

希努尔 (002485.SZ) 纺织和服装

一季度净利增 21%，直营店铺拓展加速推进

公司研究简报

◆一季度净利润增长 21%，符合市场预期

一季度公司实现主营业务收入 2.64 亿，同比增长 16.55%；归属上市公司股东净利润 0.41 亿，同比增长 21.46%，EPS 0.21 元，符合预期。

一季度收入增速环比提升 (vs 去年第四季度收入同比增 7.09%)。净利润增速略高于收入增速，主要受益于期间费用率的下降。

◆毛利率小幅下降，期间费用率下降，存货风险增大

公司整体毛利率同比下降 0.13 个百分点至 45.67%，较 11 年年末上升 2.62 个百分点；销售费用率下降 0.22 个百分点至 20.43%；管理费用率下降 0.23 个百分点至 5.77%；财务费用率从 0.45% 下降至 -0.58%，主要是因为本季度存款利息较去年同期增加所致。

存货比年初进一步增 11% 至 3.4 亿，占全年收入 25-30%，存在一定风险；应收账款比年初增 32% 至 1.68 亿，因加盟店 12 春夏产品发货及结算合同期内大客户欠款较多所致；在建工程比年初增 5,556%，是新购置店铺装修费增加所致；经营活动现金流比去年同期减少 91%，主要是随着公司销售规模扩大及职工福利待遇的提高，相应的购买商品和为职工支付的薪酬等经营活动支出增加所致。

◆直营店铺拓展将加快推进，终端店铺继续整改提升平效

11 年，公司店铺减少 4 家达 592 家，其中直营 47 家，净增 20 家；加盟 545 家，减少 24 家，系整改转变为直营或撤店所致。12 年 1-4 月，加盟店新增 0 家，直营店部分：店中店新开 38 家，街边店新开 27 家（部分为加盟店接收而成），预计全年新开店不低于 100 家。

12 年以开设直营店为主（直营店地级市为主，加盟店县级市为主），努力拓展二三线城市直营店网络，强化商场专柜的谈判与入驻。12 年 3 月，公司公告使用超募资金不超过 12,849 万元分别在烟台、商丘、巨野购置店铺用于开设旗舰店和直营店，共 2947 平，平均每平米 4.36 万。我们认为，11 年已完成第一、二期培训的 60 余名直营店经理将对这些直营店的开设形成有效人力支持。

4 月，公司公告拟使用不超过 12,600 万元，竞买诸城市面积为 920 亩的 4 块土地，用于公司生产、仓储、物流设施建设及员工生活设施改善，所需资金由公司自筹解决。

12 年还将加强终端升级装修力度（预计 12 年整改 200-300 家，整改工期预计将在 2 个月之内完成）；加强对各店陈列、服务、导购、管理等方面的督导和培训，提升精细化管理能力、提高平效以抵消终端的成本上涨。

◆维持盈利预测及“买入”评级

12 年春夏订货会金额同比增 30% 以上，且公司跟总后签有 5 年军服订单，目前接到的 12 年订单是 4000 多万（结构为常服+夏礼服，常服部分毛利率将有所提高），确保 12 年上半年销售收入增长。一季报预计上半年净利润增幅为 20-50%，12 年秋冬订货会金额增约 20%，我们维持 12-14 年摊薄后 EPS1.34 元、1.67 和 2.03 元的预测及“买入”评级。

风险点：开店速度低于预期；海外出口业务下降风险。

业绩预测和估值指标

指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	1,003	1,148	1,395	1,622	1,856
营业收入增长率	18.01%	14.45%	21.55%	16.23%	14.46%
净利润 (百万元)	144	199	267	334	406
净利润增长率	29.40%	38.59%	34.16%	25.24%	21.37%
EPS (元)	0.72	1.00	1.34	1.67	2.03
P/E	27	20	15	12	10

敬请参阅最后一页特别声明

- 1 -

证券研究报告

买入 (维持)

当前价：19.45 元

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)
021-22169107
lijie_yjs@ebscn.com

