

王薇  
0755-82960477  
wang\_w@cmschina.com.cn

2009年9月17日

## 美邦服饰(002269.SZ)/19.64 元

### 反思与超越 长短期发展的关键磨合年

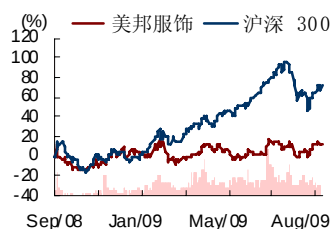
投资评级: **强烈推荐-A**  
评级调整: 维持

#### 基础数据

|          |            |
|----------|------------|
| 总股本(万股)  | 100500     |
| 流通股本(万股) | 10500      |
| 总市值(亿元)  | 197        |
| 流通市值(亿元) | 21         |
| 52周股价    | 17.0-31.1元 |

#### 股价表现

| %    | 1m | 6m  | 12m |
|------|----|-----|-----|
| 绝对表现 | 6  | 20  | 17  |
| 相对表现 | 9  | -25 | -46 |



#### 相关报告

- 1、《美邦服饰—中国最成功的“麦时尚”品牌 快反应的领先者》2008/09/01
- 2、《美邦服饰—渠道扩张与毛利提升并举 新品牌曙光初现》2008/10/21
- 3、《美邦服饰—江山代有才人出 内功筑就扩张之美的首选》2009/2/2
- 4、《美邦服饰—短融推进渠道拓展 外延内生同时出牌》2009/2/13
- 5、《美邦服饰—品牌系统多管发力 维持高速增长》2009/03/27
- 6、《美邦服饰—深谙本质发展的企业》2009/4/27
- 7、《服饰品牌研究第三卷(下): 突围与出局: 时尚界由重本质者主宰》2009/6/15
- 8、《美邦服饰--费用大增拉低主业利润, 税收优惠提升净利增速》2009/7/29

敬请阅读末页的免责声明

今年对于国内有规模和知名度基础的品牌来说, 业绩增长的高低很大成分是战略的区别。虽然公司今年的业绩受制于大力发展直营大店的策略, 但也为公司以较低成本积聚了宝贵资源, 为成为百亿大企业打好发展框架和基础。值得欣喜的是, 公司也在这个过程中发现了自身的问题, 希望通过管理改进和提升兼顾到短期发展利益。

□ 我们认为目前国内的品牌企业发展时间都尚短, 在如何发展上还有不少问题需要摸索, 公司作为国内休闲服行业的龙头, 更需要通过摸索完善自己的发展模式与框架。最关键的是能够在发现问题中积极改进与提升。

□ 目前公司将为成为百亿品牌打下框架和基础作为首要任务, 在危机中的发展战略以支持长期发展为主, 但这个过程也带来了费用过高等一系列问题, 公司在此转型过程中充分认识到了这些问题:

➤ 对于大力发展直营大店带来的费用增长过高问题, 主要原因是为公司长期发展奠定基础, 但其中也有缺乏经验、管理不到位的原因。公司认识到主要有两个问题:

一次性铺开上百家店, 规划上不太合理, 成本收益时间没有匹配好; 新品牌的门店建设不符合预期, 比如形象设计等沟通不到位, 建设速度被大大拖后。同时, 门店和总部建设需要增加很多人才, 人工成本也大大增加。这些问题给公司增加了许多成本支出, 但也借此搭建了一个支撑百亿规模大企业发展的架构, 长期会给企业带来很好的价值。

➤ 公司购买门店资源, 将部分资产由轻变重会带来 ROE 降低的问题, 但是哪部分资产该重, 公司的思路还是很清晰的。国际和国内经验都表明, 在稀缺商圈获得门店资源是必要的, 且今年总体看购置成本较低, 而对于低附加值的制造上游, 公司主要投入在研发, 不会投入生产, 哪些资产该重, 公司还是很清楚的。

➤ 全资子公司米安斯迪信息科技有限公司将会在未来参与相应国有建设用地使用权出让活动取得土地, 用于新品牌以及开展信息科技服务的办公场所建设。此举短期内也会增加公司的成本, 但也是为公司长期做准备。现有的持续发展场所已经不够了, 新办公场所可以解决此问题, 并且使公司员工的工作生活更便利。

➤ 在以长期发展为指导的情况下, 公司也逐步重视短期的发展问题, 希望采取一些措施围绕长短期利益平衡进行, 通过管理改进和提升兼顾到短期发展利益:

➤ 推进股权激励, 做好适合公司持续发展的激励手段。慢慢构建一个更高效稳定的管理层队伍, 用制度和流程来决策。公司采用外部专业的人力资源公司对员工的能力做多角度测评, 以做好持续发展的激励手段。

