

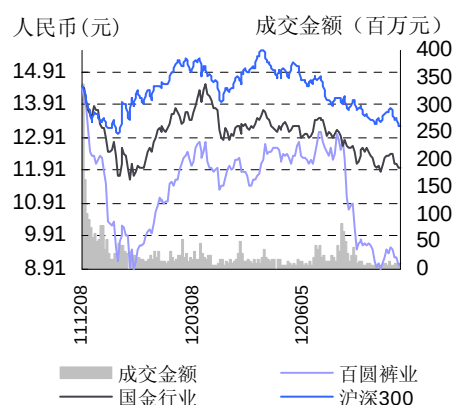
百圆裤业 (002640.SZ) 服装行业
评级: 增持 维持评级
业绩点评

市价 (人民币): 9.10 元

消费增速下滑冲击公司业绩

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)	33.34
总市值(百万元)	12.13
年内股价最高最低(元)	14.44/8.91
沪深 300 指数	2319.67
中小板指数	4977.20


相关报告

1. 《关注公司未来产品结构优化的潜力》，2012.4.17
2. 《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	0.556	0.604	0.677
每股净资产(元)	3.05	9.34	10.36	11.48	12.74
每股经营性现金流(元)	0.08	0.75	0.72	0.53	0.44
市盈率(倍)	N/A	20.15	16.38	15.08	13.44
行业优化市盈率(倍)	26.24	21.42	21.73	21.73	21.73
净利润增长率(%)	52.29%	58.16%	7.82%	8.64%	12.14%
净资产收益率(%)	28.47%	11.03%	10.73%	10.51%	10.63%
总股本(百万股)	50.00	66.67	133.34	133.34	133.34

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- **2012 年中报情况:** 公司上半年实现营业总收入、营业利润、利润总额、净利润、经营活动产生的现金流量净额、EPS 分别为 2.28 亿元、3745.87 万元、3727.87 万元、2822.91 万元、-9306 万元、0.42 元, 分别同比增长 6.75%、16.14%、7.59%、10.80%、-576.48%、-17.65%。

经营分析

- **公司上半年收入主要来源于外延式扩张:** 公司利用上市资金优势, 报告期内新增门店 101 家, 门店数量同比增长 6%, 其中直营、加盟门店分别新增 25 家、76 家, 达到 139 家、1658 家; 受累于国内消费市场的需求疲软, 公司产品毛利率提升的同时, 带来销量的明显下滑, 报告期内, 收入占比分别为 38%、22%、38% 的休闲裤、西裤、牛仔裤, 毛利率分别提升 7.34%、9.75%、6.34%, 但除牛仔裤收入同比提升 22%, 休闲裤、西裤的收入分别同比下滑 1.55%、5.61%。
- **公司终端门店营销能力较强:** 在消费增速下滑的大背景下, 公司作为定位中低端的品牌, 最先受冲击; 虽然公司是以加盟为主的渠道模式, 但公司具备系统性的终端门店管理经验, 上市后努力培养终端运营人才, 不断提高原来已经较强的终端营销能力, 这是公司能在冲击较大的背景下, 收入增长 7%、净利润增长 11% 的主要原因。
- **财务指标有所恶化:** 1) 公司加大对加盟体系的支持力度, 报告期内三项费用率提高 3.52 个百分点, 其中销售、管理、财务费用率分别提高 1.06、3.37、-0.92 个百分点; 2) 存货较年初下降 21.5%, 基本符合服装销售周期的变化; 3) 应收账款净额较年初增长 86%, 较去年同期增长 182%, 我们认为这源于公司对加盟业务的支持力度加大; 4) 经营活动产生的现金流量净额-9306 万元, 同比下降 576%。

盈利预测及投资建议

- 公司核心竞争优势在于精细的终端渠道管理能力, 但国内消费增速的下滑对公司冲击相对较明显; 在未来国内消费市场复苏缓慢的背景下, 我们预计公司在 2012-2014 年将实现净利润 7408 万元、8048 万元和 9025 万元, 分别同比增长 7.82%、8.64%、12.14%, 对应 EPS 分别为 0.556 元、0.604 元、0.677 元。

