报 喜 鸟 (002154.SZ)　服装行业

评级：买入　**维持评级**　**公司点评**

张斌
分析师 SAC 执业编号：S1130206080208
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

公司股权激励行权表明管理层对未来的信心

事件

公司公告：以2010 年6 月11 日为股票行权登记日，对本次提出申请行权的63 名激励对象的4,067,524.00 份股票期权予以行权。根据公司的股票期权激励计划，授权日为2008 年12 月15 日，自授权日起满12 个月且2008 年年度报告公告后，激励对象应在可行权日内按30%：30%：40%的行权比例分期逐年行权。自2009 年12 月15 日起，公司激励对象进入首期股票期权激励计划第一个行权期，可行权的股份总数为489.5万股，以12.20 元的行权价格完成第一次行权共计4,067,524.00 股，占可行权总数的83%。本次可行权的120 名激励对象中共有63 名向公司董事会提交了行权申请，其余57 名激励对象放弃了本次行权。根据规定，本次激励对象所获股份将按照规定锁定六个月，实际可上市流通时间为2010年12月21日，且流通数量为激励对象本次行权股份总量的25%。激励对象在任职期间每年转让其通过股权激励计划获得的股份不超过其所持有的通过股权激励计划获得的股份总数的25%。

评论

行权表明管理层对公司发展未来抱有强烈信心：“ 报喜鸟 ”西服品牌已经是市场中比较有竞争力的品牌，去年再融资更为公司发展筹集了足够的资金，我们认为公司完全有可能实现业绩持续稳定增长.

我们认为公司业绩将持续增长，略微上调未来业绩预期：1、公司不断通过开设旗舰店、增强加盟商实力、加强市场营销，巩固和强化“ 报喜鸟 ”品牌已有的强势地位；2、对于圣捷罗这一新品牌，公司根据当前市场逐渐复苏的实际情况，采取稳步推进的策略，而不是盲目扩张，对此我们非常赞同。新品牌建设绝非一日之功，在目前租金较高、市场处于复苏期，谨慎扩张更为可取；3、在目前国内外经济形式下，公司子公司宝鸟的经营情况良好，其中职业服增长较快、出口形式也不错；4、考虑到公司稳步发展，我们略微下调了管理和营业费用占比，从而上调业绩预期，10-12 年净利润分别较原预期上调 1.3%、1.7%和 2.1%，EPS 分别为 0.820 元、0.986 元和 1.185 元（已经考虑行权后的股份摊薄），分别同比增长 30.19%、20.25%和 20.17%。

在目前大盘调整的情况下，公司股价表现较强，我们继续给予买入投资建议：1、根据我们的业绩预计，公司当前 10 年动态市盈率只有 27.4 倍，低于七匹狼、罗莱等同类型公司，公司并没有被高估；2、西服市场虽然一直平稳发展，但其中的强势品牌能够获得高于行业均值的增速一旦品牌形象建立，地位难以撼动，而且公司报喜鸟品牌已经覆盖商务男装，商务男装收入占总收入 50%左右，品牌地位更加强势；3、随着宏观经济逐渐由投资拉动转变为消费拉动，公司未来业绩仍有望持续增长。

敬请参阅最后一页特别声明

此文档仅供国信证券股份有限公司使用

图表1：公司财务报表摘要

损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	**468**	**938**	**1,092**	**1,305**	**1,557**	**1,862**
增长率		*100.2%*	*16.4%*	*19.5%*	*19.3%*	*19.6%*
主营业务成本	-249	-481	-534	-633	-754	-899
% 销售收入	*53.2%*	*51.3%*	*48.9%*	*48.5%*	*48.4%*	*48.2%*
毛利	219	457	558	672	804	964
% 销售收入	*46.8%*	*48.7%*	*51.1%*	*51.5%*	*51.6%*	*51.8%*
营业税金及附加	-4	-7	-11	-13	-16	-19
% 销售收入	*0.9%*	*0.7%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*
营业费用	-72	-169	-193	-226	-269	-322
% 销售收入	*15.4%*	*18.0%*	*17.7%*	*17.3%*	*17.3%*	*17.3%*
管理费用	-39	-107	-130	-155	-185	-222
% 销售收入	*8.3%*	*11.4%*	*11.9%*	*11.9%*	*11.9%*	*11.9%*
息税前利润（EBIT）	104	174	224	277	333	401
% 销售收入	*22.3%*	*18.6%*	*20.5%*	*21.3%*	*21.4%*	*21.6%*
财务费用	1	-8	-6	1	3	5
% 销售收入	*-0.2%*	*0.8%*	*0.6%*	*-0.1%*	*-0.2%*	*-0.3%*
资产减值损失	-3	1	-7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0	0	0
% 税前利润	*2.2%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	104	167	211	278	337	407
营业利润率	*22.2%*	*17.8%*	*19.4%*	*21.3%*	*21.6%*	*21.8%*
营业外收支	-3	-1	10	10	10	10
税前利润	**101**	**166**	**221**	**288**	**347**	**417**
利润率	*21.6%*	*17.7%*	*20.2%*	*22.1%*	*22.3%*	*22.4%*
所得税	-18	-43	-36	-48	-57	-69
所得税率	*17.9%*	*25.8%*	*16.3%*	*16.5%*	*16.5%*	*16.5%*
净利润	83	123	185	241	290	348
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利	**83**	**123**	**185**	**241**	**290**	**348**
净利率	*17.7%*	*13.1%*	*16.9%*	*18.5%*	*18.6%*	*18.7%*

