

美邦服饰

002269

增持/ 维持评级

股 价	2009/07/24
RMB19.85	
基础数据	
总股本（百万股）	1005
流通 A 股（百万股）	105
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	2084

财务数据

市净率 (X)	7.28
TRACING P/E (X)*	33.21
EPS (元)	0.15
股息率 (%)	1.51

*最近四季盈利计算。

相关研究

分享休闲服时尚盛宴

——从美邦看休闲服饰行业盈利模式探讨

经营预测与估值	2008A	20091Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4473.7	1089.6	5733.0	7232.7	9124.6
(+/-%)	41.7	14.0	28.2	26.2	26.2
归属母公司净利润(百万元)	587.5	153.7	752.6	975.2	1242.7
(+/-%)	61.4	9.4	28.1	29.6	27.4
EPS(元)	0.58	0.15	0.75	0.97	1.24
P/E(倍)	34.5	129.8	26.9	20.76	16.30

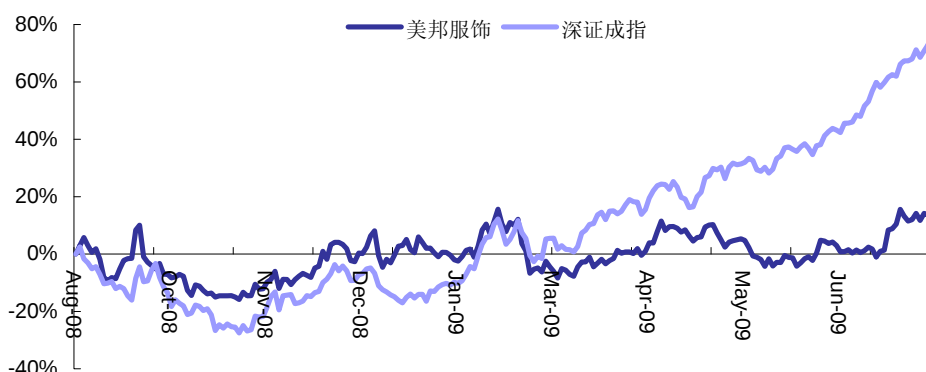
■ 目前市场对公司关心的问题在于：1、“美特斯·邦威”品牌的发展空间还有多大？新品牌“ME&CITY”的培育期需要多长，对业绩的贡献有多大？2、公司是否有能力成为“中国的 Inditex”？3、公司当前估值水平高还是低，合理的估值水平是多少？我们的报告也主要围绕上述问题展开，并与 Inditex、H&M、思捷环球等同类公司进行较为全面的比较。

■ 我们认为伴随着越来越多轻资产、消费类企业的诞生和做大做强，未来服装行业的大变革将加速到来，行业内甚至出现一些具有国际影响力的品牌，这种行业发展的背景为服装企业发展提供了良好的外部环境。

■ 我们对公司的供应链管理体系、品牌运营状况以及与 Inditex 等企业的差距进行了分析，发现公司在纵、深方向均有很大发展空间。本轮经济危机稍微打乱了公司的增长节奏，但不会更改其发展方向，长期来看公司仍是拥有高成长性的好公司。

■ 估值水平的考量上，我们比较了 Inditex、H&M、思捷环球近 10 年的资本市场表现，发现这些公司在上市初期或者快速发展时期的 PS 和 PE 水平均较高，通常 PS 在 4 到 4.5 之间，而 PE 在 30、甚至 40 倍左右；但十年间高达 24%-30% 的净利润复合增速使得这样的高估值可以获得支撑。我们认为，美邦服饰正处于成长初期，各方面的发展空间均较大，未来 5 年保持复合增长率 20% 以上增速可以期待。若给以公司 09 年业绩 30 倍 PE, 3.5-4 倍左右 PS 水平，以 09 年预期 EPS0.75 元、收入 57.33 亿元计算，合理价格区间在 19.9-22.5 元。维持增持评级。

最近 52 周股价表现



分 析 师
 汪蓉
 +755-82492801
 wangrongyjs@lhqz.com

上市至今，市场已经完全认可了公司的轻资产盈利模式和在青少年休闲服饰行业领先的品牌影响力和号召力，现在市场更关心的问题落在以下几点：

1、“美特斯·邦威”品牌的发展空间还有多大？新品牌“ME&CITY”的培育期需要多长，对业绩的贡献何时产生、影响程度有多大？何时会遭遇发展瓶颈？

2、公司是否有能力成为“中国的 Inditex”？是否即将或正在遭遇管理的瓶颈？

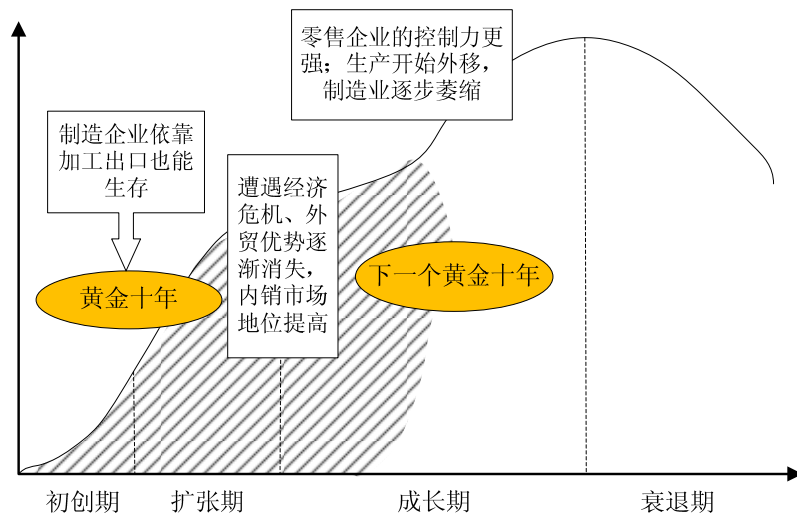
3、当前估值水平高还是低？合理的估值水平是多少？

我们的报告也将围绕上述问题展开，为了更清晰地理解公司的盈利模式、管理实力和发展前景，我们还会将其与 Inditex、H&M、思捷环球等同类公司进行比较。

我们的观点

作为在中国大陆率先施行轻资产盈利模式的企业，市场对公司的模式创新已经逐渐接受和认可。伴随着越来越多类似美邦服饰这种轻资产、消费类企业的诞生和做大做强，未来服装行业的大变革将加速到来。在行业的下一个黄金十年里，内销为主的服装企业将表现出更强的竞争力，甚至出现一些具有国际影响力的品牌。这种行业发展的背景为服装企业发展提供了良好的外部环境。

图 1、纺织服装行业生命周期图示



资料来源：联合证券研究所

我们认为，市场对公司存在的疑虑源于其对行业发展前景、公司的品牌运营实力和管理能力认知上的不确定。而我们将公司与其他同类型企业的发展状况做了横向和纵向的比较，发现：公司在纵、深方向均有无限发展的空间和潜力，在未来一段较长的时间里逐渐缩小、甚至超越国际知名休闲品牌服饰商并非不可能。本轮经济危机的出现稍微打乱了公司的增长节奏，但不会更改其发展方向，如果放到更长的时间序列中观察，公司不失为一个拥有高成长性的好公司。

在估值水平的考量上，我们比较了 Inditex (ZARA)、H&M、思捷环球近 10 年的资本市场表现，发现这些公司在上市初期或者快速发展时期的 PS 和 PE 水

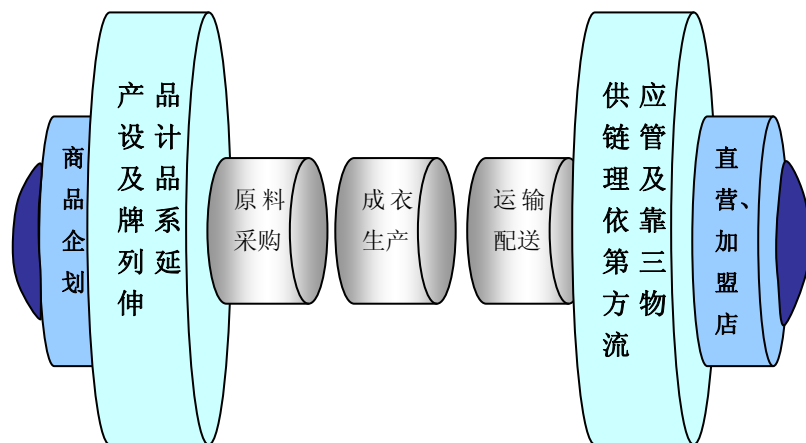
平均较高，通常 PS 在 4 到 4.5 之间，而 PE 在 30、甚至 40 倍左右；但十年间高达 24%-30% 的净利润复合增速又使得这样的高估值可以获得支撑；直至企业逐步步入成熟期后，PS 值才逐渐趋近于 1、而 PE 水平趋近于 10。

我们认为，美邦服饰正处于成长初期，各个方面的发展空间均较大，未来 5 年保持复合增长率 20% 以上增速是可以期待的。若给以公司 09 年业绩 30 倍 PE，3.5-4 倍左右 PS 水平，以 09 年预期 EPS0.75 元、收入 57.33 亿元计算，合理价格区间在 19.9-22.5 元。

“比的是供应链管理”

