

Q2 业绩增速放缓，购买渠道等使资金需求较大

希努尔 (002485.SZ)

谨慎推荐

投资要点:

1. 事件

- 希努尔发布 2012 年中报: 公司上半年收入 5.54 亿, 同比增 14.58%; 净利润 0.75 亿, 同比增 4.92%; EPS0.24 元, 同比增 9.09%; 经营性现金流 0.11 亿, 同比下降 46.25%。(2) 公司二季度收入 2.90 亿, 同比增 12.84%; 净利润 0.34 亿, 同比下降 9.84%, 是近 8 个季度以来出现的首次下降。

2. 我们的分析与判断

- **渠道扩张和授信政策放松驱动内销增速 22.7%。**公司上半年内销收入 4.82 亿、同比增 22.7%，受全球经济低迷影响出口增速下滑 20.13%。渠道扩张是内销增长第一大驱动力，公司上半年渠道数量 636 家（较上年末新增 44 家），其中直营渠道 121 家（新增 74 家）、加盟渠道 525 家（比 2011 年末减少 20 家）；除此外，公司上半年整改渠道 58 家、尚有 30 家正在装修中）。在授信政策方面，公司上半年应收账款 1.98 亿（上年同期 0.95 亿）、预收款 0.32 亿（上年同期 0.64 亿）。
- **毛利率略有提升、销售费用和减值损失增加拖累利润增速。**公司上半年综合毛利提升了 0.54%，但新增的 74 家直营渠道和授信政策的放宽使公司销售费用率同比上升了 1.7 个百分点，导致销售费用提升的具体项目主要是租赁费、职工薪酬、干洗费均增加 30% 以上，而装修费增加在上半年尚不明显；除此以外，资产减值损失增加了 136%。
- **存货增加，购买渠道预付款增加致公司资金需求较大。**上半年存货规模 3.57 亿（上年同期 2.51 亿）、预付款 8.41 亿（上年同期 3.19 亿）、考虑到授信政策放大，公司账上现金自 9.95 亿下降至 2.2 亿，同时增加 1.5 亿短期借款；与此同时公司计划发行不超过 7.5 亿的短期融资券，期限不超过 5 年。

3. 投资建议

我们维持公司“谨慎推荐”评级。考虑到公司直营渠道扩张加速，带来销售费用的增加，预计 2012、2013 年公司收入规模分别为 13.34 亿、16.37 亿，分别增 16.4%、22.6%；净利润规模分别为 2.15 亿、2.59 亿，分别增 8.2%、20.3%；EPS 分别为 0.67、0.81 元，当前股价对应 PE 分别为 13.8、11.4 倍。

分析师

马莉

☎: (8610) 6656 8489

✉: mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

特此鸣谢

李佳嘉: (8610) 6656 8098

执业证书编号: S0130111081688

(lijiajia@chinastock.com.cn)

花小伟: (8610) 8357 4523

(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

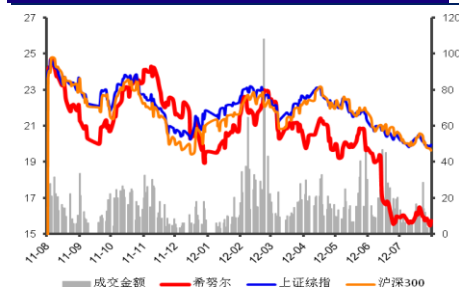
对本报告的编辑提供信息

市场数据 时间 2012.08.21

A 股收盘价 (元)	9.26
A 股一年内最高价 (元) *	24.35
A 股一年内最低价 (元) *	9.02
上证指数	2107.71
市净率	1.53
总股本 (万股)	32000
实际流通 A 股 (万股)	10040
限售的流通 A 股 (万股)	21960
流通 A 股市值 (亿元)	9.3

注: *价格未复权

股价走势



资料来源: Wind 资讯

表 1: 希努尔主营业务分产品情况 (单位: 万元)

分产品	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年 同期增减	营业成本比上年 同期增减	毛利率比上年 同期增减
西服套装	26,645.08	14,984.93	43.76%	22.06%	32.09%	-4.27%
休闲西装	7,902.03	5,114.33	35.28%	6.03%	-1.13%	4.69%
西裤	6,326.61	4,229.50	33.15%	2.22%	-2.98%	3.58%
衬衫	9,842.65	4,359.27	55.71%	19.21%	10.02%	3.70%
棉服夹克	723.79	298.85	58.71%	-16.35%	-30.58%	8.46%
针织衫	1,738.92	873.12	49.79%	-25.93%	-29.96%	2.89%
其他	2,213.44	1,372.29	38%	61.82%	39.49%	9.92%
合计	55,392.52	31,232.29	43.62%	14.66%	13.57%	0.54%

资料来源: 公司中报

表 2: 希努尔主营业务分区域销售情况 (单位: 万元)

地区	营业收入	营业收入比上年 同期增减
境内销售	48184	22.7%
境外销售	7209	-20.1%
合计	55393	14.7%

资料来源: 公司中报

表 3: 希努尔半年度存货分析

	2010 上半年	2011 上半年	2012 上半年
营业成本 (万元)	23583	27533	46595
存货 (万元)	21803	25144	35668
存货/营业成本	92.45%	91.32%	76.55%

资料来源: 公司中报 中国银河证券研究部

表 4: 希努尔半年度预付、预收、应付、应收分析

	2010 上半年	2011 上半年	2012 上半年
预付账款/营业成本	30.52%	115.72%	269.24%
预收账款/营业收入	12.64%	13.28%	5.75%
应付账款/营业成本	18.61%	17.19%	37.68%
应收账款/营业收入	11.07%	9.79%	21.24%

资料来源: 公司中报 中国银河证券研究部

表 5: 盈利预测

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	849.8	1002.8	1147.8	1335.9	1637.4	1973.9
收入增长率%	-4.31%	18.01%	14.45%	16.39%	22.56%	20.55%
EBITDA(百万元)	177.1	232.8	282.8	344.9	417.1	498.5
净利润(百万元)	111.0	143.6	199.1	215.4	259.1	321.1
摊薄 EPS(元)	0.35	0.45	0.62	0.67	0.81	1.00
PE	26.7	20.6	14.9	13.8	11.4	9.2
EV/EBITDA(X)	16.9	7.7	8.9	9.4	7.5	6.0
PB	6.65	1.59	1.51	1.36	1.22	1.08
ROIC	19.0%	7.6%	9.9%	8.2%	9.6%	11.0%
总资产周转率	0.93	0.61	0.50	0.52	0.55	0.61

资料来源: 公司年报 中国银河证券研究部

表 6: 希努尔逐季业绩增速: 净利润出现近 8 个季度以来的首次下滑

	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
一般企业 - 利润表单季度 (单位: 万元)								
营业总收入	23,629	37,021	22,690	25,681	26,764	39,644	26,446	28,979
收入增长率	19.91%	4.81%	14.55%	29.53%	13.27%	7.09%	16.55%	12.84%
营业成本	16,345	21,364	12,297	15,236	17,435	20,395	14,367	16,871
毛利率	30.83%	42.29%	45.81%	40.67%	34.86%	48.56%	45.67%	41.78%
变动	1.54%	3.46%	12.11%	-6.62%	4.03%	6.26%	-0.13%	1.11%
营业税金及附加	0	14	255	230	207	335	260	276
销售费用	3,517	5,149	4,685	4,499	4,941	5,960	5,404	6,053
销售费用率	14.88%	13.91%	20.65%	17.52%	18.46%	15.03%	20.43%	20.89%
变动	1.03%	0.78%	4.03%	-0.36%	3.58%	1.13%	-0.22%	3.37%
管理费用	1,389	1,383	1,361	1,266	1,436	1,520	1,525	1,416
管理费用率	5.88%	3.73%	6.00%	4.93%	5.37%	3.83%	5.77%	4.88%
变动	0.73%	-0.60%	0.32%	0.24%	-0.51%	0.10%	-0.23%	-0.04%
财务费用	362	165	102	-254	160	-1,034	-153	73
资产减值损失	40	66	0	213	50	210	204	299
营业利润	1,977	8,881	3,990	4,492	2,535	12,258	4,839	3,990
营业利润率	8.37%	23.99%	17.58%	17.49%	9.47%	30.92%	18.30%	13.77%
变动	3.10%	3.24%	7.76%	-4.84%	1.10%	6.93%	0.71%	-3.72%
利润总额	1,977	8,873	3,991	4,496	2,619	12,338	4,854	3,967
所得税	494	765	599	697	379	1,862	734	542
所得税率	25.00%	8.62%	15.00%	15.50%	14.46%	15.09%	15.12%	13.67%
净利润	1,483	8,108	3,392	3,799	2,240	10,476	4,120	3,425
变动	23.01%	25.32%	104.57%	21.92%	51.09%	29.21%	21.46%	-9.84%
销售净利润率	6.28%	21.90%	14.95%	14.79%	8.37%	26.42%	15.58%	11.82%
变动	0.16%	3.58%	6.58%	-0.92%	2.10%	4.52%	0.63%	-2.97%

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

表 7 希努尔 (002485.SZ) 财务报表预测 (百万元、百分比)

资产负债表						利润表					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1372.3	452.3	267.2	327.5	394.8	营业收入	1002.8	1147.8	1335.9	1637.4	1973.9
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	612.9	653.6	762.5	893.3	1023.3
应收账款	77.5	127.5	169.9	208.2	251.0	营业税金附加	0.1	10.3	0.2	0.2	0.3
预付款项	75.9	587.2	1197.2	1331.2	1484.7	销售费用	155.0	200.9	251.3	339.5	451.4
其他应收款	7.1	7.4	9.8	12.0	14.5	管理费用	48.2	55.8	60.1	73.7	88.8
存货	253.1	311.8	387.9	454.4	520.6	财务费用	11.7	-10.3	3.4	17.3	23.0
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	2.4	4.7	6.7	8.7	9.3
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	382.7	651.3	700.1	700.6	676.6	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	74.2	0.1	100.1	55.0	32.5	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	172.3	232.7	251.7	304.6	377.8
无形资产	22.4	22.4	21.8	21.2	20.6	营业外收支净额	-0.1	1.7	1.7	0.2	0.0
长期待摊费用	51.3	65.9	34.6	3.4	-27.8	税前利润	172.2	234.4	253.4	304.8	377.8
资产总计	2320.8	2230.5	2888.6	3113.6	3367.5	减：所得税	28.6	35.4	38.0	45.7	56.7
短期借款	0.0	0.0	542.4	497.1	424.4	净利润	143.6	199.1	215.4	259.1	321.1
应付票据	109.7	107.8	134.1	157.1	180.0	归属母公司净利润	143.6	199.1	215.4	259.1	321.1
应付账款	39.2	67.4	82.8	96.9	111.1	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	55.8	39.9	18.6	-7.5	-39.0	基本每股收益	0.45	0.62	0.67	0.81	1.00
应付职工薪酬	17.3	20.6	20.6	20.6	20.6	稀释每股收益	0.45	0.62	0.67	0.81	1.00
应交税费	7.3	3.8	3.8	3.8	3.8						
其他应付款	11.4	12.0	12.0	12.0	12.0	财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	成长性					
长期借款	200.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	18.0%	14.5%	16.4%	22.6%	20.6%
预计负债	21.1	20.8	20.8	20.8	20.8	EBIT 增长率	0.0%	0.0%	15.2%	26.3%	24.0%
负债合计	461.8	272.3	835.1	800.9	733.7	净利润增长率	0.0%	0.0%	8.2%	20.3%	23.9%
股东权益合计	1859.1	1958.1	2173.6	2432.7	2753.8	盈利性					
						销售毛利率	38.9%	43.1%	42.9%	45.4%	48.2%
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	销售净利率	14.3%	17.3%	16.1%	15.8%	16.3%
净利润	143.6	199.1	215.4	259.1	321.1	ROE	7.7%	10.2%	9.9%	10.7%	11.7%
折旧与摊销	46.3	55.6	83.1	86.4	88.4	ROIC	7.6%	9.9%	8.2%	9.6%	11.0%
经营活动现金流	126.4	-365.5	-404.1	132.9	173.1	估值倍数					
投资活动现金流	-100.0	-300.0	-200.0	-10.0	-10.0	PE	20.6	14.9	13.8	11.4	9.2
融资活动现金流	1160.7	10.3	419.0	-62.6	-95.7	P/S	3.0	2.6	2.2	1.8	1.5
现金净变动	1187.1	-655.2	-185.1	60.3	67.3	P/B	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1
期初现金余额	185.2	1372.3	452.3	267.2	327.5	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	1372.3	717.1	267.2	327.5	394.8	EV/EBITDA	7.7	8.9	9.4	7.5	6.0

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉，纺织服装行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

雅戈尔(600177.sh)、美邦服饰(002269.sz)、鲁泰A(000726.sz)、七匹狼(002029.sz)、伟星股份(002003.sz)、报喜鸟(002154.sz)、罗莱家纺(002293.sz)、富安娜(002327.sz)、潮宏基(002345.sz)、探路者(300005.sz)、星期六(002291.sz)、梦洁家纺(002397.sz)、森马服饰(002563.sz)、搜于特(002503.sz)、华斯股份(002494.sz)、希努尔(002485.sz)

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn