

评级: 强烈推荐(维持)

纺织服装

公司季报点评

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): 政府补贴款减缓净利下滑幅度**事件:**

公司发布2012年三季报显示,前三季度,实现营业收入3.42亿元,同比增长5.22%;营业利润总额5233万元,同比下降3.57%;归属于上市公司股东的净利润4321.68万元,同比增长3.14%;每股收益0.32元。

同时,公司发布2012年全年业绩预告,预计实现归属于上市公司股东的净利润同比上升0%~30%,区间为6870.73万元~8931.95万元,即EPS区间为0.52元~0.67元。

点评:

- **盈利增速逐季放缓:**前三季度,收入增速平稳增长5.22%,同比减缓24.34个百分点;净利润增速3.14%,同比减缓105.7个百分点。收入及净利增速明显放缓反映了当前行业不景气现状,而政府补贴款减缓净利润下滑幅度,报告期内营业外收入同比增长85.4%。从第1、2、3季度来看,收入及净利增速亦呈下降趋势,收入同比增速分别为9.54%、5.08%、2.29%,净利同比增速分别为21.3%、4.19%、-8.75%。
- **毛利率同比升6.43个百分点:**前三季度,综合毛利率45.44%,毛利率同比大增的主要原因是高价位的产品销售比例不断提升,加之直营销售逐步成熟。1、2、3单季度的毛利率分别为42.62%、46.73%、46.03%。
- **期间费用率同比升5.9个百分点:**前三季度,期间费用同比增长34.01%,远超收入增速,期间费用率27.46%。其中,销售费用增长36.45%,销售费用率增长3.13个百分点至13.68%,主要是广告支出及员工薪酬增加所致;管理费用增长47%,管理费用率同比增长了3.63个百分点至12.8%,主要原因是职工提薪及会议费等支出增加所致。
- **应收账款较年初增长123.71%:**报告期末,应收账款净额1.87亿元,应收账款周转率由年初7.54次下降到2.53次,主要原因是公司加大了对优质加盟商信用额度。
- **存货较年初增长18.19%:**报告期末,存货净额9218万元,存货周转率由年初的3.9次下降到2.19次,主要是新品入库所致,也反映了公司存货总体控制仍较稳定。
- **经营活动现金净流量仍为负:**前三季度,经营活动现金净流量-1.44亿元,同比减少1.62亿元,主要是公司季节性支持客户,延长加盟商的信用期,同时,对供应商预付款和商铺款同比增长390.49%。
- **维持“强烈推荐”投资评级:**下调2012年~2014年EPS分别为0.55、0.63、0.72元,当前股价对应下的2012年、2013年PE分别为17.1倍、14.9倍,估值处于中低端,且虑及外延及内生的增长空间存有较大弹性,业绩维系稳定增长可期,维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示:**终端消费低迷、市场竞争加剧、门店租金持续上涨等风险。



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	716	807	920	1016	营业收入	487	543	608	683
现金	510	593	682	749	营业成本	299	296	328	366
应收账款	84	93	105	117	营业税金及附加	4	5	5	6
其他应收款	5	6	7	7	营业费用	48	73	82	92
预付账款	38	38	42	47	管理费用	44	68	76	85
存货	78	77	86	95	财务费用	8	2	3	3
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	2	8	8	8
非流动资产	78	76	74	72	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	38	36	33	30	营业利润	82	91	105	122
无形资产	11	10	9	8	营业外收入	11	6	6	6
其他非流动资产	29	30	32	34	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	794	884	995	1088	利润总额	93	97	111	128
流动负债	170	193	228	233	所得税	24	24	28	32
短期借款	98	120	150	150	净利润	69	73	83	96
应付账款	11	11	12	14	少数股东损益	-0	-0	-0	-0
其他流动负债	61	62	65	69	归属母公司净利润	69	73	84	96
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	95	98	112	130
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.03	0.55	0.63	0.72
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	170	193	228	233	主要财务比率				
少数股东权益	1	1	1	1	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	67	133	133	133	成长能力				
资本公积	433	366	366	366	营业收入	20.8%	11.6%	11.9%	12.2%
留存收益	124	190	266	355	营业利润	41.2%	11.0%	15.5%	16.1%
归属母公司股东权益	623	689	766	854	归属于母公司净利润	58.2%	6.1%	14.6%	15.2%
负债和股东权益	794	884	995	1088	获利能力				
					毛利率(%)	38.6%	45.6%	46.0%	46.4%
					净利率(%)	14.1%	13.4%	13.7%	14.1%
					ROE(%)	11.0%	10.6%	10.9%	11.3%
					ROIC(%)	34.9%	35.3%	37.2%	39.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	21.4%	21.9%	22.9%	21.4%
					净负债比率(%)	57.67%	62.15%	65.89%	64.41%
					流动比率	4.22	4.18	4.04	4.36
					速动比率	3.76	3.78	3.67	3.95
					营运能力				
					总资产周转率	0.89	0.65	0.65	0.66
					应收账款周转率	7	6	6	6
					应付账款周转率	27.89	26.41	27.93	27.98
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.52	0.55	0.63	0.72
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.52	0.51	0.59
					每股净资产(最新摊薄)	4.67	5.17	5.74	6.40
					估值比率				
					P/E	18.16	17.12	14.94	12.96
					P/B	2.00	1.81	1.63	1.46
					EV/EBITDA	9	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。

本报告可能在今后一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