

百圆裤业 (002640.SZ)

服装行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

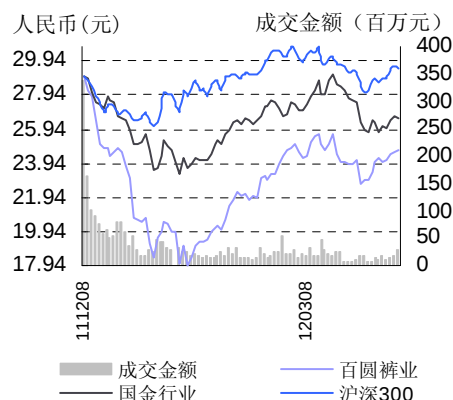
市价(人民币): 24.70 元

关注公司未来产品结构优化的潜力

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)	16.67
总市值(百万元)	1,646.75
年内股价最高最低(元)	29.00/17.94
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

1.《核心竞争优势在于精细的终端营销服务》，2012.3.5

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

公司基本情况(人民币)

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.869	1.031	1.370	1.762	2.158
每股净资产(元)	3.05	9.34	10.61	12.08	14.14
每股经营性现金流(元)	0.08	0.75	1.23	1.07	1.60
市盈率(倍)	N/A	20.15	18.03	14.02	11.45
行业优化市盈率(倍)	26.61	26.41	26.41	26.41	26.41
净利润增长率(%)	52.29%	58.16%	32.90%	28.62%	22.50%
净资产收益率(%)	28.47%	11.03%	10.87%	12.67%	13.97%
总股本(百万股)	50.00	66.67	66.67	66.67	66.67

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ **2011 年年报业绩:** 实现营业收入、营业利润、利润总额、净利润、EPS 分别为 4.87 亿元、8226 万元、9292 万元、6871 万元、1.37 元, 分别同比增长 20.81%、41.16%、59.14%、58.16%、57.47%。公司拟每 10 股派发现金股利 1 元(含税), 同时以资本公积每 10 股转增 10 股。

经营分析

- **外延式扩张带来销售规模的增长, 产品结构调整带来盈利能力的提升:** 报告期内, 直营、加盟终端分别新增 37、136 家至 114、1582 家, 带动裤装总销量增加, 公司同时对产品结构进行升级, 提升高价位产品在终端销售中的数量占比, 销售收入同比增长 22.52%的同时, 公司综合毛利率提高 4 个百分点至 38.12%。
 - 分产品来看, 公司顺应裤装产品的流行趋势, 加大牛仔裤品类的终端配置比例, 销售额同比增长 136.1%; 西裤品类受需求萎缩的影响, 报告期内收入同比下降 10.91%。
 - 根据战略规划, 公司以“小步快走”的节奏, 逐年提高较高价位产品的采购和销售比重, 公司裤装产品的销售平均价格和毛利率水平在报告期内持续提升, 牛仔裤、休闲裤、西裤的毛利率分别提高 7.98、4.21、0.14 个百分点至 38.85%、40.94%、32.10%。
- **财务指标均处于正常的波动范围内:** 受员工薪酬支出、终端管理及培训费用、上市费用支出增加的影响, 管理费用率提高 1.97 个百分点至 9.04%, 销售费用率、管理费用率分别提高-1、0.21 个百分点至 9.82%、1.65%; 经营性现金流净额 4989 万元, 大幅改善, 不过仍低于净利润。

盈利预测

- 公司是一家专注于裤装品牌建设的运营商, 以特色化的终端零售定价和灵活的终端营销服务, 崛起为区域性的强势品牌, 建立起了一定的品牌实力。公司核心竞争优势在于精细的终端营销能力, 在此基础上, 上市所带来的红利使公司的竞争优势更加明显, 我们看好公司未来在外延式扩张方面的空间、产品结构优化调整潜力, 预计公司在 2012-2014 年将实现净利润 9131 万元、1.17 亿元和 1.44 亿元, EPS 分别为 1.370 元、1.762 元和 2.158 元, 分别同比增长 32.90%、28.62%和 22.50%。