联系人

谢宁铃
021-22169127
xienl@ebscn.com

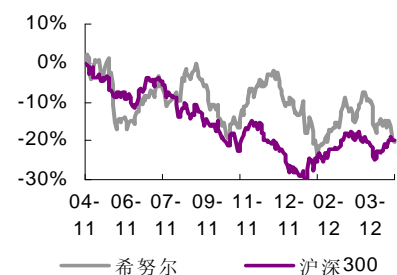
吴达平

wudp@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：2.00
总市值(亿元)：38.90
一年最低/最高(元)：18.22/25.60
近 3 月换手率：26.77%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-13.62	-2.97	3.42
绝对	-10.76	1.89	-17.01

相关研报

净利润增 39% 符合预期，12 年加快外延扩张步伐

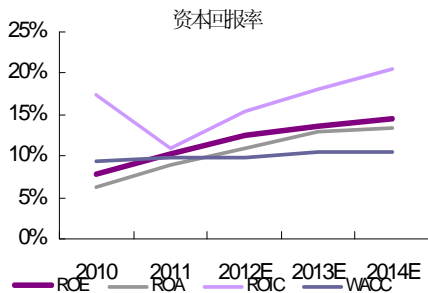
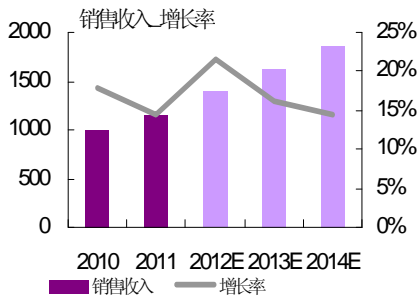
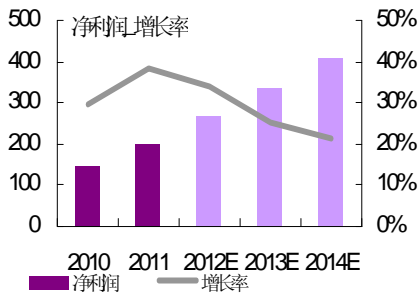
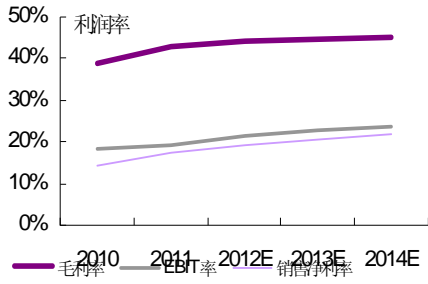
.....2012-02-29

三季报业绩增长 33%，受益内生增长

.....2011-10-24

上半年业绩增长 33%，先炼内功夯实明日发展基础

.....2011-08-19



利润表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,003	1,148	1,395	1,622	1,856
营业成本	613	654	781	900	1,021
折旧和摊销	46	57	52	62	66
营业税费	0	10	7	8	9
销售费用	155	201	245	277	312
管理费用	48	56	61	68	74
财务费用	12	-10	-12	-24	-36
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	172	233	311	391	475
利润总额	172	234	314	393	478
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	143.64	199.07	267.07	334.46	405.94

资产负债表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
总资产	2,321	2,230	2,454	2,605	3,027
流动资产	1,786	1,486	1,463	1,575	1,994
货币资金	1,372	452	760	854	1,174
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	78	128	132	154	176
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	7	7	10	11	13
存货	253	312	326	376	427
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	383	651	840	870	873
无形资产	22	22	22	21	21
总负债	462	272	329	158	208
无息负债	262	272	329	358	408
有息负债	200	0	0	-200	-200
股东权益	1,859	1,958	2,125	2,446	2,819
股本	200	200	200	200	200
公积金	1,415	1,435	1,462	1,482	1,482
未分配利润	244	323	464	764	1,137
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	98	84	696	383	387
净利润	144	199	267	334	406
折旧摊销	46	57	52	62	66
净营运资金增加	110	638	-338	34	96
其他	-201	-811	716	-47	-181
投资活动产生现金流	-160	-692	-300	-100	-70
净资本支出	-163	-714	-300	-100	-70
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	3	22	0	0	0
融资活动现金流	1,241	-309	-88	-190	3
股本变化	50	0	0	0	0
债务净变化	-20	-200	0	-200	0
无息负债变化	-31	11	57	29	50
净现金流	1,178	-919	308	94	320

