

提前发货将带动三季度报业绩大幅增长**谨慎推荐 维持评级**分析师: 马莉 ✉: mali_yi@chinastock.com.cn ☎: 010-66568489 执业证书编号: S0130210060022**1. 事件**

8月24日公司发布2010年半年报: 营业收入4.68亿元, 同比增长19.43%; 营业利润6357.9万, 同比增33.61%; 归属于母公司股东净利润5614.4万, 同比增长42.16%; 稀释每股收益0.19元。

同时公司公告, 基于终端市场向好、仓库不足引起的三季度提前发货, 预计2010年1-9月净利润比上年同期增长40%-60%, 对应EPS0.49-0.56元; 全年业绩增速低于前三季, 净利润增速40%以内。

2. 我们的分析与判断**(1) 渠道缓慢扩张, 母公司(对加盟商批发业务为主)业绩稳步增长**

上半年公司渠道缓慢扩张, 其中, 报喜鸟渠道数量达到679家, 比上年末增14家; 圣捷罗(S.ANGELO)时尚品牌网点数109家, 比上年末增26家; 公司卖场总面积达到10.9万平米(比上年末增6.8%)。

在渠道扩张推动下, 母公司(主要是对加盟商批发业务)业绩稳步增长。上半年主营业务收入2.788亿, 同比增11.23%; 营业利润4418万, 同比增6.86%; 受所得税率从25%下降至15%影响(高新技术企业认证), 净利润4026.39万, 同比增21.48%。

(2) 宝鸟业务改善明显, 其他业务处于摸索阶段

公司2008年4月收购宝鸟业务以来, 受金融危机影响, 宝鸟业绩波动较大: 1) 2008年收入4.12亿, 净利润3412万; 2009年收入下滑至3.24亿, 净利润2308万。2) 2010年上半年, 尤其是Q2, 受终端市场向好影响, 宝鸟职业服团购业务接单量和国内成衣加工订单量超出预期, 业绩回升明显。2010H1宝鸟收入1.80亿, 同比增42.11%; 净利润1644.4万, 同比增68.8%, 占合并净利润29.3%。

除宝鸟业务外, E-BONO电子商务、CARL BONO高级定制、BONOTAILOR楼宇定制等新业务均处于摸索阶段。

(3) 毛利率略有提升; “节流为辅”发生效应, 费用率有所下滑

上半年虽然成本呈现不断提升态势, 通过加强与供应商合作、努力控制成本, 主营业务销售毛利率50.45%, 比上年增1.23个百分点; 我们判断下半年由于产品提价, 主营业务毛利率仍呈提升态势。

上半年公司实施“开源为主、节流为辅”增长方式, 费用率有所下滑。其中, 管理费用率、销售费用率、财务费用率分别下降1.25、0.66、1.33个百分点。

3. 投资建议

预计2010/2011/2012年主营业务收入分别为14.07/17.34/21.44亿, 归属于母公司净利润分别为2.44/3.15/4.17亿; EPS分别为0.83/1.07/1.42元, 当前股价对应PE分别为30.9/23.9/18倍。与同类公司相比, 公司具备一定估值优势; 2010年8月份限售股解禁, 所有股东利益趋于一致, 维持“谨慎推荐”评级。

表 1: 报喜鸟分季度业绩增速

	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010H2
营业总收入	21,609	17,584	31,416	38,577	24,866	21,940	46,806
同比	80.75%	3.02%	17.47%	1.45%	15.08%	24.77%	19.43%
营业成本	10,988	8,889	15,009	18,471	12,122	11,752	23,874
同比	79.51%	-0.42%	9.01%	-4.34%	10.32%	32.22%	20.11%
销售费用	5,288	3,000	4,868	6,120	6,222	3,093	9,315
同比	74.53%	22.22%	-12.53%	4.70%	17.66%	3.12%	12.40%
管理费用	3,089	2,644	3,899	3,379	3,224	3,315	6,539
同比	92.62%	3.68%	22.88%	1.03%	4.38%	25.37%	14.06%
财务费用	164	146	183	144	-15	-236	-251
资产减值损失	167	-289	253	528	435	44	479
营业利润	1,716	3,043	6,918	9,459	2,587	3,770	6,358
同比	25.91%	4.73%	81.59%	9.51%	50.78%	23.92%	33.61%
加: 营业外收入	81	493	105	381	107	711	818
减: 营业外支出	2	5	70	11	8	29	38
利润总额	1,795	3,531	6,953	9,829	2,686	4,452	7,139
同比	32.23%	34.10%	82.48%	11.84%	49.64%	26.09%	34.02%
减: 所得税	485	892	644	1,588	630	894	1,524
净利润	1,310	2,639	6,309	8,240	2,056	2,057	2,058
同比	63.02%	32.46%	121.47%	23.70%	56.94%	-22.06%	-47.89%
母公司所有者净利润	1,310	2,639	6,309	8,240	2,056	3,558	5,614
同比	63.02%	32.12%	121.86%	23.99%	56.94%	34.83%	42.16%
完全摊薄 EPS	0.04	0.09	0.21	0.28	0.07	0.12	0.19
盈利能力							
毛利率	49.15%	49.45%	52.23%	52.12%	51.25%	46.43%	48.99%
管理费用率	14.30%	15.04%	12.41%	8.76%	12.97%	15.11%	13.97%
销售费用率	24.47%	17.06%	15.49%	15.86%	25.02%	14.10%	19.90%
营业利润率	7.94%	17.30%	22.02%	24.52%	10.41%	17.19%	13.58%
销售净利润率	6.06%	15.01%	20.08%	21.36%	8.27%	16.22%	12.00%
所得税率	27.03%	25.25%	9.27%	16.16%	23.47%	20.07%	21.35%

资料来源: WIND 中国银河证券研究部

表 2: 报喜鸟财务预测摘要

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	344.9	468.5	937.9	1091.9	1407.3	1734.0	2144.1
收入增长率%	12.00%	35.82%	100.22%	16.41%	28.90%	23.21%	23.65%
EBITDA(百万元)	59.7	111.2	208.7	259.3	334.7	427.0	553.3
净利润(百万元)	42.2	82.9	122.9	185.0	244.0	315.3	417.9
摊薄 EPS(元)	0.15	0.29	0.42	0.64	0.83	1.07	1.42
PE	176.4	89.7	60.5	40.2	30.9	23.9	18.0

EV/EBITDA(X)	29.7	20.2	23.5	25.4	20.7	16.3	12.5
PB	41.10	13.85	11.22	4.66	4.09	3.49	2.92
ROIC	19.9%	14.1%	15.4%	11.0%	12.9%	14.6%	16.1%
总资产周转率	1.24	0.87	0.94	0.68	0.67	0.75	0.82

资料来源: WIND 中国银河证券研究部

表 3: 报喜鸟报表预测

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	196	953	639	595	643	营业收入	938	1,092	1,407	1,734	2,144
应收票据	0	0	1	1	1	营业成本	481	534	671	817	1,010
应收账款	120	122	243	300	371	营业税金及附加	7	11	14	16	20
预付款项	49	79	92	109	129	销售费用	169	193	265	313	355
其他应收款	20	15	30	37	45	管理费用	107	130	168	210	259
存货	294	301	578	704	870	财务费用	8	6	-2	-3	-3
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-1	7	1	7	7
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	343	284	261	236	210	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	10	0	12	11	11	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	167	211	291	375	495
无形资产	40	46	44	43	41	营业外收支净额	-1	10	0	0	0
长期待摊费用	15	11	13	11	6	税前利润	166	221	291	375	495
资产总计	1,227	1,991	2,182	2,416	2,796	减: 所得税	43	36	47	59	77
短期借款	165	95	0	0	36	净利润	123	185	244	315	418
应付票据	43	15	29	35	43	归属于母公司净利润	123	185	244	315	418
应付账款	111	94	178	217	268	少数股东损益	0.2	0.0	0.0	0.0	1.0
预收款项	151	108	21	-85	-217	基本每股收益	0.42	0.64	0.83	1.07	1.42
应付职工薪酬	20	22	22	22	22	稀释每股收益	0.42	0.64	0.83	1.07	1.42
应交税费	48	36	36	36	36	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他应付款	12	12	12	12	12	成长性					
其他流动负债	2	0	-3	-7	-11	营收增长率	100.2%	16.4%	28.9%	23.2%	23.7%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	66.9%	28.9%	29.0%	30.5%	32.4%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	48.2%	50.5%	31.9%	29.2%	32.5%
负债合计	564	395	331	250	212	盈利性					
股东权益合计	663	1,596	1,846	2,162	2,580	销售毛利率	48.7%	51.1%	52.4%	52.9%	52.9%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	13.1%	16.9%	17.3%	18.2%	19.5%
净利润	123	185	244	315	418	ROE	18.5%	11.6%	13.2%	14.6%	16.2%
折旧与摊销	35	35	45	49	53	ROIC	15.4%	11.0%	12.9%	14.6%	16.1%
经营活动现金流	172	176	-119	93	130	估值倍数					
投资活动现金流	-283	-77	-130	-120	-120	PE	60.5	40.2	30.9	23.9	18.0
融资活动现金流	-8	670	-66	-17	38	P/S	7.9	6.8	5.4	4.4	3.5
现金净变动	-120	769	-315	-43	48	P/B	11.2	4.7	4.1	3.5	2.9
期初现金余额	289	196	953	639	595	股息收益率	0.5%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	169	966	639	595	643	EV/EBITDA	23.5	25.4	20.7	16.3	12.5

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

行业分析师覆盖股票范围：

雅戈尔(600177.sh)、美邦服饰(002269.sh)、鲁泰 A(000726.sz)、七匹狼(002029.sz)、伟星股份(002003.sz)、报喜鸟(002154.sz)、罗莱家纺(002293.sz)、富安娜(002327.sz)、潮宏基(002345.sz)、探路者(300005.sz)、大杨创世(600233.sh)、星期六(002291.sz)、梦洁家纺(002397.sz)

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908