

森马服饰 (002563.SZ)

服装行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

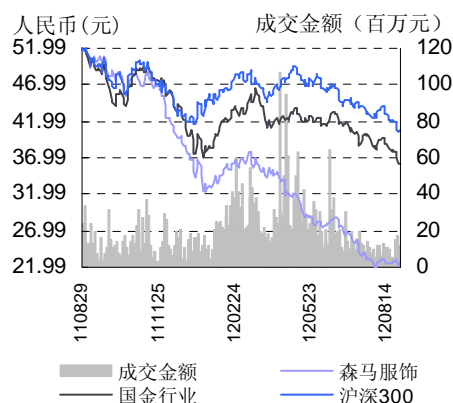
市价(人民币): 22.82元

认同并看好调整方向, 预计调整时间略长

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)	70.00
总市值(百万元)	152.89
年内股价最高最低(元)	51.87/21.99
沪深 300 指数	2238.41
中小板指数	4856.91



相关报告

1. 《业绩下滑势头短期难以扭转》, 2012.4.23
2. 《业绩符合预期, 调整中发展》, 2012.2.29
3. 《调整中发展》, 2012.2.14

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)	1.668	1.826	1.187	1.384	1.669
每股净资产(元)	3.34	11.58	11.77	12.15	12.82
每股经营性现金流(元)	1.36	0.56	2.00	1.58	1.71
市盈率(倍)	N/A	20.78	19.23	16.48	13.67
行业优化市盈率(倍)	26.24	21.42	20.42	20.42	20.42
净利润增长率(%)	45.69%	22.26%	-35.02%	16.68%	20.56%
净资产收益率(%)	49.95%	15.77%	14.47%	14.39%	14.10%
总股本(百万股)	600.00	670.00	670.00	670.00	670.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2012 年中期业绩: 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 25.11 亿元、3.38 亿元、3.47 亿元、2.48 亿元、-1.11 亿元、0.37 元, 分别同比增长-16.54%、-43.41%、-42.02%、-43.22%、33.79%、-46.38%。

经营分析

- 公司的业绩表现反映了行业, 尤其是休闲服行业目前所承受的诸多压力: 1) 国内消费增速下滑, 对产品同质化强的休闲服影响较大; 2) 一系列成本上升, 包括人力成本及商业租金, 对定位中低端的休闲服而言, 受到的冲击更为明显; 3) 国际强势品牌的渠道下沉趋势, 国内休闲服品牌受到直接竞争的压力; 4) 电商高速发展也对中低端服装产生很大冲击。
- 从公司的业务拆分来看, 休闲服收入同比下降 19.86%, 基本与行业发展趋势相符; 休闲服毛利率同比略提升 0.23 个百分点, 我们认为上半年休闲服毛利率水平尚未体现出库存消化的压力, 预计下半年毛利率水平将因去年秋冬季库存的消化而略有下降; 童装收入同比下降 4%, 主要是公司前期重点发展童装, 因而收入下滑幅度较小, 毛利率同比上升 1.6 个百分点。
- 财务指标显示出公司目前的运营压力较大: 1) 公司为抵御行业风险, 加大对市场的投入力度, 报告期内三项费用率同比提升 5.11 个百分点至 20.14%, 其中销售、管理费用率分别同比提升 6.78、0.91 个百分点, 财务费用率受募集资金产生的利息收入的影响, 同比下降 2.58 个百分点; 2) 加盟商抗风险能力较弱, 公司对其支持力度加大, 报告期内应收账款同比增长 53.2%; 3) 存货水平逐渐提升, 存货额同比增长 27.9%, 较年初增长 34.3%, 预计下半年起, 公司加大存货处理力度将略影响相应的财务指标。

盈利预测及投资建议

- 公司目前处于调整期的初始阶段, 我们认同公司的调整方向和具体运营规划, 即品牌经营回归本质, 品牌建设更加依靠具有特色的产品本身, 而不是之前市场推崇的店铺扩张和市场营销。考虑到行业目前的运行压力, 以及公司转型面临的风险, 我们认为转型是漫长的。预计公司 2012-2014 年分别实现归属于母公司净利润分别为 7.95 亿元、9.28 亿元、11.18 亿元, 分别同比增长-35.02%、16.68%、20.56%, 对应 EPS 分别为 1.187 元、1.384 元、1.669 元。考虑到市场已经对公司面临的困难有了较充分反映, 而对公司开始转型反映不足, 我们维持增持评级。

图表1: 业绩拆分

项 目	2008	2009	2010	1H 11	2011	1H 12	2012E	2013E	2014E
森马									
销售收入 (百万元)	2,734.20	3,195.24	4,677.42	2,193.40	5,586.52	1,757.88	4,189.89	3,980.39	4,378.43
增长率 (YOY)		16.86%	46.39%		19.44%	-19.86%	-25.00%	-5.00%	10.00%
毛利率	28.41%	33.49%	36.05%	37.07%	37.80%	37.30%	37.00%	37.50%	37.50%
销售成本 (百万元)	1,957.30	2,125.05	2,991.34	1,380.34	3,474.81	1,102.25	2,639.63	2,487.75	2,736.52
增长率 (YOY)		8.57%	40.77%		16.16%	-20.15%	-24.04%	-5.75%	10.00%
毛利 (百万元)	776.90	1,070.19	1,686.08	813.06	2,111.70	655.63	1,550.26	1,492.65	1,641.91
增长率 (YOY)		37.75%	57.55%		25.24%	-19.36%	-26.59%	-3.72%	10.00%
占总销售额比重		77.00%	76.12%	74.34%	73.13%	70.76%	68.24%	63.96%	60.97%
占主营业务利润比重		74.38%	75.26%	73.94%	73.13%	69.59%	67.09%	62.46%	59.42%
巴拉巴拉									
销售收入 (百万元)	548.05	954.29	1,467.74	756.94	2,052.79	726.41	1,950.15	2,242.67	2,803.34
增长率 (YOY)		74.12%	53.80%		39.86%	-4.03%	-5.00%	15.00%	25.00%
毛利率	36.40%	38.64%	37.77%	37.85%	37.80%	39.45%	39.00%	40.00%	40.00%
销售成本 (百万元)	348.57	585.58	913.38	470.42	1,276.83	439.84	1,189.59	1,345.60	1,682.00
增长率 (YOY)		67.99%	55.98%		39.79%	-6.50%	-6.83%	13.11%	25.00%
毛利 (百万元)	199.48	368.71	554.36	286.52	775.95	286.57	760.56	897.07	1,121.34
增长率 (YOY)		84.84%	50.35%		39.97%	0.02%	-1.98%	17.95%	25.00%
占总销售额比重		23.00%	23.88%	25.66%	26.87%	29.24%	31.76%	36.04%	39.03%
占主营业务利润比重		25.62%	24.74%	26.06%	26.87%	30.41%	32.91%	37.54%	40.58%
销售总收入 (百万元)	3282.25	4149.53	6145.16	2950.34	7639.30	2484.29	6140.04	6223.06	7181.77
销售总成本 (百万元)	2305.88	2710.63	3904.72	1850.76	4751.65	1542.09	3829.22	3833.35	4418.52
毛利 (百万元)	976.37	1438.90	2240.44	1099.58	2887.66	942.20	2310.82	2389.72	2763.25
平均毛利率	29.75%	34.68%	36.46%	37.27%	37.80%	37.93%	37.64%	38.40%	38.48%

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	4,250	6,287	7,761	6,140	6,223	7,182	货币资金	717	1,004	4,990	6,043	6,125	6,296
增长率	47.9%	23.4%	-20.9%	1.4%	15.4%		应收款项	87	324	834	450	453	518
主营业务成本	-2,804	-4,037	-4,860	-3,829	-3,833	-4,419	存货	581	1,034	1,096	847	830	936
%销售收入	66.0%	64.2%	62.6%	62.4%	61.6%	61.5%	其他流动资产	35	318	652	515	516	594
毛利	1,447	2,250	2,901	2,311	2,390	2,763	流动资产	1,420	2,681	7,572	7,856	7,924	8,344
%销售收入	34.0%	35.8%	37.4%	37.6%	38.4%	38.5%	%总资产	70.6%	75.8%	83.2%	82.9%	81.4%	80.8%
营业税金及附加	-27	-38	-51	-43	-44	-50	长期投资	9	3	34	35	34	34
%销售收入	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	461	708	1,267	1,481	1,672	1,843
营业费用	-340	-583	-901	-921	-871	-934	%总资产	22.9%	20.0%	13.9%	15.6%	17.2%	17.8%
%销售收入	8.0%	9.3%	11.6%	15.0%	14.0%	13.0%	无形资产	106	114	142	106	107	109
管理费用	-134	-169	-221	-276	-249	-287	非流动资产	593	858	1,528	1,623	1,816	1,988
%销售收入	3.2%	2.7%	2.9%	4.5%	4.0%	4.0%	%总资产	29.4%	24.2%	16.8%	17.1%	18.6%	19.2%
息税前利润 (EBIT)	946	1,459	1,728	1,071	1,226	1,492	资产总计	2,013	3,539	9,100	9,480	9,739	10,332
%销售收入	22.3%	23.2%	22.3%	17.4%	19.7%	20.8%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	6	13	56	38	32	35	应付款项	838	1,303	1,034	753	754	868
%销售收入	-0.1%	-0.2%	-0.7%	-0.6%	-0.5%	-0.5%	其他流动负债	161	220	294	855	857	885
资产减值损失	-37	-93	-162	-48	-22	-36	流动负债	999	1,524	1,327	1,608	1,610	1,754
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	11	-10	-11	-11	-11	-10
投资收益	1	-5	-3	0	0	0	其他长期负债	0	22	26	0	0	0
%税前利润	0.1%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	负债	1,010	1,535	1,342	1,597	1,599	1,743
营业利润	915	1,374	1,618	1,060	1,237	1,491	普通股股东权益	1,003	2,003	7,758	7,883	8,140	8,589
营业利润率	21.5%	21.9%	20.8%	17.3%	19.9%	20.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	-5	-1	0	0	0	负债股东权益合计	2,013	3,539	9,100	9,480	9,739	10,332
税前利润	915	1,369	1,617	1,060	1,237	1,491	比率分析						
利润率	21.5%	21.8%	20.8%	17.3%	19.9%	20.8%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-228	-368	-394	-265	-309	-373	每股指标						
所得税率	25.0%	26.9%	24.3%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	1.145	1.668	1.826	1.187	1.384	1.669
净利润	686	1,001	1,223	795	928	1,118	每股净资产	1.671	3.339	11.579	11.765	12.150	12.819
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.730	1.357	0.565	2.005	1.582	1.714
归属于母公司的净利润	687	1,001	1,223	795	928	1,118	每股股利	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000
净利率	16.2%	15.9%	15.8%	12.9%	14.9%	15.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	68.50%	49.95%	15.77%	14.47%	14.39%	14.10%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	34.13%	28.28%	13.44%	11.80%	11.81%	11.65%
净利润	687	1,001	1,223	795	928	1,118	投入资本收益率	70.02%	52.97%	16.85%	14.72%	14.41%	14.13%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	49	134	235	144	139	174	主营业务收入增长率	27.92%	47.92%	23.44%	-20.88%	1.35%	15.41%
非经营收益	-8	-11	-48	72	-1	-1	EBIT增长率	49.10%	54.29%	18.40%	-38.04%	14.52%	21.70%
营运资金变动	311	-309	-1,032	332	-5	-143	净利润增长率	54.90%	45.69%	22.26%	-35.02%	16.68%	20.56%
经营活动现金净流	1,039	814	378	1,343	1,060	1,149	总资产增长率	87.63%	75.81%	157.15%	11.72%	6.61%	6.96%
资本开支	-316	-506	-930	-275	-309	-310	资产管理能力						
投资	-19	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	5.1	7.3	21.6	22.0	22.0	22.0
其他	-7	7	4	0	0	0	存货周转天数	73.1	73.0	80.0	85.0	85.0	85.0
投资活动现金净流	-342	-499	-925	-276	-309	-310	应付账款周转天数	46.2	39.8	42.4	40.0	40.0	40.0
股权募资	20	0	4,533	0	0	0	固定资产周转天数	19.2	30.2	51.8	78.1	88.2	85.1
债权募资	-60	0	0	-14	0	1	偿债能力						
其他	-119	-21	0	1	-669	-669	净负债/股东权益	-70.46%	-50.64%	-64.47%	-74.81%	-74.06%	-73.74%
筹资活动现金净流	-159	-21	4,533	-14	-669	-668	EBIT利息保障倍数	-164.7	-114.0	-31.1	-43.0	-52.5	-52.1
现金净流量	537	294	3,986	1,053	82	170	资产负债率	50.18%	43.38%	14.75%	18.48%	17.91%	17.37%

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	2
增持	0	0	1	1	18
中性	0	0	2	2	9
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.67	2.67	2.31

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 2011-06-14	增持	46.32	51.31 ~ 59.52
2 2011-08-12	增持	53.68	61.57
3 2012-02-14	增持	35.36	36.04 ~ 45.05
4 2012-02-29	增持	35.70	41.49 ~ 41.49
5 2012-04-23	中性	33.91	N/A

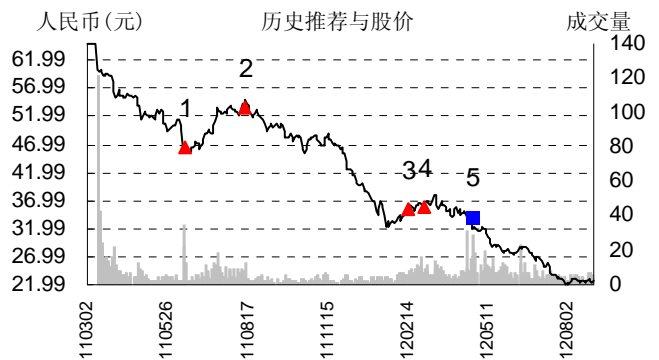
来源：国金证券研究所

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作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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B