

2010 年起重新回归快速增长轨道

研究结论

- 公司 2009 年业绩不如人意的主要原因是在整体行业环境较为不确定的情况下，公司继续贯彻了逆市扩张的策略，直营渠道的快速扩张和新品牌的集中投入与短期产出未能有效匹配，而加盟商偏于谨慎的策略又导致加盟收入低迷。09 年的情况在一定程度上反映了公司对新品牌运营和整体投入产出的控制能力有待进一步提高，但这是在系统性压力下的最差结果，我们认为 09 年基本确立了公司经营发展中的最低点。
- 以加盟订货制为主的品牌服饰企业销售收入相对行业终端表现存在一定的时滞，07/08 年国内服装行业内销的高增长在遭遇全球经济危机后的集中表现是各大品牌服饰企业零售终端的去库存和销售收入的低速增长。而由于 09 年实际终端销售数据好于预期以及伴随库存消化进入尾声和 09 年冬季销售的旺盛甚至缺货，我们预计从 2010 年品牌服饰消费将进入景气增长阶段。公司在行业低迷时期获得的大量核心商圈优质店铺和新品牌打下的良好基础，将很快转换成公司的销售收入增长，公司相对于同行将体现出更好的成长弹性。
- 公司品牌定位于大众休闲时尚服饰，充分顺应了中国目前及未来财富结构变化下的消费趋势，未来发展空间巨大。公司品牌系列的断延伸和产品设计的日益丰富显示了公司蓬勃的生命力，也为公司的可持续增长奠定了良好基础，近年来公司在品牌宣传和推广方式方面日益灵活和丰富，逐步显示出一个时尚品牌的风采。我们认为丰富的终端渠道资源特别是大型旗舰店本身在品牌推广方面的作用还存在很大的提升潜力。
- 公司目前销售规模在休闲服市场的占有率仅在 1% 左右，与国际可比公司 H&M、ZARA 相比也仅为 5% 左右，因此我们认为公司未来的渠道扩张也存在很大的空间。经过 2009 年的去库存，加盟体系的渠道扩张热情逐渐恢复，预计 2010 年起加盟店扩张将重拾升势。公司目前店铺资源储备丰富和 2010 年春季和夏季 1 订货会的良好表现也证明了这一点。我们预计从 2010 年开始公司将重新走上 20% 以上的渠道快速扩张轨道。从中长期看，我们判断公司直营渠道的收入比重将维持在 1/3 左右。
- 2009 年公司除了在品牌运营和直营渠道扩张方面的积极推进外，在内部组织架构梳理、团队建设和信息系统建设等方面也做了进一步的完善，这都将成为公司未来可持续增长的良好基础。
- 基于对公司的动态跟踪调研和国内品牌服饰消费增长的良好预期，我们对公司盈利预测进行了小幅的上调，我们预计公司 2009——2011 年的每股收益分别为 0.61 元、0.85 元和 1.12 元，对公司维持“增持”评级。
- 公司股价的催化剂在于后续股权激励的可能推出以及 2011 年控股股东股权解禁后的可能抛售。公司的投资风险在于管理团队的稳定性和新品牌效益发挥的不确定性。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

纺织服装行业首席分析师

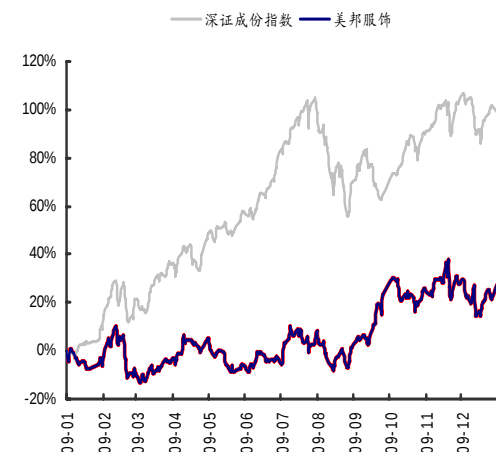
8621-63325888 × 6076

shihongei@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 1 月 5 日) 23.78 元
目标价格 (6 个月) 26 元
总股本/A 股 (万股) 100500/10500
A 股市值 (百万元) 2497
国家/地区 中国
行业 纺织服装
报告日期 2010 年 1 月 6 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-0.04	——	26.15
相对表现 (%)	2.61	——	-77.57