在我们此前的深度报告《不走寻常路的国内休闲服品牌标杆》中，曾将公司的经营模式概括为“哑铃式”经营结构，即重两头——品牌运营和渠道控制、轻中间——生产和物流环节。其特点是：1、企业更多的资金和精力被投入到品牌运营和渠道管理中；2、高毛利、现金流充裕，资金压力较小；3、资产轻、人力成本高、ROE 水平较高，对管理层的经营能力有较高要求。轻资产的盈利模式在国外已经发展的相当成熟，并被运用于各个领域，但在国内服装行业还是刚刚起步。

图 2、哑铃式公司结构



全程辅助信息管理系统 MBSRP

资料来源：联合证券研究所

不过我们认为，“轻资产”模式本身只是一种形式，却并不是保证服饰企业能够在业内脱颖而出的最核心竞争力，比如业绩领先的 Inditex（ZARA）目前仍保留了部分自主生产能力，而不是像美邦服饰一样生产完全外包，反而使其对产品质量和生产周期的控制更为便利，满足了其追求快速周转的需要。Inditex（ZARA）比其他同类型企业发展的好关键在于其设计实力、品牌包装和管理能力，尤其是其供应链管理能力。

同样，我国服装企业与国际服装企业的最大差距不在于对品牌的重视程度，不在于对品牌的包装和设计能力，也不在于渠道扩张速度，而是在于管理水平的高低，特别是供应链管理水平的高低。最明显的例子是，我国的服装企业在很大程度上还依赖于期货（即一年两到四次订货会），库存周转率最长的有 200 多天，

而国际知名休闲品牌的库存周转率仅为 20-30 天。

美邦服饰的供应链管理体系已初具雏形

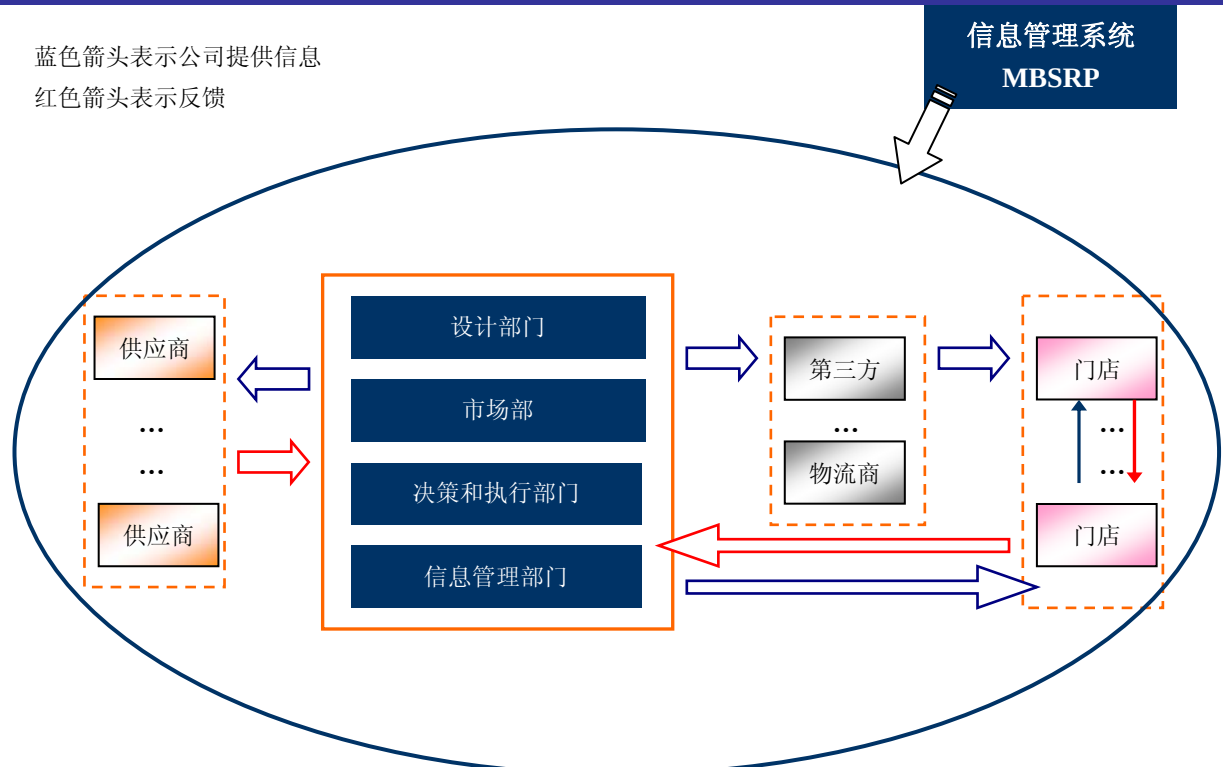
供应链管理体系的建设意味着企业前期高昂的投入和微小的回报，所以让许多服装企业望而却步。但公司在这一方面显然具备前瞻性，在 2003 年到 2006 年间投入了大量资金进行供应链管理的建设和优化，并逐步形成目前相对全面的供应链管理体系，这一举措在国内服装业中是走在前列。

目前公司已经实现了商务流、信息流、物流和资金流动的高度结合和同步，实现了供应链各方在生产、物流运输和销售上的网络协同，在预测和规划上的计划协同，以及在具体计划执行上的协同。供应链上各方处于统一的资源整合信息平台上。

配合供应链管理体系的优化升级，公司从 2001 年开始设计开发应用第二代信息管理系统 MBSRP，为供应链管理提供 IT 技术支持。不仅覆盖了公司内部各个部门和直营店，同时也延伸至供应商和加盟商，保证了公司整条供应链信息数据的及时收集和分析能力。

09 年，公司的供应链管理体系建设步入推进阶段，将重点加强对已有功能的梳理和整合，并进一步提高运作效率，包括：1、重新整合生产供应商，加强其产品开发能力；对于部分开发能力较强的供应商，公司也会将开发任务落到工厂里；2、建设四个区域物流中心：上海、温州、沈阳、天津，通过四个中心强化对区域物流运输管理；3、继续推进 IT 建设，完善 SAP 系统。为了提升货品周转效率，公司还考虑对订货制进行调整：鼓励经销商多订现货，逐步减少期货占比。

图 3、公司的供应链管理系统所覆盖的领域和发挥的作用



资料来源：公司招股说明书、联合证券研究所

与 Inditex 差距明显 但可挖掘潜力也大

Inditex 公司从 2001 年上市前的默默无闻，到如今世界公认的“快销模式”典范，其经营模式历来被时装界所称道。而我们分析其特点时发现，除了产品设计和营销策划能力外，强大而先进的供应链管理体系是成功的关键。

从体系的流程看，美邦服饰与 Inditex 的供应链管理体系异曲同工，但二者的区别是在看不见的信息收集、反馈和执行速度上，显然 Inditex 的优势更加明显。

具体而言，Inditex 通过门店的销售终端和互联网络收集顾客意见，随后会在最短时间内反馈到公司总部；根据客户要求，公司有针对性地每周更新两次货品，充分保证销售效率。这种做法的好处在于可以降低销售折扣率、提升毛利率，同时也增强了顾客的忠诚度和逛店兴趣。

强大而成熟的供应链管理平台是支持快速反应的关键

而支持 Inditex 公司有能力实现快速反应的管理平台正是其强大而成熟的供应链管理系统，保证了公司在规模快速扩张的同时，并未损失单店销售效率。

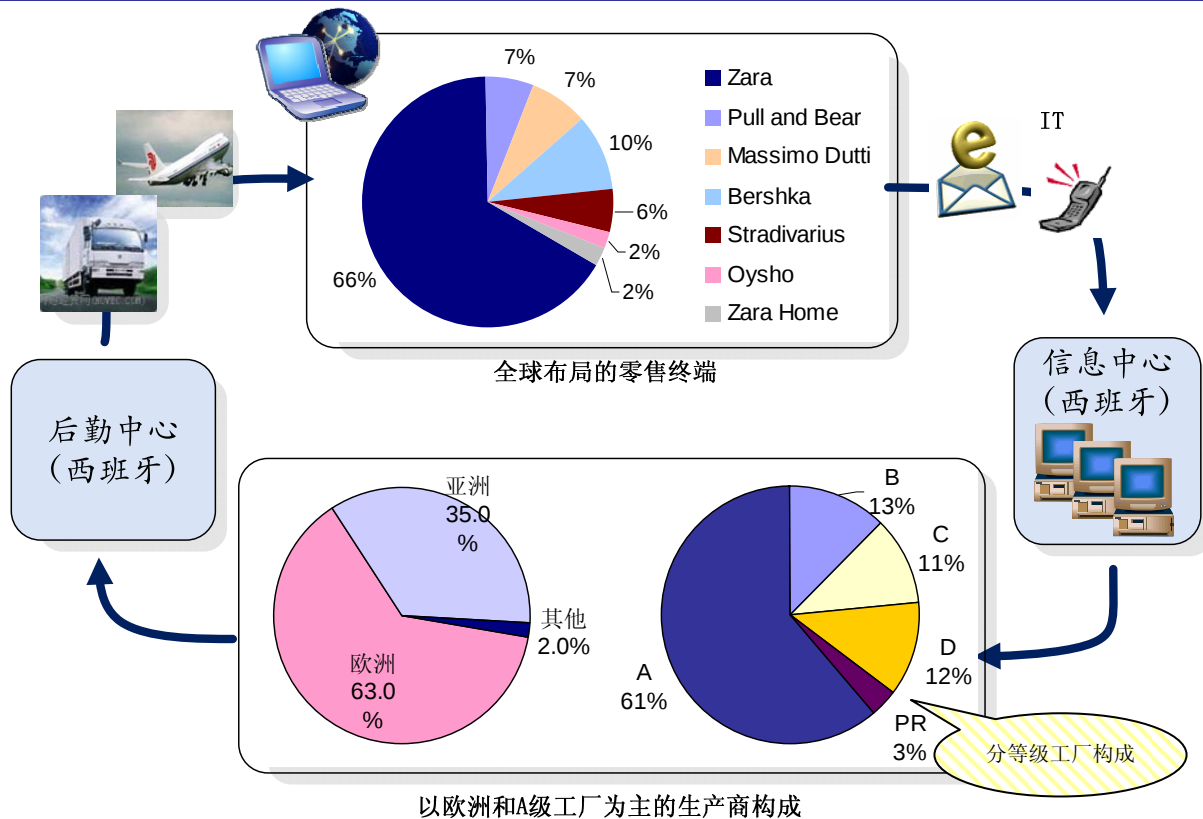
Inditex 公司几乎是实时从终端门店获得客户需求信息，然后通过 Email、电话或信件的方式快速反馈到西班牙总部；总部进行数据分析后，会尽快向设计师提供相关需求信息，由设计师有针对性地设计出新品；随后，生产指令被发到遍布全球的约 1177 家生产商手中。

