

产品开发、品牌营销优势显著，存货改善意义重大

投资要点：

- 基于前两年大规模投入，美邦服饰产品开发、品牌营销优势显著。美邦服饰上市后在建大店、开拓 MC 新品牌等方面做出了大量的尝试，在此带动下，公司品牌营销、产品开发等方面确实领先于竞争对手，整体品牌形象既适合于二三线城市，同时在一线城市也具有巨大的影响力和号召力。

经过近两年的调整和发展，公司的品牌线和产品线非常丰富，除主品牌 MB、MC 以外，在 MB 旗下衍生出 MOMO、TAGLINES 等子品牌，旗下产品线又分为 MTEE、MJeans、M.Polar 等系列。如果公司的供应链管理能力和补货速度可以提升，发展空间和发展潜力巨大。

- 我们认为存货改善情况对公司意义重大。存货的改善情况主要在几方面对公司产生影响：一是存货占用资金、影响现金流对公司财务费用形成的拖累；二是存货的消化直接影响公司当期新品销售及毛利率水平。从 2011 年公司财务费用指标看，由于高存货占用大量现金，结合三季度数据，我们估计全年利息支出约达到 2 亿元左右；由于公司库存主要产生于 2010 年秋冬季货品以及 2011 年春季货品，2010 年秋冬季存货在今年的消化直接带来公司三季度毛利率水平下降 3.36 个百分点，四季度我们估计下降幅度约在 4 个百分点左右。
- 从公司逐季存货情况看确实呈现出逐季改善的趋势。公司 2010 年末存货 25.48 亿、2011Q1 为 31.62 亿、2011Q2 在秋装入库的情况下为 28.89 亿、2011Q3 在冬装入库的情况下为 29.82 亿，2011 年年末我们判断约下降至 26 亿左右。
- 2012 年上半年业绩存压力、下半年预计趋向好转。我们认为由于公司的存货主要产生在 2010 年秋冬季及 2011 年春季，2012 年上半年主要面对的是 2011 年春季及以前年度的库存，由于量大上半年存在一定的压力；而秋冬季产品经过 2011 年三、四季度的消化，秋冬季库存总额我们判断可以控制在 10 亿以内，考虑到元旦后的消化，总量上相对可控。
- 维持年度策略报告中“推荐”评级。结合目前终端零售数据及同行竞争情况，预计 2011-2013 年收入分别为 101、128、159 亿，EPS 1.20、1.51、1.97 元，对应 PE21.6、17.2、13.2 倍。

我们认为目前的估值已经反映出市场对于 2012 年上半年消化春夏季存货的预期。虽然存在大股东减持的顾虑，但由于大股东持股比例高，长期利益与二级市场一致，同时考虑到公司休闲服领域的龙头地位，以及公司产品设计开发、品牌营销等优势，维持年度策略报告中对公司“推荐”的投资评级。

美邦服饰 (002269.SZ)

推荐 维持评级

分析师

马莉

☎: (8610) 6656 8489

✉: mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

特此鸣谢

李佳嘉: (8610) 6656 8098

(lijiajia@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据 时间 2011.12.30

A 股收盘价 (元)	25.97
A 股一年内最高价 (元) *	35.82
A 股一年内最低价 (元) *	24.53
上证指数	2199
市净率	7.29
总股本 (万股)	100500
实际流通 A 股 (万股)	100500
限售 A 股 (万股)	0
流通 A 股市值 (亿元)	261

注: *价格未复权

相关研究

《美邦服饰: Q3 收入净利高基数下稳定增长, 库存开始消化》 2011.10.27

《美邦服饰: 毛利率提升、销售费用控制有效, 上半年业绩大幅增长》 2011.08.22

《美邦服饰: 业绩符合预期, 龙头恢复高增长》 2011.04.26

表 1: 美邦服饰 (002269) 逐季业绩增速

	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4 预期
营业总收入	141,872	112,322	230,981	264,873	207,500	172,027	299,777	334,249
同比	30.20%	53.29%	83.70%	23.90%	46.26%	53.16%	29.78%	26.19%
营业成本	87,980	57,533	123,845	140,096	112,349	88,807	170,808	191,912
同比	46.37%	46.88%	65.25%	21.57%	27.70%	54.36%	37.92%	36.99%
销售费用	43,883	43,621	49,688	61,678	55,259	52,803	55,775	72,320
同比	62.72%	44.84%	39.20%	17.99%	25.92%	21.05%	12.25%	17.25%
管理费用	3,993	6,756	11,178	10,544	7,230	6,460	7,691	11,053
同比	14.76%	61.67%	99.01%	25.67%	81.05%	-4.38%	-31.20%	4.82%
财务费用	1,091	1,643	2,518	3,549	4,401	5,484	5,571	6,073
资产减值损失	0	0	0	788	0	0	116	1,208
营业利润	3,947	2,306	42,335	47,696	27,514	17,741	58,004	50,407
同比	-76.22%	-231.22%	481.71%	40.08%	597.10%	669.28%	37.01%	5.68%
加: 营业外收入	73	2,149	2,523	5,706	614	4,638	514	4,685
减: 营业外支出	308	327	1,617	1,100	433	185	2,019	716
利润总额	3,711	4,128	43,242	52,301	27,695	22,194	56,499	54,376
同比	-79.44%	372.51%	398.16%	46.60%	646.25%	437.71%	30.66%	3.97%
减: 所得税	2,177	1,628	15,214	8,577	7,397	4,856	19,581	8,357
母公司所有者净利润	1,535	2,499	28,027	43,724	20,298	17,338	36,918	46,019
同比	-90.02%	-67.57%	309.93%	43.34%	1222.70%	593.80%	31.72%	5.25%
完全摊薄 EPS	0.02	0.02	0.28	0.44	0.20	0.17	0.37	0.46
盈利能力								
毛利率	37.99%	48.78%	46.38%	47.11%	45.86%	48.38%	43.02%	42.58%
营业利润率	2.78%	2.05%	18.33%	18.01%	13.26%	10.31%	19.35%	15.08%
销售净利润率	1.08%	2.22%	12.13%	16.51%	9.78%	10.08%	12.32%	13.77%
所得税率	58.65%	39.45%	35.18%	16.40%	26.71%	21.88%	34.66%	15.37%
费用控制能力								
管理费用率	2.81%	6.01%	4.84%	3.98%	3.48%	3.76%	2.57%	3.31%
销售费用率	30.93%	38.84%	21.51%	23.29%	26.63%	30.69%	18.61%	21.64%

资料来源: 中国银河证券研究部 (Q4 数据为我们根据年度预测数据扣除前三季度数据预测数)

表 2:美邦服饰 (002269) 财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,315	1,107	1,496	1,888	2,358	营业收入	5,218	7,500	10,136	12,795	15,974
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	2,895	4,095	5,639	7,171	8,907
应收账款	479	933	929	1,173	1,464	营业税金及附加	28	34	46	58	72
预付款项	428	710	933	1,186	1,473	销售费用	1,451	1,989	2,362	2,981	3,722
其他应收款	88	327	171	216	270	管理费用	217	325	324	409	511
存货	902	2,548	2,663	2,411	2,413	财务费用	53	88	215	205	177
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	14	8	13	17	20
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	885	1,727	2,900	3,622	4,407	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	596	325	0	0	0	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	562	963	1,537	1,953	2,565
无形资产	130	128	156	177	193	营业外收支净额	71	71	71	71	71
长期待摊费用	377	332	431	498	531	税前利润	633	1,034	1,608	2,024	2,636
资产总计	5,451	8,587	9,886	11,377	13,315	减: 所得税	29	276	402	506	659
短期借款	459	2,576	2,785	2,585	2,261	净利润	604	758	1,206	1,518	1,977
应付票据	406	41	470	598	742	归属于母公司净利润	604	758	1,206	1,518	1,977
应付账款	507	1,244	1,236	1,572	1,952	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	27	28	69	87	109	基本每股收益	0.60	0.75	1.20	1.51	1.97
应付职工薪酬	83	115	159	202	250	稀释每股收益	0.60	0.75	1.20	1.51	1.97
应交税费	66	122	122	122	122	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	198	317	317	317	317	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	16.6%	43.8%	35.1%	26.2%	24.8%
长期借款	200	100	0	0	0	EBIT 增长率	-29.0%	68.6%	66.7%	23.2%	27.0%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	2.8%	25.4%	59.1%	25.9%	30.2%
负债合计	2,460	5,256	5,470	5,594	5,754	盈利性					
股东权益合计	2,991	3,331	4,416	5,782	7,562	销售毛利率	44.5%	45.4%	44.4%	44.0%	44.2%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	11.6%	10.1%	11.9%	11.9%	12.4%
净利润	604	758	1206	1518	1977	ROE	20.4%	20.5%	26.5%	25.4%	25.3%
折旧与摊销	0	0	39	132	238	ROIC	28.1%	21.1%	24.8%	27.1%	30.0%
经营活动现金流	856	-1054	2031	2090	2353	估值倍数					
投资活动现金流	-1039	-851	-1015	-940	-1072	PE	43.2	34.4	21.6	17.2	13.2
融资活动现金流	-404	1744	-627	-757	-811	P/S	5.0	3.5	2.6	2.0	1.6
现金净变动	-586	-161	389	392	469	P/B	8.7	7.8	5.9	4.5	3.5
期初现金余额	1852	1315	1107	1496	1888	股息收益率	1.0%	1.3%	2.1%	2.6%	3.4%
期末现金余额	1266	1154	1496	1888	2358	EV/EBITDA	18.9	40.5	26.3	15.1	11.6

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

马莉，纺织服装行业证券分析师。 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

雅戈尔(600177.sh)、美邦服饰(002269.sz)、鲁泰 A(000726.sz)、七匹狼(002029.sz)、伟星股份(002003.sz)、报喜鸟(002154.sz)、罗莱家纺(002293.sz)、富安娜(002327.sz)、潮宏基(002345.sz)、探路者(300005.sz)、星期六(002291.sz)、梦洁家纺(002397.sz)、森马服饰(002563.sz)、搜于特(002503.sz)、华斯股份(002494.sz)

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn