证券研究报告
分析师 吕丽华 S1080510120003
电 话: 0755-83026590
邮 件: lvlihua@fcsc.cn

希努尔(002485)：第四季度业绩滑坡近六成

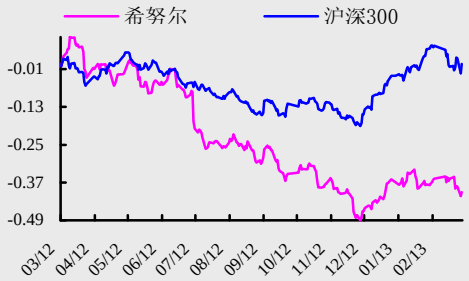
交易数据

上一日交易日股价（元）	7.52
总市值（百万元）	2,406
流通股本（百万股）	100
流通股比率（%）	31.38

资产负债表摘要（12/12）

股东权益（百万元）	1,998
每股净资产（元）	6.24
市净率（倍）	1.20
资产负债率（%）	23.37

公司与沪深 300 指数比较



相关报告

事件：

公司今日披露 2012 年报，报告期内，实现营业收入 11.78 亿元，同比增长 2.71%；归属于上市公司股东的净利润 1.4 亿元，同比减少 29.75%；每股收益 0.44 元。扣非后，归属于上市公司股东的净利润 1.22 亿元，同比下降 37.97%；每股收益 0.38 元。

点评：

直营店外延提速，但贡献尚弱。报告期内，新开直营店 101 家，截止 2012 年末，公司店铺总数 653 家，其中直营店 148 家（另有 20 余家正在设计装修中）、加盟店 505 家。由于公司门店培育期约 2～3 年，因此 2012 年新增店基本上都处于培育期，对盈利贡献尚难体现。

业绩第 4 季度下滑达 57.6%。公司收入具有明显的季节性因素，其中第 4 季度的收入约占全年收入的 50%左右。2012 年，收入在第 1、2 季度尚维持 16.6%、12.8%的增长，而在第 3、4 季度则下降 14.3%、0.2%，主要是终端消费不振，加盟商订货意愿不强；净利润降速逐季放大，分别为 21.5%、-9.8%、-10.8%、-57.6%，主要原因是毛利率大幅下降、费用率上升较快、坏帐损失和存货跌价又致资产减值损失猛增 165%。

毛利率同比降 1.44 个百分点。报告期内，除衬衫毛利率同比升 3.72%外，主要产品西服套装、休闲西装、西裤、棉服茄克、针织衫分别下降 0.5%、4.8%、3.7%、1.9%、2.7%，综合毛利率 41.6%。其中，第 4 季度的毛利率同比下滑 6.23 百分点，大幅拉低整体毛利率水平。

期间费用同比增长 31%。报告期内，因终端扩张加快，店铺租赁（+41.1%）、折旧（+36.4%）、工资费用（+27.8%）增加等所致销售费用增长 29.1%，销售费用率同比升 4.49 个百分点至 21.99%；管理费用控制略好，同比增 3.98%，费用率基本持平于去年；财务费用也受募集资金利息收入大幅减少所致同比增长 152.6%，财务费用率同比升 1.35 个百分点至 0.46%。

经营活动净现金流下降 90.8%。报告期内，经营活动净现金流 766.4 万元，其与经营活动净收益比由去年的 0.36 下降至本期的 0.05，主要原因是销售旺季公司对信用较好的加盟商适当延长了信用期限，以及结算合同期内的大客户欠款增多所致应收账款同

比增长 134.5%，应收帐款周转天数由去年的 32 天延长至本期的 65 天，从而导致销售回款同期延长。

存货较年初增长 29.1%。2012 年末，存货余额 4.02 亿元，主要是销售备货所致。从实物销售量看，本期生产量增长 6.7%，销售量下降 0.75%，而库存量同比增长 22.6%。

维持“中性”投资评级。基于过往经营表现及 2013 年春夏约 10%的订单额增长，预测 2013～2015 年 EPS 分别为 0.47、0.55、0.65 元，当前股价对应下的 2013 年 PE 为 16 倍。我们认为，短期内公司业绩缺乏驱动因素，内生及外延均尚待改善，故维持“中性”投资评级。

盈利预测

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1246	1422	1754	2017
现金	235	309	470	494
应收账款	299	334	386	459
其他应收款	9	11	12	14
预付账款	300	328	378	448
存货	402	440	507	601
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	1361	1337	1320	1318
长期投资	0	0	0	0
固定资产	991	1003	975	928
无形资产	148	191	247	321
其他非流动资产	222	143	98	69
资产总计	2607	2759	3074	3334
流动负债	588	589	728	781
短期借款	309	300	400	400
应付账款	122	133	154	182
其他流动负债	157	155	174	199
非流动负债	21	21	21	21
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	21	21	21	21
负债合计	609	610	749	802
少数股东权益	0	0	0	0
股本	320	320	320	320
资本公积	1262	1262	1262	1262
留存收益	416	568	743	951
归属母公司股东权益	1998	2150	2325	2533
负债和股东权益	2607	2759	3074	3334

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	8	158	150	135
净利润	140	152	175	208
折旧摊销	66	78	83	86
财务费用	5	14	15	16
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-212	-90	-127	-180
其他经营现金流	9	4	3	5
投资活动现金流	-398	-60	-74	-94
资本支出	403	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	5	-60	-74	-94
筹资活动现金流	201	-24	85	-16
短期借款	309	-9	100	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	120	0	0	0
资本公积增加	-120	0	0	0
其他筹资现金流	-108	-14	-15	-16
现金净增加额	-189	74	161	24

利润表 单位：百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1179	1317	1523	1811
营业成本	689	754	868	1029
营业税金及附加	11	12	15	18
营业费用	259	292	341	409
管理费用	58	66	78	94
财务费用	5	14	15	16
资产减值损失	13	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	144	179	206	245
营业外收入	21	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	165	179	206	245
所得税	25	27	31	37
净利润	140	152	175	208
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	140	152	175	208
EBITDA	215	271	305	347
EPS（元）	0.44	0.47	0.55	0.65

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	2.8%	11.7%	15.6%	18.9%
营业利润	-38.0%	23.8%	15.5%	18.5%
归属于母公司净利润	-29.7%	8.5%	15.5%	18.5%
获利能力				
毛利率 (%)	41.6%	42.8%	43.0%	43.2%
净利率 (%)	11.9%	11.5%	11.5%	11.5%
ROE(%)	7.0%	7.1%	7.5%	8.2%
ROIC(%)	6.0%	7.5%	8.2%	8.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	23.4%	22.1%	24.4%	24.0%
净负债比率 (%)	50.74%	49.21%	53.43%	49.90%
流动比率	2.12	2.42	2.41	2.58
速动比率	1.43	1.66	1.71	1.81
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.49	0.52	0.57
应收账款周转率	5	4	4	4
应付账款周转率	7.28	5.91	6.05	6.13
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.47	0.55	0.65
每股经营现金流(最新摊薄)	0.02	0.49	0.47	0.42
每股净资产(最新摊薄)	6.24	6.72	7.27	7.92
估值比率				
P/E	17.21	15.85	13.73	11.58
P/B	1.20	1.12	1.03	0.95
EV/EBITDA	12	9	8	7

数据来源：第一创业研究所、公司公告

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