

短期业绩压力明显，长期仍具发展动力

谨慎推荐 维持评级

投资要点：

- **业绩修正公告显示 2009 年经营压力较大。**公司公告预计 2009 年 1-9 月归属于母公司所有者的净利润与上年同期相比下降幅度在 0~30% 之间。结合公告及公司上半年经营情况，我们预计前三季度净利润下滑幅度在 10% 以上，全年业绩仅略有增长。
- **发展加盟、提高收入是未来业绩改善基础。**公司前期业绩低于预期主要在于收入增速和费用增速不匹配，部分费用主要投向为长期发展蓄力项目，加盟商批发额下滑。公司未来将会加大对加盟商扶持，考虑到加盟商终端零售已经有所增长，公司业绩压力最大时点已经过去。
- **维持“谨慎推荐”评级。**预计 2009/2010/2011 年收入 50.54/62.09/75.32 亿元，净利润 6.0/8.09/10.61 亿元，EPS0.60/0.80/1.06 元，对应 PE 分别为 38.8/28.8/22 倍，目前市场价格已经反映未来业绩预期，考虑到 ME&CITY 潜力，维持“谨慎推荐”投资评级。
- **ME&CITY 能否发力是 2010 年业绩超预期的关键。**我们预计公司 2010 年可能会尝试 ME&CITY 加盟模式，如果运营成功，不排除借助现有加盟商渠道快速大规模铺开。由于相关费用均已沉淀，新增加盟将会直接带来净利润增加，业绩有能会超出预期。

主要财务指标

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1983.7	3156.5	4473.7	5054.0	6209.2	7532.2
收入增长率	116.37%	59.12%	41.73%	12.97%	22.86%	21.31%
EBITDA(百万元)	131.3	497.5	977.4	741.1	1223.5	1620.8
净利润(百万元)	67.8	364.0	587.5	600.4	808.7	1061.3
摊薄 EPS(元)	0.07	0.36	0.58	0.60	0.80	1.06
PE	343.4	64.0	39.7	38.8	28.8	22.0
EV/EBITDA(X)	46.3	19.5	15.3	31.4	19.6	14.7
PB	19.83	13.89	6.00	7.01	5.93	4.95
ROIC	13.7%	29.0%	16.1%	14.7%	15.3%	17.7%
总资产周转率	1.94	2.05	1.39	1.07	1.10	1.10

资料来源：公司资料 中国银河证券研究所

合理价值：22.4 元

分析师

马莉

✉: mali_yj@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8489

市场数据

时间 2009.10.14

A 股收盘价(元)	23.18
A 股一年内最高价(元)	31.40
A 股一年内最低价(元)	16.50
上证指数	2970
市净率	8.90
总股本(万股)	100500
实际流通 A 股(万股)	10500
限售的流通 A 股(万股)	90000
流通 A 股市值(亿元)	24.34

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究所

相关研究

美邦服饰：提高收入、控制费用是短期经营重点 (2009.07.30)

美邦服饰：中国大众休闲领域最成功的类 SPA 型企业 (2009.01.12)

一、公司前三季度业绩低于市场预期

公司 10 月 15 日发布业绩修正公告: 预计 2009 年 1-9 月归属于母公司所有者的净利润与上年同期相比下降幅度在 0~30% 之间, 其中, 2008 年同期净利润 3.42 亿, 即 2009 年 Q1-3 净利润在 2.4 亿-3.42 亿之间。

结合该公告, 以及公司基本经营情况, 我们对美邦 2009 年 Q3、Q4 业绩进行预测。预计 2009 年 Q3 实现净利润 0.69 亿, EPS0.07; 前三季度净利润 3.07 亿, EPS0.30 元, 比上年同期下滑 10% 以上。

预计 2009Q4EPS0.31 元左右, 比上年同期增长 25%。2009 年四季度业绩之所以可以有所改善, 建立在公司销售收入、尤其是加盟商提货额有所增长的基础上 (假定加盟商提货四季度同比增 15%; 直营店销售约增长 40%)。全年公司净利润约 6.07 亿, EPS0.60 元, 比上年同期略增 3.3%。

表 1 2008H2-2009 逐季业绩表现及 09Q3、09Q4 业绩预测

	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3*	同比	09Q4*	同比	全年
营业收入	121,720	161,895	108,963	73,274	124,155	2%	202,368	25%	508,760
营业成本	67,797	83,091	60,107	39,169	69,278	2%	105,232	27%	273,786
主营业务税金及附加	739	559	554	459	621	-16%	708	27%	2,342
销售费用	24,390	34,600	26,969	30,117	38,390	57%	46,600	35%	142,075
管理费用	4,284	7,805	3,480	4,179	5,252	23%	10,584	36%	23,494
财务费用	1,265	1,375	1,257	1,108	1,600	26%	1,600	16%	5,565
营业利润	23,129	34,229	16,597	-1,758	8,714	-62%	37,345	9%	60,898
利润总额	24,414	33,943	18,053	874	8,714	-64%	38,345	13%	65,985
所得税	8,283	9,352	2,678	-6,833	1,743	-79%	7,669	-18%	5,257
净利润	16,131	24,591	15,375	7,707	6,971	-57%	30,676	25%	60,728
每股收益	0.16	0.24	0.15	0.08	0.07		0.31		0.60
销售费用率	20.04%	21.37%	24.75%	41.10%	30.92%		23.03%		27.93%
管理费用率	3.52%	4.82%	3.19%	5.70%	4.23%		5.23%		4.62%
毛利率	44.30%	48.68%	44.84%	46.54%	44.20%		48.00%		46.19%

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所 (2009 年 Q3、Q4 为我们预测数据; 如果 2010 年春装提前在 2009 年四季度发货, 将会相应上调 2009 年 Q4 业绩预测)

二、多重因素拖累业绩

公司董事会关于前三季度业绩出现下滑原因进行说明, 对此我们进行归纳总结: 1) 为长远发展蓄力导致短期费用增加; 2) 内外部因素导致加盟商动力不足; 3) 经营管理过程中存在些许失误。

（一）为长远发展蓄力

为长远发展蓄力导致费用增加，主要体现在以下几方面：一是两个事业部（美特斯邦威事业部和 ME&CITY 事业部）成立带来成本增加；二是发展 ME&CITY 品牌初期，大额费用支出未带来净利润；三是发展直营渠道，带来销售费用等大幅增加，虽然收入增长较快，但收入和费用增长不匹配。

1、从两个事业部成立看公司总部组织架构

公司 2009 年在管理架构上做出较大改进，力图实现决策程序化、制度化。除成立两个品牌事业部外，公司已成立总部管理中心（生产、物流、行政、渠道开发等）。在人力资源方面，公司大力引进国际化人才，其中，两个事业部管理运营团队已初见雏形。

2、ME&CITY 仍处于起步阶段，盈利仍待 2010 年

2009 年是 ME&CITY 起步期，先期开店、设计研发、品牌推广等投入较大，目前渠道数量 50 家左右，主要分布在一线城市，且以大店为主。由于前期投入大、租金和推广费高等原因，2009 年难以实现盈利。

与此同时，ME&CITY 也在逐步改进过程中，主要表现为事业部管理团队逐步加强和品牌定位进一步清晰。其中，品牌定位强调利用中国加工优势，做“品质和速度”的结合体。

我们预期 2010 年公司可能会适当引入 ME&CITY 加盟商，如果前期试验成功，不排除公司会将好的模式大规模推广。由于公司具有美特斯邦威品牌庞大的加盟商资源，利用这些原有的加盟商渠道，推广速度将相对较快。

3、直营渠道是前期经营重点，未来将适度向加盟商倾斜

2009 年公司新增了约 100 家直营渠道，且主要以大店为主，租金和前期装修负担相对较大，是导致 2009 年前三季度销售费用增速过高主要原因。我们认为，目前公司直营渠道已经可以发挥很好的引导作用，未来发展重点将保持直营和加盟渠道适度比例。

（二）内外部因素导致加盟商动力不足

1、存货和经营环境不佳是导致前三季度提货下滑主要原因

2008 年 5 月份以前较好的经营环境、以及国内服装品牌运营商一贯采用的压货策略，导致经营商 2008 年逐次订货会订货量相对偏高。由于 2008 年四季度和 2009 年上半年经营环境不佳，经营商 2009 年普遍存在存货压力。

为了减轻加盟商负担，充分消化库存，公司 2009 年对经销商订货、提货要求相对较为宽松，基本不存在压货行为，从而导致今年前三季度加盟商批发额下滑。

从 2009 年三季度情况看，我们判断公司加盟商终端零售增速逐步实现正增长，补货需求逐步具备，这种情况在 2009 年四季度将会有所体现。

2、公司自 2009 年 9 月份开始加大对加盟商投入

由于加盟商带来的批发业务仍然是公司主要利润来源，美邦服饰自 2009 年 9 月份以来逐步完善对加盟商扶持，在拓店、提货、零售等环节均给予支持。在拓店环节，根据新开渠道大小不同，给予前期相应扶持；对于不同提货额，公司会给相应折扣优惠；在货品选择方面，也实行加盟商优先选择措施；在终端零售环节，也通过在公司内部之间调配货源的方式，提升其终端销售及时性。

（三）经营过程中有待改善的地方

导致公司 2009 年前三季度业绩出现下滑的原因还在于管理经验存在有待改善地方，例如对于直营店装修进度预期不足、对于经销商三季度补货需求预计不足等等。

三、盈利预测和投资评级

（一）假定条件

表 2 渠道开设和单店销售、毛利等假定

		2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
美邦直营店	渠道数量	210	271	412	512	572	602
	单店销售量(件)	44,375	50,892	54,454	57,177	60,036	63,038
	销售收入(万元)	68,027	106,196	143,055	198,956	269,978	325,625
	平均价格(元)	73	77	83	78	85	89
	销售成本	42,313	50,337	63,062	91,011	119,866	144,573
	单位成本		36	37	36	38	39
	毛利率	37.80%	52.60%	55.44%	54.26%	55.60%	55.60%
加盟店	渠道数量	1,258	1,835	2,284	2,350	2,650	3,050
	单店销售(件)	24,284	21,539	23,047	21,894	22,989	23,449
	销售收入(万元)	137,472	209,478	303,594	305,633	349,945	426,382
	平均价格(元)	45	53	64	60	62	65
	销售成本	105,028	143,911	180,343	180,802	213,104	259,652
	单位成本		36	37	36	38	39
	毛利率	23.60%	31.30%	41.94%	40.84%	39.10%	39.10%
合计	渠道数量	1,468	2,106	2,696	2,862	3,222	3,652
	营业收入(万元)	205,499	315,674	446,649	504,590	619,923	752,007
	主营收入增长率%	125.14%	53.61%	41.49%	12.97%	22.86%	21.31%
	营业成本	147,341	194,248	243,405	271,813	332,971	404,225
	综合毛利率	28.30%	38.47%	45.50%	46.13%	46.29%	46.25%

资料来源：公司公告 中国银河证券研究所

表 3 相关费用率假定

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业税率	0.28%	0.46%	0.48%	0.48%	0.48%	0.48%
销售费用率	15.34%	19.10%	21.09%	28.50%	24.00%	22.00%
管理费用率	7.47%	4.91%	4.23%	4.63%	4.23%	4.23%
实际税率	26.59%	15.92%	30.17%	20.00%	22.00%	24.00%

资料来源：公司公告 中国银河证券研究所（其中，销售费用率假定，主要基于公司销售费用绝对额逐步小幅上升

的判断，考虑到收入增加，销售费用率呈现下降趋势）

（二）盈利预测

预计 2009/2010/2011 年收入 50.54/62.09/75.32 亿元，净利润 6.0/8.09/10.61 亿元，EPS0.60/0.80/1.06 元，对应 PE 分别为 38.8/28.8/22 倍，目前市场价格已经反映未来业绩预期，鉴于 ME&CITY 可能会带来的利润超预期，维持“谨慎推荐”投资评级。

（三）ME&CITY 能否发力是公司 2010 年业绩可否超预期的关键

如果 ME&CITY 在 2010 年采取加盟模式，且进展顺利并能够迅速复制，由于相关费用均已经沉淀，新增加盟将会直接带来净利润增加，业绩可能会超出我们预期。

表 4 美邦服饰财务报表预测

资产负债表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	242	1,852	865	931	1,130	营业收入	3,157	4,474	5,054	6,209	7,532
应收票据	60	0	42	51	62	营业成本	1,930	2,434	2,723	3,335	4,049
应收账款	175	414	468	575	697	营业税金及附加	14	21	24	30	36
预付款项	127	153	183	219	263	销售费用	603	944	1,440	1,490	1,657
其他应收款	76	230	260	319	387	管理费用	155	189	234	263	319
存货	420	664	746	914	1,109	财务费用	22	48	52	59	78
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	3	4	6	7	9
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	289	590	640	642	616	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	116	181	105	63	36	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	429	833	575	1,025	1,384
无形资产	103	122	110	98	86	营业外收支净额	4	8	47	12	12
长期待摊费用	130	197	357	498	573	税前利润	433	841	622	1,037	1,396
资产总计	1,858	4,577	4,899	6,439	7,297	减：所得税	69	254	22	228	335
短期借款	647	1,051	0	828	795	净利润	364	587	600	809	1,061
应付票据	20	50	75	91	111	归属于母公司净利润	364	588	600	809	1,061
应付账款	311	417	410	503	610	少数股东损益	-0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0
预收款项	28	24	24	24	24	基本每股收益	0.36	0.58	0.60	0.80	1.06
应付职工薪酬	41	60	60	60	60	稀释每股收益	0.36	0.58	0.60	0.80	1.06
应交税费	50	102	102	102	102	财务指标					
其他应付款	93	85	85	85	85	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	59.1%	41.7%	13.0%	22.9%	21.3%
长期借款	0	200	800	800	800	EBIT 增长率	347.9%	95.1%	-28.5%	72.5%	34.8%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	436.5%	61.4%	2.2%	34.7%	31.2%
负债合计	1,191	1,989	1,576	2,514	2,587	盈利性					
股东权益合计	668	2,588	3,322	3,925	4,710	销售毛利率	38.8%	45.6%	46.1%	46.3%	46.2%
现金流量表						销售净利率	11.5%	13.1%	11.9%	13.0%	14.1%
净利润	364	587	600	809	1,061	ROE	54.8%	22.7%	18.1%	20.6%	22.5%
折旧与摊销	44	92	108	132	149	ROIC	29.0%	16.1%	14.7%	15.3%	17.7%
经营活动现金流	218	470	591	722	967	估值倍数					
投资活动现金流	-338	-715	-1,230	-1,220	-360	PE	64.0	39.7	38.8	28.8	22.0
融资活动现金流	142	1,793	-348	564	-409	P/S	7.4	5.2	4.6	3.8	3.1
现金净变动	21	1,547	-987	66	198	P/B	13.9	6.0	7.0	5.9	4.9
期初现金余额	183	242	1,852	865	931	股息收益率	0.0%	0.9%	0.9%	1.2%	1.6%
期末现金余额	205	1,789	865	931	1,130	EV/EBITDA	19.5	15.3	31.4	19.6	14.7

资料来源：中国银河证券研究所

分析师简介

马莉

中国银河证券研究所纺织行业分析师。中国社会科学院产业经济学博士，2007 年加入银河证券研究所，负责纺织行业研究。曾任职于中国纺织工业协会产业部，具有 4 年纺织行业研究经验。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

纺织行业分析师覆盖股票范围：

雅戈尔(600177.sh)、美邦服饰(002269.sh)、瑞贝卡(600439.sh)、鲁泰 A(000726.sz)、七匹狼(002029.sz)、大杨创世(600233.sh)、伟星股份(002003.sz)、报喜鸟(002154.sz)、浔兴股份(002098.sz)、罗莱家纺(002293.sz)

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908