

报喜鸟（002154）：天高任我飞

增持（维持）

纺织服装行业

2008年3月19日

联系人 于化海 010-66045590 yuhh@txsec.com

事件描述：

天相投顾作为国内规模最大的独立证券研究机构，于2007年倡导成立“券商联盟”，基于天相投顾的研究平台与国内券商进行全方位的、深度的证券研究合作。天相目前作为业内唯一一家全面覆盖中小企业板上市公司的研究机构，近四年来对中小板上市公司进行了持续的跟踪研究，具备较深厚的研究积累。

浙商证券地处中国经济发达、民营企业发展最为活跃的浙江省，在中小企业板上市公司研究领域具有无可替代的地缘优势，未来几年浙商证券的研究覆盖地域和市场影响力将会辐射整个长三角地区。

2008年3月，天相—浙商证券联盟“强强合作”，隆重推出大型系列调研活动——“走进充满活力的浙江中小板”，对浙江地区近20家中小企业板上市公司进行联合调研。3月19日，正值公司07年报披露之际，天相—浙商证券联盟对报喜鸟（002154）进行了实地调研，并与公司高管就公司07年业绩、经营情况，以及未来品牌发展战略作了深入的交流。

评论：

- **07年度业绩靓丽。**公司是中等规模的西服、衬衫品牌内销民营企业，产品主要包括“报喜鸟”品牌西服、衬衫等男士系列服饰产品。07年度，公司实现4.68亿元，同比增长35.82%；营业利润1.04亿元，同比增长87.89%；净利润8,293万元，同比增长96.70%；分配预案为每10股转增10股派1元（含税），按最新股本9600万股摊薄后每股收益为0.86元，远超过我们0.70元和市场0.63元的盈利预测，业绩大幅超预期。
- **业绩增长主要原因在于单店销售增加及毛利率提升。**报告期内，公司小幅扩增店铺34家至585家，销售收入快速增长主要原因还是单店销售额的增长。同时，随着品牌提升，公司部分产品提价8%-10%，致使公司07年度综合毛利率达到47%，同比上升近8个百分点。单店销售增加和毛利率提升是公司收入和盈利增长点主要原因。
- **税收优惠致使业绩锦上添花。**公司07年度实现的净利润8,293万元，高于业绩快报披露的7,768万元，主要原因在于期间公司乡镇企业税收优惠以及计提应计福利费用冲减掉了部分管理费用，此外，投资国产设备抵免企业所得税获得批准、技术开发费税收优惠等多种因素致使公司07年度实际所得税率仅为17.86%，其中只有技术开发费税收优惠是可持续的，估计公司08年度实际所得税率在23%左右。
- **收购宝鸟，一举多得。**公司发布07年报的同时发布变更部分IPO募集资金投向公告，拟变更年产10万套中高档西服技改项目和年产60万件中高档衬衫技改项目。原计划用于投资西服和衬衫项目的募集资金9,604万元加公司自有资金共计12,254万元，用于收购上海宝鸟服饰有限公司80%股权，并于08年3月17日完成对宝鸟服饰收购的股权受让手续。宝鸟服饰现有年产西服50万套、衬衫40万件产能，并有西服10万套、衬衫20万件扩产计划，报喜鸟收购宝鸟服饰不仅可达到原募资项目计划的产能扩张需要，还获得了宝鸟服饰团购业务和网络直销业务的优势和经验，在解决产能瓶颈的同时，实现了品牌零售、商务装团购和网络直销业态的多样化，可谓一石多得，明智之举。考虑到宝鸟服饰并表因素，我们预计08年公司收入和净利润分

