

成本影响显现，关注自主品牌进展

中性下调

当前价格：16.15元

投资要点：

- 原材料成本上涨和销售费用增加压缩了利润
- 未来主要增长点在于自主品牌拓展

报告摘要：

- 三季度净利润同比下降 8.24%，EPS 为 0.4463 元。**1-9 月公司实现营业收入 72,663.61 万元，归属于母公司所有者的净利润 7,364.33 万元，同比分别增长 15.48%、-8.24%。EPS 为 0.4463 元。业绩增长略低于预期。
- 公司综合毛利率下降。**由于存在时滞，原材料成本的上涨对服装企业的影响在三季度开始显现出来，造成公司毛利率的下降。成本上涨对毛利率的影响在四季度仍有可能持续。
- 广告宣传费用和专卖店装修费的增加致使公司前三季度销售费用同比增加了 98.55%。**公司自主品牌的建设还在探索中，潜力较大，公司自主品牌创世、凯门的平均毛利率在 45% 以上，而外销市场毛利率在 25% 以下。公司的自主品牌渠道都是采用自营的方式，前期的宣传和渠道建设投入成本较高，影响了利润提升。
- 外销市场客户资源稳定，人民币升值影响可控。**虽然人民币相对于欧元和美元升值使公司承受了一定的汇兑损失，对公司业绩有所影响，但我们认为公司客户资源稳定，对外销市场具有较强的掌控能力，外销市场整体将处于稳定状态。
- 盈利预测。**公司内销市场快速增长，营业收入占比不断提高。我们认为公司未来增长点在内销市场，特别是自主品牌的顺利拓展将带动公司进入新的增长阶段。我们谨慎看好公司内销市场的增长态势，维持 2010/2011 年公司每股收益 0.72/0.86 元的预测。鉴于公司前期股价涨幅较大，将公司评级由增持下调为“中性”。
- 风险提示：**汇率风险以及原材料成本持续快速上涨。

| 主要经营指标 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 871.70 | 1002.45 | 1172.87 | 1407.45 |
| 同比增长率 | -2.7% | 15.0% | 17.0% | 20.0% |
| 净利润(百万元) | 111.07 | 118.07 | 141.21 | 173.30 |
| 同比增长率 | 107.7% | 6.3% | 19.6% | 22.7% |
| 每股收益(元) | 0.67 | 0.72 | 0.86 | 1.05 |

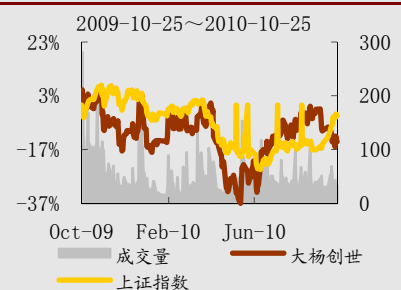
分析师

刘志茹

电话：010-88085230

Email: liuzhiru@hysec.com

市场表现



公司数据

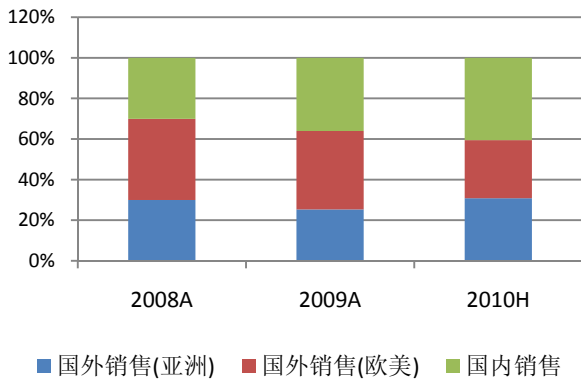
| | |
|----------|----------------|
| 总股本(万股) | 16,500 |
| 流通股本(万股) | 9847 |
| 流通比例 | 59.68% |
| 主要股东 | 大杨集团有限 责任公司 |
| 主要股东持股比例 | 40.32% |