- **发展中通过摸索越来越明白企业的价值曲线该怎么做，公司要做骄傲的中国制造，重点在于提高品质和反应速度。**公司和国际优秀企业相比，以往的美特斯邦威品牌年轻、时尚、有活力的特征是模糊的，价值曲线不太清晰。而 ZARA 的价值曲线就是要以最快的速度模仿顶级奢侈品牌创造的流行时尚，而 H&M 则是用大牌设计师设计可给大众穿的时尚。公司要清晰自己的价值曲线，以做骄傲的中国制造为目标，以中国现有的品牌情况，重点在于提高品质和反应速度。

对于品质的提升，中国拥有充足的生产资源，公司主要在充分运用更高水平的加工企业与加强内部品质管控两方面努力。目前有更多的以往给国际品牌做代工的优秀生产企业成为公司的合作伙伴，将大大提升产品的品质；同时公司在内部加强品质管控，从源头开始抓，就是从企划开始，先做面辅料设计，再做产品设计，品质控制性就有保证，企划是品质的源头和核心。相信通过这些措施市场对公司产品品质的认知度会越来越提高。

对于供应链的反应速度，公司认为在亚洲至少应该打造出超越国际优秀企业的整合速度，所以供应链整合方面将有更多力量支持。包括：与供应商形成更紧密的关系；加大区域化物流的建设；投资 2.9 亿打造更完善的信息系统，为公司供应链管理能力的提升、对市场情况分析与把握能力的增强等业务发展需求提供强有力的支持。

- **直营店今年发展状况一直优于加盟商门店，表明公司的精细化管理水平一直比较高，而加盟商的问题也要重视解决。**

- 直营门店今年到目前销售额同比有超过 40% 的增长，证明公司前几年大力发展直营店的策略是正确的。直营店在危机中良好的销售状况也反映出公司的精细化管理水平一直比较高。

- **加盟商今年销售与开店状况不太理想，有以下几个原因：**

去年订货会大量的加盟商以最乐观情况订货，7 月之前公司基本都在消化存货；而且加盟商与公司利益不完全一致，并非是市场没有需求，加盟商是宁愿保现金而不是保门店业绩；

公司在危机阶段各次订货会都没有给加盟商订货指标压力，彻底让所有加盟商放松，不承担任何责任，考虑他们的利益对长期发展有利。

而通过之前的消化与努力，8 月开始加盟商的状况开始活跃了，之前总销售一直是基本持平，现在开始出现正增长了，9 月开始已经有不少加盟商开始缺货，预计未来加盟商门店的经营状况将逐步改善。

- **提高单店平效是重要工作，主要通过四方面进行：**

- 产品是源头，将通过细化产品系列与类别，使产品更丰满化以及场合定位更清晰全面。
- 提升门店形象，完善货品布局、搭配组织，更好的考虑消费者行为。
- 大力培养有能力的店长以及加大其职权。zara 的店长对品牌的决策和反应速度起到很大作用，公司也将推行门店的经理制，使店长的职权加大，以及帮助他们提升能力，以提高快速反应和决策能力。
- 重视门店的绩效管理。公司将建立财务经营绩效管理部，每月召开经理级会议，使对销售的过程控制和预见性方面大大改进，对门店经营提出建议并及时改进。

- **新品牌 Me&City 的发展：通过一年的平台搭建，未来一两年将会快速发展。**

直营店今年数量将达到 100 家左右；

未来一两年品牌培养逐渐成熟后，会开始借助加盟商力量拓展市场；

和渠道供应商的磨合也会越来越好。

- **盈利预测与投资评级：**总体看，由于费用过高以及加盟商的销售状况增长较慢的问题在三季度没有太多变化，所以预计三季度的业绩依然维持中期的格局，年底经营性业绩增速的回升，主要还是看加盟商经营状况恢复了多少。但是在今年新开大量直营店逐渐成熟、加盟商拓展速度加快与销售回升，以及费用率下降的预期下，预计公司明年的业绩增速基础较好。我们根据近期经营情况，基本维持前期预测，预计公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.76、1.06 和 1.42 元/股。目前公司 09 年的动态市盈率为 25 倍左右，根据市场估值水平以及公司的底质，公司的估值具有一定优势，可以 27 倍 PE 为估值中枢。待负面因素有所消化后，估值将具备提升的可能。

我们一再强调品牌公司的核心竞争力是其管理能力，这决定公司是否可根据产品本质搭架发展模式与框架，并不断通过各细节的精细化管理提升效率。公司是我们认为具备高超管理能力的公司。虽然今年的发展受其策略的影响，预计短期内的业绩情况将维持目前的格局，但目前估值不算高，也通过资源积累为未来发展大大积聚了实力，中长期发展仍会较快速，因此我们维持“强烈推荐”的评级。等待负面因素消化后，公司投资价值将逐步显现。