图表 1：销售预测表

项 目	2008	2009	2010	1H 11	2011	2012E	2013E	2014E
休闲裤								
销售收入（百万元）	97.16	136.88	189.17	84.71	181.67	199.84	219.82	241.81
增长率（YOY）		40.88%	38.20%		-3.96%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	35.32%	35.67%	36.73%	42.35%	40.94%	41.00%	41.50%	41.50%
销售成本（百万元）	62.85	88.06	119.69	48.83	107.30	117.91	128.60	141.46
增长率（YOY）		40.12%	35.92%		-10.35%	9.89%	9.07%	10.00%
毛利（百万元）	34.32	48.83	69.48	35.87	74.38	81.93	91.23	100.35
增长率（YOY）		42.28%	42.30%		7.04%	10.16%	11.34%	10.00%
占总销售额比重	48.03%	43.97%	48.67%	41.15%	38.39%	31.17%	26.65%	24.33%
占主营业务利润比重	56.57%	50.45%	52.54%	46.09%	41.23%	33.19%	28.25%	25.48%
西裤								
销售收入（百万元）	66.80	114.87	118.59	51.84	105.65	100.37	95.35	90.58
增长率（YOY）		71.95%	3.25%		-10.92%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	26.41%	27.79%	31.96%	30.21%	32.10%	32.00%	32.00%	32.00%
销售成本（百万元）	49.16	82.94	80.69	36.18	71.74	68.25	64.84	61.59
增长率（YOY）		68.72%	-2.72%		-11.10%	-4.86%	-5.00%	-5.00%
毛利（百万元）	17.64	31.92	37.90	15.66	33.91	32.12	30.51	28.99
增长率（YOY）		80.93%	18.74%		-10.53%	-5.30%	-5.00%	-5.00%
占总销售额比重	33.02%	36.90%	30.51%	25.19%	22.33%	15.65%	11.56%	9.11%
占主营业务利润比重	29.08%	32.98%	28.66%	20.12%	18.80%	13.01%	9.45%	7.36%
牛仔褲								
销售收入（百万元）	34.89	58.05	77.34	69.21	182.61	337.83	506.74	658.77
增长率（YOY）		66.35%	33.25%		136.11%	85.00%	50.00%	30.00%
毛利率	22.28%	26.74%	30.87%	37.96%	38.85%	39.00%	39.50%	40.00%
销售成本（百万元）	27.12	42.52	53.47	42.93	111.67	206.08	306.58	395.26
增长率（YOY）		56.81%	25.73%		108.85%	84.53%	48.77%	28.93%
毛利（百万元）	7.77	15.52	23.88	26.27	70.94	131.75	200.16	263.51
增长率（YOY）		99.66%	53.83%		197.14%	85.71%	51.92%	31.65%
占总销售额比重	17.25%	18.65%	19.90%	33.62%	38.59%	52.69%	61.43%	66.28%
占主营业务利润比重	12.81%	16.04%	18.05%	33.75%	39.33%	53.37%	61.99%	66.91%
其他								
销售收入（百万元）	3.44	1.48	3.58	0.08	3.29	3.12	2.97	2.82
增长率（YOY）		-56.90%	141.42%		-8.30%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	27.03%	35.06%	27.65%	31.93%	34.73%	34.00%	34.00%	34.00%
销售成本（百万元）	2.51	0.96	2.59	0.05	2.14	2.06	1.96	1.86
增长率（YOY）		-61.65%	168.97%		-17.28%	-3.94%	-5.00%	-5.00%
毛利（百万元）	0.93	0.52	0.99	0.02	1.14	1.06	1.01	0.96
增长率（YOY）		-44.10%	90.40%		15.18%	-7.00%	-5.00%	-5.00%
占总销售额比重	1.70%	0.48%	0.92%	0.04%	0.69%	0.49%	0.36%	0.28%
占主营业务利润比重	1.53%	0.54%	0.75%	0.03%	0.63%	0.43%	0.31%	0.24%
销售总收入（百万元）	202.30	311.28	388.69	205.83	473.22	641.16	824.88	993.97
销售总成本（百万元）	141.64	214.49	256.44	128.00	292.84	394.29	501.97	600.17
毛利（百万元）	60.67	96.79	132.25	77.83	180.38	246.87	322.91	393.80
平均毛利率	29.99%	31.09%	34.02%	37.81%	38.12%	38.50%	39.15%	39.62%

