

美邦服饰 (002269)

服装家纺/纺织服装

发布时间: 2013-02-28

报告类型 / 公司动态报告

谨慎推荐

上次评级: 推荐

公司去库存效果显著, 凤凰重生进行时

——2012 年年报点评

报告摘要:

● 2012 年公司实现营业收入 95.10 亿元, 同比下滑 4.4%; 营业利润 8.94 亿元, 同比下滑 38.4%; 归属上市公司股东的净利润 8.5 亿元, 同比下滑 29.6%; 实现每股收益 0.85 元。拟实施每 10 股派现金 7.5 元 (含税) 的分配方案。

● 由于市场持续低迷和公司主动调整措施, 使得公司上市以来首次录得业绩下滑。报告期内, 公司净利润同比下滑 29.6% 至 8.5 亿元, 我们认为这主要由四方面原因造成: 1) 公司主动放缓外延扩张的速度, 2012 年新增门店 427 家至 5220 家, 增速放缓至 8.9%; 2) 市场低迷和订货会机制改革的短期共振, 使得加盟商收入整体下滑 14.3% 至 48.43 亿元; 3) 去库存过程使得毛利率承压, 期间直营毛利率下降 3.7pct 至 46.8%; 4) 租金和人力成本上升侵蚀了公司盈利, 公司销售费用率较 11 年上升了 6pct 至 29.2%, 其中销售渠道的租金和人力成本合计较 2011 年增加了 3.85 亿元。

● 公司去库存效果显著, 公司经营质量持续改善, 直营渠道优势体现。报告期内, 公司秉承“现金为王”的理念, 通过多种渠道消化存货, 严格控制新品订货和生产规模, 使得存货金额显著下降至 20 亿元 (其中 2/3 为 2012 年货品, 其他为 13 年新品和老品), 存货销售比也降至 21% 到合理值附近, 经营性净现金流达 28.5 亿元, 有息负债显著下降, 公司经营质量持续改善, 其中公司收入占比高达 49% 的直营渠道在去库存过程起到了主力军作用, 强化了公司对终端的控制力和稳定的销售渠道。

● 盈利预测。我们依旧看好公司存货问题的解决和经营质量的改善, 但今年上半年行业仍处于去库存阶段且公司春夏订货会数据不理想, 因此我们预计公司业绩短期仍将承压, 但较 2012 年有明显收窄, 因此我们下调盈利预测, 13-15 年的 EPS 为 0.94/1.20/1.53 元, PE 为 14/11/9 倍, 给予“谨慎推荐”评级, 重点关注 3-4 月份的秋冬装订货会数据。

● 风险提示。经济下滑影响现货补货; 单店盈利能力提升不及预期; 订货数据不及预期。

股票数据	2013/2/27
收盘价 (元)	13.60
12 个月股价区间 (元)	11.23 ~ 27.48
总市值 (百万元)	13,668
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)	2

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	3%	13%	-45%
相对收益	2%	-7%	-42%

相关报告

- 《业绩低于预期, 期待公司凤凰重生》
2012-10-29
- 《经营状况持续改善, 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》
2012-5-23

财务摘要 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	9945	9510	9795	11166	12841
(+/-)%	32.59%	-4.38%	3.00%	14.00%	15.00%
归属母公司净利润	1206	850	946	1209	1539
(+/-)%	59.13%	-29.55%	11.40%	27.78%	27.29%
每股收益 (元)	1.20	0.85	0.94	1.20	1.53
市 率	11	16	14	11	9
市净率	3	3	3	3	2
净资产收益率 (%)	29.23%	20.56%	21.89%	25.07%	27.60%
股息收益率 (%)	3.23%	5.51%	5.19%	5.75%	5.63%
总股本 (百万股)	1005	1005	1005	1005	1005

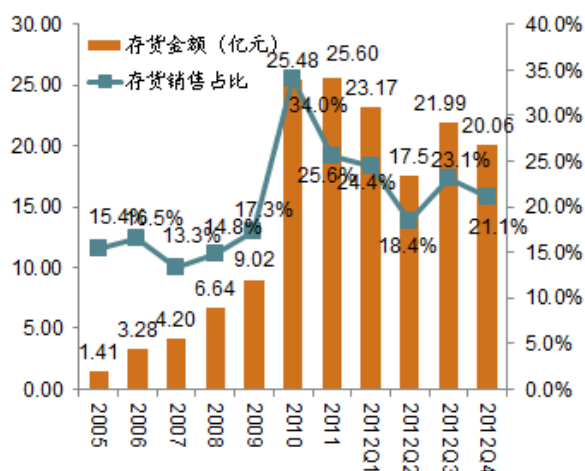
证券分析师: 叶长青

执业证书编号: S0550512050002
(021)20361174 yecq@nesc.cn

研究助理: 周煜斌

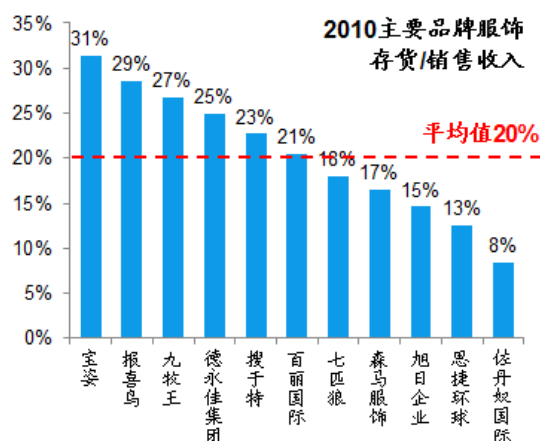
(021)20361154 zhoub@nesc.cn

图表 1: 美邦服饰 2012 年存销比 21.1%



资料来源: 公司年报, 东北证券

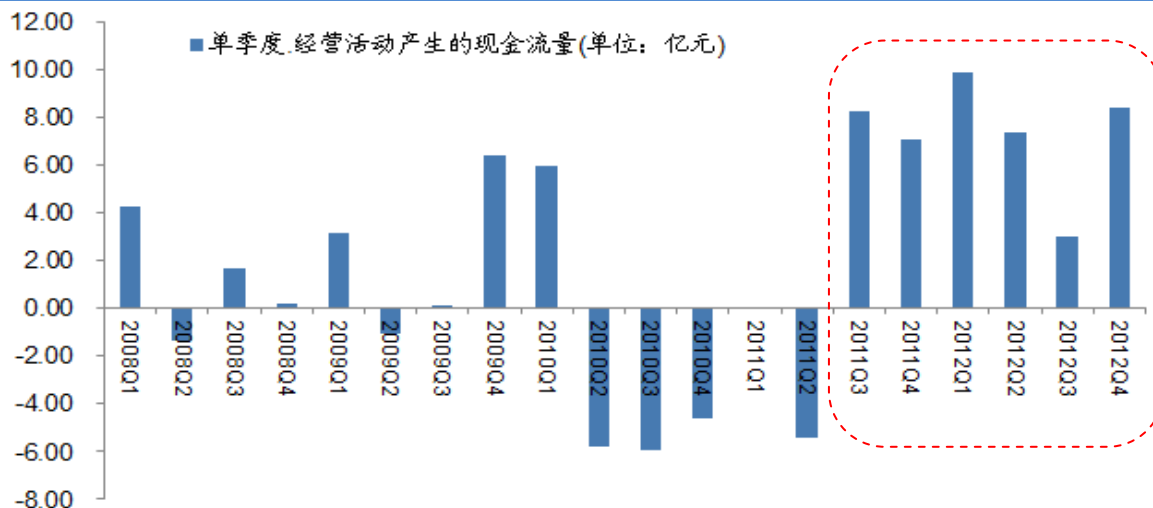
图表 2: 国内品牌存销比合理值在 20% 左右



资料来源: 公司年报, 东北证券

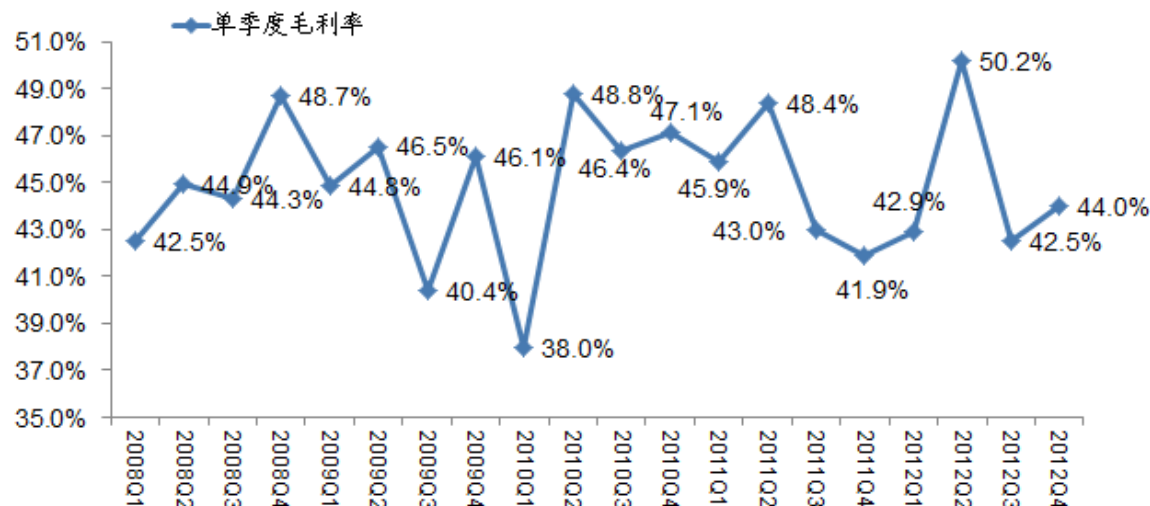
注: 2010 年国内服装行业存货情况相对合理

图表 3: 美邦服饰经营性现金流已连续六个季度净流入



资料来源: 公司年报, 东北证券

图表 4: 完善订货会、增加季中补单、严控新品规模等措施, 有效保证新品毛利率水平稳中有升



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)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	9,510	9,795	11,166	12,841
YOY (%)	-4.4%	3.0%	14.0%	15.0%
营业成本	5,273	5,378	6,077	6,928
毛利	4,237	4,417	5,089	5,913
毛利率 (%)	44.6%	45.1%	45.6%	46.0%
营业税金及附加	62	59	67	77
销售费用	2,772	2,743	3,015	3,339
管理费用	265	274	313	360
财务费用	168	176	201	231
资产减值损失	64	60	60	60
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	894	1,105	1,433	1,846
加: 营业外收入	228	176	201	231
减: 营业外支出	18	19	22	25
利润总额	1,103	1,262	1,612	2,053
减: 所得税	254	315	403	513
净利润	850	946	1,209	1,539
减: 少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	850	946	1,209	1,539
总股本	1,005	1,005	1,005	1,005
EPS (元)	0.85	0.94	1.20	1.53

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