

孔军

021-62178407

kongjun@cjis.cn

探路者

300005

推荐

优惠的所得税率使得公司业绩大幅增长

公司09年实现收入29355.39万元，同比增长38.46%；实现净利润4403.40万元，同比增长72.62%。公司09年业绩大增最主要原因是由于公司所得税率由08年的25%降低到15%。鉴于公司户外产品在国内具有较广阔的市场前景，以及公司10转增10，虽然公司股价市盈率偏高，但仍有较大的上涨动力，我们给予公司“推荐”评级。

投资要点：

- **公司09年依靠渠道扩张、毛利率提高和所得税率降低使得公司业绩大幅增长。**公司09年实现收入29355.39万元，同比增长38.46%；实现营业利润4629.41万元，同比增长39.50%；实现净利润4403.40万元，同比增长72.62%。公司收入同比增长主要由于公司的渠道数量扩张（09年渠道数量达481家，同比增长近18%）；虽然公司费用率略有增加，但是产品平均毛利率同比增加2.37个百分点，使得公司营业利润同比增长超过收入的增长；净利润大幅增长是由于公司09年获得了《高新技术企业证书》，企业09年所得税率为15%（08年所得税率为25%）。
- **国内户外用品市场具有较大的发展空间。**欧美国家由于居民对健康生活方式的向往，户外运动具有相当广泛的群众基础。在欧洲户外用品行业01-06年平均增长率高于同期的经济总体增长速度。目前在国内，随着居民收入水平的不断提高，健康的户外休闲方式也越来越得到城市居民的重视，因此户外用品的国内市场具有较大的发展空间。
- **公司在行业中具有较强的竞争优势。**据中国行业企业信息发布中心对08年度全国户外品牌调查汇总结果，按销售量计算，“探路者”品牌市场占有率为行业首位，按照销售额计算，“探路者”品牌市场占有率排名行业第二位。公司在行业中较强的竞争优势，为公司未来进一步拓展全国市场奠定了良好的基础。
- **销售渠道扩张保证公司收入增长。**公司将继续巩固现有的直营和加盟共存的营销渠道模式，加大对店面的投入和管理。未来几年公司销售渠道将继续保持较高的增长速度。10、11、12年渠道增长速度分别为：23%、30%、31%，如附图表1。公司渠道的增长将继续促进公司收入的增长。
- **公司服装产品价格逐年提高，产品毛利率稳定提高，保证公司业绩增长。**随着公司服装类产品由于知名度的扩大，售价逐年上升。由于服装类产品平均售价提高，加之公司不断优化产品结构，使得公司产品毛利率逐年提高，并且在销售增长的情况下依然能够保持稳定。稳定的高毛利率保证了公司的业绩增长。
- **给予公司“推荐”的投资评级。**我们预测公司10-12年EPS为0.90、1.09、1.56元，10-12年P/E为51、42、29倍。虽然公司目前市盈率偏高，但该盈利预测是假设公司2010年所得税率没有优惠（恢复到25%），由于公司的户外产品具有一定科技含量，2010年可能将继续得到15%的所得税率。若公司继续得到15%的所得税率，则2010年动态市盈率为44倍。另外公司年报10转增10，股价具有上涨动力。根据这些，我们认为股价具有上涨空间，给予公司“推荐”投资评级。

6-12个月目标价：54.00元

当前股价：45.80元

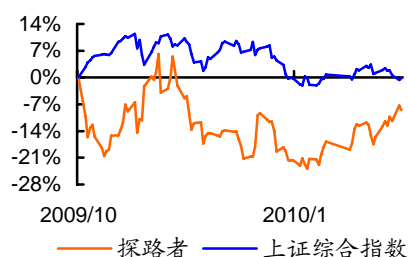
评级调整：首次评级

基本资料

上证综合指数	3050.48
总股本(百万)	67
流通股本(百万)	17
流通市值(亿)	8
EPS(10年)	0.90
每股净资产(元, 10年)	7.75
资产负债率	14.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
探路者	0.00	5.90	0.00
上证综合指数	0.00	-4.05	-0.32