图表1：销售预测

项 目	2008	2009	2010	1H 11	2011	1H 12	2012E	2013E	2014E
休闲裤									
销售收入（百万元）	97.16	136.88	189.17	84.71	181.67	83.39	181.67	181.67	190.76
增长率（YOY）		40.88%	38.20%		-3.96%	-1.55%	0.00%	0.00%	5.00%
毛利率	35.32%	35.67%	36.73%	42.35%	40.94%	48.96%	47.00%	47.00%	47.00%
销售成本（百万元）	62.85	88.06	119.69	48.83	107.30	42.56	96.29	96.29	101.10
增长率（YOY）		40.12%	35.92%		-10.35%	-12.84%	-10.26%	0.00%	5.00%
毛利（百万元）	34.32	48.83	69.48	35.87	74.38	40.83	85.39	85.39	89.66
增长率（YOY）		42.28%	42.30%		7.04%	13.81%	14.80%	0.00%	5.00%
占总销售额比重	48.03%	43.97%	48.67%	41.15%	38.39%	37.98%	35.92%	33.06%	31.21%
占主营业务利润比重	56.57%	50.45%	52.54%	46.09%	41.23%	41.24%	38.19%	35.15%	33.17%
西裤									
销售收入（百万元）	66.80	114.87	118.59	51.84	105.65	48.93	100.37	100.37	100.37
增长率（YOY）		71.95%	3.25%		-10.92%	-5.61%	-5.00%	0.00%	0.00%
毛利率	26.41%	27.79%	31.96%	30.21%	32.10%	39.81%	40.00%	40.00%	40.00%
销售成本（百万元）	49.16	82.94	80.69	36.18	71.74	29.45	60.22	60.22	60.22
增长率（YOY）		68.72%	-2.72%		-11.10%	-18.59%	-16.05%	0.00%	0.00%
毛利（百万元）	17.64	31.92	37.90	15.66	33.91	19.48	40.15	40.15	40.15
增长率（YOY）		80.93%	18.74%		-10.53%	24.39%	18.38%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	33.02%	36.90%	30.51%	25.19%	22.33%	22.29%	19.84%	18.26%	16.42%
占主营业务利润比重	29.08%	32.98%	28.66%	20.12%	18.80%	19.67%	17.95%	16.53%	14.85%
牛仔裤									
销售收入（百万元）	34.89	58.05	77.34	69.21	182.61	84.45	219.13	262.96	315.55
增长率（YOY）		66.35%	32.25%		136.11%	22.04%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	22.28%	26.74%	30.87%	37.96%	38.85%	44.59%	44.00%	44.00%	44.00%
销售成本（百万元）	27.12	42.52	53.47	42.93	111.67	46.80	122.71	147.26	176.71
增长率（YOY）		56.81%	25.73%		108.85%	8.99%	9.89%	20.00%	20.00%
毛利（百万元）	7.77	15.52	23.88	26.27	70.94	37.66	96.42	115.70	138.84
增长率（YOY）		99.66%	53.83%		197.14%	43.35%	35.91%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	17.25%	18.65%	19.90%	33.62%	38.59%	38.47%	43.33%	47.85%	51.62%
占主营业务利润比重	12.81%	16.04%	18.05%	33.75%	39.33%	38.03%	43.12%	47.64%	51.37%
其他									
销售收入（百万元）	3.44	1.48	3.58	0.08	3.29	2.76	4.60	4.60	4.60
增长率（YOY）		-56.90%	141.42%		-8.30%	75.87%	40.00%	0.00%	0.00%
毛利率	27.03%	35.06%	27.65%	31.93%	34.73%	37.87%	36.00%	36.00%	36.00%
销售成本（百万元）	2.51	0.96	2.59	0.05	2.14	1.72	2.94	2.94	2.94
增长率（YOY）		-61.65%	168.97%		-17.28%	3239.80%	37.28%	0.00%	0.00%
毛利（百万元）	0.93	0.52	0.99	0.02	1.14	1.05	1.66	1.66	1.66
增长率（YOY）		-44.10%	90.40%		15.18%	4239.81%	45.12%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	1.70%	0.48%	0.92%	0.04%	0.69%	1.26%	0.91%	0.84%	0.75%
占主营业务利润比重	1.53%	0.54%	0.75%	0.03%	0.63%	1.06%	0.74%	0.68%	0.61%
销售总收入（百万元）	202.30	311.28	388.69	205.83	473.22	219.54	505.77	549.60	611.27
销售总成本（百万元）	141.64	214.49	256.44	128.00	292.84	120.53	282.16	306.71	340.97
毛利（百万元）	60.67	96.79	132.25	77.83	180.38	99.01	223.61	242.89	270.30
平均毛利率	29.99%	31.09%	34.02%	37.81%	38.12%	45.10%	44.21%	44.19%	44.22%

