



**买入** **26% ↑**

目标价格: 人民币 11.62

原目标价格: 人民币 15.15

002154.CH

价格: 人民币 9.24

目标价格基础: 13倍 2013年市盈率

板块评级: 中立

# 报喜鸟

## 订单执行率降低导致收入低于预期

报喜鸟2月27日发布12年业绩快报,公司12年实现营业收入22.59亿元,同比增长11.4%;实现归属母公司净利润4.81亿元,同比增长28.6%,合每股收益0.81元,低于我们0.85元的盈利预测。由于母公司确认递延所得税税率变化导致有效税率大幅降低,公司12年净利润增速大幅高于收入。考虑到男装行业终端零售压力仍较大,我们下调公司13、14年盈利预测至0.89元和1.02元,基于13倍2013年市盈率,下调目标价至11.62元,维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 公司12年实现营业收入22.59亿元,同比增长11.4%;实现归属母公司净利润4.81亿元,同比增长28.6%,合每股收益0.81元。其中由于公司采用了较为怀柔的提货及退货政策,我们预计公司12年秋冬订单执行率有所降低,导致4季度实现收入5.46亿元,同比降低21.6%。但因为母公司递延所得税税率改变,公司13年净利润增速大幅高于收入。
- 我们估计公司全年净增门店约60-70家,低于年初160-180家的预期(其中报喜鸟80-90家,圣捷罗80-90家),主要原因为圣捷罗品牌调整关店所致。根据对零售终端的跟踪,我们预计公司13年将以强化大店建设和淘汰低质量门店为主,故外延扩张的节奏将较12年呈现放缓。
- 从零售终端看,1-2月服装零售终端数据仍较疲弱,其中公司春节期间录得约10%的收入增长,我们估计部分经销商销售收入增速在持平至低单位数增长水平,考虑到公司对13年秋冬订货会可能仍将维持较温和政策,我们预计订单增速仍将维持于较低水平,但订单执行率的回升仍有望将收入增速维持于相对较高水平。

### 评级面临的主要风险

- 零售终端复苏较缓导致经销商退货超预期。
- 竞品折扣增多导致公司终端零售低于预期。

### 盈利预测与估值

- 我们仍维持13年男装行业去库存的判断,认为行业在13年秋冬出现反弹将是小概率事件。相比渠道政策更为严格的福建品牌,短期内零售终端疲软对报喜鸟的报表压力更为显著。我们将目标价格由15.15元下调至11.62元,维持**买入**评级。

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	-	2	12	(27)
相对新华富时A50指数	-	3	(10)	(28)

发行股数(百万)	599
流通股(%)	89
流通股市值(人民币 百万)	5,533
3个月日均交易额(人民币 百万)	45
净负债比率(%) (2012E)	18
主要股东(%)	
报喜鸟集团有限公司	35

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2013年2月27日收市价为标准

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	1,258	2,028	2,260	2,588	2,968
变动(%)	15	61	11	15	15
净利润(人民币 百万)	242	351	481	535	613
全面摊薄每股收益(人民币)	0.406	0.615	0.804	0.894	1.024
变动(%)	31.3	51.7	30.7	11.1	14.6
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.828	1.060	1.390
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.854	1.009	1.163
调整幅度(%)	-	-	14.3	14.3	14.3
核心每股收益(人民币)	0.413	0.660	0.782	0.894	1.024
变动(%)	35.4	59.9	18.5	14.3	14.6
全面摊薄市盈率(倍)	22.8	15.0	11.5	10.3	9.0
核心市盈率(倍)	22.4	14.0	11.8	10.3	9.0
每股现金流量(人民币)	0.49	0.01	0.73	0.83	0.56
价格/每股现金流量(倍)	18.8	1,252.7	12.7	11.2	16.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.8	10.4	8.1	6.8	6.5
每股股息(人民币)	0.160	0.133	0.201	0.223	0.256
股息率(%)	1.7	1.4	2.2	2.4	2.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 纺织品及服装

刘都

(8621) 2032 8511

du.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

\*陈作佳为本报告重要贡献者

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	1,258	2,028	2,260	2,588	2,968
销售成本	(576)	(834)	(844)	(985)	(1,130)
经营费用	(342)	(631)	(676)	(772)	(908)
息税折旧前利润	340	563	739	830	930
折旧及摊销	(47)	(65)	(123)	(133)	(132)
经营利润(息税前利润)	293	498	617	698	798
净利息收入/(费用)	6	(12)	(64)	(53)	(59)
其他收益/(损失)	(6)	(53)	4	0	0
税前利润	294	433	557	645	739
所得税	(51)	(74)	(85)	(110)	(126)
少数股东权益	0	(9)	0	0	0
净利润	242	351	472	535	613
核心净利润	247	395	468	535	613
每股收益(人民币)	0.405	0.585	0.788	0.894	1.024
核心每股收益(人民币)	0.413	0.660	0.782	0.894	1.024
每股股息(人民币)	0.160	0.133	0.201	0.223	0.256
收入增长(%)	15	61	11	15	15
息税前利润增长(%)	31	70	24	13	14
息税折旧前利润增长(%)	24	66	31	12	12
每股收益增长(%)	31	45	35	13	15
核心每股收益增长(%)	35	60	19	14	15

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	294	433	557	645	739
折旧与摊销	47	65	123	133	132
净利息费用	(6)	12	64	53	59
运营资本变动	(104)	(474)	(231)	(209)	(440)
税金	(75)	(120)	(73)	(126)	(153)
其他经营现金流	139	89	(2)	0	0
经营活动产生的现金流	294	4	437	495	337
购买固定资产净值	(142)	(624)	(320)	(320)	(320)
投资减少/增加	(573)	(47)	0	0	0
其他投资现金流	(40)	(89)	18	20	(81)
投资活动产生的现金流	(756)	(760)	(302)	(300)	(401)
净增权益	64	15	(11)	330	0
净增债务	0	896	(96)	(259)	407
支付股息	(47)	(78)	(120)	(134)	(153)
其他融资现金流	0	0	(2)	0	0
融资活动产生的现金流	18	833	(229)	(63)	254
现金变动	(444)	77	(94)	133	189
期初现金	963	519	542	395	399
公司自由现金流	(462)	(756)	135	196	(65)
权益自由现金流	(461)	141	39	(64)	343

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	519	596	448	528	588
应收帐款	264	717	784	910	1,059
库存	360	511	566	650	734
其他流动资产	543	752	765	889	1,020
流动资产总计	1,686	2,576	2,562	2,977	3,401
固定资产	796	1,290	1,493	1,680	1,853
无形资产	64	139	117	97	88
其他长期资产	33	81	58	75	86
长期资产总计	893	1,510	1,669	1,853	2,027
总资产	2,579	4,086	4,231	4,829	5,427
应付帐款	195	199	201	234	269
短期债务	95	355	259	0	407
其他流动负债	413	683	583	676	774
流动负债总计	702	1,237	1,043	910	1,450
长期借款	0	651	651	651	651
其他长期负债	12	12	0	0	0
股本	294	587	599	599	599
储备	1,556	1,576	1,937	2,669	2,727
股东权益	1,850	2,164	2,536	3,268	3,326
少数股东权益	14	22	0	0	0
总负债及权益	2,579	4,086	4,231	4,829	5,427
每股帐面价值(人民币)	6.30	3.68	4.24	5.46	5.55
每股有形资产(人民币)	6.08	3.45	4.04	5.29	5.41
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.44)	0.70	0.77	0.21	0.79

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	27.0	27.8	32.7	32.1	31.3
息税前利润率(%)	23.3	24.6	27.3	27.0	26.9
税前利润率(%)	23.3	21.4	24.6	24.9	24.9
净利率(%)	19.3	17.3	20.9	20.7	20.7
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	2.4	2.1	2.5	3.3	2.3
利息覆盖率(倍)	n.a.	43.2	9.6	13.2	13.5
净权益负债率(%)	净现金	18.8	18.2	3.8	14.1
速动比率(倍)	1.9	1.7	1.9	2.6	1.8
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	22.8	15.8	11.7	10.3	9.0
核心业务市盈率(倍)	22.4	14.0	11.8	10.3	9.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	28.2	17.6	14.9	13.0	11.3
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.5	2.5	2.2	1.7	1.7
价格/现金流(倍)	18.8	1,252.7	12.7	11.2	16.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.8	10.4	8.1	6.8	6.5
<b>周转率</b>					
存货周转天数	209.3	190.6	232.8	225.2	223.6
应收帐款周转天数	56.1	88.3	121.2	119.4	121.0
应付帐款周转天数	44.1	35.4	32.3	30.7	30.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	19.4	22.3	25.5	25.0	25.0
净资产收益率(%)	14.1	17.5	20.1	18.4	18.6
资产收益率(%)	10.6	12.4	12.6	12.8	12.9
已运用资本收益率(%)	16.4	19.3	18.6	18.9	19.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371