

2012-03-01

酌情消费品/服装纺织

证券研究报告

公司研究 / 年报点评

美邦服饰 (002269)
买入/维持评级

股价: RMB24.77

分析师

程远

SAC 执业证书编号:S1000511080001

chengyuan@mail.htlhsc.com.cn

丰婧

SAC 执业证书编号:S1000511080003

张蕾

SAC 执业证书编号:s1000511120001

zhanglei9014@mail.htlhsc.com.cn

相关研究
基础数据

总股本 (百万股)	1,005
流通 A 股 (百万股)	1,005
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	24,894

最近 52 周股价走势图

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

美邦服饰 (002269) 公司研究报告

- 2011 年公司实现营业收入 994,505.78 万元, 较上年增长 33%; 营业利润 145, 776.83 万元, 较上年增长 51%; 归属于上市公司股东的净利润 121,172.89 万元, 较上年增长 60%。实现基本每股收益 1.21 元。
- **较高的直营店平效增长以及大规模的外延式扩张共同驱动收入快速增长。**随着公司供应链管理水平的提升, 信息系统不断完善, 终端管理水平的不断提升, 直营店平效 2011 年大幅提升 15% 以上。公司 2011 年加大了开店力度, 并且在开店的形式上进行了创新, 增加了社区店、shoppingmall 店的比例, 根据不同的地理位置, 选取适合的品牌系列组合, 开设适应环境的店面。2011 年全年公司新开店 1000 家左右, 但由于新形势的店面 (如社区店) 占比较高, 新开店平局面积较老店明显缩小, 预计 2012 年新开店还能维持 1000 家左右的水平。
- **存货大幅下降, 现金流明显转好。**2011 年下半年在公司的积极努力下, 困扰一时的高存货问题得到了明显的改善, 一方面是在店面陈列上多做文章, 将具有一定时尚型的历史存货与新货搭配销售, 另一方面通过折扣店的形式打折处理。我们预计年末存货将下降至 25 亿左右的水平, 预计 2012 年上半年存货还将继续下降。在消化存货的同时, 公司的现金流将得到明显好转, 未来现金流将持续大幅提升。
- **费用率下降, 毛利率维持。**随着公司内生性增长的持续, 规模效应不断显现, 销售费用率有明显的下降, 预计未来还将持续下降。虽然公司现阶段在不断处理存货, 但由于处理方式得当, 并且供应链不断改善后新品的正价率逐渐提高, 毛利率基本保持稳定。
- **风险提示:** 经济增速下滑影响终端消费情绪的风险。
- **盈利预测:** 由于近期经济不景气, 终端消费热情低迷, 我们下调公司 2011-2013 年的 eps 预测至 1.21、1.58、2.08 元 (原预测 1.27、1.68、2.24 元), 但基于公司良好的质地以及较低的估值, 维持“买入”的投资评级。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	7500.5	9955.0	12604.0	15924.0
(+/-%)	43.8	32.7	26.6	26.3
归属母公司净利润(百万元)	757.9	1214.0	1588.0	2094.0
(+/-%)	25.4	60.2	30.8	31.9
EPS(元)	0.75	1.21	1.58	2.08
P/E(倍)	32.8	20.5	15.7	11.9

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5625	6655	8286	10342	营业收入	7500	9955	12604	15924
现金	1107	2091	2958	3688	营业成本	4095	5372	6884	8701
应收账款	933	764	1111	1509	营业税金及附加	34	45	57	72
其他应收	327	359	446	589	营业费用	1989	2389	2899	3583
预付账款	710	863	1149	1425	管理费用	325	348	479	637
存货	2548	2579	2622	3132	财务费用	88	208	200	177
其他流动	0	0	0	0	资产减值损失	8	4	5	6
非流动资产	2962	2962	3020	2900	公允价值变动	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	1727	2136	2469	2628	营业利润	963	1588	2081	2749
无形资产	128	122	115	109	营业外收入	104	44	52	60
其他非流	1107	703	435	163	营业外支出	34	13	15	17
资产总计	8587	9617	11306	13242	利润总额	1034	1619	2118	2792
流动负债	5156	5505	5970	6288	所得税	276	405	529	698
短期借款	2576	2800	2600	2400	净利润	758	1214	1588	2094
应付账款	1244	1402	1895	2354	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动	1335	1302	1475	1534	归属母公司净	758	1214	1588	2094
非流动负	100	100	100	100	EBITDA	1427	2165	2700	3367
长期借款	100	100	100	100	EPS (元)	0.75	1.21	1.58	2.08
其他非流	0	0	0	0					
负债合计	5256	5605	6070	6388	主要财务比率				
少数股东	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	1005	1005	1005	1005	成长能力				
资本公积	947	947	947	947	营业收入	43.8%	32.7%	26.6%	26.3%
留存收益	1378	2060	3284	4902	营业利润	71.4%	64.9%	31.0%	32.1%
归属母公	3331	4012	5236	6854	归属母公司净	25.4%	60.2%	30.8%	31.9%
负债和股	8587	9617	11306	13242	获利能力				
					毛利率(%)	45.4%	46.0%	45.4%	45.4%
					净利率(%)	10.1%	12.2%	12.6%	13.2%
					ROE(%)	22.8%	30.3%	30.3%	30.6%
					ROIC(%)	15.1%	26.9%	34.8%	41.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	61.2%	58.3%	53.7%	48.2%
					净负债比率(%)	54.73%	56.49%	49.14	43.26
					流动比率	1.09	1.21	1.39	1.64
					速动比率	0.60	0.74	0.95	1.15
					营运能力				
					总资产周转率	1.07	1.09	1.20	1.30
					应收账款周转	11	12	13	12
					应付账款周转	4.67	4.06	4.18	4.10
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.75	1.21	1.58	2.08
					每股经营现金	-1.05	2.08	2.31	2.14
					每股净资产(最)	3.31	3.99	5.21	6.82
					估值比率				
					P/E	32.85	20.50	15.67	11.89
					P/B	7.47	6.20	4.75	3.63
					EV/EBITDA	19	12	10	8

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
 基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
 增持 股价超越基准10%-20%
 中性 股价相对基准波动在±10%之间
 减持 股价弱于基准10%-20%
 卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
 中性 行业股票指数基本与基准持平
 减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
 邮政编码: 518048
 电话: 86 755 8249 3932
 传真: 86 755 8249 2062
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
 邮政编码: 200120
 电话: 86 21 5010 6028
 传真: 86 21 6849 8501
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,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,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。