



职业装龙头 等待新增产能释放

——乔治白(002687) 调研快报

2013年5月17日

推荐/维持

乔治白

调研快报

谭可 纺织服装行业分析师 010-66554011

执业证书编号: S1480510120013

符艺蕾 联系人 010-66554130

事件:

近日与公司管理层就公司战略、经营等情况进行沟通。发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

观点:

1. 36%的职业装中标率，女装职业装中标概率大于男装

从公司目前职业装的客户类型来看，主要集中在金融、电力、邮政等行业，其中银行+信用社的收入占总营业收入的47.8%。近几年来，由于各公司改用招标的方式选取制造商，因此公司客户群体平均每2.8年换一轮。但从中标水平来看，公司36%的中标率明显高于同行业的竞争者，其中女装职业装凭借其款式的时尚性、面料的舒适性、剪裁的独特性中标率明显高于男装，在同业内具有绝对的竞争优势。

2. 公司零售业务市场随波逐流

截止2012年年底，乔治白共有终端门店217家，其中街边店128家，商场店89家，自营门店48家，加盟店169家，2013年至今只开设1家新门店，日后公司将主打自营门店，减少加盟店的数量。在终端行情好转形势尚未明朗之前，公司采取谨慎的态度。从公司零售品牌的来看，乔治白品牌服饰定位男装正装款式，另外公司还有JZZ、G52、G73三个自己开发的子品牌，其中JZZ品牌主要是日韩系列的服装，定位休闲和正装相结合的款式。

3. 存货和应收账款压力小

公司一季度的存货和应收账款周转率分别为0.49和0.72次较去年同期分别上涨0.12次和下降0.18次。由于职业装先订货后制造的特性，公司职业装基本无存货和应收账款，大大减少了在经济下行时的经营风险。

4. 河南募投项目今年产能释放量达50%

公司河南募投项目已基本完工，从项目整体布局上来看与温州平阳县的格局一模一样，今年有望释放50%的产能，截止目前为止公司共有3个生产基地，分别在温州平阳县2个，河南1个，外地有14个办事处，未来公司还将根据业务的需求继续拓展新的产能。

结论:

公司作为以制造为主的服装企业，在零售环境相对低迷的环境下，受影响相对有限，收入保持了一定正增长。未来，公司将坚持职业装为主，零售市场为辅的战略，将凭借自身在职业装领域的口碑和影响力以及纵深一体化的供应链基础，保持相对稳定的增长。我们维持此前对公司的盈利预测，2013-2015年EPS分别为1.05、1.16和1.29元，对应动态PE分别为9.56、8.66和7.79倍。考虑到公司仍然以制造业务为主，相对品牌企业估值有一定折价，当前的估值水平还未呈现明显吸引力，维持“推荐”评级。

风险提示:

订单存在不确定性。

表 1: 公司 2013-2015 年盈利预测结果

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	589.71	640.98	707.23	781.74	861.95
营业收入增长率	41.59%	8.69%	10.34%	10.54%	10.26%
EBITDA (百万元)	129.54	131.42	149.47	176.16	197.93
EBITDA 增长率	34.80%	1.45%	13.73%	17.85%	12.36%
净利润 (百万元)	94.24	95.50	103.04	114.68	127.08
净利润增长率	30.07%	1.34%	7.89%	11.30%	10.81%
ROE	27.12%	10.06%	9.99%	10.21%	10.37%
EPS (元)	1.27	1.13	1.05	1.16	1.29
P/E	7.98	8.96	9.69	8.71	7.86
P/B	2.16	1.05	0.97	0.89	0.82
EV/EBITDA	5.98	4.99	3.57	2.92	2.47

资料来源: 东兴证券整理

表 2: 盈利预测表 (2011A-2015E)

利润表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	增长率 %	2014E	增长率 %	2015E	增长率 %
营业收入	589.71	640.98	707.23	10.34%	781.74	10.54%	861.95	10.26%
营业成本	315.89	336.94	374.83	11.25%	414.32	10.54%	456.83	10.26%
营业费用	105.77	118.95	134.37	12.97%	148.53	10.54%	163.77	10.26%
管理费用	40.33	56.53	63.65	12.60%	70.36	10.54%	77.58	10.26%
财务费用	5.09	2.18	-1.21	N/A	-1.42	N/A	-1.49	N/A
投资收益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	108.96	107.80	119.22	10.60%	132.92	11.49%	147.50	10.97%
利润总额	110.98	111.48	121.22	8.74%	134.92	11.30%	149.50	10.81%
所得税	16.74	15.98	18.18	13.79%	20.24	11.30%	22.43	10.81%
净利润	94.24	95.50	103.04	7.89%	114.68	11.30%	127.08	10.81%
归属母公司所有者的净利润	94.24	95.50	103.04	7.89%	114.68	11.30%	127.08	10.81%
NOPLAT	96.85	94.22	100.31	6.47%	111.77	11.43%	124.11	11.04%
资产负债表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	增长率 %	2014E	增长率 %	2015E	增长率 %
货币资金	48.96	342.80	464.57	35.52%	484.03	4.19%	509.37	5.24%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	111.83	173.95	191.93	10.34%	212.15	10.54%	233.92	10.26%
预付款项	18.21	11.27	3.55	-68.48%	-4.98	N/A	-14.38	N/A
存货	128.33	118.73	132.08	11.25%	146.00	10.54%	160.98	10.26%
流动资产合计	313.94	660.34	803.93	21.75%	850.24	5.76%	904.26	6.35%
非流动资产	300.52	479.07	428.90	-10.47%	494.24	15.23%	563.31	13.98%

资产总计	614.46	1,139.40	1,232.83	8.20%	1,344.48	9.06%	1,467.57	9.16%
短期借款	74.80	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	23.80	30.73	33.72	9.72%	37.27	10.54%	41.09	10.26%
预收款项	49.52	27.84	27.84	0.00%	27.84	0.00%	27.84	0.00%
流动负债合计	261.04	179.35	192.97	7.59%	207.83	7.70%	223.85	7.71%
非流动负债	5.95	10.89	8.27	-24.04%	13.30	60.79%	18.72	40.70%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	347.46	949.16	1,031.59	8.68%	1,123.34	8.89%	1,225.00	9.05%
净营运资本	52.90	480.99	610.97	27.02%	642.40	5.15%	680.40	5.92%
投入资本 IC	365.11	598.64	567.02	-5.28%	639.30	12.75%	715.63	11.94%
现金表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
净利润	94.24	95.50	103.04	7.89%	114.68	11.30%	127.08	10.81%
折旧摊销	15.49	21.44	0.00	N/A	44.66	N/A	51.92	16.26%
净营运资金增加	-23.08	428.09	129.98	-69.64%	31.44	-75.81%	38.00	20.87%
经营活动产生现金流	90.21	62.72	144.95	131.12%	155.94	7.58%	174.85	12.13%
投资活动产生现金流	-103.06	-184.25	-1.16	N/A	-120.00	N/A	-131.00	N/A
融资活动产生现金流	6.83	425.21	-22.02	N/A	-16.48	N/A	-18.51	N/A
现金净增 (减)	-6.02	303.68	121.77	-59.90%	19.46	-84.02%	25.34	30.23%

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

谭可

纺织服装行业研究员，消费品研究小组组长，2007年加盟东兴证券研究所。

符艺蕾

英国纽卡斯尔大学金融学硕士，2012年加盟东兴证券研究所，从事纺织服装行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。