相关报告

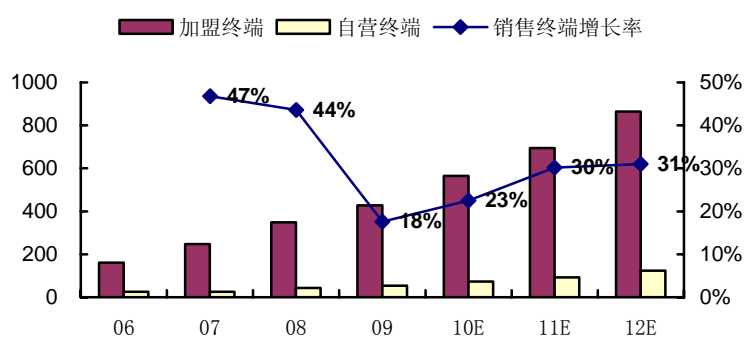
《国内户外用品第一品牌》新股报告——09.10.9

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	292	408	568	790
同比(%)	40%	40%	39%	39%
归属母公司净利润(百万元)	46	60	73	104
同比(%)	80%	32%	21%	43%
毛利率(%)	47.8%	48.7%	49.4%	50.2%
ROE(%)	10.0%	11.6%	12.3%	15.0%
每股收益(元)	0.68	0.90	1.09	1.56
P/E	66.87	50.83	42.01	29.44
P/B	6.69	5.91	5.18	4.41
EV/EBITDA	56	34	22	15

资料来源：中投证券研究所

附图表 1 公司销售渠道增长情况



资料来源：公司招股书，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	493	606	680	781	营业收入	292	408	568	790
现金	409	409	409	409	营业成本	152	210	287	394
应收账款	6	9	13	18	营业税金及附加	2	2	3	5
其它应收款	6	6	10	13	营业费用	54	74	104	145
预付账款	1	14	19	26	管理费用	32	45	62	87
存货	71	168	230	315	财务费用	-0	-4	14	21
其他	0	0	0	0	资产减值损失	4	4	4	4
非流动资产	42	349	620	633	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	36	181	389	494	营业利润	48	77	93	136
无形资产	1	1	1	1	营业外收入	6	5	5	5
其他	4	168	231	139	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	535	955	1300	1413	利润总额	54	82	99	141
流动负债	75	435	706	714	所得税	8	20	25	35
短期借款	0	320	592	558	净利润	46	61	74	106
应付账款	32	40	57	77	少数股东损益	0	1	1	1
其他	43	75	56	78	归属母公司净利润	46	60	73	104
非流动负债	1	0	0	0	EBITDA	48	79	122	180
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.68	0.90	1.09	1.56
其他	1	0	0	0					
负债合计	76	435	706	714	主要财务比率				
少数股东权益	0	1	2	3	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	67	67	67	67	成长能力				
资本公积	329	329	329	329	营业收入	39.7%	39.7%	39.1%	39.1%
留存收益	62	123	196	300	营业利润	45.0%	59.8%	21.0%	45.7%
归属母公司股东权益	459	519	592	696	归属于母公司净利润	79.6%	31.6%	21.0%	42.7%
负债和股东权益	535	955	1300	1413	获利能力				
					毛利率	47.8%	48.7%	49.4%	50.2%
					净利率	15.7%	14.8%	12.9%	13.2%
					ROE	10.0%	11.6%	12.3%	15.0%
					ROIC	77.8%	13.0%	10.3%	13.9%
					偿债能力				
					资产负债率	14.2%	45.5%	54.3%	50.5%
					净负债比率	0.00%	73.62%	83.92	78.23%
					流动比率	6.54	1.39	0.96	1.09
					速动比率	5.59	1.01	0.64	0.65
					营运能力				
					总资产周转率	0.84	0.55	0.50	0.58
					应收账款周转率	51	51	51	51
					应付账款周转率	6.15	5.77	5.90	5.85
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.68	0.90	1.09	1.56
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	-0.38	0.55	1.34
					每股净资产(最新摊薄)	6.85	7.75	8.84	10.39
					估值比率				
					P/E	66.87	50.83	42.01	29.44
					P/B	6.69	5.91	5.18	4.41
					EV/EBITDA	56	34	22	15

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

孔军, 中投证券研究所纺织服装行业分析师, 中国纺织大学工学硕士, 7 年行业分析经历, 7 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 鲁泰 A、孚日股份、报喜鸟、雅戈尔、伟星股份、烟台氨纶、七匹狼、山东如意、美邦服饰等

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434