

门店开设速度不减，外延扩张继续

美邦服饰 (002269.SZ)
推荐

分析师: 马 莉 ☎: (8610) 6656 8489 ☐: mali_yj@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130210060022

联系人: 李佳嘉 ☎: (8610) 6656 8098 ☐: lijiajia@chinastock.com.cn

1. 事件

近期公司募投门店建设情况: 共租赁了 8 家店铺作为直营店, 公司计划动用募集资金 2433 万元, 公司使用募集资金 1508 万元。对此, 我们对公司经营情况进行了跟踪。

2. 我们的分析与判断

(一) 募投门店开设面积和所在城市符合预期

募投门店面积从 202-8,783 平方米, 总面积为 12,748 平方米, 包含直营形象店和直营旗舰店。

从门店的面积可以看出, 公司在直营店门店建设方面, 仍然是坚持建设少量具有辐射能力的大店, 但以 200-1000 平米形象店为主的策略。例如: 重庆市新华国际店 8,783 平米, 为直营旗舰店, 对周边商圈具有辐射作用, 起到塑造品牌形象、感动顾客的作用。

从门店所在城市来看, 重庆、西安、武汉、昆明、兰州、天津、南昌都属于直辖市和省会城市, 公司直营店主要开设在一线城市, 起到品牌形象塑造、品牌地位建设的作用, 从而带动一线城市郊区和二三线城市门店的发展。

我们认为, 近期租赁的 8 家直营店铺完全符合公司的战略与市场的预期。

表 1 近期募投项目基本情况

城市	店铺	店铺面积 (平方米)
南昌市	西湖商厦店	1,000
重庆市	新华国际店	8,783
西安市	北大街店	400
武汉市	旋宫店	722
重庆市	江北未来国际店	349
昆明市	南亚风情第一城店	202
兰州市	西固店	500
天津市	塘沽解放路二点	396

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

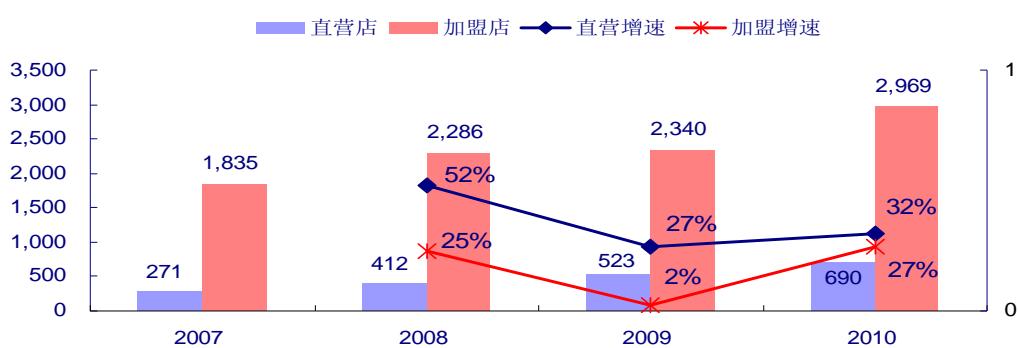
(二) 开设加盟店为主，预期总体门店增幅在 20%-30%

截止报告日，公司门店总数已经超过 4000 家。其中新增直营店 100 家左右，新增加盟店 200 多家，新设直营店铺中相当比例是童装门店。

我们可以看到从 2010 年开始，加盟店建设走出 2009 年的阴霾，在公司系列策略的主导下产品竞争力和服务竞争力持续提升下，加盟商信心恢复。截至 2010 年年底，直营店已经达到 690 家，占当年总店数的 18.8%；由于直营店面积较大，直营面积占总面积比例已经超过了 30%。

我们预期 2011 年公司门店开设速度维持在 20%-30%，公司已经较好的布局直营店，加盟店增长将继续延续去年的趋势。同时，今年公司为消化存货而准备开设的折扣店，已经开始运作，据悉，目前已经有几十家店开始装修建设。

图 1 2010 年加盟店增速从 2% 恢复至 27%，直营店增速为 32%



资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

(三) 风险提示：存货管理将直接影响公司 2011 年全年业绩

- 1、2011 年一季报，公司存货账面价值为 31.6 亿元，今年存货消化压力大；
- 2、2011 年 8 月 29 日，首发原始股东限售股解禁。

3. 投资建议

从年初至今，公司外延式增长速度较快，门店开设符合预期。同时，面对 2010 年底以及 2011 年一季度的存货问题，公司已经积极采取措施，通过融入新品销售和折扣品订货会的方法来进行促销。另外，2011 年有望大幅降低 MC 的亏损程度，MCKids 发展情况较好。加上邦购业务锦上添花，预期 2011-2013 年，公司营业收入增速为 36.8%/33.4%/32.4%，净利润增速分别为 42.3%/44.0%/30.3%，EPS 为 1.07/1.55/2.01 元，对应 PE 为 27.1/18.8/14.5。我们对美邦服饰维持“推荐”评级。

表2 美邦服饰(002269)财务报表预测(百万元、百分比)

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,315	1,107	1,514	2,019	2,673	营业收入	5,218	7,500	10,257	13,679	18,110
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	2,895	4,095	5,612	7,385	9,830
应收账款	479	933	940	1,254	1,660	营业税金附加	28	34	46	62	82
预付款项	428	710	928	1,221	1,626	销售费用	1,451	1,989	2,667	3,556	4,709
其他应收款	88	327	173	231	306	管理费用	217	325	462	616	815
存货	902	2,548	970	1,277	1,699	财务费用	53	88	97	74	92
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	1,360	1,969	2,563
无形资产	130	128	156	177	193	营业外收支净额	71	71	97	129	171
长期待摊费用	377	332	431	498	531	税前利润	633	1,034	1,458	2,098	2,734
资产总计	5,451	8,587	8,220	10,505	13,301	减: 所得税	29	276	379	546	711
短期借款	459	2,576	1,503	2,063	2,427	净利润	604	758	1,079	1,553	2,024
应付票据	406	41	468	615	819	归属母公司净利润	604	758	1,079	1,553	2,024
应付账款	507	1,244	969	1,275	1,697	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	27	28	70	93	124	基本每股收益	0.60	0.75	1.07	1.55	2.01
应付职工薪酬	83	115	158	208	276	稀释每股收益	0.60	0.75	1.07	1.55	2.01
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%	36.8%	33.4%	32.4%
长期借款	200	100	0	0	0	EBIT增长率	-29.0%	68.6%	39.0%	40.0%	29.9%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	2.8%	25.4%	42.3%	44.0%	30.3%
负债合计	2,460	5,256	3,918	4,805	5,781	盈利性					
股东权益合计	2,991	3,331	4,302	5,699	7,520	销售毛利率	44.5%	45.4%	45.3%	46.0%	45.7%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	11.6%	10.1%	10.5%	11.4%	11.2%
净利润	604	758	1,079	1,553	2,024	ROE	20.4%	20.8%	23.9%	26.3%	25.9%
折旧与摊销	0	0	39	132	238	ROIC	28.1%	21.1%	23.5%	30.8%	30.7%
经营活动现金流	856	-1,054	3,200	1,315	1,769	估值倍数					
投资活动现金流	-1,039	-851	-1,015	-940	-1,072	PE	48.4	38.6	27.1	18.8	14.5
融资活动现金流	-404	1,744	-1,778	130	-43	P/S	5.6	3.9	2.9	2.1	1.6
现金净变动	-586	-161	407	505	654	P/B	9.8	8.8	6.8	5.1	3.9
期初现金余额	1,852	1,315	1,107	1,514	2,019	股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.5%	0.7%
期末现金余额	1,266	1,154	1,514	2,019	2,673	EV/EBITDA	45.5	29.2	19.3	13.3	9.9

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

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。本报告清晰准确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。

纺织行业分析师覆盖股票范围：

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）

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独立财务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提供。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。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908