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	327	403	487	641	825	994
增长率		23.3%	20.8%	31.7%	28.7%	20.5%
主营业务成本	-225	-264	-299	-394	-502	-600
% 销售收入	68.8%	65.5%	61.4%	61.5%	60.9%	60.4%
毛利	102	139	188	247	323	394
% 销售收入	31.2%	34.5%	38.6%	38.5%	39.1%	39.6%
营业税金及附加	-2	-3	-4	-5	-6	-8
% 销售收入	0.7%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-24	-44	-48	-65	-86	-103
% 销售收入	7.3%	10.8%	9.8%	10.2%	10.4%	10.4%
管理费用	-30	-29	-44	-61	-78	-94
% 销售收入	9.1%	7.1%	9.0%	9.5%	9.5%	9.5%
息税前利润 (EBIT)	46	64	92	116	152	188
% 销售收入	14.2%	16.0%	19.0%	18.0%	18.5%	18.9%
财务费用	-5	-6	-8	8	7	6
% 销售收入	1.6%	1.4%	1.7%	-1.2%	-0.8%	-0.6%
资产减值损失	0	0	-2	0	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	42	58	82	124	159	195
营业利润率	12.7%	14.5%	16.9%	19.3%	19.3%	19.6%
营业外收支	-1	0	11	0	0	0
税前利润	40	58	93	124	159	195
利润率	12.3%	14.5%	19.1%	19.3%	19.3%	19.6%
所得税	-12	-15	-24	-32	-42	-51
所得税率	29.1%	25.6%	26.1%	26.1%	26.1%	26.1%
净利润	29	43	69	91	117	144
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	29	43	69	91	117	144
净利率	8.7%	10.8%	14.1%	14.2%	14.2%	14.5%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	29	43	0	91	117	144
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	3	4	0	2	2	2
非经营收益	5	5	0	5	0	8
营运资金变动	-30	-48	0	-16	-48	-47
经营活动现金净流	7	4	0	82	71	106
资本开支	-3	-10	-13	-5	-3	-3
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	7	0	0	0
投资活动现金净流	-3	-10	-6	-6	-3	-3
股权募资	25	1	402	0	-13	0
债权募资	3	31	6	-98	0	0
其他	-5	-8	-10	-3	-7	-7
筹资活动现金净流	23	24	398	-101	-20	-7
现金净流量	27	18	392	-24	48	97
资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	50	68	510	486	534	631
应收款项	43	48	89	93	120	144
存货	74	75	78	103	138	173
其他流动资产	9	31	39	49	62	74
流动资产	177	224	716	731	854	1,022
% 总资产	71.3%	75.7%	90.2%	90.2%	91.4%	92.6%
长期投资	13	14	21	22	21	21
固定资产	45	44	39	33	26	18
% 总资产	18.3%	14.8%	4.9%	4.1%	2.8%	1.6%
无形资产	12	13	15	21	31	41
非流动资产	71	72	78	79	80	82
% 总资产	28.7%	24.3%	9.8%	9.8%	8.6%	7.4%
资产总计	248	295	794	810	934	1,104
短期借款	41	92	98	0	0	0
应付款项	67	41	49	66	84	101
其他流动负债	11	9	23	35	43	50
流动负债	119	142	170	101	127	152
长期贷款	20	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	8
负债	139	142	170	101	127	160
普通股股东权益	109	153	623	708	805	943
少数股东权益	0	1	1	1	1	1
负债股东权益合计	248	295	794	810	934	1,104
比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.571	0.869	1.031	1.370	1.762	2.158
每股净资产	2.183	3.052	9.344	10.613	12.080	14.138
每股经营现金净流	0.142	0.081	0.748	1.233	1.066	1.595
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	26.13%	28.47%	11.03%	10.87%	12.67%	13.97%
总资产收益率	11.49%	14.71%	8.65%	9.68%	10.97%	11.72%
投入资本收益率	19.34%	19.49%	9.44%	10.22%	12.55%	13.71%
增长率						
主营业务收入增长率	53.93%	23.30%	20.81%	31.68%	28.66%	20.50%
EBIT增长率	40.60%	38.87%	43.28%	25.25%	31.82%	23.58%
净利润增长率	35.76%	52.29%	58.16%	32.90%	28.62%	22.50%
总资产增长率	15.84%	19.00%	168.79%	139.96%	16.71%	20.07%
资产管理能力						
应收账款周转天数	28.4	38.7	48.4	49.0	49.0	49.0
存货周转天数	112.9	103.6	93.7	95.0	100.0	105.0
应付账款周转天数	29.3	31.5	13.1	13.0	13.0	13.0
固定资产周转天数	50.6	39.5	28.2	17.6	10.4	5.6
偿债能力						
净负债/股东权益	9.86%	15.36%	-66.08%	-68.45%	-66.64%	-67.02%
EBIT利息保障倍数	8.8	11.1	11.5	46.7	-106.1	-102.4
资产负债率	56.03%	47.94%	21.36%	10.74%	13.25%	16.03%

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	0
买入	0	0	1	1	1
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.00	2.00

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 2012-03-05	买入	25.05	25.75 ~ 28.84

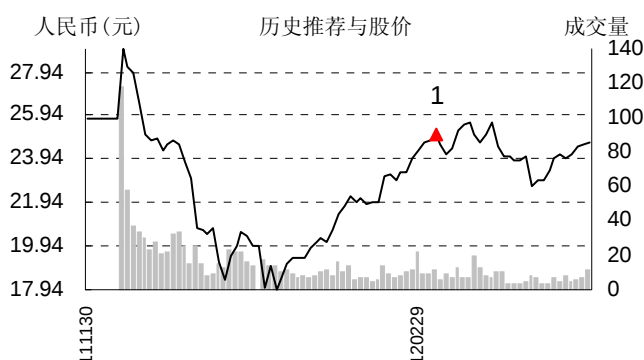
来源：国金证券研究所

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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金
融中心 34B