

王薇
0755-82960477
wang_w@cmschina.com.cn

2010年3月1日

美邦服饰(002269.SZ)/25.69元

收入增长改善明显 费用率将逐步得到下降

纺织服装·品牌服饰

估值中枢: 27元

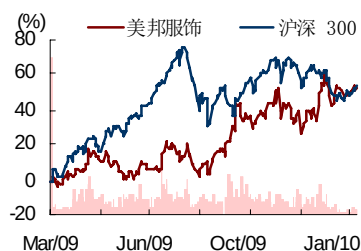
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3088
总股本(万股)	100500
已上市流通股(万股)	10500
总市值(亿元)	258
流通市值(亿元)	27
每股净资产(MRQ)	2.7
ROE(TTM)	20.3
资产负债率	53.3%
主要股东	上海华服投资公司
主要股东持股比例	80.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	40	43
相对表现	2	36	-7



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—江山代有才人出 内功筑就扩张之美的首选》2009/2/2
- 3、《美邦服饰—深谙本质发展的企业》2009/4/27
- 4、《美邦服饰—反思与超越 长短期发展的关键磨合年》2009/9/17
- 5、《服饰品牌研究第四卷: 迎风起舞: 结合管理与弹性布局品牌企业》2009/12/6
- 6、《美邦服饰—沉思后的超越 期待2010年的增长回归》2009/12/28
- 7、《美邦服饰—经营如期改善 重现增长曙光》2010/2/1

公司公布 09 年业绩快报, 经过四季度的努力, 净利终于实现了正增长。预计 10 年收入将可恢复到较快的增幅, 费用率可逐季得到下降, 伴随公司经营改善与股权激励等催化事件可持续关注。

- **09 年收入增长略超预期, 净利润实现小幅增长。**09 年实现营业收入、营业利润和净利润分别为 52.34 亿、5.84 亿和 6.03 亿元, 同比分别增长了 17.03%、-29.95% 和 2.63%, 每股收益 0.60 元/股。收入增幅超过我们之前 12% 的预测, 净利润在四季度积极提高收入, 以及严控费用的努力下, 终于实现小幅增长。
- **四季度改善明显, 收入增长趋势加快。**09 年公司收入增幅较前期放缓, 主要因为加盟商受危机影响, 在经营上比较保守; 同时两个事业部独立运作, 经验较为欠缺, 管理效率未有效发挥。进入四季度, 伴随经济恢复, 购置和租赁的店铺陆续投入营业, Meters/bonwe 事业部磨合日趋成熟, ME&CITY 事业部继续加强品牌建设、提升产品品质、合理调整营销策略, 以及对加盟商的大力鼓励扶持等, 收入增速改善明显。四季度单季实现收入 21.56 亿元, 同比增长了 33.17%, 增速远高于前三季度。通过近期零售的积极现象以及开店意向, 预计 10 年直营门店可保持快速增长, 而加盟门店增速提升较有保证。
- **10 年的费用率将逐季得到改善。**09 年公司深受高费用困扰, 伴随公司对此问题的认识与解决, 未来在门店的扩张规划上将更合理些, 也将严控成本费用作为 10 年的头等重要任务之一。由于目前尚有 10 几家募集资金大店未开, 我们预计 10 年一季度的费用率下降不会太大, 但 09 年二季度单季费用率很高, 预计从二季度开始费用率状况可逐步改善。
- **盈利预测与投资建议:** 2010 年, 在加盟门店拓展提速、门店效率持续提升, Me&City 有望实现盈亏平衡的背景下, 其收入增速可恢复到较快的增长水平, 同时预计费用率将会逐季下降。维持 09-11 年的 EPS 分别为 0.60、0.84 和 1.15 元/股的预测。目前估值为 10 年的 30 倍左右, 在公司股权激励有望实施的关键阶段, 给予 30-35 倍的估值较为合理。在业绩逐步回升之后, 市场对公司的信心将逐步恢复, 维持“强烈推荐”的评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	3157	4474	5239	6544	8331
同比增长	59%	42%	17%	25%	27%
营业利润(百万元)	429	833	739	1078	1531
同比增长	371%	94%	-11%	46%	42%
净利润(百万元)	364	588	603	848	1166
同比增长	437%	61%	3%	41%	38%
每股收益(元)	0.91	0.88	0.60	0.84	1.15
PE	28.2	29.3	43.0	30.6	22.3
PB	15.5	6.7	7.7	6.5	5.3

资料来源: 招商证券

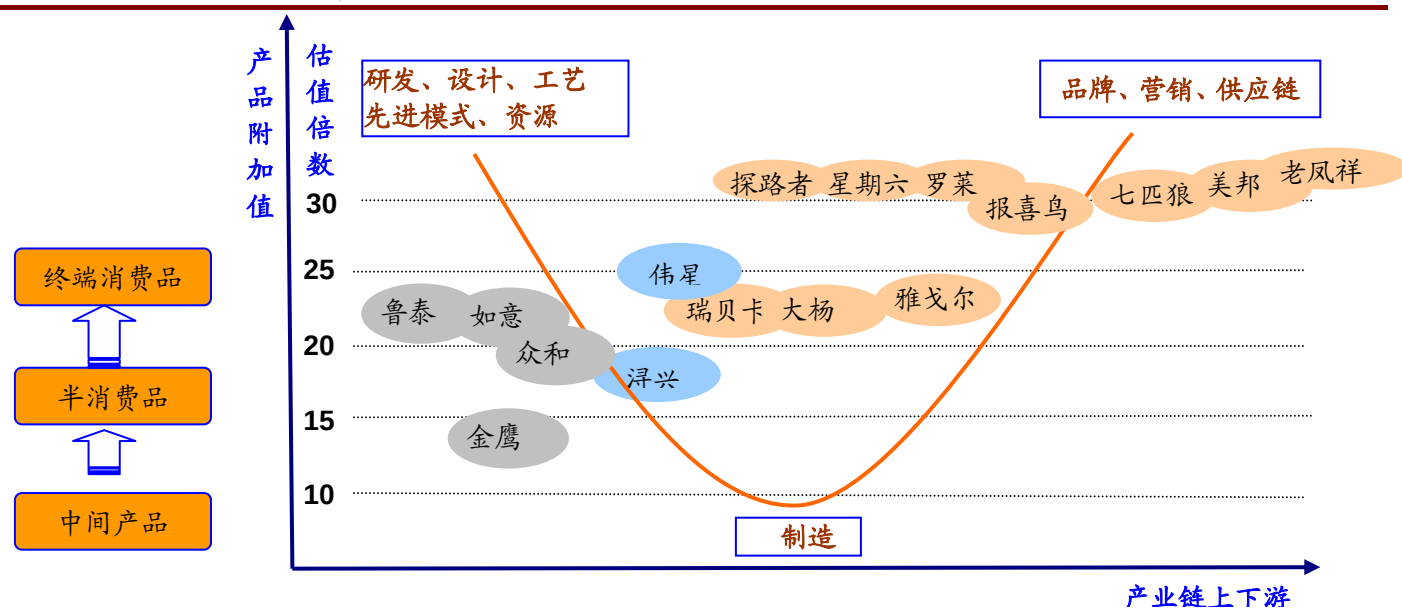
风险因素：加盟商信心恢复低于预期；新品牌推广；管理团队不稳定。

表 1、主营收入预测表

单位：百万元	2005 年	2006 年	2007 年	2008E	2009E	2010E	2011E
合计收入	917	1984	3157	4474	5239	6544	8331
直营店	54	594	1052	1500	1914	2257	2663
加盟店	862	1380	2085	2849	2944	3432	3995
收入增长率		116%	59%	42%	17%	25%	27%
直营店收入增长率		1000%	77%	43%	28%	18%	18%
其中：门店数量（个）	22	183	271	412	420	483	555
增长率		732%	48%	52%	2%	15%	15%
加盟店收入增长率		60%	51%	37%	3%	17%	16%
其中：门店数量（个）	999	1258	1835	2286	2290	2634	3029
增长率		26%	46%	25%	0%	15%	15%
毛利率	16%	28%	39%	46%	47%	47%	47%
直营店	42%	38%	53%	58%	59%	60%	59%
加盟店	15%	24%	31%	37%	39%	39%	38%

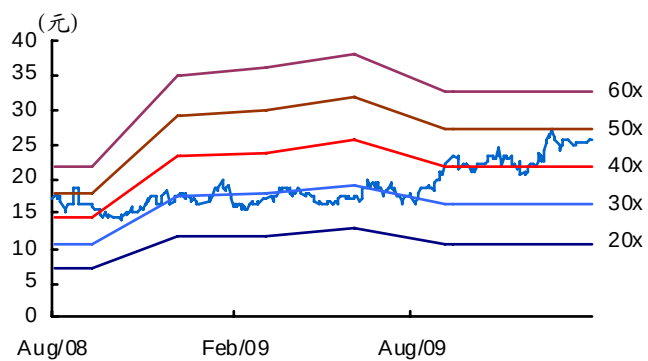
资料来源：招商证券

图 1：V式估值法（根据10年EPS）



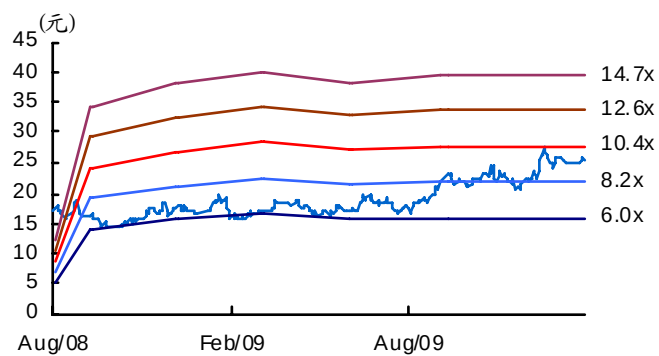
资料来源：招商证券

图 1: 美邦服饰历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2: 美邦服饰历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

1、《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。

2、《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。

3、《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

4、《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。

5、《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”。

6、《美邦服饰—短融推进渠道拓展 外延内生同时出牌》2009/2/13

7、《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

8、《美邦服饰—品牌系统多管发力 维持高速增长势头》2009/03/27

9、《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。

10、《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。

11、《美邦服饰—反思与超越 长短期发展的关键磨合年》2009/9/17

12、《美邦服饰—业绩低于预期 辩证看待短长期发展问题》2009/10/27

13、《服饰品牌研究第四卷：迎风起舞：结合管理与弹性布局品牌企业》2009/12/6:

领先地构建了品牌竞争阶段图谱，并根据对细分行业配套管理能力的分析建立了品牌公司管理能力梯级图，深刻剖析了各品牌企业的价值。

14、《美邦服饰—沉思后的超越 期待 2010 年的增长回归》2009/12/28

15、《美邦服饰—经营如期改善 重现增长曙光》2010/2/1

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1100	3314	3389	3743	3808
现金	242	1852	1912	2003	1718
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	60	0	89	105	125
应收款项	175	414	399	439	485
其它应收款	76	230	126	151	183
存货	420	664	752	906	1118
其他	127	153	111	139	178
非流动资产	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
资产总计	1858	4577	5691	6659	6822
流动负债	1191	1789	2141	2473	1761
短期借款	647	1051	1479	1621	712
应付账款	311	417	465	584	749
预收账款	28	24	56	76	111
其他	204	297	142	192	189
长期负债	0	200	200	200	200
长期借款	0	200	200	200	200
其他	0	0	0	0	0
负债合计	1191	1989	2341	2673	1961
股本	400	670	1010	1010	1010
资本公积金	13	1278	1278	1278	1278
留存收益	252	639	1062	1697	2572
少数股东权益	3	0	0	0	0
母公司所有者权益	665	2588	3350	3986	4860
负债及权益合计	1858	4577	5691	6659	6822

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	218	470	956	1256	1463
净利润		588	603	848	1166
折旧摊销		0	293	375	387
财务费用		0	72	95	47
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	(159)	(83)	(166)
其它		(118)	147	22	28
投资活动现金流	(338)	(715)	(1411)	(1000)	(500)
资本支出		0	(1500)	(1000)	(500)
其他投资		(715)	89	0	0
筹资活动现金流	142	1793	515	(165)	(1248)
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	(181)	(212)	(292)
其他		1793	(72)	(95)	(47)
现金净增加额	21	1547	60	91	(285)

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
营业收入	3157	4474	5239	6544	8331
营业成本	1930	2434	2783	3476	4457
营业税金及附加	14	21	21	26	37
营业费用	603	944	1388	1571	1874
管理费用	155	189	236	298	383
财务费用	22	48	72	95	47
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
营业利润	429	833	739	1078	1531
营业外收入	9	17	19	12	11
营业外支出	5	10	4	3	8
利润总额	433	841	754	1087	1534
所得税	69	254	151	239	368
净利润	364	587	603	848	1166
少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
母公司所有者净利润	364	588	603	848	1166
EPS (元)	0.91	0.88	0.60	0.84	1.15

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	59%	42%	17%	25%	27%
营业利润	371%	94%	-11%	46%	42%
净利润	437%	61%	3%	41%	38%
获利能力					
毛利率	38.8%	45.6%	46.9%	46.9%	46.5%
净利率	11.5%	13.1%	11.5%	13.0%	14.0%
ROE	54.8%	22.7%	18.0%	21.3%	24.0%
ROIC	28.8%	16.0%	12.9%	15.8%	20.8%
偿债能力					
资产负债率	64.1%	43.5%	41.1%	40.1%	28.8%
净负债比率	34.8%	27.3%	29.5%	27.3%	13.4%
流动比率	0.9	1.9	1.6	1.5	2.2
速动比率	0.6	1.5	1.2	1.1	1.5
营运能力					
资产周转率	1.7	1.0	0.9	1.0	1.2
存货周转率	5.2	4.5	3.9	4.2	4.4
应收帐款周转率	29.6	15.2	12.9	15.6	18.0
应付帐款周转率	7.5	6.7	6.3	6.6	6.7
每股资料(元)					
每股收益	0.91	0.88	0.60	0.84	1.15
每股经营现金	0.54	0.70	0.95	1.24	1.45
每股净资产	1.66	3.86	3.32	3.95	4.81
每股股利	0.25	0.30	0.18	0.21	0.29
估值比率					
PE	28.2	29.3	43.0	30.6	22.3
PB	15.5	6.7	7.7	6.5	5.3
EV/EBITDA	42.1	21.9	18.2	13.0	10.2

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》服装纺织行业最佳分析师第一名、2009 年度第二名。

主要研究特点：跳脱出传统的纺织服装行业分析，在业内率先创新出针对品牌企业研究的时尚产业图谱与品牌竞争阶段图谱。并结合对国际服饰行业与优秀公司的实证研究，提升出图谱的财务量化版，完善了产品-模式-财务指标-投资策略的研究。同时根据对细分行业配套管理能力的分析建立了品牌公司管理能力梯级图，深刻剖析品牌企业的价值。

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

免责条款

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。