资料来源：WIND

财务预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万)	4474	5014	6316	8099
营业利润 (百万)	833	630	1065	1450
净利润 (百万)	588	618	854	1125
EBITDA (百万)	973	766	1229	1634
每股收益 (元)	0.58	0.61	0.85	1.12
净资产收益率 (%)	22.7	20.6	22.1	22.6
每股经营现金流 (元)	0.47	0.61	0.75	0.95
市盈率(X)	40.68	38.68	27.97	21.25
EV/EBITDA(X)	24	30	19	14

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

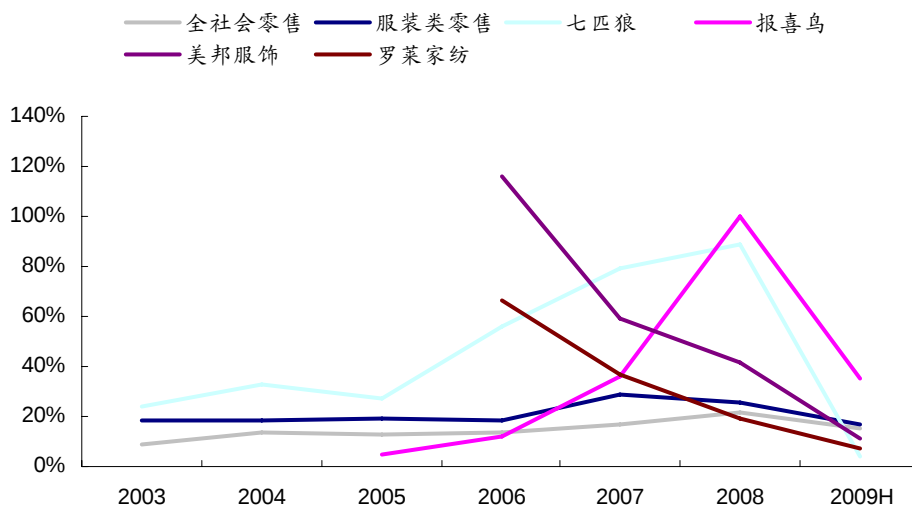
刚刚过去的 2009 年对于全球经济来说都是备受考验的一年，对于中国经济特别是以民营经济为主的纺织服装企业来说更是经受挑战和自我整固的一年。美邦服饰作为国内品牌服饰行业的优质企业，从 08 年下半年上市之初被资本市场热烈关注并寄予了很高期望到 09 年一季报、中报和三季度报的差强人意到股价远远落后大盘，其走过的 2009 年也不同寻常。我们从公司上市时就看好公司的良好质地，指出了其在品牌运营、渠道拓展和供应链管理方面具有内领先的优势，尽管 2009 年的公司的业绩不尽如人意，但我们依然看好公司的中长期发展前景，认为公司是国内少数真正按照品牌服饰企业经营理念运营的企业，也是最有希望在行业竞争中最终胜出的民族品牌企业之一。

2009 年：逆市扩张的短期阵痛

目前国内的大多数品牌服装企业包括家纺企业均采取了加盟为主、直营为辅的渠道模式，在产品销售上普遍采取了订货制的形式，一般订货会的金额占全年销售的 50%——70%之间。而订货会一般提前 4—6 月进行，而加盟商的订货除了受品牌商的部分指标约束外，更多地也受当年终端销售情况的影响，因此导致的结果是如果当年终端销售好则往往来年订货就很积极，或者说反映到品牌商的销售收入就很好，在时间上存在一个明显的滞后期。

前些年国内服装零售的持续良好增长特别是 2007 年的高增长使得 2008 年各品牌商的加盟订货情况普遍良好，但 2008 年三季度开始全球经济危机对实体经济和消费的影响逐步显现，前期过于乐观的订货部分成为渠道层面的存货，同时加盟商出于自我保护的因素，反映到 09 年的订货和渠道扩张普遍谨慎，从下图 1 我们可以看出加盟订货制使得品牌商的销售收入与行业实际终端销售相比存在一定的时滞，这也是解释 09 年服装内销数据良好而品牌企业销售收入增长相对平淡的主要原因（报喜鸟收入增长较快有部分合并报表的影响和订货金额占比比较低的因素）。

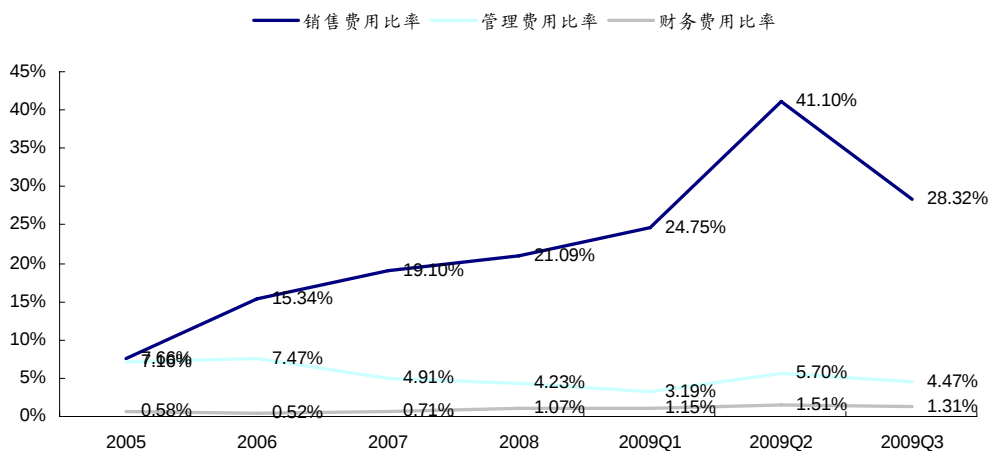
图 1：2003 年以来国内服装类消费品零售总额增速和主要品牌服饰企业收入增长情况



资料来源：东方证券研究所

在 2009 年整体经济环境相对低迷的情况下，大部分品牌公司渠道扩张速度明显放缓的情况下，公司凭借充足的募集资金和良好的现金流，仍执行了逆市扩张的策略，突出表现为直营渠道（包括新品牌 Me & City）的快速扩张，根据我们的估计，09 年公司 Metersbonwe 品牌新开直营店超过 100 家，Me & City 品牌店铺总数为 70——80 家左右（绝大部分为新开直营店），大量的新开直营店带来的租金、装修成本和人员开支急剧增加和新品牌 Me & City 在广告宣传、内部整合等方面的持续投入导致公司 2009 年销售费用比率急剧增加，而部分新开店在时间节奏把握上的相对误差（未能充分赶上秋冬的销售旺季）以及加盟渠道的收入不理想，最终导致公司 09 年的投入和产出未能匹配，扣除所得税返还和营业外收入的实际盈利同比出现了下降。

图 2：公司期间费用比率变动情况



资料来源：公司公告

在 2009 年宏观和行业环境整体不确定或者说较为低迷的情况下，公司逆市扩张的策略在短期显得较为激进，同时投入和产出上的未能有效匹配导致的盈利下滑也成为市场担忧的主要原因。我们认为 09 年的情况在一定程度上反映了公司对新品牌运营和整体投入产出的控制能力有待进一步提高，但这也是在系统性压力下的最差结果，而公司也在积极改进和完善。总体来说，尽管 09 年的新开直营店短期带来了大量期间费用，但这些核心商圈优质店铺的取得和培育已经或者将很快转换成公司的销售收入增长，特别是随着 2010 年品牌服装内销的持续恢复增长，公司相对同行将能更好地分享到行业复苏带来的成长。

品牌运营渐趋成熟 后续发展空间不断增大

从 1985 年成立开始，公司就摒弃了传统的生产制造环节，主抓品牌和渠道环节，因此公司是国内最彻底和最接近品牌企业运营模式和理念的企业。

公司品牌定位于大众休闲时尚服饰，充分顺应了中国目前及未来财富结构变化下的消费趋势，未来发展空间巨大。我们认为，随着国民经济持续多年增长带来的财富效应的积累，国内社会的财富结构也在发生着重要变化，西方发达国家的“M”型社会结构（中产阶层缩减，富裕和大众阶层日益快速增加）也许会成为中国未来发展的趋势。在“M”型社会结构下，大众化消费方式和产品大行

其道，这也成就了大型超市、经济型酒店的快速繁荣，而在服装领域，以奉行“少量、多款、平价、快速和时尚”为消费理念的“麦时尚”（McFashion——代表一种“快速、有价格亲和力的时尚”）零售品牌也受到了市场的热烈追捧，近年来以 ZARA、H&M、C&A 和 Uniqlo 等为代表的大众品牌在全球范围的持续快速发展也充分证明了这一点。

公司品牌系列的断延伸和产品设计的日益丰富显示了公司蓬勃的生命力，也为公司的可持续增长奠定了良好基础。公司从最初的 Metersbonwe 品牌到 08 年 8 月高调推出 Me & City 品牌，目标人群覆盖范围不断延伸，从 18—25 岁之间的学生族向下延伸至 25——35 岁追求年轻时尚更具消费能力的都市白领，同时随着 09 年秋季 Me & City-Kids 系列的推出，公司也将品牌触角渗透至童装领域。我们认为 Me & City 的推出具有良好的成长土壤，它是对偏重于校园学生族的 Metersbonwe 品牌的互补与延伸，是对消费市场的进一步细分和延展。因为在过去的 13 年，Metersbonwe 品牌培育出的忠实的年轻消费者，当他们年龄增长进而走进职场，对服饰的消费习惯和偏好也将发生变化，推出新品牌“ME&CITY”正是顺应了他们的成长需求，对公司而言在保留原有客户忠诚度的同时开辟了新的市场。**在产品设计和研发方面，公司也伴随服饰消费趋势的在不断细分和求新求变。**除了品牌一贯注重的整体搭配理念外，在品牌内部，公司也进行了进一步的细分以适应不同场合的服饰消费需求，如 ME&CITY 的男女装就分了 6 个系列——分别为 CASUAL（休闲），CHIC（精致），FORMAL（商务），ROCK（都市摇滚），FUNKY（英伦街头）以及 BASIC（基本经典）。另外，09 年公司紧密结合热门娱乐事件（电影、电视剧等）和流行元素开发了一些主题系列产品，获得了良好的市场反馈，如“变形金刚”系列、“流星雨”系列和“熊猫人”系列等。另外公司尝试推出的类设计师品牌——Limited 系列也让市场更好地看到了公司在驾驭更时尚产品方面的潜力。公司最新介入的童装系列值得重点关注，我们认为该系列产品为公司开辟了另一个容量很大增长很迅速的服饰子市场，而且由于目前国内在该领域缺乏具有绝对竞争优势的企业，在现有品牌和渠道基础上，公司后续机会很大，不排除成熟后成立单独子品牌的可能。

品牌宣传和推广方式日益灵活和丰富，逐步显示出一个时尚品牌的风采。公司自 1995 年创立品牌以来，通过明星代言、广告宣传、产品设计和陈列、店铺设计和文化娱乐活动赞助等多样化的持续营销活动，不断提升品牌的知名度和影响力。近年来公司在代言人方面更加灵活和成熟，从 2008 年的越狱男主角 Wentworth Miller、混血超模 Bruna 以及法国首席摄影师 Philippe Cometti 组成的超强阵容一举奠定新品牌的知名度之后，2009 年公司又将全球顶尖超模 Agyness Deyn, Cole Mohr, 裴蓓, Luke Worral 集结纽约，在著名女摄影大师 Ellen Von Unwerth 镜头下闪耀演绎 09 秋冬系列，将品牌的影响力进一步扩大。而日前推出的 2010 年春夏大片，又选择了指环王中的精灵王子 Orlando Bloom 作为最新一季的代言人，充分体现了公司准备将 Me & City 打造成一个国际时尚品牌的决心和抱负。除了明星代言的阵容日益豪华和国际化外，公司在品牌宣传方面与时尚杂志、电影、电视、摄影展等多方面的互动和跨界合作，也充分显示了公司在品牌运营方面的日益成熟和完善。

