

经营更务实 增长更扎实


东方证券
ORIENT SECURITIES

公司评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
行业	纺织服装
目标价	37.8 元
报告日期	2010 年 11 月 16 日

施红梅 纺织服装行业首席分析师
63325888×6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010014

事件： 公司召开临时股东大会。

我们的观点：

- **MB 品牌的发展渐入佳境，未来不排除再超预期的可能。**我们认为公司上市后较长一段时间对 MC 的投入和倾注在一定程度上分散了 MB 的资源与投入，但今年以来公司在战略上进行了调整，进一步明确了 MB 品牌的支柱地位，在产品开发的丰富度、质量提升、店铺形象提升及终端服务的提升等方面做了大量的工作并取得了明显的成效。同时通过与供应商与加盟商更贴心的合作（比如考虑其资金压力和经济效益适度放宽授信额度等），取得了提前锁定原料成本和加快开店速度及新产品推广速度的效果。**因此整个 MB 品牌在 2010 年的经营是超越年初市场普遍预期的，我们估计全年 MB 品牌的销售增长 40% 以上。**我们可以看到近几年公司 MB 品牌的运作方面日益娴熟，无论是产品的策划、设计、品牌的宣传推广等都显示出一个成熟品牌的风采。**未来 MB 的运营将在现有基础和定位上积极推进，除了进一步提高产品的丰富度以外，全面提升店铺形象和终端服务水平以缩短与国际知名同行的差距也是未来 2—3 年的目标。**我们认为凭借其良好的品牌基础，丰富的渠道资源，高效的内部管理和供应链体系，MB 品牌未来的发展将更加扎实健康。而国内经济的持续增长、城市化的推进、农村城镇消费能力的提升带来更多消费商圈的兴起，公司的目标群体将进一步扩大，空白的可开发网点将进一步增加。除了现有的一/二/三线城市加密和空白布点外，有消费能力的四/五线城市也将成为公司渠道扩张的新方向，而且随着公司的发展壮大其对不同级别城市的市场驾驭能力将日益提高，产品的适应面也将更广。从中短期看，MB 品牌的网点数量和销售规模都没有看到瓶颈。我们预计明后天 MB 品牌的销售收入增长至少在 30% 以上，不排除再超预期的可能。与国际可比品牌相比，MB 品牌的后续发展空间依然巨大。
- **MC 品牌的整合初见成效，后续产品定位仍需修正与完善，2012 年有望贡献盈利。**公司今年以来对 MC 品牌的纠错一直在积极推进之中，也取得了一定的进步，但全年整体运营效果仍略低于市场预期，**我们认为主要原因还是该品牌的产品定位还没有清晰稳定下来，与 MB 品牌产品的区别不明显，无法达到品牌本身创立时的定位。**我们的理解 MC 品牌的定位本质上应该是定位客户人群相对更成熟、在一定的时尚潮流度的基础上对品质的要求相对更高，因此 MC 品牌的产品定位及运作拓展也将明显有别于 MB 品牌的大众快销品形式，而公司前期的偏差也正在于此。在 2010 年取得一定调整进步的基础上，**2011 年 MC 品牌仍将专注于产品定位的调整与完善，提高现有店铺的经营效益，除了童装系列外，2011 年公司 MC 品牌不会大规模开展加盟业务。**2012 年开始是否加快加盟拓展主要开 2011 年的产品修正是否取得比较好的效果（预计从 2011 年开始 MC 品牌的产品定位会有较大幅度的调整）。我们的判断是 MC 品牌在经历了前期的挫折后，公司的经营态度将更加务实和扎实，这对品牌发展是好事，作为一个新品牌其未来的发展需要不断地修正和完善，我们预计 2012 年将是 MC 品牌真正开始贡献盈利的年份。建议重点关注 MC—kids 的快速成长潜力。
- **Bang-go 电子商务业务未来潜力值得关注：**在经历了 MC 品牌的波折后，公司对电子商务的推进也更加务实和理性，与现有大多数服装网站不同，公司的电子商务并非以廉价取胜，而更多地是希望通过电子商务平台提供最完整的产品展示和销售，同时实现与实体店的互动联通，另外也会推出一些专属网购的品牌，以推动销售进一步增长，比如已经推出的 AMPM 品牌，定位与优衣库更为接近，在淘宝网同类产品销售中一直名列前茅。尽管短期电子商务对公司业绩贡献不明显，但其未来潜力值得关注。
- 我们认为公司 2011 年之前的业绩增长主要来自于 MB 品牌（平效增长和渠道外延式扩张），2012 年开始 MC 品牌将逐步贡献盈利，后续还有电子商务业务值得期待，目前我们维持对公司 2010——2012 年的每股收益分别为 0.76 元、1.08 元和 1.46 元的预测，维持“买入”评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析（美邦服饰（002269））

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3211	5034	6102	8033	营业收入	5218	7460	10516	13966
现金	1315	2455	2504	3255	营业成本	2895	4068	5749	7634
应收账款	479	671	957	1268	营业税金及附加	28	60	84	112
其它应收款	88	221	305	380	营业费用	1451	1999	2797	3687
预付账款	428	407	575	763	管理费用	217	306	410	531
存货	902	1279	1761	2366	财务费用	53	72	69	72
其他	0	0	0	0	资产减值损失	14	10	12	14
非流动资产	2240	2415	2572	2805	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
固定资产	885	1257	1503	1726	营业利润	562	946	1395	1916
无形资产	130	130	130	130	营业外收入	83	45	45	45
其他	1225	1028	938	949	营业外支出	12	10	10	10
资产总计	5451	7449	8674	10838	利润总额	633	981	1430	1951
流动负债	2260	3398	3536	4237	所得税	29	221	343	488
短期借款	459	800	880	968	净利润	604	760	1086	1464
应付账款	507	698	993	1319	少数股东损益	0	0	0	0
其他	1294	1900	1663	1950	归属母公司净利润	604	760	1086	1464
非流动负债	200	300	300	300	EBITDA	805	1093	1566	2115
长期借款	200	300	300	300	EPS（元）	0.60	0.76	1.08	1.46
其他	0	0	-0	0	主要财务比率				
负债合计	2460	3698	3836	4537	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	1005	1005	1005	1005	营业收入	16.6%	43.0%	41.0%	32.8%
资本公积	943	943	943	943	营业利润	-32.6%	68.4%	47.5%	37.4%
留存收益	1043	1803	2889	4353	归属于母公司净利润	2.8%	25.8%	42.9%	34.7%
归属母公司股东权益	2991	3751	4837	6301	获利能力				
负债和股东权益	5451	7449	8674	10838	毛利率	44.5%	45.5%	45.3%	45.3%
现金流量表					净利率	11.6%	10.2%	10.3%	10.5%
单位: 百万元					ROE	20.2%	20.3%	22.5%	23.2%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	偿债能力				
经营活动现金流	856	536	788	1084	资产负债率	45.1%	49.6%	44.2%	41.9%
净利润	604	760	1086	1464	净负债比率	26.78%	29.75%	30.76%	27.95%
折旧摊销	191	76	103	127	流动比率	1.42	1.48	1.73	1.90
财务费用	53	72	69	72	速动比率	1.01	1.10	1.22	1.33
投资损失	0	0	0	0	营运能力				
营运资金变动	1	-377	-469	-578	总资产周转率	1.04	1.16	1.30	1.43
其它	8	6	-1	0	应收账款周转率	12	13	13	13
投资活动现金流	-1039	-250	-250	-350	应付账款周转率	6.26	6.75	6.80	6.60
资本支出	1224	250	250	350	每股指标（元）				
长期投资	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.60	0.76	1.08	1.46
其他	185	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	0.53	0.78	1.08
筹资活动现金流	-404	854	-489	16	每股净资产(最新摊薄)	2.98	3.73	4.81	6.27
短期借款	-592	341	80	88	估值比率				
长期借款	0	100	0	0	P/E	51.89	41.25	28.86	21.42
普通股增加	335	0	0	0	P/B	10.48	8.36	6.48	4.98
资本公积增加	-335	0	0	0	EV/EBITDA	39	29	20	15
其他	188	413	-569	-72					
现金净增加额	-586	1140	49	751					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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