

评级：审慎推荐（首次评级）

纺织服装

公司半年报点评

证券研究报告

分析师 吕丽华 S1080510120003

电话：0755-82485024

邮件：lvlihua@fcsc.cn

百圆裤业(002640)：外延扩张加快，中期业绩平平**事件：**

公司发布 2012 年半年报称，报告期内，实现营业收入 2.28 亿元，同比增长 6.75%；营业利润总额 3745.87 万元，同比增长 16.14%；归属于上市公司股东的净利润 2822.91 万元，同比增长 10.8%；每股收益 0.42 元。同时，公司发布三季度业绩预告，预计 2012 年 1~9 月归属于上市公司股东的净利润同比上升 0%~30%，上年同期净利润为 4190.23 万元。

点评：

- **上半年新增门店 101 家：**报告期内，新增加盟店 76 家、直营店 25 家，截止 2012 年 6 月 30 日共计拥有门店 1797 家，其中，加盟店 1658 家、直营店 139 家。
- **牛仔裤收入增势最好：**公司主要产品包括休闲裤、西裤、牛仔裤三大类，报告期内，休闲裤的营业收入 8339.26 万元，占主营业务收入的 37.98%，收入增速下降 1.55%；西裤的营业收入 4893.24 万元，占主营业务收入的 22.29%，收入增速下降 5.61%；牛仔裤的营业收入 8445.41 万元，占主营业务收入的 38.47%，收入增速 22.04%。
- **毛利率同比升 6.9 个百分点：**报告期内，综合毛利率 45.15%，毛利率同比大增的主要原因是高价位的牛仔裤销售比例同比提升了 4.64 个百分点，毛利率同比提升了 6.34 个百分点至 44.59%；同时，直营业务销售比重的增加，也推动了毛利率上升。
- **期间费用率同比升 3.52 个百分点：**报告期内，期间费用同比增长 23.56%，大幅超过营业收入增速，期间费用率 25.84%。其中，销售费用增长 16.84%，销售费用率增长 1.07 个百分点至 12.29%；管理费用增长 45.75%，管理费用率同比增长了 4.44 个百分点至 12.6%，主要原因是职工提薪、会议费等支出增加；财务费用则同比下降 45.39%，财务费用率下降 0.92 个百分点至 0.96%，主要原因是为偿还了银行借款，利息费用减少所致。
- **应收账款较年初增长 85.58%：**报告期末，应收账款净额 1.55 亿元，与收入比 67.98%；应收账款周转率由年初 7.54 次下降到 1.91 次，主要原因是公司加大了对优质加盟商信用额度。
- **存货较年初下降 21.49%：**报告期末，存货净额 6122.94 万元，存货周转率由年初的 3.9 次下降到 1.8 次，显示存货总体控制仍较稳定。
- **给予“审慎推荐”投资评级：**预测 2012 年~2014 年 EPS 分别为 0.61、0.72、0.84 元，当前股价对应下的 2012 年 PE 为 15 倍，估值偏低。不过，考虑到公司新增门店数量多，但对推动收入增长乏力，一定程度上反映了终端销售效率较低。暂给予“审慎推荐”投资评级。
- **风险提示：**终端消费低迷、单店盈利不举。



资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	716	821	918	1031
现金	510	588	659	742
应收账款	84	96	108	122
其他应收款	5	6	7	8
预付账款	38	43	47	53
存货	78	88	96	107
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	78	76	74	72
长期投资	0	0	0	0
固定资产	38	36	33	30
无形资产	11	10	9	8
其他非流动资产	29	30	32	34
资产总计	794	897	992	1103
流动负债	170	199	205	214
短期借款	98	122	123	127
应付账款	11	13	14	15
其他流动负债	61	64	68	72
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	170	199	205	214
少数股东权益	0	-0	-0	-0
股本	67	133	133	133
资本公积	433	366	366	366
留存收益	124	199	288	390
归属母公司股东权益	624	699	787	889
负债和股东权益	794	897	992	1103

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	50	56	73	82
净利润	69	81	97	111
折旧摊销	5	4	4	4
财务费用	8	-4	-5	-7
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-32	-25	-23	-28
其他经营现金流	1	1	1	1
投资活动现金流	-6	-0	-0	-0
资本支出	13	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	7	-0	-0	-0
筹资活动现金流	398	22	-2	1
短期借款	26	24	1	4
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	17	67	0	0
资本公积增加	385	-67	0	0
其他筹资现金流	-29	-2	-3	-3
现金净增加额	442	77	71	83

利润表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	487	561	629	708
营业成本	299	337	369	412
营业税金及附加	4	6	6	7
营业费用	5	67	75	85
管理费用	44	56	63	71
财务费用	8	-4	-5	-7
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	82	97	118	138
营业外收入	11	11	11	11
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	93	108	129	148
所得税	24	27	32	37
净利润	69	81	97	111
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	69	81	97	111
EBITDA	95	97	117	135
EPS (元)	1.03	0.61	0.72	0.84

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	20.8%	15.1%	12.2%	12.5%
营业利润	41.2%	18.0%	21.6%	16.8%
归属于母公司净利润	58.2%	17.7%	19.4%	15.4%
获利能力				
毛利率(%)	38.6%	39.9%	41.3%	41.8%
净利率(%)	14.1%	14.4%	15.4%	15.8%
ROE(%)	11.0%	11.6%	12.3%	12.5%
ROIC(%)	34.9%	32.5%	36.1%	38.0%
偿债能力				
资产负债率(%)	21.4%	22.2%	20.6%	19.4%
净负债比率(%)	57.67%	61.24%	60.08%	59.13%
流动比率	4.22	4.13	4.48	4.82
速动比率	3.76	3.69	4.01	4.32
营运能力				
总资产周转率	0.89	0.66	0.67	0.68
应收账款周转率	7	6	6	6
应付账款周转率	27.89	28.14	27.77	27.99
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.61	0.72	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.42	0.55	0.61
每股净资产(最新摊薄)	4.68	5.24	5.90	6.67
估值比率				
P/E	17.66	15.00	12.56	10.88
P/B	1.94	1.74	1.54	1.36
EV/EBITDA	8	8	7	6

资料来源:天软估值模型、第一创业证券研究所



免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135