



东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩符合预期 经营拐点确立

——美邦服饰（002269）2010年三季度报点评

2010年10月28日

强烈推荐/维持

美邦服饰

财报点评

银国宏	策略分析师 职业证书编号: S1480109060847
程远	纺织服装行业分析师 010-6650 7313 13811494338 MSN: chengyuan0716@hotmail.com

事件:

公司在10月28日发布了2010年第三季度财务报告,公司10年第三季度实现收入23.1亿元,同比增83.7%;实现综合毛利率46.38%,同比去年下降5.98个百分点;实现净利润2.8亿元,同比增长309.93%。

公司分季度财务指标

指标	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3
营业收入(百万元)	1089.63	732.74	1257.42	2137.73	1418.72	1123.22	2309.81
增长率(%)	13.96%	7.54%	3.30%	32.04%	30.20%	53.29%	83.70%
毛利率(%)	44.84%	46.54%	40.40%	46.09%	37.99%	48.78%	46.38%
期间费用率(%)	29.10%	48.32%	34.16%	28.98%	34.52%	46.31%	27.44%
营业利润率(%)	15.23%	-2.40%	5.79%	15.93%	2.78%	2.05%	18.33%
净利润(百万元)	153.75	77.07	68.37	305.04	15.35	24.99	280.27
增长率(%)	9.50%	93.78%	-57.62%	24.05%	-90.02%	-67.57%	309.93%
每股盈利(季度,元)	0.229	0.077	0.068	0.304	0.015	0.025	0.279
资产负债率(%)	42.40%	39.30%	53.26%	45.13%	49.46%	58.02%	62.79%
净资产收益率(%)	5.61%	2.94%	2.55%	10.20%	0.51%	0.96%	9.70%
总资产收益率(%)	3.23%	1.79%	1.19%	5.60%	0.26%	0.40%	3.61%

评论:

积极因素:

- 公司今年前三季度收入同比增长58%,第三季度收入同比增长达84%。其本质原因是由于公司产品开发能力不断提升、终端服务管理不断加强,反映在形式上是直营店铺可比收入稳步增长,同时推动加盟市场业绩有较快增长,随着秋装面市,市场和消费者对产品认可度较高,第三季度销售业绩增幅进一步扩大。
- 公司近期已开始筹备MC品牌成人装的加盟渠道引进的相关工作,我们预计明年年初将正式引进MC成人装加盟商。

消极因素:

- 公司报告期内所得税费用同比增长923%，一是由于公司本年度利润总额与去年相比增长了85%，因而计提的所得税增加较快；二是由于公司2009年度享受的企业所得税优惠约8,280万冲减了当期所得税费用，而本年度无此优惠。另外，2009年度所得税率为20%，本年度所得税率升至22%。

业务展望:

我们预计，公司 MB 品牌 10-12 年加盟店数量分别为 2808、3229、3617 家；直营店数量分别为 504、554、609 家。预计 MC 品牌 10-12 年直营店数量分别为 119、155、201 家。

我们认为，随着公司升级能力的不断提升，终端销售管理的日趋完善，以及品牌建设的逐步深化，公司品牌核心竞争力将持续提升，产品加价能力也将稳步提升。预计公司 10-12 综合毛利率分别为 44.3%、44.7%、45%。

近期公司将 MC 的人事、财务等方面的管理职能划分由 MC 事业部独立行使，我们认为这是公司对品牌管理模式的又一次进步，我们预计公司未来对品牌的管理将逐渐趋于类控股公司型的模式，职业经营团队对品牌运营的具体操作权限可能将逐渐提升。

表 1: MB 品牌渠道及收入预测

年份	加盟店数量	加盟店收入	直营店数量	直营店收入	终端店面合计	终端销售收入
2009	2340	2,750.00	438	2,069.55	2778	4,819.55
2010	2808	3,575.00	504	3,173.31	3312	6,748.31
2011	3229	4,862.00	554	3,781.53	3783	8,643.53
2012	3617	6,320.60	609	4,415.66	4226	10,736.26
2013	4051	7,900.75	670	5,138.81	4721	13,039.56
2014	4537	9,875.94	737	6,001.14	5274	15,877.08

资料来源: 东兴证券研究所

表 2: MC 品牌渠道及收入预测

年份	加盟店数量	加盟店收入	直营店数量	直营店收入	终端店面合计	终端销售收入
2009	暂 不 预 测		85	357.00	85	357.00
2010			119	696.15	119	726.15
2011			155	1,163.57	155	1283.57
2012			201	1,680.71	201	1980.71
2013			261	2,621.90	261	3221.90
2014			314	3,495.87	314	4455.87

资料来源: 东兴证券研究所

盈利预测

我们预计公司10-12年的EPS分别为0.78、1.26、1.73元，基于服装消费升级品牌化、时尚化的大趋势的判断以及公司品牌力优势的不断强化，我们认为给予公司30-35倍的PE较为合理，2011年预测业绩对应的股价区间为37.8-44.1元，维持“强烈推荐”的投资评级。

表 3：美邦服饰主要财务数据预测

百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5218	7474	9927	12717
(+/-)%	16.63%	43.26%	32.81%	28.10%
经营利润（EBIT）	713	1063	1723	2382
(+/-)%		49.06%	62.00%	38.31%
净利润	604	783	1267	1742
(+/-)%	2.84%	29.52%	61.87%	37.54%
每股净收益（元）	0.60	0.78	1.26	1.73

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

分析师简介

程远

金融工程专业毕业，2008年加盟东兴证券，目前从事纺织服装行业研究。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。