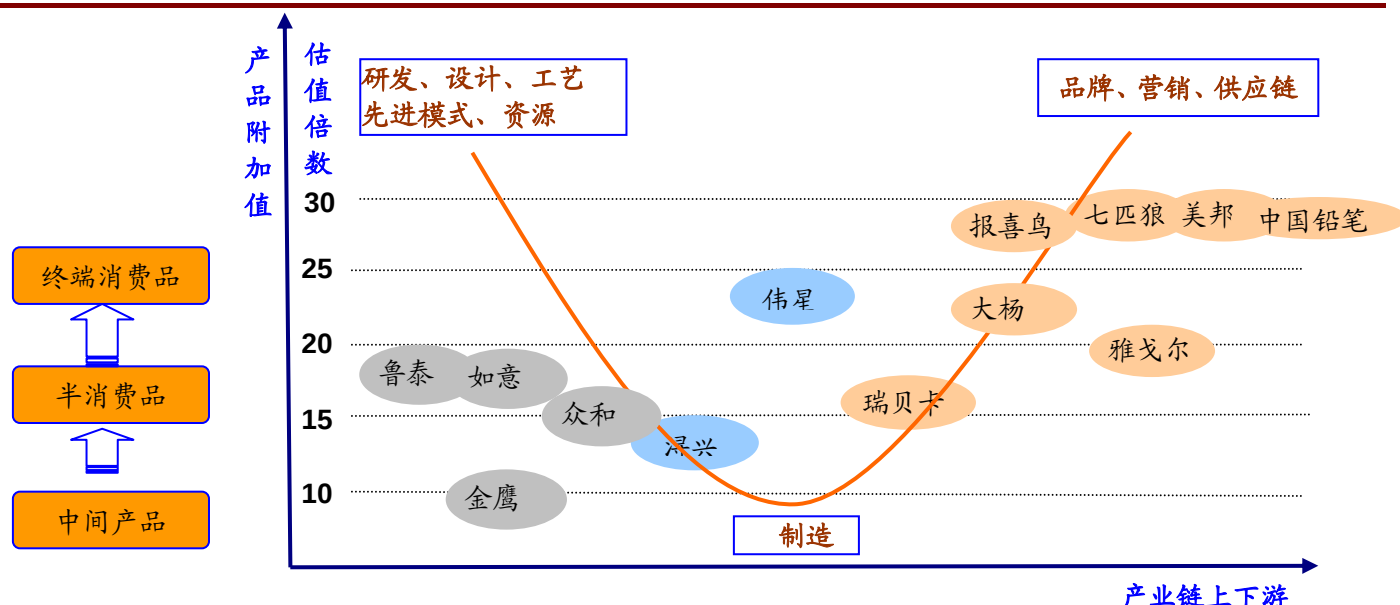
- **风险因素：**宏观经济增长放缓；新开直营大店大大提高费用水平；加盟商信心恢复低于预期；新品牌推广。

**表 1：盈利预测假设表**

| 单位：百万元     | 2006 年 | 2007 年 | 2008 年 | 2009E | 2010E | 2011E |
|------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 合计收入       | 1984   | 3157   | 4474   | 5360  | 6805  | 8726  |
| 直营店        | 594    | 1052   | 1500   | 2030  | 2568  | 3100  |
| 加盟店        | 1380   | 2085   | 2849   | 2950  | 3382  | 3955  |
| 收入增长率      | 116%   | 59%    | 42%    | 20%   | 27%   | 28%   |
| 直营店收入增长率   | 1000%  | 77%    | 43%    | 35%   | 27%   | 21%   |
| 其中：门店数量（个） | 183    | 271    | 412    | 512   | 640   | 736   |
| 增长率        | 732%   | 48%    | 52%    | 24%   | 25%   | 15%   |
| 加盟店收入增长率   | 60%    | 51%    | 37%    | 4%    | 15%   | 17%   |
| 其中：门店数量（个） | 1258   | 1835   | 2286   | 2355  | 2708  | 3114  |
| 增长率        | 26%    | 46%    | 25%    | 3%    | 15%   | 15%   |
| 毛利率        | 28%    | 39%    | 46%    | 47%   | 48%   | 48%   |
| 直营店        | 38%    | 53%    | 58%    | 58%   | 59%   | 60%   |
| 加盟店        | 24%    | 31%    | 37%    | 39%   | 40%   | 39%   |

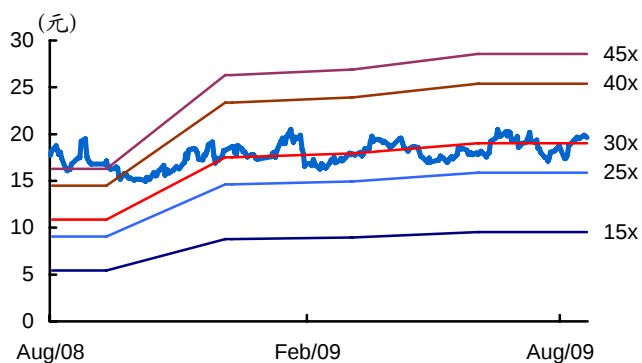
资料来源：招商证券

图 1: V 式估值法 (根据 09 年 EPS)



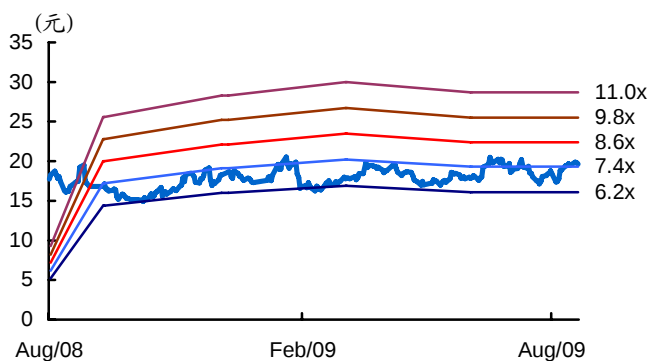
资料来源: 招商证券

图 2: 美邦服饰历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 3: 美邦服饰历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

**表 2：香港与新加坡品牌服饰公司盈利与估值表**

| 领域     | 股票名称         | 收盘价  | 市值    | PB   | ROE (%) | 07 EPS | 08 EPS | 09 EPS | 07 PE | 08 PE | 09 PE | 08-09 增长率 |
|--------|--------------|------|-------|------|---------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-----------|
| 女装     | 思捷环球         | 54.9 | 68345 | 5.1  | 46.0    | 4.16   | 4.18   | 4.34   | 13    | 13    | 13    | 4%        |
|        | 宝姿           | 19.9 | 11197 | 8.9  | 41.3    | 0.71   | 0.96   | 1.12   | 28    | 21    | 18    | 17%       |
|        | 安莉芳          | 3.3  | 1326  | 1.5  | 8.2     | 0.31   | 0.26   | 0.40   | 11    | 13    | 8     | 54%       |
| 休闲装    | 利丰           | 24.8 | 93312 | 6.7  | 20.8    | 0.81   | 0.98   | 1.24   | 30    | 25    | 20    | 26%       |
|        | 波斯登          | 1.3  | 10026 | 1.3  | 10.9    | 0.08   | 0.11   | 0.11   | 16    | 12    | 12    | 5%        |
|        | 班尼路          | 6.1  | 8096  | 2.0  | 21.6    | 0.47   | 0.71   | 0.80   | 13    | 9     | 8     | 13%       |
|        | 真维斯          | 2.3  | 2405  | 1.3  | 4.3     | 0.49   | 0.28   | 0.29   | 5     | 8     | 8     | 5%        |
|        | 佐丹奴          | 2.6  | 3878  | 2.1  | 16.5    | 0.20   | 0.12   | 0.16   | 13    | 21    | 16    | 35%       |
|        | 李宁           | 24.2 | 25222 | 11.6 | 39.6    | 0.45   | 0.95   | 1.17   | 53    | 25    | 21    | 23%       |
| 运动装    | 中国动向         | 5.6  | 31845 | 4.2  | 21.7    | 0.13   | 0.29   | 0.35   | 43    | 20    | 16    | 21%       |
|        | 安踏体育         | 11.3 | 28098 | 5.5  | 20.7    | 0.22   | 0.49   | 0.61   | 52    | 23    | 19    | 23%       |
|        | 特步           | 4.2  | 9216  | 3.1  | 34.8    | 0.10   | 0.32   | 0.38   | 42    | 13    | 11    | 19%       |
|        | 鸿星尔克         | 0.2  | 532   | 0.6  | 12.1    | 0.15   | 0.02   | 0.03   | 1     | 8     | 6     | 24%       |
|        | 宝胜国际         | 1.4  | 6135  | 1.0  | 17.9    | 0.01   | 0.03   | 0.09   | 192   | 46    | 17    | 175%      |
|        | 百丽国际         | 8.0  | 67136 | 4.4  | 15.9    | 0.23   | 0.32   | 0.38   | 34    | 25    | 21    | 22%       |
| 女鞋     | 永恩国际         | 4.9  | 8026  | 4.3  | 30.5    | 0.23   | 0.31   | 0.38   | 21    | 16    | 13    | 23%       |
|        | 盈进集团         | 0.6  | 374   | 0.5  | -11.9   | 0.13   | 0.03   | 0.05   | 4     | 21    | 12    | 79%       |
|        | Walker Group | 0.6  | 374   | 0.5  | -11.9   | 0.13   | 0.03   | 0.05   | 4     | 21    | 12    | 79%       |
|        | 九兴控股         | 13.0 | 10295 | 1.8  | 16.8    | 0.14   | 1.06   | 1.16   | 90    | 12    | 11    | 9%        |
|        | 鸿国国际         | 0.3  | 107   | 0.9  | 19.9    | 0.28   | 0.04   | 0.05   | 1     | 6     | 5     | 17%       |
|        | 周生生          | 6.7  | 4039  | 1.3  | 13.8    | 0.86   | 0.72   | 0.78   | 8     | 9     | 9     | 8%        |
| 配饰/化妆品 | 霸王           | 3.2  | 9267  | -    | 115.3   | 0.06   | 0.14   | 0.19   | 51    | 23    | 17    | 32%       |
|        | 莎莎           | 3.4  | 4726  | 4.2  | 28.3    | 0.16   | 0.23   | 0.28   | 21    | 15    | 12    | 20%       |
|        | 新宇亨得利        | 3.2  | 8681  | 3.3  | 23.7    | 0.15   | 0.19   | 0.21   | 21    | 17    | 15    | 12%       |
|        | 魏桥           | 5.5  | 6533  | 0.4  | 4.5     | 4.52   | 0.58   | 0.64   | 1     | 9     | 9     | 10%       |
| 生产     | 裕元           | 23.7 | 38997 | 1.8  | 18.0    | 0.22   | 1.82   | 1.98   | 108   | 13    | 12    | 9%        |

资料来源：Bloomberg、招商证券

表 3: 国际品牌服饰公司盈利与估值表

| 领域          | 公司                       | 收盘价    | 市值<br>(百万) | PB   | ROE<br>(%) | 07<br>EPS | 08<br>EPS | 09<br>EPS | 07<br>PE | 08<br>PE | 09<br>PE | 08-09<br>增长率 |
|-------------|--------------------------|--------|------------|------|------------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|----------|--------------|
| 运动          | NIKE                     | 56.8   | 27596      | 3.2  | 18.0       | 3.82      | 3.52      | 3.89      | 15       | 16       | 15       | -2.30%       |
|             | ADS                      | 32.0   | 6187       | 1.9  | 20.0       | 2.85      | 1.42      | 2.36      | 11       | 23       | 14       | 8.30%        |
|             | Puma                     | 178.6  | 2863       | 2.3  | 20.1       | 16.7      | 11.1      | 15.6      | 11       | 16       | 11       | 6.30%        |
| 奢侈品/<br>高档品 | LVMH                     | 62.2   | 30474      | 2.3  | 16.6       | 4.13      | 3.72      | 3.98      | 15       | 17       | 16       | 6.60%        |
|             | HERMES                   | 101.3  | 10689      | 6.7  | 19.0       | 2.73      | 2.77      | 2.99      | 37       | 37       | 34       | 7.60%        |
|             | COACH                    | 29.9   | 9480       | 5.6  | 38.8       | 2.09      | 1.89      | 2.03      | 14       | 16       | 15       | -9.30%       |
|             | POLO                     | 68.7   | 6847       | 2.4  | 15.8       | 7.06      | 3.69      | 4.07      | 10       | 19       | 17       | -12.50%      |
|             | TOD'S                    | 40.3   | 1228       | 2.0  | 14.4       | 2.54      | 2.56      | 2.75      | 16       | 16       | 15       | 8.80%        |
|             | BOSS                     | 20.0   | 1552       | 9.8  | 30.0       | 4.30      | 1.58      | 1.78      | 5        | 13       | 11       | 4.90%        |
|             | BURBERRY                 | 458.0  | 1984       | 3.7  | -1.2       | -         | 28.4      | 30.7      | -        | 16       | 15       | -2.90%       |
|             | Perry Ellis              | 9.0    | 121        | 0.6  | -4.9       | 1.66      | 0.73      | 0.92      | 5        | 12       | 10       | 35.00%       |
|             | Phillips-Van             | 34.5   | 1781       | 1.7  | 9.4        | 3.01      | 2.30      | 2.54      | 11       | 15       | 14       | 8.50%        |
|             | PPR                      | 77.8   | 9840       | 1.1  | 9.9        | 7.29      | 5.61      | 6.19      | 11       | 14       | 13       | 9.20%        |
|             | UNIQLO                   | 11720  | 1243183    | 4.6  | 17.3       | 299       | -         | -         | 39       | -        | -        | -            |
|             | H&M                      | 410.0  | 339290     | 10.7 | 44.3       | 18.6      | 19.1      | 21.7      | 22       | 21       | 19       | 12.00%       |
| 大众品         | INDITEX                  | 37.8   | 23531      | 5.1  | 28.1       | 1.61      | 1.88      | 2.07      | 23       | 20       | 18       | 5.30%        |
|             | GAP                      | 18.1   | 12605      | 2.8  | 22.3       | 1.12      | 1.30      | 1.38      | 16       | 14       | 13       | 11.10%       |
|             | VF                       | 66.5   | 7413       | 2.0  | 16.9       | 5.31      | 4.91      | 5.48      | 13       | 14       | 12       | 8.70%        |
|             | LTD US                   | 14.4   | 4624       | 2.5  | 10.8       | 2.10      | 0.81      | 0.99      | 7        | 18       | 14       | 32.00%       |
|             | NEXT                     | 1653.0 | 3258       | 20.8 | -          | -         | 145       | 151       | -        | 11       | 11       | 4.70%        |
|             | GUESS                    | 28.8   | 2646       | 3.3  | 29.8       | -         | 1.92      | 2.23      | -        | 15       | 13       | 15.70%       |
|             | Benetton                 | 6.4    | 1175       | 0.8  | 11.3       | 0.80      | 0.59      | 0.65      | 8        | 11       | 10       | 8.00%        |
|             | Abercrombie&<br>American | 31.7   | 2784       | 1.6  | 15.7       | 4.80      | 0.85      | 1.52      | 7        | 37       | 21       | 23.60%       |
|             | Eagle                    | 15.2   | 3141       | 2.2  | 13.0       | 1.87      | 0.78      | 1.01      | 8        | 20       | 15       | 28.30%       |
|             | Aeropostale              | 36.2   | 2443       | 6.2  | 54.1       | 1.58      | 2.98      | 3.23      | 23       | 12       | 11       | 5.40%        |
|             | Bulgari                  | 4.7    | 1417       | 1.8  | 10.4       | 0.50      | 0.06      | 0.16      | 9        | 77       | 29       | 17.10%       |
|             | RICHEMONT                | 26.7   | 15354      | 1.9  | 17.3       | 2.54      | 1.56      | 1.69      | 11       | 17       | 16       | -32.00%      |
| 配饰/<br>化妆品  | Fossil                   | 25.1   | 1670       | 2.1  | 17.6       | 1.16      | 1.64      | 1.79      | 22       | 15       | 14       | 12.00%       |
|             | Tiffany                  | 30.2   | 3743       | 2.3  | 13.3       | 2.05      | 1.58      | 1.76      | 15       | 19       | 17       | 6.90%        |
|             | Estee Lauder             | 52.5   | 16036      | 2.3  | 13.8       | 3.63      | 2.78      | 3.13      | 14       | 19       | 17       |              |
|             | Swatch                   | 205.4  | 11451      | 2.0  | 15.5       | 32.7      | 11.6      | 12.7      | 6        | 18       | 16       | 5.00%        |

资料来源: Bloomberg、招商证券

**参考报告:****1、《纺织与服饰行业 08 年度投资策略报告—模式为王：服饰品牌研究第一卷》2008/02/14:**

对服饰行业研究引入“模式为王”的逻辑理论，创新性提出品牌竞争五阶段论，结合服装不同领域的模式特点与品牌所处阶段综合判断公司价值，并以此提出我国在中低档男休闲装领域和高档男正装领域适合的两大模式。

**2、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第二卷）：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22:**

创新性提出时尚产业分析图谱，将产品与公司按“时尚性要求高低”与“档次高低”二维标准划分为四大类，借助我们构建的完整品牌评价系统，清晰实现了时尚产业产品-模式-投资策略的逻辑演绎。

**3、《美邦服饰—中国最成功的“麦时尚”品牌 快反应的领先者》2008/09/01:**

将公司在时尚产业图谱中定位为时尚性偏高的中低档品牌，根据自建的品牌评价系统详细分析其品牌模式，并通过与国际、香港和国内休闲服品牌从模式和运营数据对比，详细分析公司的发展优势与空间。

**4、《美邦服饰—渠道扩张与毛利提升并举 新品牌曙光初现》2008/10/21****5、《纺织服饰行业 09 年投资策略（服饰品牌研究第三卷）：时尚波涛中的启航者 内功筑就扩张之美》2008/12:**

从宏观行业和微观公司两个角度出发，对服饰消费和服饰品牌公司发展规律做出实证研究。精选出国际高档奢侈品和中低档领域可对比公司，总结出危机中的品牌公司分化表现，并在此基础上形成自建的品牌分化路径演绎框架和经济周期中的品牌服饰消费弹性框架。最后结合时尚产业图谱，归结出重点品牌服装公司 09 年投资策略。