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	506	550	611
增长率		23.3%	20.8%	3.9%	8.7%	11.2%
主营业务成本	-225	-264	-299	-282	-307	-341
% 销售收入	68.8%	65.5%	61.4%	55.8%	55.8%	55.8%
毛利	102	139	188	224	243	270
% 销售收入	31.2%	34.5%	38.6%	44.2%	44.2%	44.2%
营业税金及附加	-2	-3	-4	-5	-5	-6
% 销售收入	0.7%	0.6%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-24	-44	-48	-58	-63	-70
% 销售收入	7.3%	10.8%	9.8%	11.5%	11.5%	11.5%
管理费用	-30	-29	-44	-51	-55	-61
% 销售收入	9.1%	7.1%	9.0%	10.0%	10.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	46	64	92	110	119	133
% 销售收入	14.2%	16.0%	19.0%	21.7%	21.7%	21.7%
财务费用	-5	-6	-8	-4	-5	-6
% 销售收入	1.6%	1.4%	1.7%	0.8%	0.9%	0.9%
资产减值损失	0	0	-2	-7	-7	-7
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	99	107	120
营业利润率	12.7%	14.5%	16.9%	19.5%	19.5%	19.7%
营业外收支	-1	0	11	0	0	0
税前利润	40	58	93	99	107	120
利润率	12.3%	14.5%	19.1%	19.5%	19.5%	19.7%
所得税	-12	-15	-24	-25	-27	-30
所得税率	29.1%	25.6%	26.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	29	43	69	74	80	90
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	74	80	90
净利率	8.7%	10.8%	14.1%	14.6%	14.6%	14.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	29	43	69	74	80	90
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	3	4	7	10	11	11
非经营收益	5	5	7	8	6	7
营运资金变动	-30	-48	-32	-44	-62	-79
经营活动现金净流	7	4	50	48	35	30
资本开支	-3	-10	-13	-10	-9	-10
投资	0	0	0	-101	-50	-50
其他	0	0	7	0	0	0
投资活动现金净流	-3	-10	-6	-111	-59	-60
股权募资	25	1	402	0	1	0
债权募资	3	31	6	-98	48	-1
其他	-5	-8	-10	-6	-13	-14
筹资活动现金净流	23	24	398	-104	37	-14
现金净流量	27	18	442	-166	13	-45

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	50	68	510	344	357	313
应收款项	43	48	89	141	181	234
存货	74	75	78	81	100	126
其他流动资产	9	31	39	36	39	43
流动资产	177	224	716	602	678	716
% 总资产	71.3%	75.7%	90.2%	76.7%	74.0%	70.9%
长期投资	13	14	21	122	171	221
固定资产	45	44	39	47	54	59
% 总资产	18.3%	14.8%	4.9%	6.0%	5.8%	5.9%
无形资产	12	13	15	11	11	11
非流动资产	71	72	78	183	238	294
% 总资产	28.7%	24.3%	9.8%	23.3%	26.0%	29.1%
资产总计	248	295	794	785	916	1,009
短期借款	41	92	98	0	0	0
应付款项	67	41	49	65	70	78
其他流动负债	11	9	23	29	31	33
流动负债	119	142	170	93	101	111
长期贷款	20	0	0	0	50	50
其他长期负债	0	0	0	0	-2	-3
负债	139	142	170	93	149	159
普通股股东权益	109	153	623	690	766	849
少数股东权益	0	1	1	1	1	1
负债股东权益合计	248	295	794	785	916	1,009

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.571	0.869	1.031	0.556	0.604	0.677
每股净资产	2.183	3.052	9.344	10.355	11.482	12.736
每股经营现金净流	0.142	0.081	0.748	0.721	0.531	0.445
每股股利	0.000	0.000	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	26.13%	28.47%	11.03%	10.73%	10.51%	10.63%
总资产收益率	11.49%	14.71%	8.65%	9.44%	8.79%	8.94%
投入资本收益率	19.34%	19.49%	9.44%	11.91%	10.95%	11.06%
增长率						
主营业务收入增长率	53.93%	23.30%	20.81%	3.87%	8.67%	11.22%
EBIT增长率	40.60%	38.87%	43.28%	18.95%	8.58%	11.35%
净利润增长率	35.76%	52.29%	58.16%	7.82%	8.64%	12.14%
总资产增长率	15.84%	19.00%	168.79%	-1.11%	16.66%	10.19%
资产管理能力						
应收账款周转天数	28.4	38.7	48.4	100.0	120.0	140.0
存货周转天数	112.9	103.6	93.7	110.0	130.0	150.0
应付账款周转天数	29.3	31.5	13.1	15.0	15.0	15.0
固定资产周转天数	50.6	39.5	28.2	32.2	33.9	33.8
偿债能力						
净负债/股东权益	9.86%	15.36%	-66.08%	-49.77%	-40.07%	-30.87%
EBIT利息保障倍数	8.8	11.1	11.5	27.4	24.9	23.9
资产负债率	56.03%	47.94%	21.36%	11.89%	16.27%	15.74%

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
买入	0	0	0	0	5
增持	0	0	0	0	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	1.44

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	增持	12.48	25.75 ~ 28.84
2 2012-04-17	增持	11.90	N/A

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



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：

买入：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 5% – 20%；
中性：预期未来 6 – 12 个月内变动幅度在 -5% – 5%；
减持：预期未来 6 – 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

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，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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

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