另外在品牌营销方面，公司也在逐步加强终端门店在品牌形象推广的积极作用。公司目前拥有的近 3000 家门店是公司拥有的宝贵资源，特别是在一级城市核心商圈拥有的大型旗舰店，在公司品牌形象提升方面一直发挥着积极作用。2009 年以来公司更加注重通过店铺选址、外部建筑风格、内部装修风格、橱窗和产品的陈列设计等凸显品牌的特质和在公众中的影响力。以 09 年 9 月推出的北京前门大街 ME&CITY 旗舰店为例，该店位于前门大街北首，上下共三层，店内面积达 3600 平方米，由 8 栋风格迥异的大楼打通连接而成，红墙绿瓦的老北京建筑，典型的巴洛克式墙体雕塑，

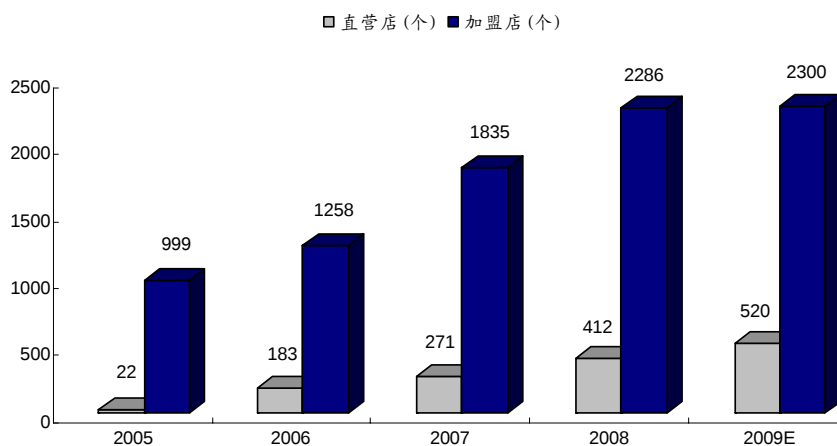
配合意大利设计师团队（曾经为路易·威登（LOUIS VUITTON）、纪梵希（GIVENCHY）、普奇（PUCCI）、高田贤三（KENZO）、TOD'S 等品牌提供全球店铺设计服务）的后现代室内设计，组成别具一格的“时装建筑博览会”。在保留前门大街整体古典格调的同时，又让人充分感受到品牌流行时尚的魅力。以终端店铺作为最有效的品牌广告也恰恰是国际服装巨头 Zara 的品牌推广之道，我们认为公司具备这样的资源，随着 09 年新购买和租赁店铺的陆续开设以及后续渠道的持续扩张（特别是大型旗舰店的推出），公司未来在这方面的潜力依然存在较大的空间。我们认为丰富的品牌宣传方式对于公司的品牌提升和内涵丰富具有积极而深远的意义，也有利于 ME&CITY 品牌的迅速成长。

渠道扩张两翼并行 重新迈入快速增长轨道

公司从 1995 年创立品牌以来，借助加盟商体系实现了营销网络的快速扩张，从 2001 年开始，公司逐步加强了直营店的扩张，以在一线城市直营店的开设进一步推动二、三线城市的加盟店的运营和开拓。自 2001—2007 年，公司营销网点的年复合增长率在 30% 左右，其中直营店的年复合增长率为 33%，加盟店的年复合增长率为 30%。

当前店铺资源储备丰富，加盟店扩张重拾升势。2008 年上市以后，公司进一步加快了直营渠道的扩张，特别是 2009 年在加盟商普遍保守、开店积极性不高的情况下，公司着力进行了直营渠道的扩张，凭借资金优势获取了大量的优质店铺（见下表 1），2009 年公司新开 Metersbonwe 直营店超过 100 家，Me & City 品牌新开店 70—80 家左右（基本都为直营店）。2009 年随着加盟商渠道层面的存货逐步消化完毕以及冬装销售的火爆，加盟商的开店热情逐步恢复。据悉公司 09 年末店铺储备资源充足（我们估算超过 200 家，其中大部分为加盟店），这也从一个侧面反映了加盟体系渠道扩张的复苏。

