%   | 8.5%   | 10.2%  | 11.9%  |
| ROIC(%)     | 9.9%   | 10.3%  | 11.8%  | 12.7%  |
| <b>偿债能力</b> |        |        |        |        |
| 资产负债率(%)    | 18.0%  | 20.6%  | 28.6%  | 35.8%  |
| 净负债比率(%)    | 43.81% | 45.26% | 58.59% | 69.36% |
| 流动比率        | 3.39   | 2.71   | 1.98   | 1.61   |
| 速动比率        | 2.27   | 1.84   | 1.27   | 1.06   |

|                |             |             |             |             |                 |       |       |       |       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 其他经营现金         |             |             |             |             |                 |       |       |       |       |
| 流              | 1           | 6           | -1          | 3           | <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-184</b> | <b>-150</b> | <b>-150</b> | <b>-200</b> | 总资产周转率          | 0.77  | 0.88  | 0.93  | 0.94  |
| 资本支出           | 187         | 150         | 150         | 200         | 应收账款周转率         | 13    | 13    | 13    | 13    |
| 长期投资           | 0           | 0           | 0           | 0           | 应付账款周转率         | 9.19  | 8.23  | 7.40  | 7.75  |
| 其他投资现金         |             |             |             |             |                 |       |       |       |       |
| 流              | 3           | 0           | 0           | 0           | <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-16</b>  | 33          | 146         | 223         | 每股收益 (最新摊薄)     | 0.35  | 0.42  | 0.56  | 0.74  |
|                |             |             |             |             | 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 0.31  | 0.34  | 0.43  | 0.41  |
| 短期借款           | 91          | 30          | 149         | 235         | 每股净资产 (最新摊薄)    | 4.54  | 4.95  | 5.52  | 6.26  |
| 长期借款           | 0           | 0           | 0           | 0           | <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |
| 普通股增加          | 0           | 0           | 0           | 0           | P/E             | 23.66 | 19.94 | 14.85 | 11.24 |
| 资本公积增加         | 0           | 0           | 0           | 0           |                 |       |       |       |       |
| 其他筹资现金         |             |             |             |             | P/B             | 1.84  | 1.69  | 1.52  | 1.34  |
| 流              | <b>-107</b> | 2           | <b>-3</b>   | <b>-12</b>  | EV/EBITDA       | 13    | 12    | 9     | 6     |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>-127</b> | <b>-47</b>  | 85          | 108         |                 |       |       |       |       |

数据来源: 天软, 上海证券

## 分析师承诺

分析师 张凤展

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 |                     | 定 义                       |
|------|---------------------|---------------------------|
| 超强大市 | <b>Superperform</b> | 股价表现将强于基准指数 20%以上         |
| 跑赢大市 | <b>Outperform</b>   | 股价表现将强于基准指数 10%以上         |
| 大市同步 | <b>In-Line</b>      | 股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| 落后大市 | <b>Underperform</b> | 股价表现将弱于基准指数 10%以上         |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 |                   | 定 义                           |
|------|-------------------|-------------------------------|
| 有吸引力 | <b>Attractive</b> | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%        |
| 中性   | <b>Neutral</b>    | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$ |
| 谨慎   | <b>Cautious</b>   | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%        |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。