

业绩低于预期, 期待公司凤凰重生

——2012年三季报点评

报告摘要:

● 2012年1-9月公司实现营业收入71.94亿元, 同比增长5.9%; 营业利润8.63亿元, 同比下滑16.4%; 归属母公司所有者净利润7.52亿元, 同比增长0.9%; 实现每股收益0.75元。公司预计2012年全年归属于母公司所有者净利润增速在-30%-0%之间。

● 三季度收入增速明显放缓, 业绩低于预期, 这是公司订货模式调整和市场低迷共振的结果。三季度公司营收实现25.94亿元, 同比下滑13.5%, 又由于销售费用的刚性, 使得销售费用率同比上升了6.4pct至25%, 从而导致营业利润率下降6.4pct至12.9%, 最终传导到净利润, 同比下滑13.4%, 低于预期。我们认为单季度收入增速下滑是公司订货模式调整和终端需求低迷共振的结果, 上半年公司为了控制期货制度对存货的影响, 在2012年秋装订货会主动降低期货比例(占比约70-80%左右), 并期望通过季中现货补单实现增长, 而实际上三季度受市场低迷影响补单基本没有, 从而造成了收入同比的下滑, 但从好的方面来说, 期货比例降低减少了期货做货量, 这便于公司控制存货风险, 而且现货比例的提升有利于提升公司快速反应的能力。

● 冬装入库导致存货规模上升, 但仍在合理范围; 经营性现金流持续五个季度净流入, 公司经营较为健康。由于冬装入库, 使得公司三季度末存货金额达22亿元, 较半年报增加近4.5个亿, 而较去年三季度同比下降了近8个亿, 考虑到今年春夏装库存去化情况以及公司销售规模, 目前的存货水平在正常范围内。随着存货的消化和做货的控制, 公司经营性现金流连续五个季度净流入, 三季度末净额达到20.18亿元, 较中期增加了2.98亿元。由此可见公司经营质量相对健康。

● 盈利预测。我们依旧看好存货问题解决后, 公司轻装上阵, 有利于市场回暖公司业绩的快速反转, 但短期订货模式调整, 将使业绩承压, 因此下调盈利预测, 12-14年的EPS分别为1.09/1.30/1.63元, 对应PE为13/11/9倍, 近期股价大幅下挫, 公司估值不高, 维持“推荐”评级

● 风险提示。经济下滑持续影响现货补货情况; 单店盈利能力提升不及预期。

股票数据	2012/10/26
收盘价(元)	14.70
12个月股价区间(元)	14.67~31.16
总市值(百万元)	14,774
总股本(百万股)	1,005
A股(百万股)	1,005
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	9

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-21%	-28%	-47%
相对收益	-24%	-23%	-32%

相关报告

《美邦服饰三季报点评: 存货恢复至合理水平, Q2毛利率创历史新高50.2%》

2012-8-29

《20120731-美邦服饰公司调研: 内外兼修稳增长, 凤凰涅槃待重生》

2012-8-01

《002269-美邦服饰调研简报: 存货情况持续好转, 公司未来将重视精细化管理-20120522》

2012-5-22

《美邦服饰一季报点评: 经营性现金流净流入9.86亿元》

2012-4-27

财务摘要(万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	7500	9945	10343	11584	13669
(+/-)	43.76%	32.59%	4.00%	12.00%	18.00%
归属母公司净利润	758	1206	1096	1304	1635
(-)/%	25.42%	59.13%	-9.14%	18.98%	25.42%
每股收益(元)	0.75	1.20	1.09	1.30	1.63
市盈率	19	12	13	11	9
市净率	4	4	3	3	2
净资产收益率(%)	22.75%	29.23%	25.03%	24.36%	24.79%
股息收益率(%)	1.52%	3.23%	2.23%	2.65%	3.32%
总股本(百万股)	1005	1005	1005	1005	1005

证券分析师: 叶长青

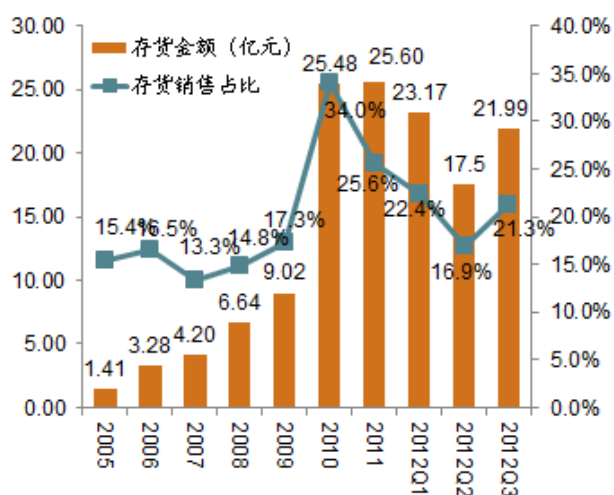
执业证书编号: S0550512050002

(021)20361174 yecq@nesc.cn

研究助理: 周煜斌

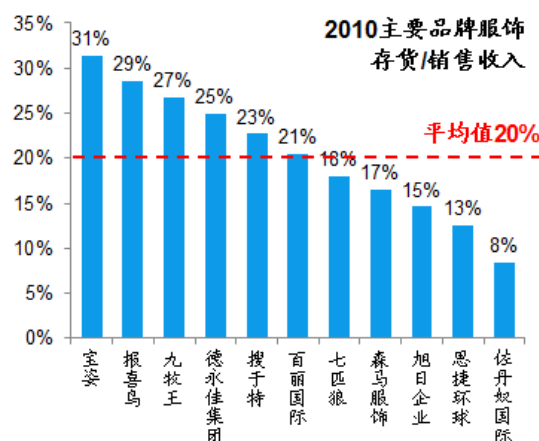
(021)20361154 zhoub@nesc.cn

图表 1: 美邦服饰 2012 年 Q3 预计存销比 21.3%



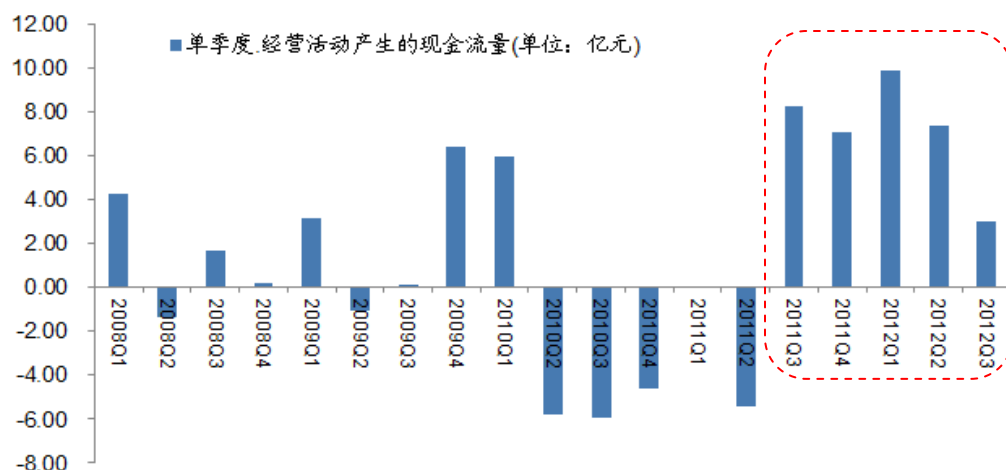
资料来源: 公司年报, 东北证券
注: 2012 年存销比按 2012 年预测收入计算

图表 2: 国内品牌存销比合理值在 20% 左右



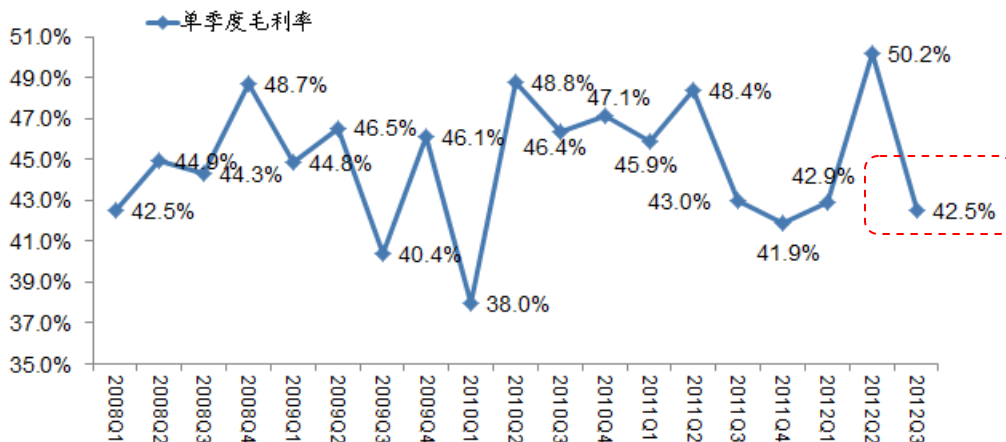
资料来源: 公司年报, 东北证券
注: 2010 年国内服装行业存货情况相对合理

图表 3: 美邦服饰经营性现金流已连续五个季度净流入



资料来源: 公司年报, 东北证券

图表 4: 三季度促销季毛利率大幅回落至 42.5%



资料来源: 公司年报, 东北证券

图表 5: 利润表预测

利润表 (单位: 百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	9,945	10,343	11,584	13,669
YOY (%)	32.6%	4.0%	12.0%	18.0%
营业成本	5,552	5,747	6,379	7,463
毛利	4,393	4,596	5,205	6,206
毛利率 (%)	44.2%	44.4%	44.9%	45.4%
营业税金及附加	55	74	81	93
销售费用	2,305	2,741	3,012	3,486
管理费用	341	279	324	396
财务费用	207	155	162	178
资产减值损失	31	20	15	10
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	1,446	1,327	1,611	2,043
加: 营业外收入	159	155	151	164
减: 营业外支出	29	21	23	27
利润总额	1,576	1,461	1,738	2,180
减: 所得税	370	365	435	545
净利润	1,206	1,096	1,304	1,635
减: 少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	1,206	1,096	1,304	1,635
总股本	1,005	1,005	1,005	1,005
EPS (元)	1.20	1.09	1.30	1.63

资料来源: 公司财报, 东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760