为了实现快速生产、保证供货速度，Inditex 公司约有 50% 的货品是由机械化程度极高的自有工厂生产，这些工厂大多分布在离消费市场较近的欧洲各国。剩余产品则外包给其他劳动密集型生产商，多分布在劳动力成本低廉的亚洲地区。

生产完毕的货品最终将统一通过西班牙的物流中心、采用陆运甚至空运的方式向全球的零售终端进行配货。

通常来说，从客户反馈信息到新品上架，Inditex 只需要 2-3 周的时间，这与国内大多数休闲服饰企业传统的一年 2-4 次订货会、6-8 个月前导期相比，速度非常惊人。快速且有针对性的新品上架增加了消费者逛店的次数，使产品更容易满足消费者需求、减少了浪费，也保证了 Inditex 公司得以拥有更快的货品周转率和更高的单店销售额。

图 4、Inditex 的供应链管理图示

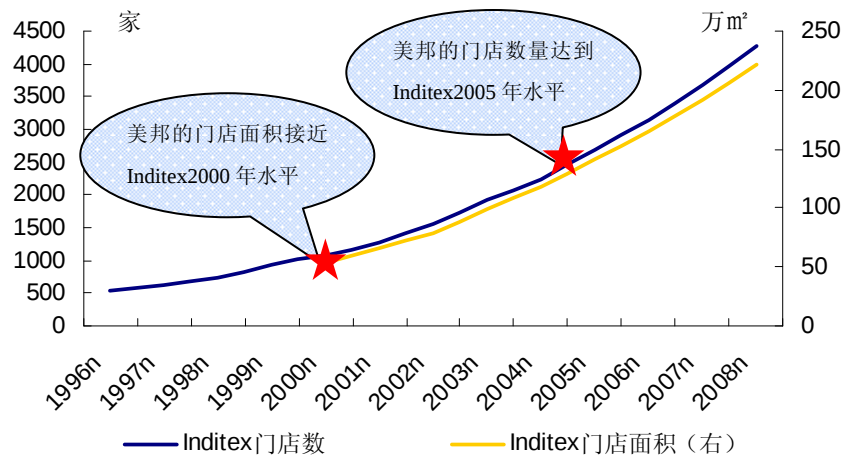


资料来源：公司公告、联合证券研究所

供应链管理能力的差距很明显的反映到了具体的经营数据和财务指标上，但换个角度来看，这也是美邦服饰可挖掘的潜力所在：通过供应链管理体系的进步和完善逐步提高货品周转率和管理效率，进而提升单店销售额和平效。

美邦服饰的门店数量已经达到 Inditex2005 年水平，但总销售面积却不及其 2000 年水平

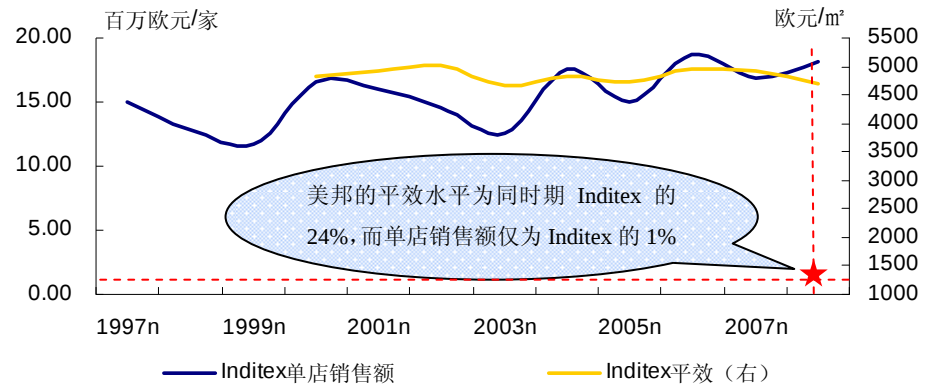
图 5、美邦服饰与 Inditex 公司的门店数量和面积比较



资料来源：Bloomberg、联合证券研究所

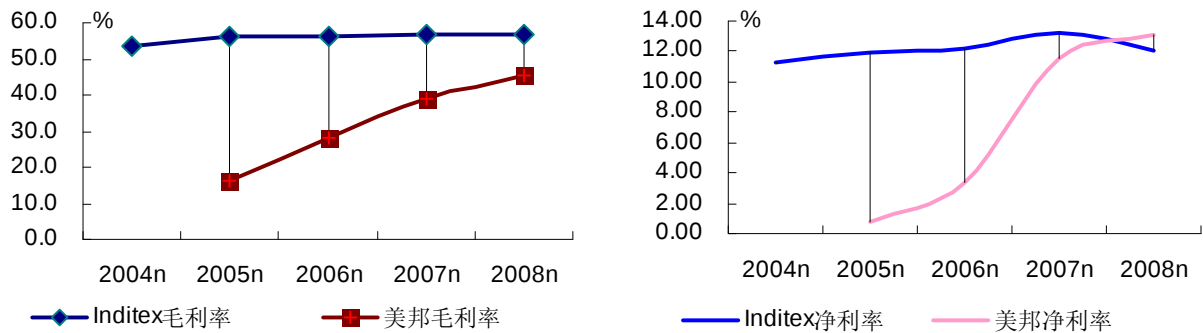
美邦服饰的单店销售额约为 166 万元/家，平销约为 1 万元/m²，分别为同期 Inditex 的 1%和 24%

图 6、美邦服饰与 Inditex 公司的单店销售额和平效比较



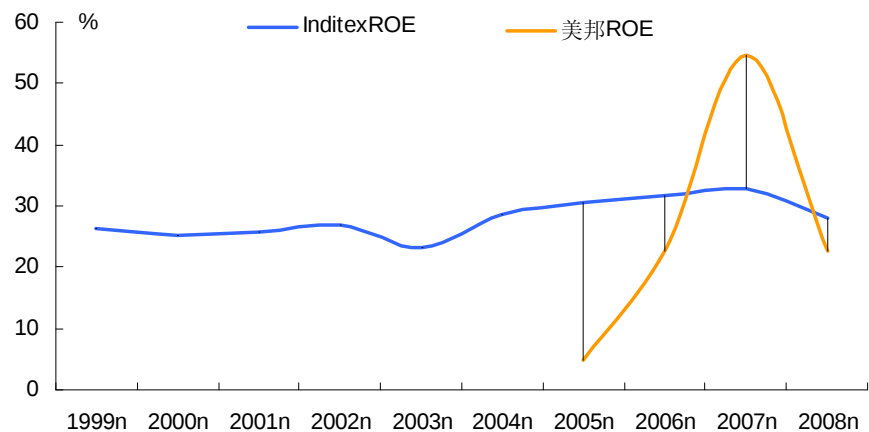
资料来源：Bloomberg、联合证券研究所
备注：欧元兑人民币汇率为 9.03