**6、《美邦服饰—江山代有才人出 内功筑就扩张之美的首选》2009/2/2**

公司最主要的目标是与国内品牌拉开差距，与国际品牌缩小差距。通过详细分析其与国际快速反应最领先品牌的差距，剖析公司未来发展思路。通过这些提升和改进，有望成为国内品牌中真正占据领导地位的一代“才人”。

**7、《美邦服饰—短融推进渠道拓展 外延内生同时出牌》2009/2/13****8、《美邦服饰—业绩符合预期 提高优势抢占市场份额的品种》2009/02/27****9、《美邦服饰—品牌系统多管发力 维持高速增长势头》2009/03/27****10、《美邦服饰—深谙本质发展的企业》2009/4/27:**

就公司选择的渠道模式以及 ME&CITY 的主要问题进行了深入探讨。

**11、《美邦服饰—提前发货与费用增加较多是业绩低于预期的主因》2009/4/28****12、《纺织服饰行业 09 年中期投资策略（服饰品牌研究第三卷下）：突围与出局：时尚界由重本质者主宰》2009/6/15:**

经营模式对公司的利润有着关键影响。此文建立了时尚产业图谱的财务量化版，结合国际案例，证明企业运营一定要贴合产品本质选取经营模式。据此对国内品牌公司做出从模式-财务指标质量的分析，并结合发展弹性框架把握投资机会。

**13、《美邦服饰—税收优惠增厚业绩 辩证看待高费用率的状况》2009/7/6****14、《美邦服饰--费用大增拉低主业利润，税收优惠提升净利增速》2009/7/29**

**附：财务预测表**
**资产负债表**

| 单位：百万元         | 2007        | 2008        | 2009E       | 2010E       | 2011E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 1100        | 3314        | 3519        | 4037        | 4306        |
| 现金             | 242         | 1852        | 2007        | 2249        | 2154        |
| 交易性投资          | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应收票据           | 60          | 0           | 91          | 109         | 131         |
| 应收款项           | 175         | 414         | 408         | 457         | 508         |
| 其它应收款          | 76          | 230         | 129         | 157         | 192         |
| 存货             | 420         | 664         | 770         | 923         | 1140        |
| 其他             | 127         | 153         | 114         | 142         | 182         |
| <b>非流动资产</b>   | 759         | 1263        | 2302        | 2916        | 3014        |
| 长期股权投资         | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 固定资产           | 289         | 590         | 1803        | 2449        | 2586        |
| 无形资产           | 103         | 122         | 120         | 118         | 115         |
| 其他             | 367         | 550         | 379         | 350         | 312         |
| <b>资产总计</b>    | <b>1858</b> | <b>4577</b> | <b>5821</b> | <b>6953</b> | <b>7320</b> |
| <b>流动负债</b>    | 1191        | 1789        | 2155        | 2487        | 1780        |
| 短期借款           | 647         | 1051        | 1479        | 1621        | 712         |
| 应付账款           | 311         | 417         | 476         | 595         | 763         |
| 预收账款           | 28          | 24          | 57          | 78          | 114         |
| 其他             | 204         | 297         | 143         | 193         | 191         |
| <b>长期负债</b>    | 0           | 200         | 200         | 200         | 200         |
| 长期借款           | 0           | 200         | 200         | 200         | 200         |
| 其他             | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>负债合计</b>    | <b>1191</b> | <b>1989</b> | <b>2355</b> | <b>2687</b> | <b>1980</b> |
| 股本             | 400         | 670         | 1010        | 1010        | 1010        |
| 资本公积金          | 13          | 1278        | 1278        | 1278        | 1278        |
| 留存收益           | 252         | 639         | 1178        | 1977        | 3052        |
| 少数股东权益         | 3           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 母公司所有者权益       | 665         | 2588        | 3467        | 4266        | 5341        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>1858</b> | <b>4577</b> | <b>5821</b> | <b>6953</b> | <b>7320</b> |

**现金流量表**

| 单位：百万元         | 2007      | 2008        | 2009E      | 2010E      | 2011E       |
|----------------|-----------|-------------|------------|------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 218       | 470         | 1101       | 1460       | 1717        |
| 净利润            |           | 588         | 770        | 1066       | 1433        |
| 折旧摊销           |           | 0           | 293        | 375        | 387         |
| 财务费用           |           | 0           | 72         | 94         | 45          |
| 投资收益           |           | 0           | 0          | 0          | 0           |
| 营运资金变动         |           | 0           | (182)      | (96)       | (177)       |
| 其它             |           | (118)       | 149        | 22         | 29          |
| <b>投资活动现金流</b> | (338)     | (715)       | (1411)     | (1000)     | (500)       |
| 资本支出           |           | 0           | (1500)     | (1000)     | (500)       |
| 其他投资           |           | (715)       | 89         | 0          | 0           |
| <b>筹资活动现金流</b> | 142       | 1793        | 465        | (218)      | (1312)      |
| 借款变动           |           | 0           | 428        | 142        | (909)       |
| 普通股增加          |           | 0           | 340        | 0          | 0           |
| 资本公积增加         |           | 0           | 0          | 0          | 0           |
| 股利分配           |           | 0           | (231)      | (266)      | (358)       |
| 其他             |           | 1793        | (72)       | (94)       | (45)        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>21</b> | <b>1547</b> | <b>155</b> | <b>242</b> | <b>(95)</b> |

