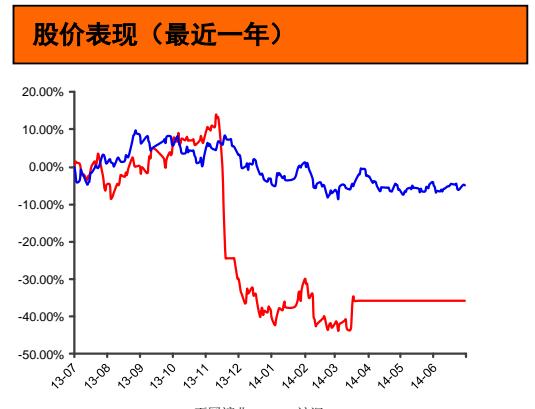


百圆裤业（002640）：收购跨境电商打造服装立体零售
推荐（首次）
纺织服装
当前股价：15.06元

报告日期：2014年7月17日

主要财务指标（单位：百万元）				
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	446	483	559	665
(+/-)	-8.0%	8.2%	15.8%	18.9%
营业利润	42	50	64	82
(+/-)	-32.6%	18.9%	26.5%	28.5%
归属于母公司净利润	31	42	53	68
(+/-)	-39.9%	33.7%	26.4%	28.4%
每股收益（元）	0.24	0.32	0.40	0.51
市盈率（倍）	64	48	38	29

公司基本情况（最新）	
总股本/已流通股（万股）	13334/3334
流通市值（亿元）	5.02
每股净资产（元）	5.21
资产负债率（%）	28.3



华鑫证券 研究发展部

研究员：汤 峰

执业证书编号 S1050513090001

021-51793725

tangfeng@cfsc.com.cn

7月16日晚公司公告称以发行股份及支付现金方式拟以10.32亿元的价格，收购跨境电商环球易购100%的股权，其中公司拟以股票对价支付9.72亿元，现金支付0.6亿元，发行价格为14.30元/股，合计发行数量为6797.2万股；同时拟向安赐叁号、信达澳银非公开发行股份募集配套资金1.5亿元，用于支付本次交易的现金对价、本次重组的相关费用以及用于本次交易完成后补充环球易购的业务发展所需运营资金。

- 收购跨境电商打造服装立体零售：**受制于中国大陆低迷的消费环境，公司终端零售市场饱受考验，但跨境电商交易则呈现出快速发展态势。此次公司收购的环球易购专注于跨境出口零售的垂直类电子商务平台业务，在服装电子等多个垂直品类拥有全球知名的跨境B2C销售网站。环球易购以高性价比的中国制造产品，为全球用户提供物美价廉的海量选择，产品直销美国、加拿大、英国等全球200多个国家和地区。其主要通过自建专业品类垂直电子商务销售平台和eBay、Amazon等第三方平台进行线上B2C销售，销售产品以服装服饰、3C类电子产品等为主。这不仅符合公司目前产品定位，公司也可利用环球易购在电子零售商务的优势，融合其B2C、大数据运营、网络广告、垂直类和第三方电商平台零售经验等优质互联网基因，打造上市公司线上线下资源联动、数字营销与供应链优化相结合、内销跨境协同的服装立体零售生态圈。

- 收购资产质地良好，业绩承诺助公司未来发展：**截至2014年3月末，环球易购总资产为1.38亿元，净资产为1.17亿元，P/B为8.8X，较其他类似平台例如唯品会（VIPS.N, P/B40X）或亚马逊（ZMZN.O, P/B15X）估值相比具有一定优势。目前环球易购旗下平台注册用户数量已超600万人，而且近年来销售收入增长迅速（2012年度至2014年1-3月分别实现营业收入1.98亿元、4.66亿元和2.01亿元，净利润分别为1391.04万元、3014.61万元和1163.54万元），这意味着公司已经形成了一定的平台优势和知名度，这也为未来公司业绩提供了良好的基础。并且本次交易对方徐佳东、李鹏臻承诺环球易购2014年至2017年度实现的净利润分别不低于人民币6,500万元、



9,100万元、12,600万元、17,000万元，从另一方面保证了公司未来业绩的快速增长。

- **收购负担小：**公司虽然以10.32亿元收购环球易购100%的股权，但公司拟以股票对价支付9.72亿元，现金支付0.6亿元，并同时拟向安赐叁号、信达澳银非公开发行股份募集配套资金1.5亿元，用于支付本次交易的现金对价、本次重组的相关费用以及用于本次交易完成后补充环球易购的业务发展所需运营资金，且目前公司负债率处整个行业低位，现金流充裕，因此此次收购对公司负担较小。
- **盈利预测：**公司此次收购跨境电商我们认为公司不仅是加大对线上销售的重视程度，拓宽销售渠道并能使自己的高性价比的产品迈向全球销售，从而加强了公司抗风险能力和突破目前的销售瓶颈。因此我们预计2014-2016年EPS分别为0.32元、0.4元和0.51元，对应PE分别为48X、38X和29X，我们首次给予“推荐”评级
- **风险提示：**收购审批风险，交易终止风险，行业竞争加剧导致业绩低于预期风险等。



图表 1：百圆裤业盈利预测（万元）

单位：万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	48,543	44,635	48,307	55,939	66,512
增长率(%)	-0.3%	-8.0%	8.2%	15.8%	18.9%
减：营业成本	26,482	23,951	26,349	30,449	36,094
综合毛利率(%)	45.4%	46.3%	45.5%	45.6%	45.7%
减：营业税金及附加	458	426	459	531	632
销售费用	7,707	8,914	8,695	9,789	11,307
管理费用	6,260	5,851	6,521	7,384	8,647
财务费用	651	591	531	587	665
期间费用率	30.1%	34.4%	32.6%	31.8%	31.0%
资产减值损失	708	676	725	839	998
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	6,276	4,227	5,026	6,359	8,170
增长率(%)	-23.7%	-32.6%	18.9%	26.5%	28.5%
加：营业外收入	974	40	48	56	67
减：营业外支出	107	9	0	0	0
利润总额	7,143	4,258	5,074	6,415	8,237
增长率(%)	-23.1%	-40.4%	19.2%	26.4%	28.4%
减：所得税	2,029	1,397	1,066	1,347	1,730
实际所得税率(%)	28.4%	32.8%	21.0%	21.0%	21.0%
净利润	5,114	2,861	4,008	5,068	6,507
归属于母公司所有者净利润	5,237	3,149	4,209	5,321	6,832
增长率(%)	-23.8%	-39.9%	33.7%	26.4%	28.4%
净利润率(%)	10.8%	7.1%	8.7%	9.5%	10.3%
少数股东损益	-122	-288	-200	-253	-325
总股本(万股)	13,334	13,334	13,334	13,334	13,334
基本每股收益(元/股)	0.39	0.24	0.32	0.40	0.51

资料来源：公司年报，华鑫证券研发部



研究员简介

汤 峰：英国伦敦大学伯贝克学院，金融学硕士，2012年2月加盟华鑫证券研发部。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%---(-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>