图 7、美邦服饰与 Inditex 公司的毛利率和净利率比较



资料来源：Bloomberg、联合证券研究所

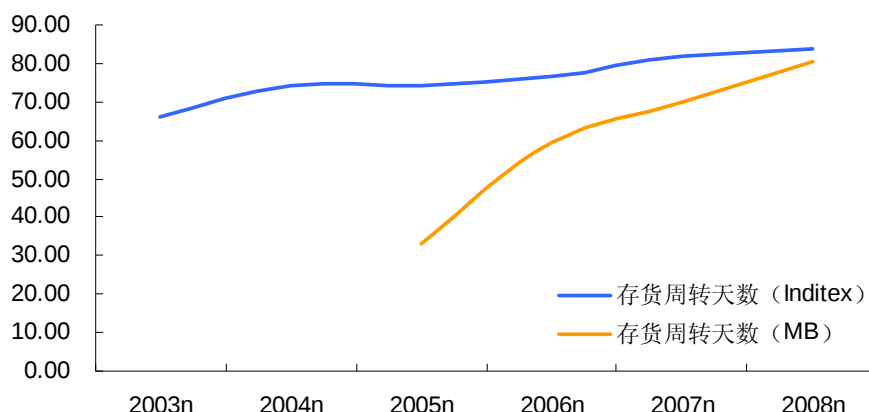
图 8、美邦服饰与 Inditex 公司的 ROE 水平比较



资料来源：Bloomberg、联合证券研究所

Inditex 公司的存货周转天数总体上在 70-80 天

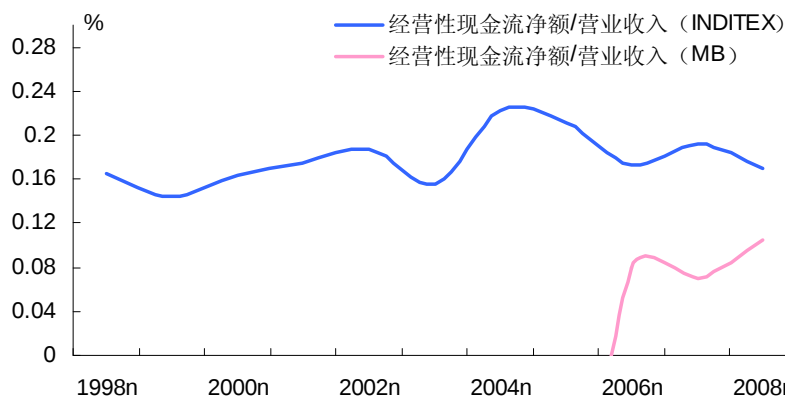
图 9、美邦服饰与 Inditex 公司的存货周转效率比较



资料来源: Bloomberg、联合证券研究所

休闲服饰获得稳健增长的关键之一来自现金流的稳定性和高质量; 这方面 Inditex 公司显然表现更为优异, 但美邦服饰的现金流也很稳健

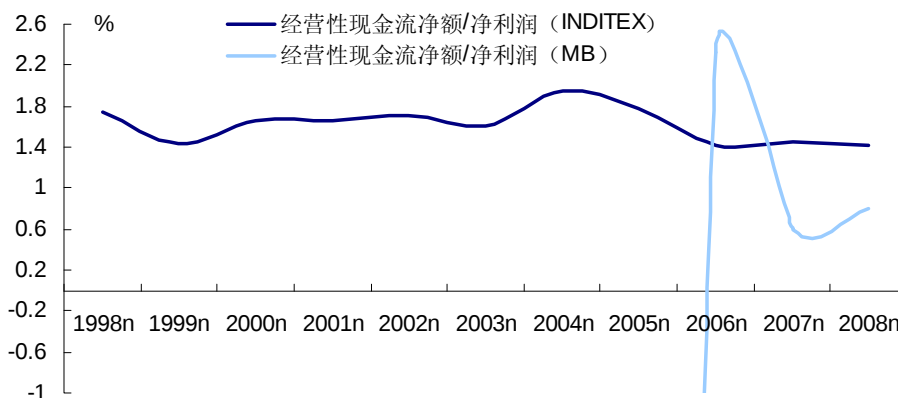
图 10、美邦服饰与 Inditex 公司的现金收入比率比较



资料来源: Bloomberg、联合证券研究所

备注: MB 指美邦服饰

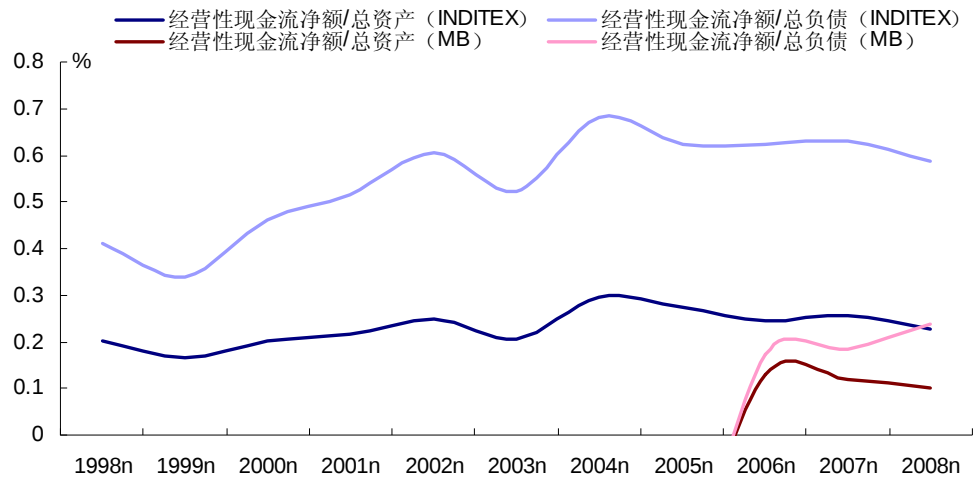
图 11、美邦服饰与 Inditex 公司的现金利润比率比较



资料来源: Bloomberg、联合证券研究所

备注: MB 指美邦服饰

图 12、美邦服饰与 Inditex 公司的现金资产比率、现金负债比率比较



资料来源：Bloomberg、联合证券研究所
备注：MB 指美邦服饰

极强的学习和创新能力

历史经验表明，服装企业在发展初期往往增长迅速，但不久就会遭遇发展的瓶颈，关键表现在两点：1、规模扩张变得愈发困难；2、管理上开始力不从心。为此，企业会通过产品品类的丰富、品牌系列的延伸、新品周转效率的提升等方式促进目标客户群的拓展、销售规模的扩大和盈利能力的增强。同时通过自身管理实力的完善或借助外力达到提高管理和控制力的目的。

我们认为公司在这两方面与其他国内同类型公司相比优势也是明显的。前文所分析的“供应链管理”只是体现了管理实力的一个方面，而公司还具备另一竞争实力——极强的学习和创新能力。

我们在比较美邦服饰与 Inditex 公司的时候，发现了二者有很多相似之处，包括供应链管理体系建设、多品牌发展策略、品牌间相对独立的设计和营销团队、共用后勤管理平台等。这种经营模式的学习充分体现出公司欲发展成为“中国的‘Inditex’”的强烈意图。不过公司在学习方面同样是充满创造性的，强烈突出了其“不走寻常路”和“年轻人的衣着顾问”的品牌内涵。

从单一品牌延伸到多品牌

新品牌的高调推广是扩大成长空间的标志

上市前，公司主要运作单一品牌“美特斯·邦威”，分为男、女装校园系列和都市系列，在 10 多年的发展中，依赖强大的品牌号召力和广泛的渠道优势，在 18-25 岁青少年细分市场获得领先市场份额。

但 18-25 岁的目标客户群购买力较弱、市场容量有限，因此从长远发展的角度考虑，随着该品牌系列的日益成熟，公司开始关注更具购买力的 25-35 岁人群，推出了时尚感强、设计感更为成熟的“ME&CITY”，该品牌包括了男、女装的商务系列、精致休闲和时尚外出系列，通过国际化的品牌运作、国际顶尖超模和好莱坞男星的代言加持，营造出一种“平民的奢侈”感。

与此同时，“美特斯·邦威”和“ME&CITY”两个品牌都注意保留了其“不

走寻常路”和“时尚衣着顾问”的共同特征，体现出公司品牌内涵的统一性。

图 13、公司品牌系列

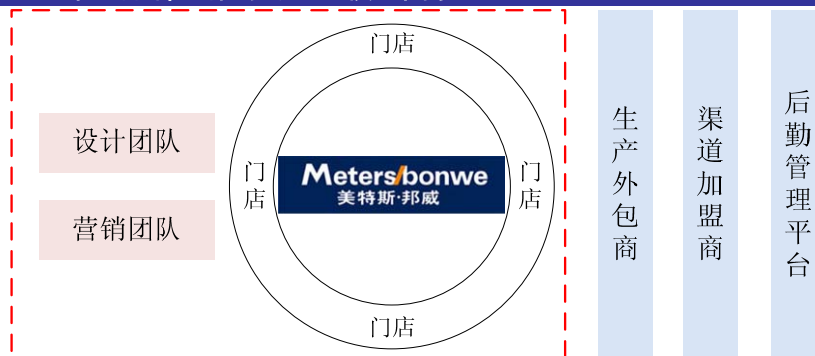


资料来源：联合证券研究所

随着新品牌“ME&CITY”的运作逐渐独立，公司的经营结构发生了相应变化：由此前的“单一品牌运作、生产完全外包、供应链管理后台支持”演变为“双品牌运作、设计和营销团队独立，但共用生产外包商和供应链管理平台”的新模式。新模式的优点在于：

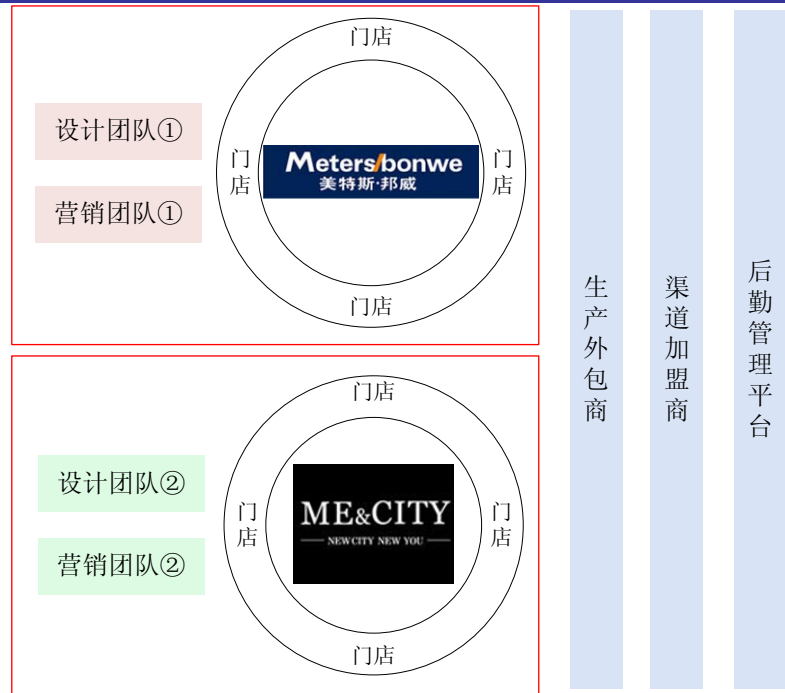
- 1、最大程度的降低偏低龄化“美特斯·邦威”品牌对“ME&CITY”的影响，突出“ME&CITY”的时尚、成熟特色；
- 2、最大程度的利用公司后台资源，实现资源利用效用最大化。