别达到8.5亿元和1.35亿元。

- **品牌精耕细作，渠道稳步扩张。**公司在品牌发展战略中提到，未来将以报喜鸟服饰为突出品牌，进行适当的业态多样化，配合高级量身定制业务，推出尊贵经典、高贵商务和时尚个性三种Saint Angelo子品牌系列品牌服饰产品，同时试水BONO品牌的网络直销营销模式，精心打造品牌的差异化以及业态的多样化。至于营销渠道上，公司预计2010年，各种分公司、营销网点和办事处将稳步扩张到1290家，是目前规模的2倍左右。
- **营销网络选址变更基本不会影响项目预期收益。**报告期内，全国房价高歌猛进，综合权衡运营成本及其他因素公司两度更改连锁营销网络建设项目的城市选址，此举利于成本费用的控制以及项目的及时推进。公司原计划选址一线城市，目的是为了打造品牌号召力和美誉度，从而带动二线城市的盈利增长，但不管怎样，从目前来看，公司主要的盈利还是主要来自于二线城市，一、二线城市营业网点布局的调整短期内对盈利影响有限。
- **盈利预测及评级。**我们暂时维持前期对公司08-09年每股收益分别为1.10元和1.29元的盈利预测，维持“增持”投资评级。由于公司变更募资投向转向收购宝鸟服饰，缩短了产能达产周期，使募集资金迅速产生效益，势必需要调整公司预测，具体的盈利预测调整请关注我们后续推出的调研深度报告。
- **风险提示：**1. 人民币升值持续、出口退税率再下调预期等因素致使外贸环境趋紧，原材料价格上涨、劳动力成本上升造成内压，内忧外患的市场环境使纺织服装行业整体不容乐观；2. 公司07年末较06年末存货增加25%，不打折经营策略致使公司存在一定的库存积压风险；3. 公司业态多样化过程中存在较多步确定性因素，尤其是网上直销业务，电子商务平台的运作还处于起步阶段。

附表 1. 公司主营产品产销情况预测。

产品	项目	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
上衣	产能(万件)	30	30	30	30	30+50	30+50+10
	产量(万件)	25.90	27.37	23.17	28.5	80	90
	外购(万件)	1.08	0.12	0.31	0.5	0	0
	销量(万件)	23.98	24.75	27.50	29.00	80.00	90.00
	产销率	88.92%	90.05%	117.14%	100.00%	100.00%	100.00%
	销售收入(万元)	10,772	11,361	12,798	16,233	47,020	54,485
	销售成本(万元)	7,491	7,672	8,555	9,221	27,176	31,491
	单位售价(元/件)	449	459	465	560	588	605
	单位成本(元/件)	312	310	311	324	340	350
西裤	产能(万条)	30	30	30	30	30+50	30+50+10
	产量(万条)	28.68	27.31	21.76	28.00	80	90
	外购(万件)	8.08	12.63	13.32	10.00	0	0
	销量(万条)	33.06	34.58	38.98	40.00	80	90
	产销率	89.93%	86.59%	111.12%	105.26%	100.00%	100.00%
	销售收入(万元)	6,935	7,007	8,050	10,583	22,225	25,753
	销售成本(万元)	4,780	4,676	5,055	6,033	12,669	14,680
	单位售价(元/条)	210	203	206	265	278	286

	单位成本(元/条)	145	135	130	151	158	163
衬衫	产能(万件)	30	30	30	30	30+40	30+40+20
	产量(万件)	0	0	0	0	40	60
	外购(万件)	24.42	29.45	30.10	30.00	0	0
	销量(万件)	24.42	29.45	30.10	30.00	40	60
	产销率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	销售收入(万元)	2,964	3,528	3,730	3,925	5,496	8,656
	销售成本(万元)	1,613	1,891	2,009	1,946	2,856	4,498
	单位售价(元/件)	121	120	124	131	137	144
	单位成本(元/件)	66	64	67	68	71	75
合计	营业收入(万元)	20,671	21,896	24,577	30,742	74,740	88,893
	营业成本(万元)	12,337	12,413	13,677	15,321	39,917	46,246

*注：1 公司分产品收入成本预测 08 年考虑了宝鸟服饰的并表因素，09 年考虑了宝鸟服饰的产能扩张因素。

资料来源：公司公告 天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566	传真：010-66573918	邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577	传真：010-66045500	邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566	传真：010-66045700	邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282	传真：021-58824283	邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800	传真：0755-82722762	邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582	传真：0531-82602622	邮编：250014