资料来源：公司报表、招商证券

**利润表**

| 单位：百万元           | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 3157 | 4474 | 5360  | 6805  | 8726  |
| 营业成本             | 1930 | 2434 | 2850  | 3544  | 4543  |
| 营业税金及附加          | 14   | 21   | 21    | 34    | 44    |
| 营业费用             | 603  | 944  | 1270  | 1497  | 1876  |
| 管理费用             | 155  | 189  | 225   | 286   | 349   |
| 财务费用             | 22   | 48   | 72    | 94    | 45    |
| 资产减值损失           | 3    | 4    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益             | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>      | 429  | 833  | 921   | 1350  | 1870  |
| 营业外收入            | 9    | 17   | 45    | 19    | 20    |
| 营业外支出            | 5    | 10   | 4     | 3     | 4     |
| <b>利润总额</b>      | 433  | 841  | 962   | 1366  | 1886  |
| 所得税              | 69   | 254  | 192   | 301   | 453   |
| <b>净利润</b>       | 364  | 587  | 770   | 1066  | 1433  |
| 少数股东损益           | (0)  | (0)  | 0     | 0     | 0     |
| <b>母公司所有者净利润</b> | 364  | 588  | 770   | 1066  | 1433  |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.91 | 0.88 | 0.76  | 1.06  | 1.42  |

**主要财务比率**

|                | 2007  | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入           | 59%   | 42%   | 20%   | 27%   | 28%   |
| 营业利润           | 371%  | 94%   | 11%   | 47%   | 38%   |
| 净利润            | 437%  | 61%   | 31%   | 38%   | 34%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 38.8% | 45.6% | 46.8% | 47.9% | 47.9% |
| 净利率            | 11.5% | 13.1% | 14.4% | 15.7% | 16.4% |
| ROE            | 54.8% | 22.7% | 22.2% | 25.0% | 26.8% |
| ROIC           | 28.8% | 16.0% | 15.4% | 18.5% | 23.3% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 64.1% | 43.5% | 40.4% | 38.6% | 27.0% |
| 净负债比率          | 34.8% | 27.3% | 28.8% | 26.2% | 12.5% |
| 流动比率           | 0.9   | 1.9   | 1.6   | 1.6   | 2.4   |
| 速动比率           | 0.6   | 1.5   | 1.3   | 1.3   | 1.8   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产周转率          | 1.7   | 1.0   | 0.9   | 1.0   | 1.2   |
| 存货周转率          | 5.2   | 4.5   | 4.0   | 4.2   | 4.4   |
| 应收帐款周转率        | 29.6  | 15.2  | 13.0  | 15.7  | 18.1  |
| 应付帐款周转率        | 7.5   | 6.7   | 6.4   | 6.6   | 6.7   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益           | 0.91  | 0.88  | 0.76  | 1.06  | 1.42  |
| 每股经营现金         | 0.54  | 0.70  | 1.09  | 1.45  | 1.70  |
| 每股净资产          | 1.66  | 3.86  | 3.43  | 4.22  | 5.29  |
| 每股股利           | 0.25  | 0.30  | 0.23  | 0.26  | 0.35  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 21.6  | 22.4  | 25.8  | 18.6  | 13.8  |
| PB             | 11.8  | 5.1   | 5.7   | 4.7   | 3.7   |
| EV/EBITDA      | 44.8  | 23.3  | 16.6  | 11.7  | 9.3   |

## 分析师简介

**王薇**，英国兰卡斯特大学（与 LBS 为英国仅有两所六星级管理商学院）金融学硕士，广州暨南大学金融与会计双学士学位，现为招商证券服饰纺织行业分析师，4 年证券研究经验，3 年服饰纺织行业研究经验。2008 年度《新财富》最佳分析师服装纺织行业第一名。

主要研究特点：跳脱出传统的纺织服装行业分析，领先的提出时尚产业分析图谱。并把握住时尚产业的时尚性与相匹配的反应速度的本质，完整演绎时尚产业产品-模式-投资策略的图谱。结合自建的品牌竞争阶段论和品牌评价系统进行阐述，清晰把握公司的投资主线与发展路径。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于  $\pm 5\%$  之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。