图 14、单一品牌运作时的盈利模式图示



资料来源：联合证券研究所

图 15、双品牌运作的盈利模式优化图示

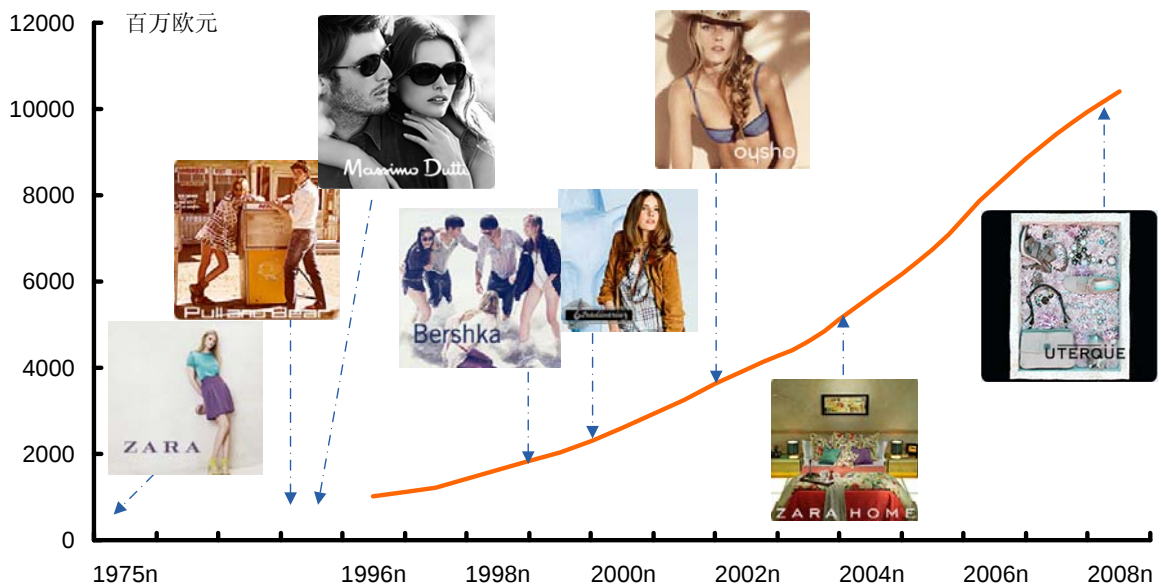


资料来源：联合证券研究所

新品牌对企业业绩的贡献程度“因企业而异”。较为遗憾的是，多数服装企业的新品牌贡献度都难以超越其主品牌。我们猜测这可能与其品牌形象在消费者中所形成的根深蒂固印象有关，也与公司的品牌诉求和投入力度有关。因此对于新品牌培育的进度我们还需要保有一定耐心。

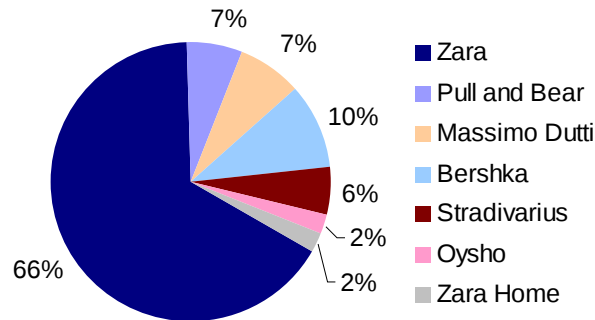
以 Inditex 公司为例，1975 年至今 Inditex 的品牌系列一直在不断扩大，除了 ZARA，其他品牌均经历了近 10 年的培育期，到目前为止对公司的贡献才有较显著的提升。但综合来看，ZARA 仍是公司的销售主力，销售额占比高达 66.4%，其他 7 品牌则分享了余下 33.6% 的份额。

图 16、Inditex 公司的品牌系列和导入时间



资料来源：公司网站、联合证券研究所

图 17、Inditex 的品牌对销售收入贡献度



资料来源：公司公告、联合证券研究所

而目前美邦服饰 90%以上的收入仍然来自于“美特斯·邦威”品牌的贡献，面向购买力更强的 25-35 岁阶层推出的“ME&CITY”品牌尚刚刚起步，1-2 年内对收入的贡献难以显著。

不过换个角度考虑，公司销售规模的提升空间实际上也非常之大，包括两个层面的延伸：1、横向延伸：“美特斯·邦威”品牌系列的扩展，力求满足 18-25 岁青少年的各类着装需要；2、纵向延伸：“ME&CITY”品牌培育的成熟和其品牌系列的完善，以满足 25-35 岁追求时尚年轻阶层的各类着装需要。

而且对于“ME&CITY”的前景我们是持乐观态度的：首先从市场需求的角度分析，25-35 岁市场虽竞争激烈，但包容性更大且购买力旺盛，相较于 18-25 岁青少年市场更具吸引力；其次，公司推出“ME&CITY”实质是酝酿已久，除了早年通过“美特斯·邦威—都市系列”试探市场，更在品牌推广前期做了较大精力投入，如大量国际化规格的品牌宣传和推广活动、同时根据市场反馈意见不断对产品设计和营销推广做积极改进等，显示出公司对新品牌的重视和对该品牌发展前景的明确方向性和较高认知度。从这些方面来看，“ME&CITY”的培育期或许会缩短一些时间。

不断夺人眼球的品牌运作手段

除了极强的学习能力外，公司的创造性也是一流，特别在品牌运营方面的努力一直超出市场预期，显示出较高的市场敏锐性。从早年选择周杰伦做“美特斯邦威”的形象代言人，到“ME&CITY”中请到好莱坞影星温特沃斯·米勒，再到近期乘《变形金刚 2》上映的风潮，适时推出“Transfashion 变型看我”的概念和变形金刚系列服饰，公司总能以较低的成本夺市场眼球、博得良好市场反应，甚至成为其他竞争对手竞相模仿和学习的对象。我们认为这与其管理层的大胆创新能力和前瞻性密不可分。

变形金刚系列产品帮助公司在 6、7 月销售淡季仍然获得销售额两位数增长

图 18、美邦服饰的变形金刚系列服饰广告及电影画面



资料来源：公司网站、联合证券研究所

“台风来袭 猪都会飞”的时代正在过去

美特斯邦威成长的几年正是时尚休闲服饰在中国的黄金时期，从 1994 年开始，大批港产品牌进入中国大陆淘金，如佐丹奴、班尼路、真维斯、圣玛田、Esprit 等，掀起时尚休闲风潮的同时，也在国内催生了多个同类型的服装品牌，如美特斯邦威、森马、以纯、依米奴等等。由于需求环境好，行业竞争程度加剧的同时，这些企业仍然赚的盆满钵满。

国际大牌的扎堆进入加剧了时尚休闲服行业的竞争，更积聚了人气。利大于弊

但如今，国内的休闲服饰品牌竞争显然已经上升到一个新的层次，“台风来袭、猪都会飞”的时代正在过去。我们发现曾经的许多优势企业有一些早已经销声匿迹，同时代表了现时国际最流行“快时尚”的品牌服饰，如 Inditex (ZARA)、H&M、GAP、UNIQLO、凌致时装等陆续进入中国，并带来了新的、更高水平的竞争。这些企业的核心竞争力除了品牌运营方式和产品设计各具特色外，供应链管理也是重要环节。而国内的休闲服饰企业只有不断创新和与时俱进，才能分享到这份时尚休闲盛宴。

从中国经济发展前景仍然广阔、居民收入水平仍将稳步提升的角度来看，我们认为休闲服行业的黄金时期会持续存在，但与此同时消费者的偏好也会不断改变。特别是随着现代人生活节奏越来越快、信息传递速度越来越快，对“快”的要求也越来越高。包括对产品的款式设计不断求新求变、对新品的上架速度、对品牌形象不断升级等都会有速度上的要求。而只有迅速满足了消费者多变和多样化的需求，同时品牌定位明确、经营管理完善的企业才能在提升销售额和盈利能力方面事半功倍。

来自快销典范——Inditex 和 H&M 的经验借鉴

从全球范围来看，著名的“快销公司”包括了 Inditex、GAP、H&M、C&A、UNIQLO 等，而其中 Inditex 和 H&M 是最具代表性的两家公司。在对二者的了解中，我们发现了他们很多的共性和个性，但二者的成功之处都在于其将核心竞争力发挥到了极致。

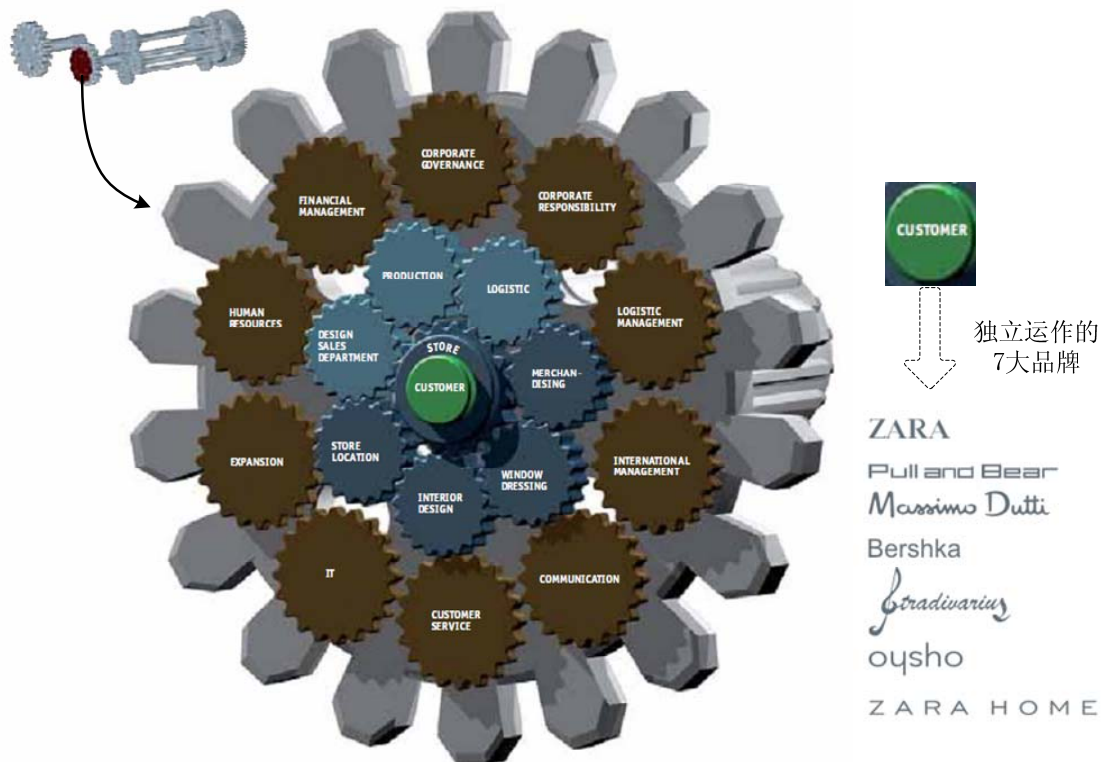
Inditex 公司追求快速扩张和快速反应，甚至“不计成本”；而 H&M 通过强化供应链管理，最大限度的压缩成本、提升管理效率，追求精耕细作。两者思路不同，但结果都成为业内数一数二的榜样和学习标杆。

Inditex 的经营模式：以客户需求为中心的快速反应

Inditex 公司是快销模式的典范

根据公司年报，Inditex 公司将其经营宗旨概况为：以客户需求为中心，贯彻全球化、多品牌战略，通过供应链管理下高效的后勤平台最快速地满足客户需求。对于公司的供应链管理基本流程，我们已经在前面有过较为详细的描述，下图则是对其经营模式的一个整体概况，可以看出“供应链管理”是让下面这个齿轮顺利运转起来的关键。

图 19、Inditex 的经营模式图



资料来源：公司公告，联合证券研究所整理

在全球化扩张的背景下，通过上述以“快速反应”著称的供应链管理体系的支持，Inditex 公司近 10 年来以平均每年新增 370 家门店的速度快速扩张，截止 2008 年底已经在 73 个国家建立了 4264 家门店，国际化程度达到 66%。

