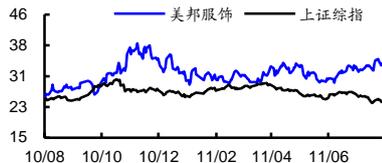


证券研究报告—动态报告
纺织服装
服装
美邦服饰(002269)
推荐
2011 半年报点评

(维持评级)

2011 年 8 月 23 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本(百万股)	1,005.0/105.0
总市值(百万元)	34,119.8/3,564.8
沪深 300/深圳成指	2,534.36/11,301.53
12 个月最高/最低(元)	38.75/24.60

相关研究报告:

《美邦服饰-002269-在反思中升级品牌和高成长期》——2011-5-19

《美邦服饰-002269-开局超预期, 品牌文化底蕴丰厚》——2011-4-29

《美邦服饰-002269-多品牌发展架构实现卓越增长轨迹》——2010-11-17

《美邦服饰-002269-2010 年 3 季报点评: 迎接直营规模利润飙升》——2010-10-28

证券分析师: 方军平

电话: 021-60933158

E-mail: fangjp@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120062

半年报点评

直营盈利拐点, 加盟初始发力

●2011 上半年 EPS 0.37 元, 符合预期

2011 上半年公司收入 35.95 亿元 (+49.31%), 实现净利润 3.76 亿元 (+833.06%), 实现 EPS 0.37 元, 符合预期。中报预告前三季度净利润增幅 120-140%即 EPS0.70 元-0.77 元。

●加盟体系运营平效提升超过 20%, 营收增长达 55%

2010 年公司加盟净拓展门店 629 家, 2011 年 6 月底加盟门店近 3400 家, 加盟店成熟和公司加大对供应商的支持力度提升毛利率共同推动公司加盟体系营收增长 55%至 18.73 亿元, 加盟体系营业利润达 4 亿元。上半年公司支付供应商生产保证金 0.8 亿元。

●直营体系经营拐点已现, 营收增长 44%, 利润率 2%改善轨迹确立

公司上市后大力拓展大型门店和在 MC 品牌上的巨大投入致使 2009-2010 年直营体系连续两年整体未贡献利润, 经过 2010 年下半年以来对直营主流门店和 MC 的重新规划, 2011 年上半年公司直营门店增加约 100 家至 800 家, 直营体系如期实现 18.97 亿元, 比增 44%, 盈利 0.4 亿元。上半年公司支付租金约 3.3 亿元, 同比增长 27%, 直营销售费用率稳步下降。上半年公司 MC 仍小幅亏损, 我们预计全年亏损将在 0.4 亿元以内。

●合理价值 47.42 元/股, 维持“推荐”评级

上半年公司预付帐款 7 亿元, 实现新老搭配的货品供应结构将有效改善公司全年库存和营运现金流, 公司加盟、直营平效提升均超预期, 我们调高 2011-2013EPS 至 1.31 元、1.90 元和 2.56 元(原分别为 1.20 元、1.73 元和 2.34 元), 结合绝对估值和相对估值测算公司合理价值为 47.42 元, 维持“推荐”评级。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5,217	7,500	10,608	14,017	18,033
(+/-%)	16.6%	43.7%	41.4%	32.1%	28.6%
净利润(百万元)	604	757	1317	1908	2575
(+/-%)	2.8%	25.4%	73.8%	44.9%	35.0%
每股收益(元)	0.60	0.75	1.31	1.90	2.56
EBIT Margin	13.6%	15.0%	18.2%	19.7%	20.3%
净资产收益率 (ROE)	20.2%	22.7%	34.9%	43.1%	48.6%
市盈率 (PE)	56.4	45.0	25.9	17.9	13.2
EV/EBITDA	38.6	24.4	19.6	14.2	11.1
市净率 (PB)	11.41	10.24	9.03	7.71	6.43

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1107	1254	1455	1664
应收款项	1260	1453	1920	2470
存货净额	2548	2507	3099	3987
预付款项	710	627	826	1063
流动资产合计	5625	5841	7301	9184
固定资产	2052	2604	2997	3281
无形资产及其他	128	122	115	109
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	70	81	93	107
长期待摊费用	332	284	209	182
递延所得税资产	236	198	173	160
资产总计	8587	9805	11479	13586
短期借款及交易性金融负债	2776	3420	3646	3930
应付款项	1867	2507	3306	4253
其他流动负债	513	0	0	0
流动负债合计	5156	5927	6952	8183
长期负债合计	100	100	100	100
负债合计	5256	6027	7052	8283
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	3331	3779	4427	5303
负债和股东权益总计	8587	9805	11479	13586

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.75	1.31	1.90	2.56
每股红利	0.52	0.86	1.25	1.69
每股净资产	3.31	3.76	4.41	5.28
ROIC	21%	27%	32%	38%
ROE	23%	35%	43%	49%
毛利率	45.41%	45.48%	45.71%	45.84%
EBIT Margin	14%	18%	20%	20%
存货周转率	1.61	2.31	2.46	2.45
收入增长	44%	41%	32%	29%
净利润增长率	25%	74%	45%	35%
资产负债率	61%	61%	61%	61%
息率	1.5%	2.5%	3.7%	5.0%
P/E	45.0	25.9	17.9	13.2
P/B	10.2	9.0	7.7	6.4
EV/EBITDA	34.2	19.6	14.2	11.1

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	7500	10608	14017	18033
营业成本	4095	5783	7609	9767
营业税金及附加	34	48	63	81
销售费用	1989	2418	3051	3878
管理费用	325	432	530	639
财务费用	88	194	220	234
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(8)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	963	1733	2544	3434
营业外净收支	71	0	0	0
利润总额	1034	1733	2544	3434
所得税费用	276	416	636	858
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	758	1317	1908	2575

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	758	1317	1908	2575
资产减值准备	(6)	(8)	0	0
折旧摊销	92	119	137	153
公允价值变动损失	8	0	0	0
财务费用	88	194	220	234
营运资本变动	(2483)	(407)	(286)	(674)
其它	6	8	0	0
经营活动现金流	(1626)	1029	1759	2054
资本开支	(642)	(656)	(525)	(430)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(642)	(656)	(525)	(430)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(100)	0	0	0
支付股利、利息	(518)	(869)	(1259)	(1700)
其它融资现金流	3297	643	226	284
融资活动现金流	2060	(226)	(1033)	(1415)
现金净变动	(208)	147	201	208
货币资金的期初余额	1315	1107	1254	1455
货币资金的期末余额	1107	1254	1455	1664
企业自由现金流	(2257)	521	1400	1800
权益自由现金流	940	1016	1461	1908

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我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供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432	谈煜	010-66025229	黄道立	0755-82133397
周俊	0755-82130833-6215				
糜怀清					
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
祝彬	021-60933156			秦波	010-66026317
常伟				郭莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑武	0755-82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
杨森	0755-82133343	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁丹	0755-82134323	胡博新	0755-82133263
				刘勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张骏	010-88005311	刘明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊丹					
建材		旅游		食品饮料	
郑东	010-66025270	曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922
马彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998
刘萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098
		孙伟	010-66026320	余辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓岳	0755-82150533	李腾	0755-82130833-6223	郑云	021-60875163
		刘洋	0755-82150566	毛甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			

戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 戡 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		郑 灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn