

经济低迷时期扩张策略导致短期费用上升利润下滑

美邦服饰 (002269)

评级: 增持 (维持)

股价: 18.70 元

中报点评

2009 年 7 月 30 日 星期四

消费品小组

张先萍

021-50586660-8633

zxp@longone.com.cn

纺织及轻工行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

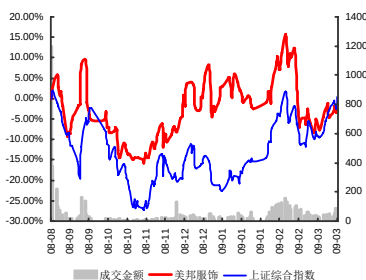
重要数据

总股本(亿股)	10.05
流通股本(亿股)	1.05
总市值(亿元)	187.93
流通市值(亿元)	18.79

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	4.88	-7.36
3 个月	-0.54	-34.60
6 个月	8.03	-58.83

个股相对上证综指走势图



相关报告:

1.《业绩增速略低于预期》2009-4-28

2.《品牌提升拓展打造亮丽业绩》

2009-3-27.

3.《“轻舞飞扬”的优秀品牌》

2008-11-6

4.《三季度业绩交流会总结》

2008-10-30

投资要点

- **09 年中报业绩略低于预期。**公司 09 年上半年实现营业收入 18.22 亿元, 同比增长 11.29%; 实现营业利润 1.48 亿元, 同比下滑 42.86%; 归属于上市公司股东的净利润 2.3 亿元, 同比增长 28%; 经营活动产生现金流量净额 2.04 亿元, 同比下滑 28.54%。基本每股收益 0.23 元, 略低于我们此前的 0.25 元预期。
- **经济低迷时期扩张策略导致期间费用上升、营业利润下滑。**08 年公司的店铺数量增长率为 28%, 而 09 年上半年收入增速仅有 11.3%, 直营店收入有所增加, 但预计加盟店收入增速下滑明显, 我们认为主要原因在于经济不景气的情况下加盟商的投入有所减少。而另一方面, 由于公司在直营店渠道的不断拓展, 以及对 Me&City 品牌的前期营销投入, 使得公司的销售费用明显上升, 销售费用率从去年同期的 21.6% 上升至 31.3%。收入增速的减缓和期间费用率的上升导致公司的上半年营业利润同比下滑了 42.8%, 我们认为主要原因还是在于公司采取了在经济低迷时期采取扩张策略, 暂时导致收入的增长没有跟上费用的增长, 但是从长期看, 渠道增长特别是铺设大的直营店是符合行业的发展趋势的。
- **盈利预期和估值。**预期公司 09 年/10 年营业收入为 56.21/70.32 亿元, 09/10 年实现净利润 7.55/9.65 亿元, 每股收益 0.75 和 0.96 元, 目前股价对应 09/10 年市盈率 25/19.5, 给予增持评级。
- **风险因素:** 消费需求不确定性, 渠道拓展进程不确定性。

主要财务指标

	2007 年	2008 年	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
营业收入 (百万元)	3156.52	4473.68	5621.18	7032.09	8508.83
营业收入增长率 (%)	59.12	41.73	25.65	25.10	21.00
营业利润 (百万元)	428.59	833.29	1,007.35	1,287.67	1,580.72
营业利润增长率 (%)	371.05	94.42	20.89	27.83	22.76
净利润 (百万元)	363.99	587.52	755.66	965.94	1,185.77
净利润增长率 (%)	436.05	61.41	28.62	27.83	22.76
营业利润率 (%)	11.53	13.13	13.44	13.74	13.94

净资产收益率 (%)	54.76	22.70	24.25	25.47	25.65
每股收益 (元)	0.61	0.88	0.75	0.96	1.18
每股净资产 (元)	1.11	3.86	3.1	3.77	4.6
PE (X)	43.09	31.59	24.93	19.48	15.85
PB (X)	23.68	7.17	6.03	4.96	4.06

收入预测假设:

	08 年 E	09 年 E	10 年 E	11 年 E
营业面积 (万平米)	55.14	68.64	78.14	85.95
新增营业面积 (万平米)	15.11	13.50	9.50	7.81
平效 (元/平米)	8112	8189	9000	9900
营业收入 (亿元)	44.73	56.21	70.32	85.09
营业收入增速%	41.73	25.67	25.10	21.00

美邦服饰损益表预测

	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
营业收入 (百万元)	5,621.18	7,032.09	8,508.83
减: 营业成本	3,091.65	3,867.65	4,679.86
营业费用	1,236.66	1,547.06	1,871.94
管理费用	236.09	288.32	348.86
财务费用	49.43	41.39	27.45
资产减值准备	0.00	0.00	0.00
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,007.35	1,287.67	1,580.72
加: 营业外收入	0	0	0
减: 营业外支出	0	0	0
利润总额	1007.35	1287.67	1580.72
所得税	251.84	321.92	395.18
少数股东损益	-0.15	-0.19	-0.23
净利润	755.66	965.94	1,185.77

资料来源: 东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

张先萍: 纺织及轻工行业分析师, 东华大学服装工程学士、复旦大学经济学硕士, 法国 EDHEC 商学院交流学习一年, 两年行业工作经验

重点跟踪公司: 七匹狼, 报喜鸟, 美邦服饰, 鲁泰 A, 雅戈尔, 宜科科技, 伟星股份, 晨鸣纸业, 永新股份

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122