期间费用大幅增长，业绩低于预期

百圆裤业（002640.SZ）

中　性　　首次评级

核心观点：

1. 事件

百圆裤业发布 2012 年 3 季报。

2. 我们的分析与判断

- **公司发布 3 季报，业绩低于市场预期。**（1）公司前三季度收入 3.42 亿元，同比增 5.22%；营业利润 0.52 亿元，同比下降 3.57%；净利润 0.43 亿元，同比增 2.47%；（2）公司 Q3 季度营业收入 1.14 亿，同比增 2.29%；净利润 0.15 亿，同比下降 10.17%，剔除政府补助 500 万元后同比下降 40.62%。（3）公司预计 2012 年度净利润增速在 0-30%的范围内。
- **高价位产品销售比例增加，毛利率同比大幅提升。**公司前三季度整体毛利率为 45.44%，同比增长 6.44 个百分点，公司毛利率水平大幅提升得益于产品价格的整体提升以及直营业务销售比重的增加。
- **渠道快速扩张带来期间费用大幅增加，拖累业绩增速。**公司前三季度渠道快速扩张带来广告费用和员工薪酬等期间费用的大幅增长，销售费用率和管理费用率分别同比增长 3.13 和 3.64 个百分点；其中三季度销售费用同比增长 82%，管理费用同比增长 49.45%。
- **对加盟商授信政策放松及对供应商预付货款影响经营性现金流。**公司今年在整体终端消费环境不佳的情况下加大对优质加盟商授信额度，经营性现金流净额-1.44 亿元，同比去年 1,823 万元下降 16,216 万元。其中，受加盟商欠款影响，应收账款较年初增长 1.03 亿元，增 123.71%；预付款项较年初增长 1.5 亿元，增 390.49%；资产减值损失同比增长 1055%。存货方面，公司期末存货额 9217 万元，比期初增长 18.2%。
- **外延式扩张迅速，渠道空间广阔。**公司上半年新增门店约 180 家，净增加 101 家，全年预计净增门店 200-300 家。公司定位于中低端品牌，主要销售渠道集中于三四线城市，目前已进入 100 多个县城，相对于全国 2000 多个县比例较低，未来市场空间广阔。

3. 投资建议

我们预计随着公司渠道规模的扩张，2012、2013 年公司收入规模分别为 5.3、6.1 亿，分别增 8.4%、16.2%；净利润规模分别为 0.71、0.83 亿，分别增 3.9%、16.1%；EPS 分别为 0.54、0.62 元，当前股价对应 PE 分别为 17、14.6 倍。考虑到经营性现金流情况、公司前三季度经营业绩，给予中性投资评级。

分析师

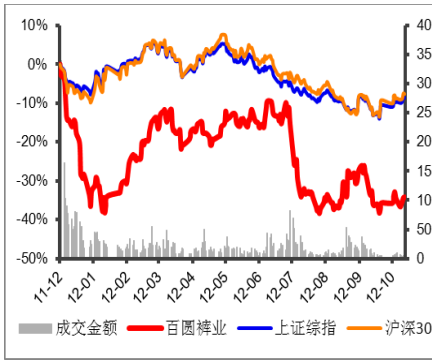
马莉
☎：（8610）6656 8489
✉：mali_yj@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130511020012

特此鸣谢
李佳嘉：（8610）6656 8098
（lijiajia@chinastock.com.cn）
执业证书编号：S0130111081688

花小伟：（8610）8357 4523
（huaxiaowei@chinastock.com.cn）
执业证书编号：S0130112090085
对本报告的编制提供信息

市场数据	时间 2012.10.21
A 股收盘价(元)	9.51
A 股一年内最高价(元)	30
A 股一年内最低价(元)	8.85
上证指数	2128.3
市净率	1.97
总股本（万股）	13,334
实际流通 A 股(万股)	3,334
限售的流通 A 股(万股)	10,000
流通 A 股市值(亿元)	3.17

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

表 1：百圆裤业逐季业绩增速

	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3
营业总收入	15,205	7,999	13,374	11,145	16,174	8,762	14,053	11,400
同比				26.32%	6.37%	9.54%	5.08%	2.29%
营业成本	9,612	4,765	8,432	6,635	10,069	5,028	7,486	6,152
同比				15.48%	4.75%	5.51%	-11.22%	-7.28%
销售费用	1,538	923	1,476	1,031	1,352	890	1,913	1,877
同比				33.02%	-12.14%	-3.54%	29.58%	82.08%
管理费用	846	773	1,199	1,008	1,421	1,034	1,841	1,506
同比				89.65%	67.95%	33.66%	53.55%	49.45%
财务费用	160	150	251	200	203	86	133	115
资产减值损失	-85	0	41	13	149	0	402	212
营业利润	3,012	1,352	1,873	2,201	2,799	1,646	2,099	1,487
同比				37.11%	-7.05%	21.79%	12.06%	-32.45%
加：营业外收入	129	0	270	0	846	0	0	500
减：营业外支出	0	0	30	20	0	15	3	1
利润总额	3,141	1,352	2,113	2,181	3,646	1,631	2,096	1,986
同比				33.39%	16.07%	20.68%	-0.79%	-8.93%
减：所得税	799	388	533	539	969	443	472	511
净利润	2,342	964	1,580	1,642	2,677	1,189	1,625	1,475
同比				25.84%	14.33%	23.39%	2.86%	-10.17%
母公司所有者净利润	1,311	2,338	984	1,563	1,642	2,680	1,194	1,629
同比					25.31%	14.67%	21.30%	4.19%
完全摊薄 EPS	0.10	0.18	0.07	0.12	0.12	0.20	0.09	0.12
盈利能力								
毛利率	36.78%	40.42%	36.95%	40.46%	37.75%	42.62%	46.73%	46.03%
营业利润率	19.81%	16.90%	14.01%	19.75%	17.31%	18.79%	14.94%	13.04%
销售净利润率	15.37%	12.31%	11.69%	14.74%	16.57%	13.63%	11.59%	13.15%
所得税率	25.45%	28.72%	25.24%	24.71%	26.57%	27.12%	22.50%	25.73%
费用控制能力								
管理费用率	5.56%	9.67%	8.96%	9.04%	8.78%	11.80%	13.10%	13.21%
销售费用率	10.12%	11.54%	11.04%	9.25%	8.36%	10.16%	13.61%	16.47%

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

表 2：百圆裤业（002640）财务报表预测

资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	68	510	230	173	178
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	46	84	220	256	290
预付款项	31	38	86	98	110
其他应收款	3	5	6	7	7
存货	75	78	68	78	87
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	44	38	101	160	171
在建工程	0	2	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0
无形资产	12	11	12	13	13
长期待摊费用	1	3	12	17	20
资产总计	295	794	757	823	898
短期借款	72	98	0	0	0
应付票据	0	14	14	16	18
应付账款	10	11	11	13	15
预收款项	22	14	24	28	32
应付职工薪酬	3	5	5	6	6
应交税费	6	18	18	18	18
其他应付款	9	10	10	10	10
其他流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
预计负债	0	0	0	0	0
负债合计	142	170	83	91	99
股东权益合计	154	624	674	732	799

现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
净利润	43	69	71	83	95
折旧与摊销销	0	3	8	15	21
经营活动现金流	4	50	-82	48	68
投资活动现金流	-10	-14	-79	-79	-35
融资活动现金流	24	233	-119	-25	-29
现金净变动	18	269	-280	-57	5
期初现金余额	50	68	510	230	173
期末现金余额	68	337	230	173	178

利润表（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	403	487	528	614	696
营业成本	264	299	306	350	392
营业税金及附加	3	4	4	5	5
销售费用	44	48	69	80	94
管理费用	29	44	55	64	73
财务费用	6	8	0	0	0
资产减值损失	0	2	4	4	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	58	82	90	110	127
营业外收支净额	0	11	5	0	0
税前利润	58	93	95	110	127
减：所得税	15	24	24	28	32
净利润	43	69	71	83	95
归属于母公司净利润	43	69	71	83	95
少数股东损益	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
基本每股收益	0.33	0.52	0.54	0.62	0.72
稀释每股收益	0.33	0.52	0.54	0.62	0.72

财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
成长性					
营收增长率	23.3%	20.8%	8.4%	16.2%	13.5%
EBIT 增长率	38.9%	43.3%	1.6%	22.3%	15.0%
净利润增长率	52.3%	58.2%	3.9%	16.1%	15.1%
盈利性					
销售毛利率	34.5%	38.6%	42.0%	43.0%	43.7%
销售净利率	10.8%	14.1%	13.5%	13.5%	13.7%
ROE	33.2%	17.7%	11.0%	11.8%	12.5%
ROIC	35.5%	38.6%	22.9%	17.9%	17.4%

资料来源：公司公告，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

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

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

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

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