相关研究

“大杨创世：打造未来竞争力”——公司研究报告，2010-6-8

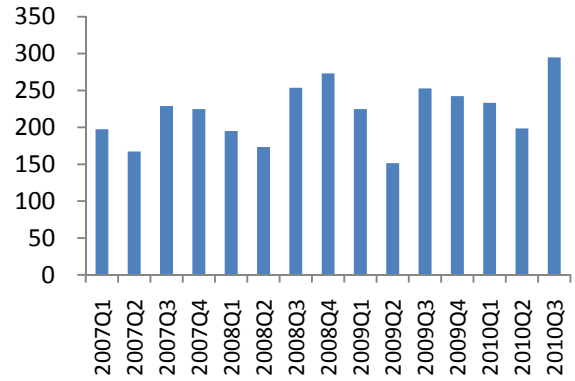
“毛利率提升，内销市场增长超预期”——中报点评，2010-8-22

图 1: 2007-2010 年按地区主营收入占比



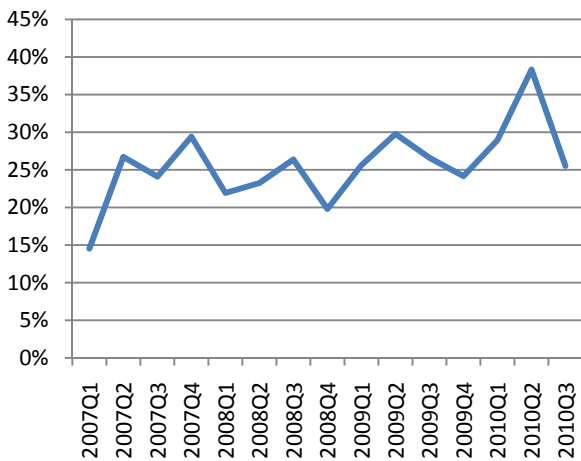
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 2: 2007-2010 年单季度销售收入



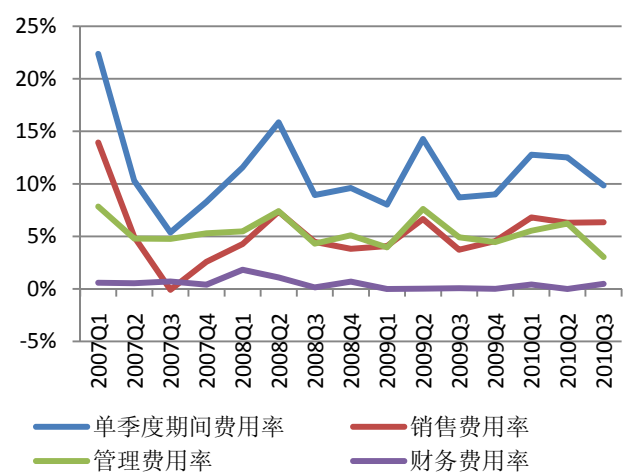
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 3: 2007-2010 年单季度综合毛利率



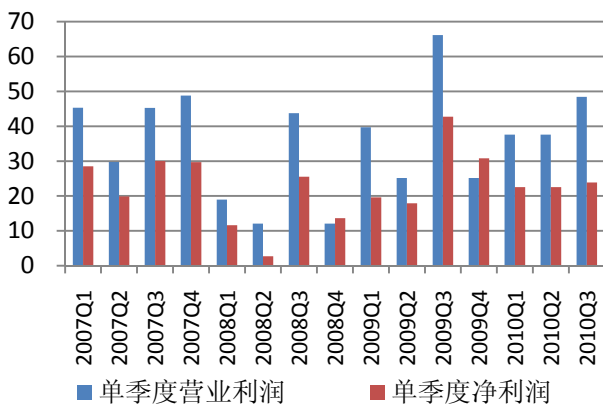
资料来源: 宏源证券

图 4: 2007-2010 年单季度费用率



资料来源: 宏源证券

图 5: 2007-2010 年单季度营业利润与净利润对比



资料来源: 宏源证券

预测利润表

| 单位: 百万元 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 871.70 | 1,002.45 | 1,172.87 | 1,407.45 |
| 减: 营业成本 | 643.12 | 721.77 | 838.60 | 999.29 |
| 营业税费 | 1.16 | 1.00 | 1.41 | 1.83 |
| 销售费用 | 39.68 | 45.11 | 52.19 | 61.93 |
| 管理费用 | 43.62 | 46.11 | 49.26 | 56.30 |
| 财务费用 | -0.08 | 1.50 | 1.99 | 2.81 |
| 资产减值损失 | 1.00 | 1.00 | 1.52 | 2.11 |
| 加: 公允价值变动收益 | 1.42 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资和汇兑收益 | 38.24 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 182.87 | 185.96 | 227.89 | 283.18 |
| 加: 营业外净收支 | -0.68 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 182.19 | 185.96 | 227.89 | 283.18 |
| 减: 所得税 | 42.92 | 43.70 | 53.55 | 66.55 |
| 净利润 | 139.26 | 142.26 | 174.33 | 216.63 |
| 归属母公司股东净利润 | 111.07 | 118.07 | 141.21 | 173.30 |
| EPS (元) | 0.67 | 0.72 | 0.86 | 1.05 |

分析师简介:

刘志茹: 宏源证券研究所纺织服装行业研究员，三年纺织服装行业工作经验，2010年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：瑞贝卡、大杨创世、鲁泰 A、华孚色纺。

宏源证券机构销售团队

| 华北区域 | 华东区域 | 华南区域 |
|--|---|---|
| 牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com | 曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com | 雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com |
| | 刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com | |
| | 孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com | |

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别 | 评级 | 定义 |
|--------|----|-------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上 |
| | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20% |
| | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5% |
| | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上 |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% 以上 |
| | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5% |
| | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上 |

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。