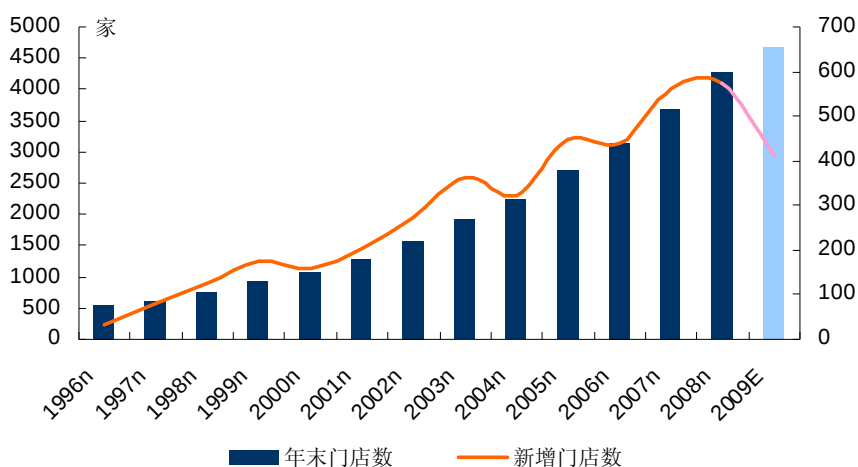
2003 年业绩放缓源于行业内激烈的价格战

除 03 年其单店销售额略有下降外，其他年份的单店销售额和平效均保持稳定，而 ROE、销售毛利率和净利率也是稳步提升。截止 2008 年底，公司销售规

模突破 100 亿欧元，达到 104.07 亿欧元水平；销售毛利率也稳步提升至 56.8%。

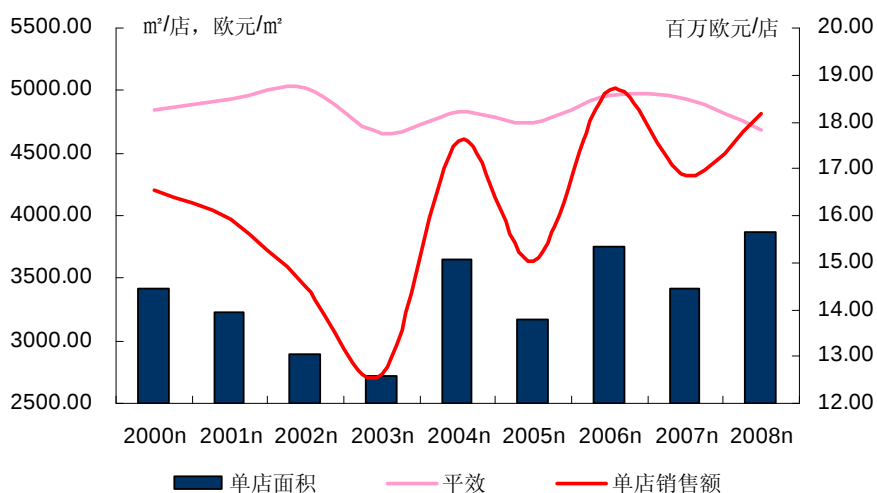
受制于经济危机的影响,公司预测 09 年新增
门店数量在 370-450 间

图 20、Inditex 公司的门店扩张历史及预测



资料来源：公司公告、联合证券研究所

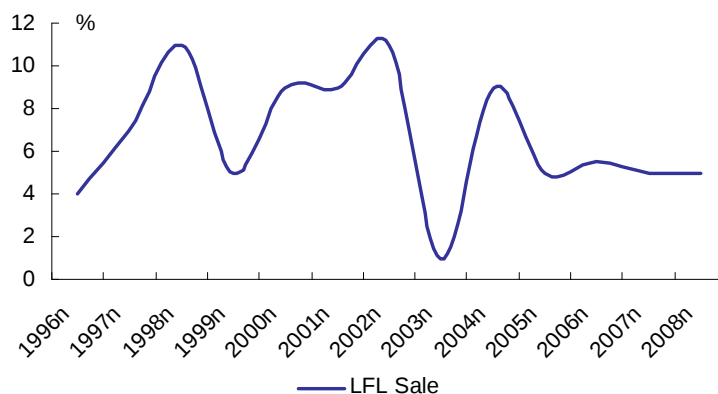
图 21、Inditex 公司的单店销售情况



资料来源：公司公告、联合证券研究所

备注：08 年门店面积为预测值

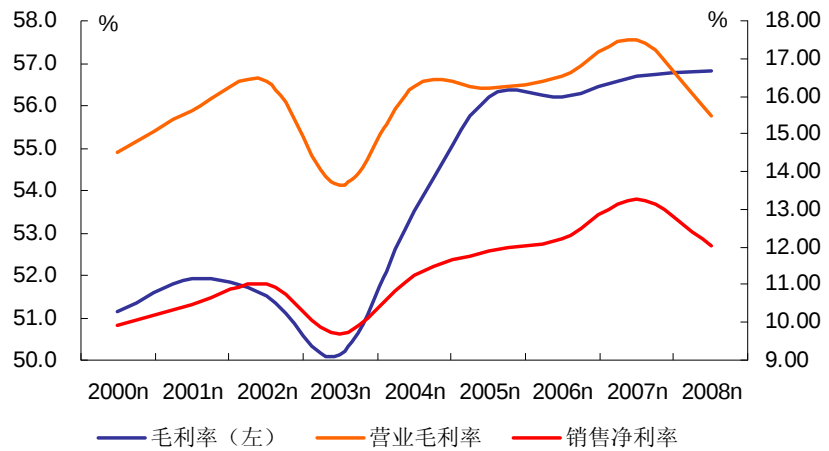
图 22、Inditex 公司的可比店面销售额增速情况



资料来源：公司公告、联合证券研究所

08 年公司营业利润出现小幅下滑，主要来自费用的大幅提升

图 23、Inditex 公司的毛利率、营业利润率及销售净利率变化情况



资料来源：公司公告、联合证券研究所

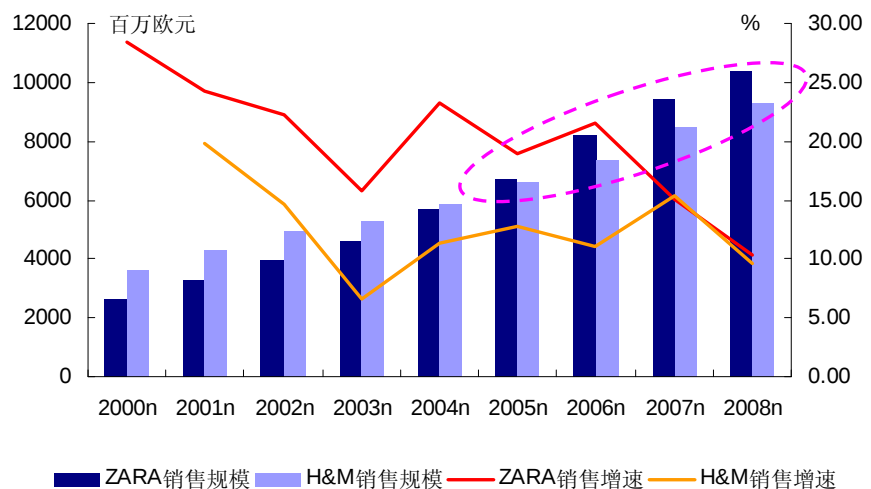
H&M：不求扩张速度 但求盈利能力

我们再看快速消费行业的另一龙头 H&M 公司，其规模扩张速度明显不及 Inditex 公司，但同样通过经营模式的创新和强大的供应链管理体系支持获得了持续、稳定的高盈利能力。

从相关数据来看，H&M 在 34 年时间里仅在 33 个国家开设了 1738 家门店，由于规模扩张速度较慢，H&M 的销售规模在 2005 年被 Inditex 公司超越。但其凭借在供应链管理方面的出色作为，保证了更高的盈利能力，在毛利率和净利率，以及净利润的获得上都显著、持续高于 Inditex 公司。

Inditex 公司在规模上有比较优势，门店数量是 H&M 的 2.45 倍

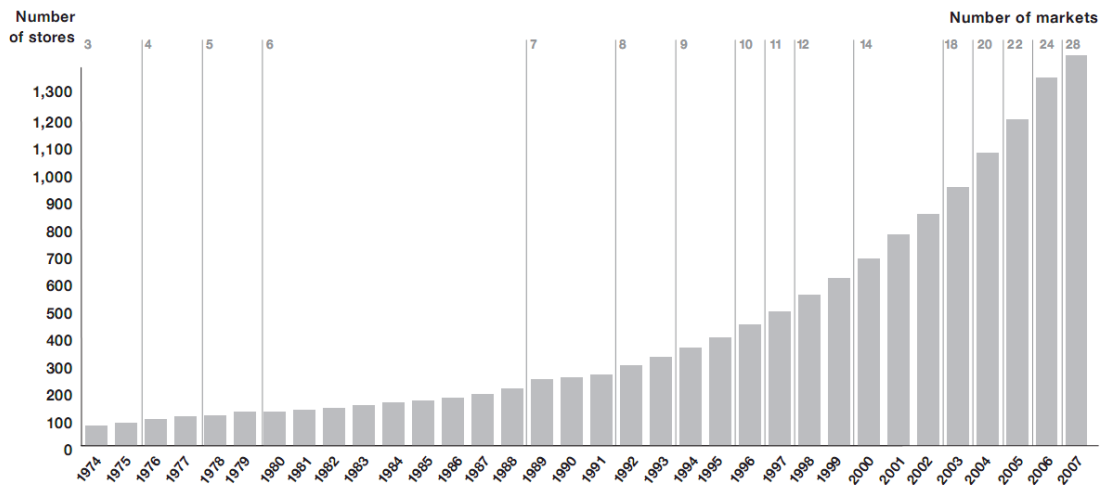
图 24、Inditex 公司与 H&M 在销售规模上的比较



资料来源：Bloomberg、联合证券研究所

图 25、1974-2007 年 H&M 公司的门店和销售规模扩张情况

Expansion 1974 - 2007



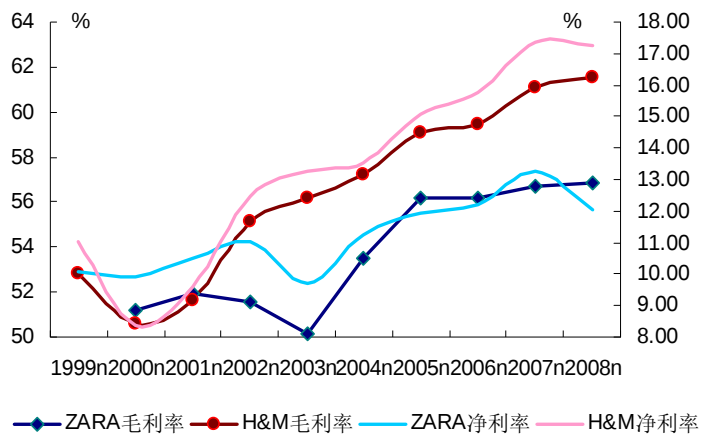
At the time of the IPO in 1974, H&M was present in Sweden, Norway and Denmark. In 1976 the company started to expand outside the Nordic region and today H&M is present in 28 countries with more than 1,500 stores.

资料来源：公司公告、联合证券研究所

备注：08 年末公司门店数量已经达到 1738 家，覆盖国家达到 33 个

H&M 在盈利能力上有比较优势，毛利率和净利率都显著高于 Inditex 公司

图 26、Inditex 公司与 H&M 在盈利能力上的比较

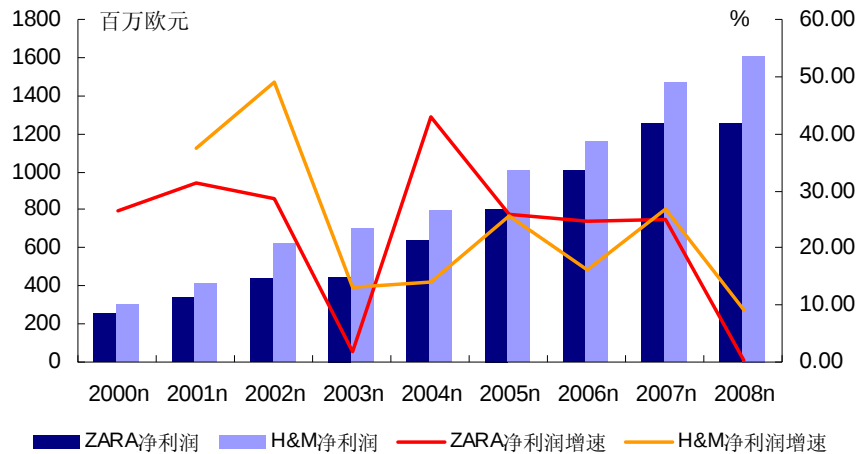


资料来源：Bloomberg、联合证券研究所

备注：右轴为两公司净利润率数据

H&M 的净利润仍然高于 Inditex 公司; 源于其成本控制要好于 Inditex 公司

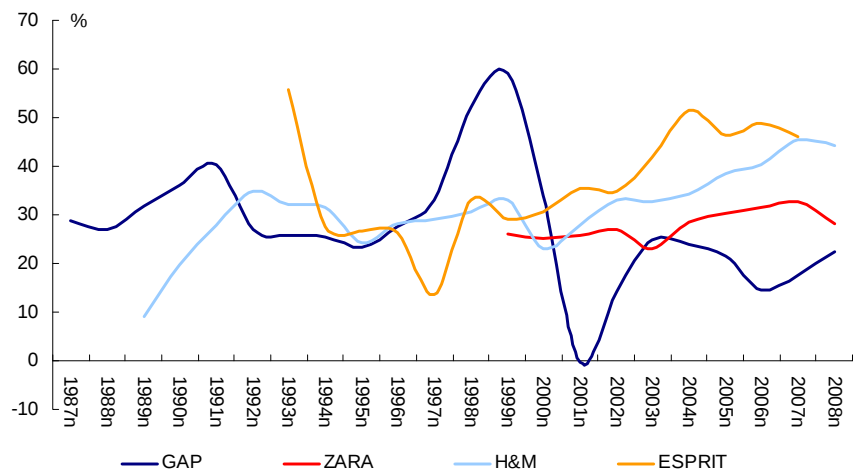
图 27、Inditex 公司与 H&M 的净利润及其增速比较



资料来源: Bloomberg、联合证券研究所

Inditex 和 H&M 与其他同类公司相比经营更为稳健

图 28、Inditex 公司的 ROE 变化及与国际同类公司比较

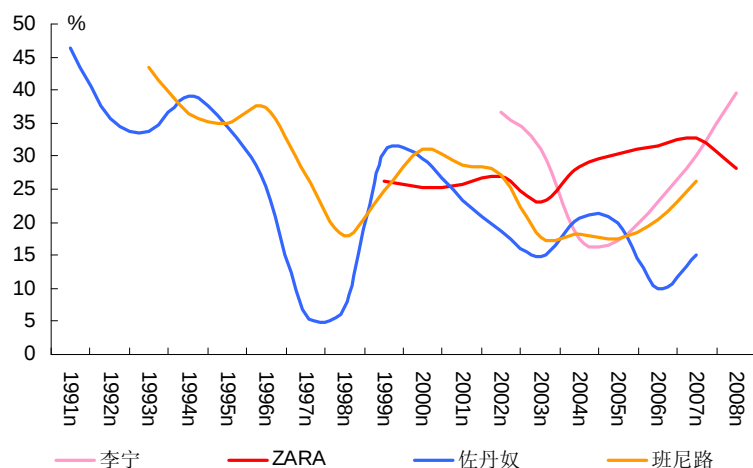


资料来源: Bloomberg、联合证券研究所

备注: ZARA 为 Inditex 公司主打品牌

与港股同类休闲服饰企业相比, 即使在快速扩张阶段, 其 ROE 水平都是稳步提升的

图 29、Inditex 公司的 ROE 变化及与港股同类公司比较



资料来源: 各公司公告、联合证券研究所

合理估值水平的探索

我们观察了 Inditex、H&M 和思捷环球近 10 年的资本市场表现，发现三者有较明显的共性：

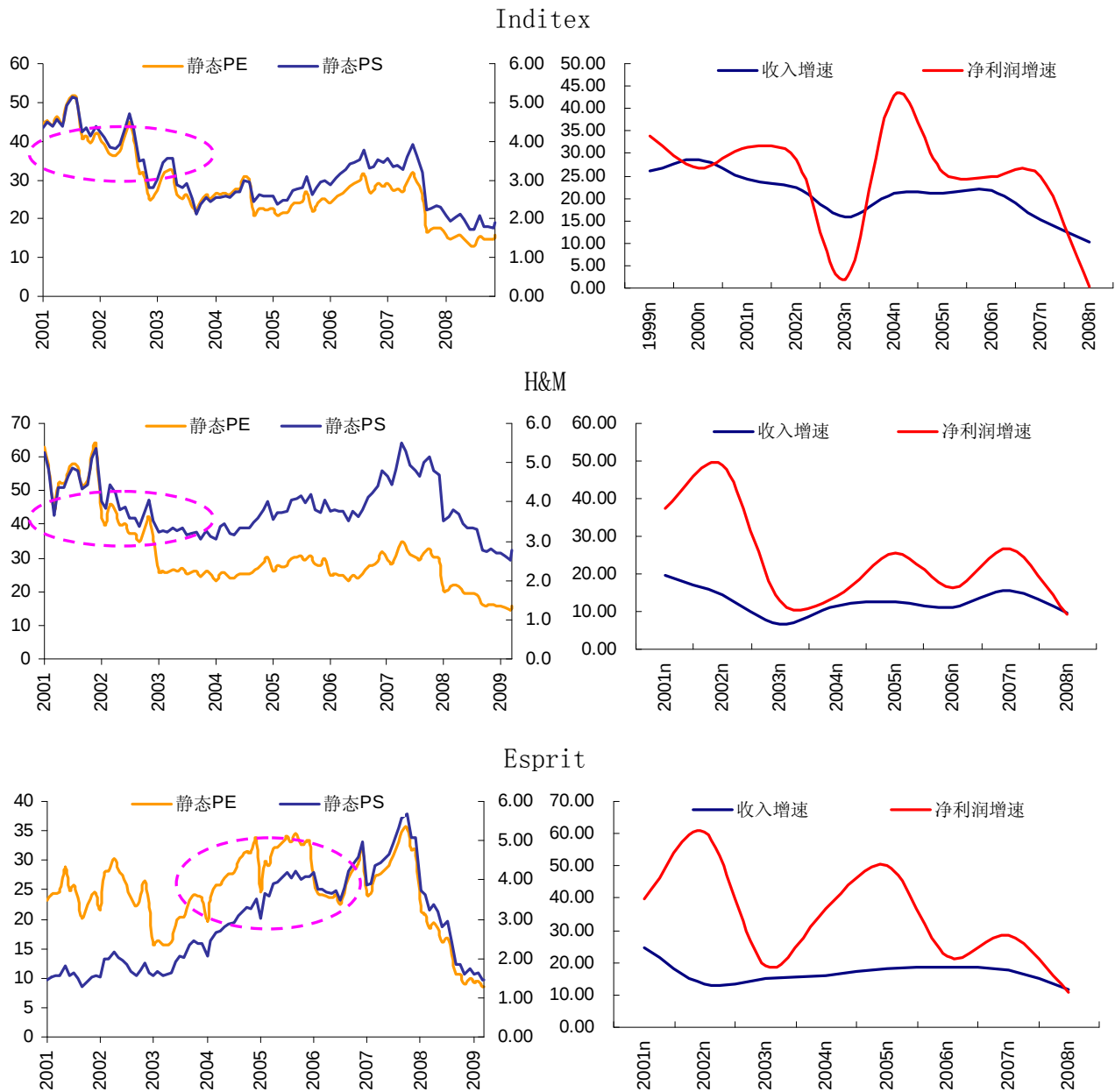
1、各公司在上市初期或者快速发展时期的 PS 和 PE 水平均较高，通常 PS 在 4-4.5 之间，而 PE 在 30、甚至 40 倍左右；

2、十年里三家公司均保持了高达 24%-30% 的净利润增速，使得高估值水平得到支撑，在其逐渐步入成熟期后，PS 值逐渐趋近于 1，而 PE 水平趋近于 10。

当然公司的股价波动也表现出明显的顺周期规律，在大牛市时期往往可以实现更高的估值水平，而在熊市阶段的估值水平会有所滑落。

我们认为，美邦服饰正处于成长初期，发展空间较大，未来 5 年保持复合增长率 20% 以上增速是可以期待的。若给以公司 09 年业绩 30 倍 PE，3.5-4 倍左右 PS 水平，以 09 年预期 EPS0.75 元、收入 57.33 亿元计算，合理价格区间在 19.9-22.5 元。

图 30、Inditex、H&M、思捷环球 10 年估值水平和业绩增长情况比较



资料来源：联合证券研究所

备注：PS 数据显示在右轴

表 1、美邦服饰盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3314	3795	5248	6819	营业收入	4474	5733	7233	9125
现金	1852	2206	3125	4479	营业成本	2434	3127	3944	4974
应收账款	414	515	578	729	营业税金及附加	21	29	36	46
其他应收款	230	284	359	362	营业费用	944	1279	1599	2007
预付账款	153	203	256	323	管理费用	189	258	325	411
存货	664	587	930	926	财务费用	48	37	29	31
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	4	0	0	0
非流动资产	1263	1338	1473	1532	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	590	670	738	750	营业利润	833	1003	1300	1657
无形资产	122	172	222	222	营业外收入	17	0	0	0
其他非流动资产	550	496	513	560	营业外支出	10	0	0	0
资产总计	4577	5134	6722	8351	利润总额	841	1003	1300	1657
流动负债	1789	1795	2408	2794	所得税	254	251	325	414
短期借款	1051	500	800	800	净利润	587	752	975	1242
应付账款	417	469	592	746	少数股东损益	-0	-0	-0	-0
其他流动负债	322	826	1016	1248	归属母公司净利润	588	753	975	1243
非流动负债	200	200	200	200	EBITDA	973	1088	1384	1750
长期借款	200	200	200	200	EPS (元)	0.88	0.75	0.97	1.24
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	1989	1995	2608	2994	主要财务比率				
少数股东权益	0	-0	-0	-1		2008	2009E	2010E	2011E
股本	670	1005	1005	1005	成长能力				
资本公积	1278	943	943	943	营业收入	41.7%	28.2%	26.2%	26.2%
留存收益	639	1191	2166	3409	营业利润	94.4%	20.4%	29.6%	27.4%
归属母公司股东权益	2588	3139	4115	5357	归属于母公司净利润	61.4%	28.1%	29.6%	27.4%
负债和股东权益	4577	5134	6722	8351	获利能力				
					毛利率(%)	45.6%	45.5%	45.5%	45.5%
现金流量表					净利率(%)	13.1%	13.1%	13.5%	13.6%
					ROE(%)	22.7%	24.0%	23.7%	23.2%
					ROIC(%)	29.4%	42.1%	43.6%	56.4%
经营活动现金流	470	1244	771	1433	偿债能力				
净利润	587	752	975	1242	资产负债率(%)	43.5%	38.9%	38.8%	35.9%
折旧摊销	92	47	56	63	净负债比率(%)	62.87%	35.09%	38.35%	33.40%
财务费用	48	37	29	31	流动比率	1.85	2.11	2.18	2.44
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.48	1.79	1.79	2.11
营运资金变动	-235	366	-293	97	营运能力				
其他经营现金流	-23	42	4	0	总资产周转率	1.39	1.18	1.22	1.21
投资活动现金流	-715	-102	-123	-48	应收账款周转率	15	12	13	14
资本支出	713	48	73	48	应付账款周转率	6.69	7.06	7.44	7.44
长期投资	0	3	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-3	-50	-50	0	每股收益(最新摊薄)	0.58	0.75	0.97	1.24
筹资活动现金流	1793	-789	271	-31	每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	1.24	0.77	1.43
短期借款	403	-551	300	0	每股净资产(最新摊薄)	2.57	3.12	4.09	5.33
长期借款	200	0	0	0	估值比率				
普通股增加	270	335	0	0	P/E	34.47	26.91	20.76	16.30
资本公积增加	1265	-335	0	0	P/B	7.83	6.45	4.92	3.78
其他筹资现金流	-346	-238	-29	-31	EV/EBITDA	20	18	14	11
现金净增加额	1547	353	919	1354					

资料来源: 联合证券研究所

风险提示

- 1、如果宏观经济再次发生恶化，特别是居民消费预期下降，将对行业乃至公司的经营造成较大冲击；
- 2、短期内，公司为了增加直营店占比而付出较高的资本开支，将对 ROE 水平造成一定压力。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。