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	18.01%	14.45%	21.55%	16.23%	14.46%
净利润增长率	29.40%	38.59%	34.16%	25.24%	21.37%
EBITDA 增长率	34.62%	21.26%	25.82%	21.94%	17.85%
EBIT 增长率	37.02%	20.86%	34.75%	22.41%	19.55%
估值指标					
PE	27	20	15	12	10
PB	2	2	2	2	1
EV/EBITDA	13	13	10	7	6
EV/EBIT	16	16	11	9	7
EV/NOPLAT	19	19	13	10	8
EV/Sales	3	3	2	2	2
EV/IC	3	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	38.88%	43.05%	44.00%	44.50%	45.00%
EBITDA 率	22.97%	24.34%	25.19%	26.43%	27.22%
EBIT 率	18.36%	19.38%	21.49%	22.63%	23.64%
税前净利润率	17.18%	20.42%	22.52%	24.27%	25.73%
税后净利润率 (归属母公	14.32%	17.34%	19.14%	20.63%	21.87%
ROA	6.19%	8.93%	10.88%	12.84%	13.41%
ROE (归属母公司) (摊	7.73%	10.17%	12.57%	13.67%	14.40%
经营性 ROIC	17.30%	10.89%	15.50%	18.17%	20.53%
偿债能力					
流动比率	7.42	5.91	4.75	4.67	5.15
速动比率	6.37	4.67	3.69	3.55	4.05
归属母公司权益/有息债务	9.30	-	-	-12.23	-14.09
有形资产/有息债务	11.21	-	-	-12.57	-14.69
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.72	1.00	1.34	1.67	2.03
每股红利	0.50	0.50	0.07	0.17	0.61
每股经营现金流	0.49	0.42	3.48	1.92	1.94
每股自由现金流(FCFF)	-0.36	-5.53	1.73	1.20	1.37
每股净资产	9.30	9.79	10.63	12.23	14.09
每股销售收入	5.01	5.74	6.98	8.11	9.28

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

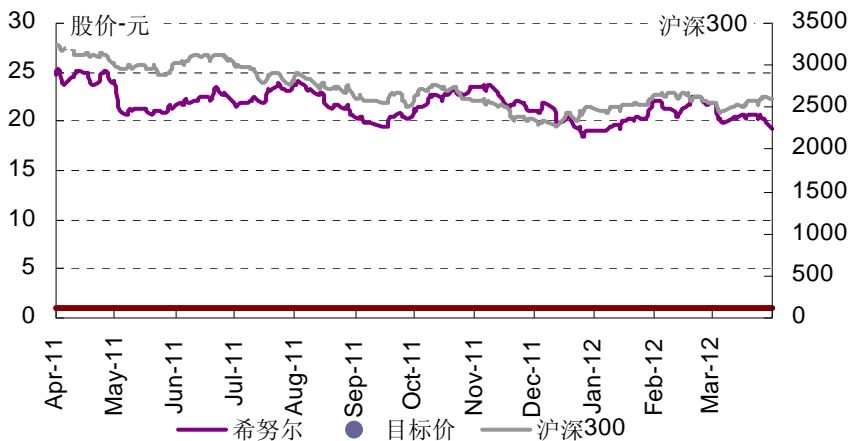
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李婕， 东华大学（原中国纺织大学）博士，拥有近 10 年从业经验，2006、2007 年新财富纺织服装行业最佳分析师，2008 年起任职某基金研究副总监，2010 年 10 月重新加盟光大证券，兼具纺织服装背景及买方经验，2011 年获得新财富最佳分析师纺织服装行业第一名。

投资建议历史表现图

希努尔（002485）



日期	股价	目标价	评级
2010-11-22	29.83	37.45	买入
2010-12-29	26.65	37.45	买入
2011-04-14	24.10	37.45	买入
2011-04-25	23.99	37.45	买入
2011-08-19	23.37	0.00	买入
2011-10-24	20.78	0.00	买入
2012-02-29	21.25	0.00	买入
2012-03-04	21.38	0.00	买入

资料来源：光大证券研究所

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易团队	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青(总经理)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	010-56513153	13901184256	liangchen@ebsecn.com
企业客户	孙威(执行董事)	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月	010-68561606	18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志(销售交易部总经理助理)	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非(执行董事)	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	18616755888	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
深圳	黎晓宇(副总经理)	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华(执行董事)	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
富尊财富中心	罗德锦	0755-83024064	13609618940	luodj@ebsecn.com
	濮维娜(副总经理)	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com