



调整是良好的介入机会

公司评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
行业	纺织服装
目标价	46.8 元
报告发布日期	2011 年 1 月 18 日 星期二

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：针对与客户交流中得到的反馈，就公司相关基本面做进一步的阐述，再次强调公司的买入评级。

我们的观点：

- **公司未来销售收入的快速增长来自于平效增长和外延式的渠道扩张的乘数效应。**我们粗略预计 2010 年公司 MB 品牌的直营店平效增长 30%左右，加盟店平效增长 20%左右，MC 品牌由于基数原因同步估计在 40%以上。我们认为平效的增加主要来自于产品价格的上升（结构调整）、产品品类的丰富、品牌影响力的提升和渠道终端管理能力的提升等。随着 MB 品牌运作的日益娴熟和 MC 品牌的逐步稳定定型，以及与国际可比公司的比较（ZARA、H&M 的平效分别在 4 万元和 5 万元以上），我们预计公司两个品牌的平效未来两年均有较大上升空间（目前水平基础上至少再上升 60%以上）。另外随着公司信息系统的逐步全面上线（目前人力、财务和产品生命周期系统等均可上线），公司在供应链方面的效率更将大幅提升，反过来也会进一步推动公司两个品牌平效的增长。至于外延式渠道的扩张，以目前公司总计不到 4000 家的店铺数量、未来渠道扩张的战略布局（一/二/三/四/五线城市全面开花，适当加大商场和 shopping mall 的布局）以及两个品牌的发展定位，我们预计未来 3 年公司至少保持 20%左右的渠道增速。特别是 2012 年开始 MC 品牌的加盟也有望放开扩张步伐。
- **关于盈利能力，保持稳定上升将是最大概率的事件。**目前公司对成本的控制和盈利能力的提升是全方面的，除了每年产品的自然提价、以及产品结构调整带来的价格提升外，采购周期的调整（第三季度存货增加就是一个结果）、整合上游供应商，提高采购集中度以及未来战略上对产能的全球化资源配置都是公司目前在做或可能要做的部署。由于公司成衣是全部外包的，在生产成本中除了原辅料外，委托加工费用（人力）估计占 30%左右，而目前中国大陆的劳动力成本已经明显高于周边一些国家，未来全球化的产能配置对公司来说将是战略发展中重点考虑的一个环节，我们预计集中采购（包括提前采购等）和全球化资源配置带来的生产成本下降会在 2011 年的秋冬产品中有所显现，会在 2012 充分体现并带来毛利率的上升。另外从折扣力度和频率上看，公司 2010 年起明显加强了控制，预计未来仍将保持这一策略。因此，从各方面而言，尽管国内服装行业原料上涨是未来的长期趋势，但我们预计公司盈利能力保持稳定或小幅上升是最大概率的事情。
- **关于邦购 Bang-go，未来前景值得期待。**2010 年 12 月 18 日正式上线的公司独立的电子商务平台（www.ibanggo.com）尽管没有做大的品牌推广，但已经取得了市场的注意和良好反馈。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，公司对电子商务定位并非以廉价取胜，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，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（包括不排除推出一些国际品牌的代理）等，以推动销售收入新的增长。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。
- **关于再融资，我们认为 2011 年可能性比较小。**从公司 2010 年的三季报看，因为上半年盈利不理想同时第三季度集中提前采购导致公司资产负债率上升较为明显，我们预计随着四季度旺季的来临，公司资产负债率和现金流的情况也会明显改善。另外考虑到目前国内商业物业的价格以及前两年的经验教训，我们预计公司短期再出现巨额资本开支的可能性不大。同时公司目前在信贷额度方面十分充足，短融等其他融资渠道十分畅通，融资条件也较为优惠，我们预计 2011 年公司从资本市场再融资的可能性比较小。
- **非行业和公司基本面原因引发的调整是良好的介入机会，强调“买入”评级。**近期受大盘和消费股整体调整拖累，公司股价也有明显调整，我们认为对机构投资者而言是良好的介入机会，维持对公司 2010—2012 年每股收益分别为 0.75 元、1.17 元和 1.73 元的预测，维持“买入”评级。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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，不应视本证券研究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。并阅读本证券研究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	5731	6929	9188	营业收入	5218	7460	10698	14614
现金	1315	3152	3290	4273	营业成本	2895	4068	5795	7782
应收账款	479	671	974	1327	营业税金及附加	28	60	86	117
其它应收款	88	221	311	398	营业费用	1451	1999	2781	3771
预付账款	428	407	579	778	管理费用	217	306	417	555
存货	902	1279	1775	2412	财务费用	53	76	87	91
其他	0	0	0	0	资产减值损失	14	10	14	20
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	942	1518	2279
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	8146	9500	11993	利润总额	633	977	1553	2314
流动负债	2260	4098	4272	5029	所得税	29	220	373	579
短期借款	459	1000	1100	1210	净利润	604	757	1180	1736
应付账款	507	698	1001	1345	少数股东损益	0	0	0	0
其他	1294	2400	2170	2474	归属母公司净利润	604	757	1180	1736
非流动负债	200	300	300	300	EBITDA	805	1093	1708	2497
长期借款	200	300	300	300	EPS（元）	0.60	0.75	1.17	1.73
其他	0	0	0	0					
负债合计	2460	4398	4572	5329	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1005	1005	1005	1005	成长能力				
资本公积	943	943	943	943	营业收入	16.6%	43.0%	43.4%	36.6%
留存收益	1043	1800	2980	4716	营业利润	-32.6%	67.7%	61.2%	50.1%
归属母公司股东权益	2991	3748	4928	6664	归属于母公司净利润	2.8%	25.3%	55.9%	47.0%
负债和股东权益	5451	8146	9500	11993	获利能力				
					毛利率	44.5%	45.5%	45.8%	46.8%
					净利率	11.6%	10.1%	11.0%	11.9%
					ROE	20.2%	20.2%	24.0%	26.0%
					ROIC	19.8%	27.8%	37.4%	46.1%
					偿债能力				
					资产负债率	45.1%	54.0%	48.1%	44.4%
					净负债比率	26.78%	40.93%	41.56%	37.72%
					流动比率	1.42	1.40	1.62	1.83
					速动比率	1.01	1.08	1.20	1.34
					营运能力				
					总资产周转率	1.04	1.10	1.21	1.36
					应收账款周转率	12	13	13	13
					应付账款周转率	6.26	6.75	6.82	6.63
					每股指标（元）				
					每股收益(最新摊薄)	0.60	0.75	1.17	1.73
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	0.53	0.87	1.31
					每股净资产(最新摊薄)	2.98	3.73	4.90	6.63
					估值比率				
					P/E	51.91	41.44	26.57	18.07
					P/B	10.49	8.37	6.36	4.71
					EV/EBITDA	39	29	18	12

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