

2014年12月23日

贵人鸟 (603555.SH)

公司快报

证券研究报告

服装 III

转型体育产业集团，经营拐点将在明年出现

■事件：12月17日，我们邀请了公司副总经理陈奕先生、董秘周世勇先生参加2015年投资策略会，会上公司高管与投资者进行了交流。

■基本面拐点向上，明年关注点为应收账款：终端的复苏从去年底已出现，具体表现为折扣率回升（以前5折，今年6折），同店增长提速（老店同店增长7%-11%）。从订货会数据看，公司2015年春夏订货会实现约9%的增长，库存清理也将在2015年一季度结束，未来一年考核重点为应收账款。渠道方面，缩减调整仍将继续，目前对经销商已从关注拿货向关注零售（货品周转率）转变。产品方面除设计创新以外，针对90后也开发了“潮玩”系列，更为符合未来消费趋势。

■成立体育产业运营管理平台，向体育产业集团转型：公司近期公告与中欧盛世资产管理有限公司共同投资成立上海贵欧投资有限公司，其中公司拟出资490万元，占注册资本的49%。该投资公司作为推动体育产业整合的运营管理平台，未来将以此为基础成立并购基金，借此丰富公司在体育产业并购方面资金来源渠道，加快体育产业布局的步伐。在项目选择方面，公司更为关注市场化运作、有成功经验的项目，其中三个方向最为关注：1) 线上线下能够结合运作；2) 商业模式成熟且有一定品牌和用户积累；3) 能够带来利润的项目。我们认为公司在战略方针上积极转型体育产业集团，在战术选择上充分考虑与自身优势的协同效应，同时账上现金充裕（三季报现金10亿+发债8亿）有利于未来外延扩张选择的灵活性。

■投资建议：我们看好体育产业未来几年大发展的宏观趋势，考虑到运动鞋服行业整体温和复苏，公司产品、库存及渠道调整已进入后半段，主业业绩有望自明年二季度逐季回升，且转型方面态度坚决且积极，账上现金充沛，后续体育产业投资项目落地有望成为股价催化剂，预测公司2014-2016年EPS分别为0.51元/0.60元/0.68元，上调评级为“增持-A”，6个月目标价为18元，对应15年30倍PE。

■风险提示：1) 需求恢复低于预期；2) 体育产业项目谈判风险

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,855.4	2,405.9	1,930.5	2,090.9	2,220.3
净利润	528.0	423.5	310.8	368.8	414.4
每股收益(元)	0.86	0.69	0.51	0.60	0.68
每股净资产(元)	2.10	2.15	2.65	3.07	3.54
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	19.1	23.8	32.2	27.3	24.1
市净率(倍)	7.8	7.6	6.2	5.3	4.6
净利润率	18.5%	17.6%	16.1%	17.6%	18.7%
净资产收益率	41.0%	32.1%	19.1%	19.6%	19.1%
股息收益率	0.0%	2.7%	0.9%	1.1%	1.2%
ROIC	50.9%	35.5%	19.7%	33.5%	21.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

增持-A

调高评级

6个月目标价

18.00元

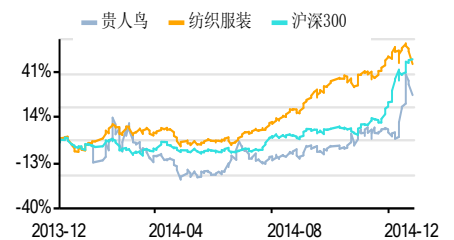
股价(2014-12-23)

16.40元

交易数据

总市值(百万元)	10,069.60
流通市值(百万元)	1,459.60
总股本(百万股)	614.00
流通股本(百万股)	89.00
12个月价格区间	10.60/18.48元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-12.88	-6.42	
绝对收益	15.82	32.15	

苏林洁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514110002

sulj@essence.com.cn

021-68763865

相关报告

调整转型初见成效，下半年业绩改善可期	2014-08-08
深耕三四线市场，调整仍将持续	2014-07-14
渠道扩张促使业务逆势上扬	2014-01-09

1. 一级标题

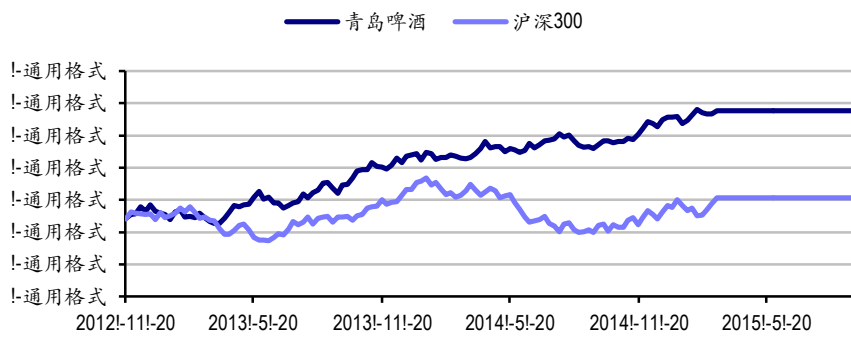
1.1. 二级标题

1.1.1. 三级标题

1.1.1.1. 四级标题

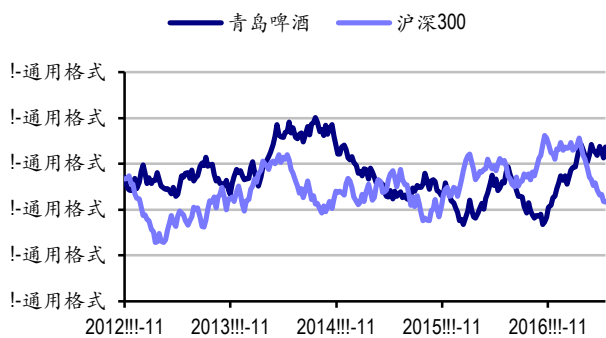
段落正文段落正文段落正文段落正文段落正文段落正文段落正文段落正文段落正文段落正文段落正文段落正文段落正文段落正文

图 1:



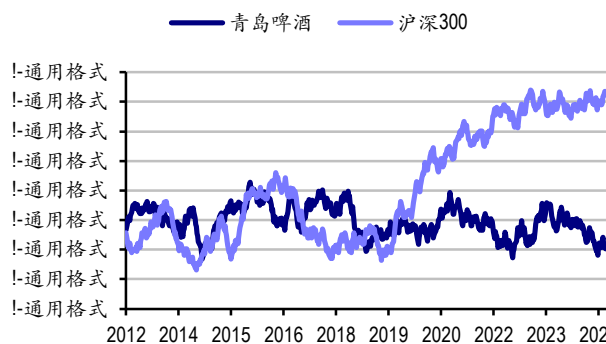
数据来源：安信证券研究中心

图 2:



数据来源：安信证券研究中心

图 3:



数据来源：安信证券研究中心

表 1:

单位	列一	列二	列三	列四	列五	列六	列七	列八	列九
行一	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
行二	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
总计	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%

数据来源：安信证券研究中心

表 2:

单位	列一	列二	列三	列四	列五
行一	10%	10%	10%	10%	10%
行二	10%	10%	10%	10%	10%
总计	20%	20%	20%	20%	20%

数据来源：安信证券研究中心

段落正文，段落正文段落正文，段落正文段落正文段落正文段落正文段落正文段落正文段落正文段落正文

财务报表预测和估值数据汇总(2014年12月24日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,855.4	2,405.9	1,930.5	2,090.9	2,220.3	成长性					
减:营业成本	1,693.2	1,428.2	1,153.3	1,243.9	1,314.9	营业收入增长率	7.8%	-15.7%	-19.8%	8.3%	6.2%
营业税费	21.4	21.4	19.3	20.9	22.2	营业利润增长率	25.8%	-12.9%	-27.3%	20.3%	12.2%
销售费用	362.9	235.3	193.1	209.1	217.6	净利润增长率	29.5%	-19.8%	-26.6%	18.7%	12.4%
管理费用	119.8	121.9	135.1	121.3	115.5	EBITDA 增长率	28.1%	-10.0%	-26.6%	18.2%	12.6%
财务费用	45.3	46.1	19.6	8.5	7.2	EBIT 增长率	27.5%	-11.9%	-29.7%	16.5%	11.7%
资产减值损失	12.9	30.4	30.0	30.0	30.0	NOPLAT 增长率	28.8%	-21.9%	-29.7%	16.7%	12.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	11.9%	27.0%	-31.5%	77.5%	-24.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	40.4%	2.3%	23.3%	15.9%	15.4%
营业利润	599.9	522.5	380.1	457.2	512.9	利润率					
加:营业外净收支	27.1	44.7	36.0	35.9	38.9	毛利率	40.7%	40.6%	40.3%	40.5%	40.8%
利润总额	626.9	567.1	416.1	493.1	551.8	营业利润率	21.0%	21.7%	19.7%	21.9%	23.1%
减:所得税	98.9	143.6	105.3	124.3	137.4	净利润率	18.5%	17.6%	16.1%	17.6%	18.7%
净利润	528.0	423.5	310.8	368.8	414.4	EBITDA/营业收入	23.9%	25.5%	23.3%	25.4%	27.0%
						EBIT/营业收入	22.6%	23.6%	20.7%	22.3%	23.4%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	58	76	93	98	109
货币资金	616.5	515.3	526.1	418.2	710.0	流动营业资本周转天数	69	115	123	108	102
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	201	300	327	293	290
应收账款	862.3	1,374.9	555.6	1,303.0	547.3	应收账款周转天数	92	167	180	160	150
应收票据	73.5	33.0	53.0	44.9	55.5	存货周转天数	22	20	22	21	21
预付帐款	185.1	65.0	142.8	89.7	147.9	总资产周转天数	281	396	456	439	462
存货	159.1	106.9	127.0	121.6	136.5	投资资本周转天数	143	203	238	248	263
其他流动资产	0.3	2.0	3.0	1.8	2.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	41.0%	32.1%	19.1%	19.6%	19.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	20.8%	15.4%	14.7%	12.2%	15.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	50.9%	35.5%	19.7%	33.5%	21.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	521.1	495.2	501.9	632.0	713.1	销售费用率	12.7%	9.8%	10.0%	10.0%	9.8%
在建工程	10.2	31.9	79.1	287.5	232.5	管理费用率	4.2%	5.1%	7.0%	5.8%	5.2%
无形资产	58.1	63.6	61.6	62.3	62.7	财务费用率	1.6%	1.9%	1.0%	0.4%	0.3%
其他非流动资产	55.2	66.9	59.2	59.9	61.7	三费/营业收入	18.5%	16.8%	18.0%	16.2%	15.3%
资产总额	2,541.3	2,754.7	2,109.3	3,020.9	2,669.5	偿债能力					
短期债务	578.5	782.1	-	119.1	-	资产负债率	49.3%	52.2%	23.0%	37.7%	18.6%
应付帐款	555.3	561.5	366.4	608.1	374.5	负债权益比	97.3%	109.0%	29.9%	60.5%	22.9%
应付票据	60.0	-	35.7	9.2	38.6	流动比率	1.51	1.46	2.90	2.42	3.22
其他流动负债	59.4	93.3	82.9	80.8	83.8	速动比率	1.39	1.39	2.64	2.27	2.94
长期借款	-	-	-	321.2	-	利息保障倍数	14.24	12.34	20.39	54.79	72.24
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	1,253.2	1,436.9	485.0	1,138.4	496.9	DPS(元)	-	0.45	0.15	0.18	0.20
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	65.2%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	525.0	525.0	614.0	614.0	614.0	股息收益率	0.0%	2.7%	0.9%	1.1%	1.2%
留存收益	763.1	792.8	1,010.4	1,268.6	1,558.7						
股东权益	1,288.1	1,317.9	1,624.4	1,882.6	2,172.7						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	EPS(元)	0.86	0.69	0.51	0.60	0.68
净利润	528.0	423.5	310.8	368.8	414.4	BVPS(元)	2.10	2.15	2.65	3.07	3.54
加:折旧和摊销	36.3	44.5	50.1	65.8	78.5	PE(X)	19.1	23.8	32.2	27.3	24.1
资产减值准备	12.9	30.4	-	-	-	PB(X)	7.8	7.6	6.2	5.3	4.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	19.3	32.8	1,640.0	1,640.0	24.1
财务费用	37.9	46.9	19.6	8.5	7.2	P/S	3.5	4.2	5.2	4.8	4.5
投资损失	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	21.1	18.9	15.5
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	-11.3%	-0.7%	14.4%	-100.0%	-100.0%
营运资金的变动	-169.8	-321.1	538.3	-467.2	468.5	PEG	-1.7	-34.0	2.2	-0.3	-0.2
经营活动产生现金流量	468.2	202.1	918.8	-24.1	968.6	ROIC/WACC	4.8	3.4	1.9	3.2	2.0
投资活动产生现金流量	-55.2	-54.2	-102.0	-405.0	-105.0	REP	-	-	4.9	1.7	3.3
融资活动产生现金流量	-73.4	-237.0	-806.0	321.2	-571.8						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏林洁声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

