

休闲服装
署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 石颖

S0960111080509

0755-82026844

shiying@cjis.cn

6-12个月目标价: 32.12元

当前股价: 24.77元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2451.86
总股本(百万)	1005
流通股本(百万)	1005
流通市值(亿)	248
EPS	0.75
每股净资产(元)	3.31
资产负债率	61.21%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
美邦服饰	10.98	-8.34	-18.00
纺织服装	15.40	-8.01	-19.50
沪深300指数	6.09	3.37	-8.43

相关报告

 行业专题研究-大众时尚休闲服饰上市公司比较-不同发展阶段, 战略侧重点各异-看好
 2012-02-09

 美邦服饰-产品不断丰富时尚, 打造中国的H&M
 2012-01-11

美邦服饰
002269
强烈推荐
渠道模式升级创新 2012 稳健增长可期
——2011 年度业绩快报点评

美邦服饰发布业绩快报: 2011 年营业收入 99.45 亿 (增 33%), 归属于上市公司股东净利润 12.12 亿 (增 60%), EPS=1.21 元; 第四季度单季度收入 25.29 亿 (同比增 19%), 归属于上市公司股东的净利润 3.98 亿元 (同比增 7%), 贡献 EPS=0.46 元。全年 EPS 高于市场预期 (wind 一致预期 EPS=1.19 元), 等于我们的预期 (1.21 元)。全年业绩增速较快基于: (1) 产品的提升和多元化的创新营销手段有力提升品牌形象, 进而带动平效的提升; (2) 渠道增速快, 打造新渠道模式, 提升渠道形象; (3) 销售、管理费用率下降导致利润增速大超收入增速。我们维持“强烈推荐”。

投资要点:

- **平效的提升和渠道的新增促进公司全年收入稳定增长。**平效的提升: 2011 年公司设计款式上万款, 推出多个产品系列, 产品延伸至时尚度高的都市系列, 产品的丰富和创新保障公司收入的稳定增长; 多元化深度营销有力提升了品牌形象; 拓展一二线城市百货、shopping mall 形式终端, 提升渠道形象。以上几点共同促进了店铺平效的提升, 直营渠道近来的平效提升在 20% 以上。渠道数量的增长: 预计 2011 年渠道增长超 1100 家, 渠道增长以加盟为主, 公司在不断尝试新的渠道模式, 开拓了 tagline 精品店、折扣店, MC 童装店也是增长亮点。
- **归属母公司净利润增速大超收入增速。**公司经营趋于稳健, 对费用率的控制把控到位, 2011 年由于公司对销售、管理费用率控制较好, 使得利润增速大超收入增速。
- **存货与经营现金流情况都有积极改善。**2011 年末存货消化至 25 亿, 其中 70% 左右为 2011 年的货品, 2012 年春夏产品 10% 左右。公司 2012 年上半年会持续较大的打折力度来消化 2011 年春夏库存, 2012 年存货情况将趋于正常。旧款的打折会造成毛利的一定下降, 但公司会通过提升产品设计和渠道服务来维持甚至提高新款的终端折扣。经营现金流情况持续改善, 2011 年 Q3 现金流为正 2.7 亿, 预计全年经营现金流维持较高正水平。
- **2012 年围绕渠道升级来进行产品升级。**随着消费升级, 居民的购买越来越向大型百货、shopping mall 倾斜, 公司未来将重点培育该类渠道, 并围绕渠道的特点, 打造适合渠道特点的产品, 推出时尚度更高的产品, 拓宽产品的价格带。另一方面, 公司将提升时尚款供应链反应速度, 争取将前导期缩至 2 周-1 个月, 目前公司还在不断提升时尚产品的比例。
- **预计 2012 有望维持 25% 以上收入增速, 且持续管控费用, 保障较高利润增速。**
- **投资评级:** 预测 11/12/13 年 EPS 为 1.21/1.46/1.88 元, 对 12 年业绩给予 22 倍 PE, 6 个月目标价 32.12 元, 维持强烈推荐评级。

风险提示: 库存不能及时消化、现金流紧张、天气异常

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	7500	9945	12630	15661
收入同比(%)	43.8%	32.6%	27.0%	24.0%
归属母公司净利润	758	1212	1468	1886
净利润同比(%)	25.4%	59.9%	21.1%	28.5%
毛利率(%)	45.4%	45.0%	43.4%	45.0%
ROE(%)	22.8%	30.2%	29.5%	29.7%
每股收益(元)	0.75	1.21	1.46	1.88
P/E	39.21	24.52	20.25	15.76
P/B	8.92	7.41	5.97	4.67
EV/EBITDA	22	17	14	11

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5625	6253	7353	8850
现金	1107	1100	1100	1221
应收账款	933	1373	1768	2193
其他应收款	327	358	447	579
预付账款	710	901	1198	1436
存货	2548	2520	2839	3421
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	2962	3005	2840	2847
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1727	2112	2217	2471
无形资产	128	129	130	131
其他非流动资产	1107	764	493	245
资产总计	8587	9258	10193	11697
流动负债	5156	5148	5118	5238
短期借款	2576	2609	2184	2027
应付账款	1244	1367	1787	2153
其他流动负债	1335	1171	1147	1057
非流动负债	100	100	100	100
长期借款	100	100	100	100
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	5256	5248	5218	5338
少数股东权益	0	0	0	0
股本	1005	1005	1005	1005
资本公积	947	947	947	947
留存收益	1378	2058	3023	4406
归属母公司股东权益	3331	4010	4975	6359
负债和股东权益	8587	9258	10193	11697

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-1054	789	1569	1656
净利润	758	1212	1468	1886
折旧摊销	376	329	373	401
财务费用	88	131	119	99
投资损失	0	-1	0	0
营运资金变动	-2150	-366	-443	-783
其他经营现金流	-125	84	52	54
投资活动现金流	-851	-602	-422	-628
资本支出	820	400	200	400
长期投资	0	-0	0	0
其他投资现金流	-32	-202	-222	-228
筹资活动现金流	1744	-794	-1147	-908
短期借款	2118	33	-425	-156
长期借款	-100	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	4	0	0	0
其他筹资现金流	-278	-827	-722	-751
现金净增加额	-161	-7	0	121

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2010	2011	2012	2013
营业收入	7500	9945	12630	15661
营业成本	4095	5470	7149	8614
营业税金及附加	34	47	60	73
营业费用	1989	2472	3021	3915
管理费用	325	358	422	540
财务费用	88	131	119	99
资产减值损失	8	8	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	1	0	0
营业利润	963	1459	1851	2412
营业外收入	104	159	100	100
营业外支出	34	30	30	30
利润总额	1034	1588	1921	2482
所得税	276	376	453	596
净利润	758	1212	1468	1886
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	758	1212	1468	1886
EBITDA	1427	1919	2344	2911
EPS (元)	0.75	1.21	1.46	1.88

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	43.8%	32.6%	27.0%	24.0%
营业利润	71.4%	51.5%	26.9%	30.3%
归属于母公司净利润	25.4%	59.9%	21.1%	28.5%
获利能力				
毛利率	45.4%	45.0%	43.4%	45.0%
净利率	10.1%	12.2%	11.6%	12.0%
ROE	22.8%	30.2%	29.5%	29.7%
ROIC	13.7%	19.8%	23.3%	26.2%
偿债能力				
资产负债率	61.2%	56.7%	51.2%	45.6%
净负债比率	54.73	51.62%	43.77	39.85%
流动比率	1.09	1.21	1.44	1.69
速动比率	0.59	0.72	0.88	1.03
营运能力				
总资产周转率	1.07	1.11	1.30	1.43
应收账款周转率	11	9	8	8
应付账款周转率	4.67	4.19	4.53	4.37
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.75	1.21	1.46	1.88
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.05	0.78	1.56	1.65
每股净资产(最新摊薄)	3.31	3.99	4.95	6.33
估值比率				
P/E	39.21	24.52	20.25	15.76
P/B	8.92	7.41	5.97	4.67
EV/EBITDA	22	17	14	11

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

- 张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。
石颖, 中投证券研究所纺织服装行业研究员, 清华大学经济管理学院会计学学士、金融学硕士。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434