

公司公告澄清存货售罄率处于良性区间

核心观点:

1. 事件

- 探路者发布媒体有关报道的澄清公告。针对媒体《探路者 3.36 亿存货如山，售罄率下降 10 个点》的报道，公司对存货和售罄率问题进行了澄清。

2. 我们的分析与判断

- 存货比年初增 88.82%，拆分存货，截止 9 月末过季货品占比不大，总体仍然处于良性区间。根据公司披露，截至 2012 年 9 月 30 日，公司合并资产负债表中存货余额为 3.36 亿元。分库龄看，Q3 末合并口径存货原值 3.59 亿（存货余额 3.36 亿元加上已计提的 0.23 亿存货跌价准备），其中含 0.9 亿已发货品（根据公司会计政策，该部分未确认为当季收入，统计为存货）。剔除该 0.9 亿货品，存货原值为 2.69 亿，其中当季销售采购的 2012 年秋冬季产品 1.57 亿元约占 58%，12 年春夏产品 0.44 亿元约占 16%，11 年秋冬产品 0.35 亿（目前大部分正在销售）及以前年份过季货品 0.32 亿元（这两部分合计约占全部存货的 25%）。
- 12 秋冬备货量加大、以及上架时间提前是 Q3 报告时点上采购入库待发的货品比较多的原因。由于 2012 年秋冬订货会同比增 60.7%，备货量自然应该对应增大；今年公司提前秋冬装上市窗口，也使得在该时点上有更多货品入库。
- 2012 春夏季售罄率不存在降低的情况。春秋货品销售季为 3-9 月，占全年收入比重 35%。截止今年 9 月，12 年春夏季货品售罄率为 62%，去年同期 11 年春夏季售罄率为 61%。
- 2012 秋冬季货品尚在销售中，最终售罄率需明年 3 月统计，截止目前销售顺利。秋冬季货品的销售时间从 9 月到明年 3 月，占全年收入比重为 65%。由于对研发的调整，以及价格带的下移，12 年秋冬季产品竞争力明显增强。表现在国庆期间整体终端同比增 62%，从 9 月上架到 11 月 18 日，整体售罄率达到 24%，部分畅销品超 30%。

3. 投资建议

维持对公司“谨慎推荐”评级。公司 2012 年秋冬季订货会金额同比增长 60.65%，2013 年春夏订货会订货金额同比增长 50.49%，基本锁定今年下半年和明年上半年收入高增速。户外行业仍处于外延扩张高速增长期，在假定所得税率为 15% 的情况下（广告投入进度将对该盈利预产生较大影响），我们预计 2012-2014 年 EPS 为 0.50、0.79、1.17，对应 PE 为 26.4、16.9、11.3，维持“谨慎推荐”评级。

探路者 (300005.SZ)

谨慎推荐 维持评级

分析师

马莉

电话: (8610) 6656 8489

邮箱: 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

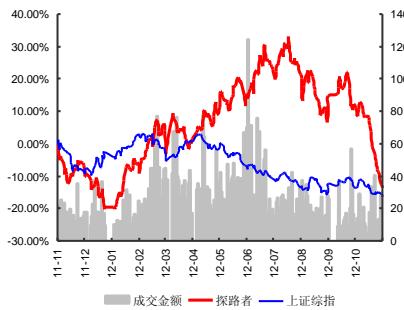
对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2012.11.27

A 股收盘价(元)	13.3
A 股一年内最高价(元)	22.5
A 股一年内最低价(元)	13.3
上证指数	1991
市净率	6.63
总股本 (万股)	35265.8
实际流通 A 股(万股)	16987.8
限售的流通 A 股(万股)	18277.9
流通 A 股市值(亿元)	22.52

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

表 1：探路者 (300005) 财务报表预测

资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
	货币资金	应收票据	应收账款	预付款项	其他应收款	存货	其他流动资产	长期股权投资	固定资产	在建工程	工程物资
货币资金	379.4	365.1	563.3	707.7	1039.6	营业收入	434.1	753.7	1150.9	1689.4	2348.0
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	221.2	395.5	592.7	861.6	1185.7
应收账款	7.7	12.9	18.6	27.6	36.6	营业税金及附加	2.3	3.5	3.6	5.3	7.4
预付款项	4.4	10.1	19.3	28.1	38.7	销售费用	92.3	118.0	195.8	288.9	408.3
其他应收款	5.7	5.6	8.6	12.6	17.5	管理费用	53.8	91.4	147.4	202.8	253.5
存货	89.2	177.9	222.5	359.6	441.4	财务费用	-3.7	-3.8	-1.8	-2.2	-3.1
其他流动资产	2.5	5.2	5.2	5.2	5.2	资产减值损失	3.3	25.5	6.7	9.8	13.6
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	109.1	228.6	272.3	323.3	371.5	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	19.5	25.3	25.3	25.3	25.3	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	65.0	123.5	206.5	323.3	482.5
无形资产	1.6	2.5	2.3	2.1	1.9	营业外收支净额	-0.8	1.2	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	6.0	3.0	4.0	4.0	5.0	税前利润	64.2	124.7	206.5	323.3	482.5
资产总计	626.2	845.4	1141.3	1495.5	1982.7	减： 所得税	10.3	17.5	31.0	48.5	72.4
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润	53.9	107.2	175.6	274.8	410.1
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司净利润	53.9	107.2	175.6	274.8	410.1
应付账款	57.4	134.5	198.9	289.1	397.8	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	30.4	42.5	123.8	181.7	252.5	基本每股收益	0.15	0.31	0.50	0.79	1.17
应付职工薪酬	8.0	11.0	11.0	11.0	11.0	稀释每股收益	0.40	0.40	0.50	0.79	1.17
应交税费	12.7	35.5	35.5	35.5	35.5	财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
其他应付款	19.0	15.9	15.9	15.9	15.9	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	47.9%	73.6%	52.7%	46.8%	39.0%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	29.2%	125.0%	45.6%	56.5%	49.0%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	22.4%	98.8%	63.8%	56.5%	49.3%
负债合计	127.4	239.5	385.0	533.1	712.7	盈利性					
股东权益合计	498.7	606.0	756.3	962.4	1270.0	销售毛利率	49.0%	47.5%	48.5%	49.0%	49.5%
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	销售净利率	12.4%	14.2%	15.3%	16.3%	17.5%
净利润	54	107	176	275	410	ROE	11.3%	19.4%	25.8%	32.0%	36.7%
折旧与摊销	5	0	9	12	13	ROIC	65.02%	69.30%	82.81%	125.65%	172.83%
经营活动现金流量	84	105	275	274	494	估值倍数					
投资活动现金流量	-100	0	-53	-63	-62	PE	86.1	43.3	26.4	16.9	11.3
融资活动现金流量	-12	4	-23	-66	-99	P/S	4.1	4.7	4.0	2.7	2.0
现金净变动	-28	109	198	144	332	P/B	3.6	5.9	6.1	4.8	3.7
期初现金余额	410	379	365	563	708	股息收益率	0.8%	0.4%	0.6%	1.5%	2.2%
期末现金余额	381	488	563	708	1040	EV/EBITDA	20.0	22.0	18.5	11.5	7.1

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