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	83	123	185	241	290	348
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	10	34	57	33	39	44
非经营收益	-3	8	2	-10	-10	-10
营运资金变动	-19	7	-67	-17	-46	-56
经营活动现金净流	**71**	**173**	**177**	**248**	**272**	**326**
资本开支	-160	-105	-32	-47	-50	-50
投资	-41	-175	-48	-51	-100	-100
其他	0	-3	4	0	0	0
投资活动现金净流	**-201**	**-283**	**-77**	**-98**	**-150**	**-150**
股权募资	295	0	786	0	0	0
债权募资	40	10	-70	-96	0	1
其他	-22	-18	-45	-3	-70	-75
筹资活动现金净流	**313**	**-8**	**670**	**-99**	**-70**	**-74**
现金净流量	**183**	**-119**	**770**	**51**	**52**	**102**

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	289	196	953	1,004	1,057	1,159
应收款项	86	140	137	164	196	235
存货	110	294	301	347	413	492
其他流动资产	107	49	79	91	107	128
流动资产	590	679	1,470	1,607	1,773	2,013
% 总资产	*76.0%*	*55.3%*	*73.9%*	*73.3%*	*71.5%*	*71.0%*
长期投资	35	121	156	206	306	406
固定资产	147	353	284	324	338	347
% 总资产	*18.9%*	*28.8%*	*14.3%*	*14.8%*	*13.6%*	*12.3%*
无形资产	3	68	71	53	61	67
非流动资产	187	548	521	585	706	822
% 总资产	*24.0%*	*44.7%*	*26.1%*	*26.7%*	*28.5%*	*29.0%*
资产总计	**777**	**1,227**	**1,991**	**2,192**	**2,480**	**2,836**
短期借款	70	165	95	0	0	0
应付款项	149	317	229	284	338	404
其他流动负债	21	69	58	141	160	194
流动负债	240	552	382	424	498	598
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	13	13	0	0	0
负债	**240**	**564**	**395**	**424**	**498**	**599**
普通股股东权益	537	663	1,596	1,767	1,982	2,237
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**777**	**1,227**	**1,991**	**2,192**	**2,480**	**2,836**

比率分析

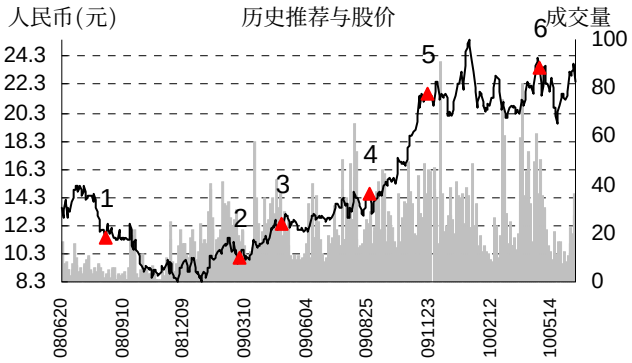
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.864	0.640	0.630	0.820	0.986	1.185
每股净资产	5.596	3.453	5.510	6.101	6.841	7.722
每股经营现金净流	0.744	0.896	0.607	0.857	0.939	1.126
每股股利	0.100	0.200	0.000	0.240	0.260	0.320
回报率						
净资产收益率	15.44%	18.54%	11.59%	13.63%	14.61%	15.56%
总资产收益率	10.68%	10.01%	9.29%	10.99%	11.68%	12.27%
投入资本收益率	14.11%	15.36%	11.02%	13.11%	14.05%	14.97%
增长率						
主营业务收入增长率	35.82%	100.22%	16.41%	19.53%	19.32%	19.59%
EBIT增长率	93.99%	66.86%	28.86%	23.70%	20.16%	20.37%
净利润增长率	96.70%	48.20%	50.51%	30.19%	20.25%	20.17%
总资产增长率	160.48%	58.01%	62.21%	10.09%	13.14%	14.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	61.5	46.8	40.8	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	160.7	222.7	205.7	200.0	200.0	200.0
应付账款周转天数	114.2	84.4	64.3	65.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	107.1	133.6	94.8	84.7	74.3	63.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-40.68%	-4.71%	-53.81%	-56.83%	-53.33%	-51.75%
EBIT利息保障倍数	-132.7	22.8	35.2	-292.7	-97.7	-73.4
资产负债率	30.83%	45.99%	19.83%	19.36%	20.09%	21.11%

来源：国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2008-08-19	买入	11.40	N/A
2	2009-03-02	买入	10.03	N/A
3	2009-04-27	买入	12.42	N/A
4	2009-08-27	买入	14.57	N/A
5	2009-11-20	买入	21.72	N/A
6	2010-04-28	买入	23.54	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

强买：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；
买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 10%－20%；
持有：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -10%－10%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 10%－20%；
卖出：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层

北京

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室