图 3：公司 Metersbonwe 品牌营销渠道扩张情况



资料来源：公司公告、东方证券研究所

表 1：公司 2009 年公告新开店情况（其中购买 6 家，涉及金额为 74504 万元）

公告日期	城市	地址	面积(平方米)	取得方式	金额(万元)
2009-1-14	南昌	时代广场	11811	购买	12376
	丹东	平和百货	1288	购买	1960
2009-4-16	杭州	庆春路店	1545	购买	3000
	兰州	张掖路店		租赁	745
	兰州	永昌路店		租赁	115
	长春	重庆路店		租赁	2100
	石家庄	桥东店		租赁	9554
	杭州	延安路百信店		租赁	6584
	哈尔滨	学府路店		租赁	300
2009-5-8	厦门	中华城	2897	购买	16880
	平顶山	和平路西段南	799	购买	2588
	济南	华典大厦店		租赁	1800
	广州	番禺大北路店		租赁	1236
	深圳	南新路店		租赁	1170
	宁波	天一广场店		租赁	1078
	武汉	新佳丽广场店		租赁	883
	郑州	亚细亚店		租赁	2200
	成都	财富中心店		租赁	75
2009-6-18	天津	滨江道 GOGO 街店		租赁	7436
	哈尔滨	西十四道街店		租赁	1500
	哈尔滨	果戈里大街店		租赁	1800
	广州	番禺大北路店		租赁	767
	上海	周浦中大街二店		租赁	736
	西安	电子正街店		租赁	370
	北京	前门大街一店		租赁	1583
	北京	前门大街二店		租赁	3897
	北京	来福士店		租赁	839
2009-7-14	上海	中鸿百货店		租赁	698
	上海	淮海路店		租赁	712
	上海	金山朱泾店		租赁	3470
	南京	江宁步行街店		租赁	766
	楚雄	鹿城南路店		租赁	1180
	济南	洪楼花园店		租赁	1500

	上海	新梅广场店		租赁	539
	上海	南汇万达店		租赁	546
	上海	金山蓝色海岸店		租赁	969
	苏州	木渎店		租赁	1450
	成都	京都大厦	10658	购买	37700
	天津	和平路店		租赁	1125
	沈阳	中街店		租赁	863
	大连	罗斯福店		租赁	1122
	成都	磨子桥店		租赁	950
	上海	沪太路东方国贸店		租赁	898
	北京	王府井穆斯林大厦店		租赁	6132
	深圳	花园城中心店		租赁	840
	太原	雅秀店		租赁	3940
	厦门	演武路大学城店		租赁	449
	济南	泉城路二店		租赁	1500
2009-11-11	武汉	司门口店	1100	租赁	
	杭州	平海店	1299	租赁	
	宁波	开明街店	2473	租赁	
	丽江	民主路店	270	租赁	
	青岛	万达广场店	400	租赁	

资料来源：公司公告

未来公司渠道扩张仍存在较大空间。尽管截止 2009 年底，公司拥有的店铺数量达到 2800 多家，但是公司的渠道拓展仍存在较大的加密和空白覆盖空间。目前公司在一线城市已经基本实现了全覆盖，但随着一线城市经济的增长和多商圈的培育成熟，以及公司产品系列的多样化，还存在较大的加密空间，而在二、三线城市公司还存在 30%和 50%左右的空白点需要覆盖。根据公司的产品定位以及城市化的推进，我们认为公司在二、三线城市存在很大的渗透空间。另外以销售规模比较，公司目前 50 亿左右的销售收入仅占国内休闲服市场容量的 1%左右，与国际可比公司 H&M、ZARA 等 1000 亿左右的销售规模相比，公司未来的渠道扩张也存在很大的空间。

考虑到国内庞大的人口基数以及国民经济的持续增长和城市化的推进、民间财富的积累，未来国内服饰消费（特别是品牌服饰的消费）有望持续增长，内销将取代出口成为推动行业增长的最大动力。我们预计 2010 年服装行业内销增长在 15%——20%之间，而大众时尚品牌服饰的增长速度将明显超越行业平均水平。具体到企业曾面，09 年良好的终端销售和去库存的完成也将大大提升品牌加

盟商的信心，公司 2010 年春季和夏季 1 订货会的良好表现就是一个例证。我们预计从 2010 年开始公司将重新走上 20%以上的渠道快速扩张轨道。从中长期看，我们判断公司直营渠道的收入比重将维持在 1/3 左右。

盈利预测与投资建议

2009 年除了在品牌运营和直营渠道扩张方面的积极推进外，公司在内部组织架构、团队建设和信息系统建设等方面也做了进一步的完善。公司 09 年完成了 Metersbonwe 品牌和 Me & City 品牌两个事业部的完全独立，同时公司也在前期部分人员变动的情况下，又招募了一批职业经理人，包括盛大网络、PPG 等招募的具有多年业内经验的专业人士。另外公司在信息系统方面也是精益求精，公司在原先自主开发的信息系统已经覆盖所有终端网点的基础上，09 年开始采用德国的 SAP 系统，并签定了相对于国内竞争对手的排他性合作协议。SAP 成立于 1972 年，总部位于德国沃尔多夫市，是全球最大的企业管理和协同化电子商务解决方案供应商、全球第三大独立软件供应商。世界 500 强中 80%以上的公司都在使用 SAP 的管理解决方案。初步预计 SAP 系统购买费用、IBM 实施费用和内部管理等总投入在 1.5 亿元左右，整个系统预计 2010 年底上线（后续还存在一个逐步完善的过程）。我们认为该系统的导入和运行将进一步提升公司供应链的运营效率，拉开与竞争对手之间的差距，其作用最终也会体现在公司的业绩上。

基于对公司的动态跟踪调研和国内品牌服饰消费增长的良好预期，我们对公司盈利预测进行了小幅的上调，我们预计公司 2009——2011 年的每股收益分别为 0.61 元、0.85 元和 1.12 元。目前对应公司股价 2010 年的动态市盈率在 28 倍左右，尽管公司在二级市场的估值一直并不便宜，但是我们认为公司的品牌定位决定了其更大的市场容量和增长空间，而公司在品牌运营、渠道建设、供应链管理（包括信息系统建设）等方面的综合竞争力在同行业中处于领先地位，这也决定了公司在行业复苏背景下业绩复苏弹性更大以及最有希望成为国内品牌服饰企业中成长最为持久的企业之一。我们对公司维持“增持”评级。

公司股价的催化剂在于后续股权激励的可能推出以及 2011 年控股股东股权解禁后的可能抛售。

公司的投资风险在于管理团队的稳定性和新品牌效益发挥的不确定性。

财务报表预测与比率分析（美邦服饰（002269））

单位:百万元					利润表					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3314	3280	3888	4894	营业收入	4474	5014	6316	8099	营业收入	4474	5014	6316	8099
现金	1852	1676	1920	2417	营业成本	2434	2740	3452	4443	营业成本	2434	2740	3452	4443
应收账款	414	451	536	664	营业税金及附加	21	25	32	40	营业税金及附加	21	25	32	40
其它应收款	230	249	301	363	营业费用	944	1354	1453	1782	营业费用	944	1354	1453	1782
预付账款	153	173	211	267	管理费用	189	211	259	332	管理费用	189	211	259	332
存货	664	681	857	1103	财务费用	48	55	55	52	财务费用	48	55	55	52
其他	0	50	63	81	资产减值损失	4	0	0	0	资产减值损失	4	0	0	0
非流动资产	1263	1687	2114	2368	公允价值变动收益	0	0	0	0	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	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	590	936	1288	1533	营业利润	833	630	1065	1450	营业利润	833	630	1065	1450
无形资产	122	120	116	113	营业外收入	17	60	40	40	营业外收入	17	60	40	40
其他	550	631	710	722	营业外支出	10	11	10	10	营业外支出	10	11	10	10
资产总计	4577	4967	6003	7262	利润总额	841	679	1095	1480	利润总额	841	679	1095	1480
流动负债	1789	1562	1844	2079	所得税	254	61	241	355	所得税	254	61	241	355
短期借款	1051	800	937	968	净利润	587	618	854	1125	净利润	587	618	854	1125
应付账款	417	448	572	737	少数股东损益	-0	0	0	0	少数股东损益	-0	0	0	0
其他	322	314	335	374	归属于母公司净利润	588	618	854	1125	归属于母公司净利润	588	618	854	1125
非流动负债	200	400	300	200	EBITDA	973	766	1229	1634	EBITDA	973	766	1229	1634
长期借款	200	400	300	200	EPS（元）	0.58	0.61	0.85	1.12	EPS（元）	0.58	0.61	0.85	1.12
其他	0	0	0	0										
负债合计	1989	1962	2144	2279	主要财务比率					主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	670	1005	1005	1005	成长能力					成长能力				
资本公积	1278	943	943	943	营业收入	41.7%	12.1%	26.0%	28.2%	营业收入	41.7%	12.1%	26.0%	28.2%
留存收益	639	1056	1911	3035	营业利润	94.4%	-24.4%	69.2%	36.1%	营业利润	94.4%	-24.4%	69.2%	36.1%
归属母公司股东权益合计	2588	3005	3859	4984	归属于母公司净利润	61.4%	5.2%	38.3%	31.6%	归属于母公司净利润	61.4%	5.2%	38.3%	31.6%
负债和股东权益	4577	4967	6003	7262	获利能力					获利能力				
					毛利率	45.6%	45.4%	45.3%	45.1%	毛利率	45.6%	45.4%	45.3%	45.1%
现金流量表					净利率	13.1%	12.3%	13.5%	13.9%	净利率	13.1%	12.3%	13.5%	13.9%
单位:百万元					ROE	22.7%	20.6%	22.1%	22.6%	ROE	22.7%	20.6%	22.1%	22.6%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E										
经营活动现金流	470	618	749	958	偿债能力					偿债能力				
净利润	587	618	854	1125	资产负债率	43.5%	39.5%	35.7%	31.4%	资产负债率	43.5%	39.5%	35.7%	31.4%
折旧摊销	92	82	109	133	净负债比率					净负债比率				
财务费用	48	55	55	52	流动比率	1.85	2.10	2.11	2.35	流动比率	1.85	2.10	2.11	2.35
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.48	1.66	1.64	1.82	速动比率	1.48	1.66	1.64	1.82
营运资金变动	-235	-154	-257	-337	营运能力					营运能力				
其它	-23	17	-13	-14	总资产周转率	1.39	1.05	1.15	1.22	总资产周转率	1.39	1.05	1.15	1.22
投资活动现金流	-715	-487	-488	-340	应收账款周转率	15	12	13	13	应收账款周转率	15	12	13	13
资本支出	713	450	450	300	应付账款周转率	6.69	6.34	6.77	6.79	应付账款周转率	6.69	6.34	6.77	6.79
长期投资	0	3	0	0	每股指标（元）					每股指标（元）				
其他	-3	-34	-38	-40	每股收益	0.58	0.61	0.85	1.12	每股收益	0.58	0.61	0.85	1.12
筹资活动现金流	1793	-306	-17	-121	每股经营现金流	0.47	0.61	0.75	0.95	每股经营现金流	0.47	0.61	0.75	0.95
短期借款	403	-251	137	31	每股净资产	2.57	2.99	3.84	4.96	每股净资产	2.57	2.99	3.84	4.96
长期借款	200	200	-100	-100	估值比率					估值比率				
普通股增加	270	335	0	0	P/E	40.68	38.68	27.97	21.25	P/E	40.68	38.68	27.97	21.25
资本公积增加	1265	-335	0	0	P/B	9.24	7.95	6.19	4.80	P/B	9.24	7.95	6.19	4.80
其他	-346	-256	-55	-52	EV/EBITDA	24	30	19	14	EV/EBITDA	24	30	19	14
现金净增加额	1547	-176	244	497										

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

施红梅：纺织服装行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn