

2011年8月22日

美邦服饰

上半年业绩亮丽，全年仍存不确定性

买入
 A 002269.SZ - 人民币 33.95
 目标价格: 人民币 40.75 (↑38.50)

刘都*

(8621) 2032 8511

Du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(3)	6	1	33
相对新华富时A50指数(%)	7	15	12	44

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,005
流通股(%)	11
流通股市值(人民币 百万)	3,753
3个月日均交易额(人民币 百万)	32
净负债比率(%)	53
主要股东(%)	53
上海华服投资	81

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*陈作佳为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

美邦服饰1-6月实现营业收入37.95亿元,同比增长49.3%;扣除非经常损益利润3.44亿元,同比增长1,017.3%;归属母公司股东利润3.76亿元,同比增长833.1%,对应上半年每股收益0.37元。上半年业绩符合预期。我们长期看好公司的产业链整合能力及核心商圈店铺资源,将目标价格上调至40.75元,维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司1-6月营收增长49.3%至37.96亿,在维持较高的展店速度的同时,直营渠道坪效出现显著提升,收入增长的内、外生因素配置更趋合理化。
- 公司报告期内毛利率、期间费用率状况良好。由于价格提升和终端打折活动的减少,公司综合毛利率同增4.2个百分点至47%,在传统淡季创下历史新高。
- 公司存货处置虽取得一定进展,但春夏季存货的积累让人担忧,加之下半年10年存货或通过折扣店渠道进入市场,全年业绩仍存在一定的不确定性。

评级面临的主要风险

- 折扣门店的运营及对公司业绩的影响未知。
- 公司报告期内应收账款增速过快,或影响盈利质量。

估值

- 我们对公司全年业绩的增长持谨慎乐观态度。长期来看我们认为公司的产业链整合能力以及在核心商圈丰富的店铺资源仍将构成难以比拟的竞争优势;但短期内悬而未决的存货和盈利质量问题抑制了公司估值的提升。
- 我们将2011、12、13年每股收益预测分别小幅上调为1.16、1.63和2.22元,基于2012年25倍市盈率,将目标价由38.50元小幅上调至40.75元,维持公司买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币百万)	5,218	7,500	10,740	15,205	21,050
变动(%)	17	44	43	42	38
净利润(人民币百万)	604	758	1,168	1,637	2,231
全面摊薄每股收益(人民币)	0.614	0.760	1.162	1.629	2.220
变动(%)	4.6	23.7	52.9	40.2	36.3
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.099	1.549	2.129
调整幅度(%)	-	-	5.7	5.1	4.3
核心每股收益(人民币)	0.614	0.760	1.162	1.629	2.220
变动(%)	4.6	23.7	52.9	4.6	23.7
全面摊薄市盈率(倍)	55.3	44.7	29.2	55.3	44.7
核心市盈率(倍)	55.3	44.7	29.2	55.3	44.7
每股现金流量(人民币)	0.85	(1.05)	1.05	0.85	(1.05)
价格/每股现金流量(倍)	39.8	(32.4)	32.4	39.8	(32.4)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	40.8	25.0	18.9	14.0	10.6
每股股息(人民币)	0.260	0.516	0.462	0.648	0.884
股息率(%)	0.8	1.5	1.4	1.9	2.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

上半年业绩符合预期

美邦服饰 1-6 月实现营业收入 37.95 亿元，同比增长 49.3%；扣除非经常损益利润 3.44 亿元，同比增长 1017.3%；归属母公司股东利润 3.76 亿元，同比增长 833.1%，对应上半年每股收益 0.37 元。上半年业绩符合预期。

公司上半年盈利增速大幅高于营收，我们判断原因有以下几个方面：1) 在金融危机的背景下，公司 10 年上半年采取较为激进的折率吸引消费者，导致毛利率大幅低于历史同期；今年随着经济转暖，公司定价策略恢复常态，加之公司上半年产品有所提价，两者共同推动毛利率创下历史新高；2) 报告期内公司期间费用控制良好，1-6 月销售费用和管理费用同比上升 23.49% 和 27.36%，大幅低于同期营收增速。

图表 2. 美邦服饰 2011 上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年 上半年	11 年 上半年	同比变动 (%)	10 年 2 季度	11 年 2 季度	同比变动 (%)
营业收入	2,542	3,795	49.31	1,123	1,720	53.16
营业成本	1,455	2,012	38.24	575	888	54.36
营业税及附加	14	15	6.08	5	8	69.08
主营业务利润	1,072	1,768	64.90	543	824	51.75
销售费用	875	1,081	23.49	436	528	21.05
管理费用	107	137	27.36	68	65	(4.38)
财务费用	27	99	261.61	16	55	233.86
资产减值	0	0		0	0	
营业利润	63	452	622.92	23	176	665.30
投资收益	0	1		0	1	
营业外收入	22	53	136.43	21	46	115.86
营业外支出	6	6	(2.82)	3	2	(43.59)
利润总额	78	499	536.44	41	222	436.69
所得税	38	123	222.00	16	49	198.17
净利润	40	376	833.06	25	173	592.12
少数股东权益	0	0		0	0	
归属上市公司股东净利润	40	376	833.06	25	173	592.12

资料来源：公司数据及中银国际研究

外延内生并举，收入驱动要素配置趋于合理

1-6 月，公司实现营业收入 37.95 亿元，较上年同期上涨 49.3%。在保持较高展店速度的同时，门店坪效也实现了较快提升，公司收入驱动要素的配置更趋合理。

我们估计公司上半年净增门店约 450 家至 4,100 家左右，新增门店数较上年同期有小幅上升（10 年上半年为 400 家左右）。期间公司折扣渠道建设取得一定进展，新增折扣店 80 家左右。从目前的状态来看，除少数已经正常运营以外，大部分折扣店仍处于开店初期阶段，对公司收入贡献不大。

公司上半年可比坪效增长超 20%。原因一方面是公司春夏产品普遍提价 10%-15%；另一方面，公司 10 年对直营渠道的投入较大，今年相关门店业绩开始出现集中释放。从短期来看，我们认为折扣渠道坪效提升快于常规渠道，考虑到冬季的到来和 10 年存货进入市场，我们判断下半年公司坪效仍有提升空间。从长期来看，公司将内生增长作为未来 3-5 年收入的重要驱动因素，门店坪效有望从当前 2-3 万提升至 5-6 万元，实现未来增长 50%来自扩张、50%来自坪效的合理增长结构。

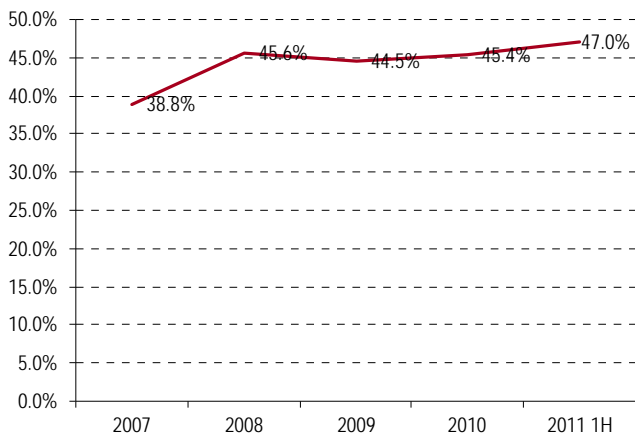
毛利率创新高，费用控制良好

报告期内，公司运营效率出现显著提高，在毛利率大幅提升的同时，期间费用控制良好，导致净利润增速大幅高于营收。

今年 1-6 月，公司毛利率同比上升 4.2 个百分点至 47%，除了吊牌价提升 10%-15%以外，我们判断 ME&CITY 品牌的提升也功不可没。经历了导入期不尽如人意的表现后，公司对 MC 品牌的物流和销售都进行了调整，风格上更向 Uniqlo，Zara 等快时尚品牌靠近。据我们了解，重整后的 MC 品牌上半年坪效提升在 60%左右，平均销售价格也相应有一定提高，进一步推高了公司的综合毛利率。

费用方面，公司上半年期间费用控制良好。三项费用同比上升 30.3%至 13.2 亿元，同比增速大幅低于同期营收导致期间费用率同比下降 5.05 个百分点。其中销售费用率降低 5.95 个百分点至 28.47%，降幅最为明显。我们认为在 10 年以来人工、租金成本普遍上涨的情况下，公司实现销售费用率大幅降低，主要原因是公司报告期内直营坪效提升明显，导致收入增速高于同期租金涨幅。从全年情况来看，我们判断公司下半年坪效仍有提升空间，在新增门店结构不发生重大变化的前提下，我们认为期间费用率较低的情况有望维持全年。

图表 3.美邦服饰历年毛利率变动



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4.美邦服饰历年期间费用率变动



资料来源：公司数据，中银国际研究

存货处置成效初现，全年业绩仍具不确定性

年报显示公司 10 年底持有存货净额 25.5 亿元，其中 11 年以前存货约 17 亿，余下主要是 11 年春装备货。存货大幅上升的主要原因有三个方面：1) 公司去年进行战略调整，撤销原有大店中的特卖楼层，导致过季商品销售不畅；2) 10 年气候异常，到 12 月中旬以后才正式入冬，导致冬装销售时间较往年偏短；3) 公司为防止节后民工荒安排春装提前入库。

公司主要安排了 2 个渠道进行存货处理。一是选择存货中款式较新的产品混入 11 年新品销售；二是开辟特卖渠道，以较低的折扣吸引价格敏感人群，正常渠道则相应减少打折幅度。

从上半年实行的情况来看，我们认为喜忧参半。一方面，存货库龄结构改善明显，我们估计上半年公司通过各种渠道处理 11 年之前存货 7 亿元左右，目前剩余 10 亿元左右，该类存货占比也由年初的约 67% 下降到约 34%，上半年即以完成全年 5-6 亿的存货处置目标。

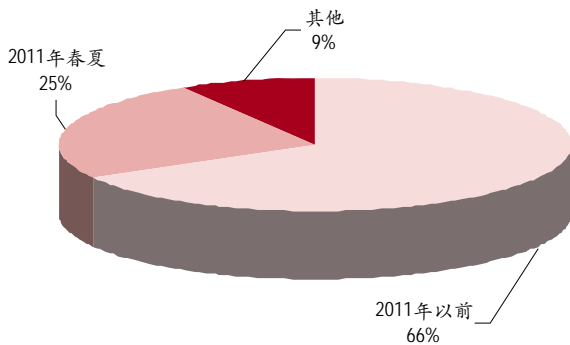
另一方面，我们看到 2011 年春夏库存再次出现堆积。我们判断一部分原因在于消费者对今年夏装较高的吊牌价格报以观望态度，导致正价商品销售低于预期。虽然公司此次采取了比较积极的应对措施，主动延长了打折季的时间，但结合公司去年的销售数据及毛利率，我们估计公司 3 季度内难以消化如此规模的库存。加之下半年公司 10 年存货或以较低折率入市，两者结合或对时令商品的销售造成一定的冲击。据测算，即使不考虑过季商品对新品的挤出效应，公司以 4 折处理 10 亿存货将导致综合毛利率降低约 3 个百分点。此外，公司 11 年以应收账款的形式为加盟商提供融资，导致应收账款余额暴增 300% 以上，亦会增加全年业绩的不确定性。

图表 5.美邦服饰各渠道折率对比

	常规渠道折率	折扣渠道折率
直营	7.5-8 折	5 折以下
加盟	5.5-6 折	3 折

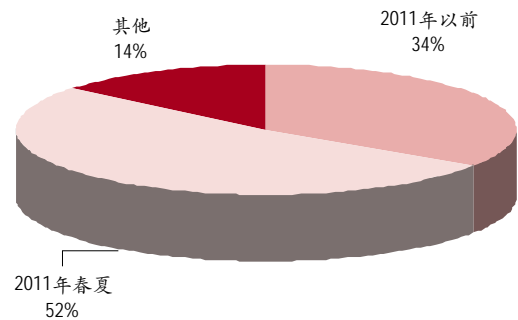
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 6.美邦服饰 2010 年存货结构



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 7.美邦服饰 2011 年上半年存货结构



资料来源：公司数据，中银国际研究

盈利预测与估值

我们对公司全年业绩的增长持谨慎乐观态度。尽管公司近年来变故不断，我们认为这某种程度上是市场开拓者所必须承担的风险。长期来看我们认为公司的产业链整合能力以及在核心商圈丰富的店铺资源仍将构成难以比拟的竞争优势；但短期内悬而未决的存货和盈利质量问题抑制了公司估值的提升。我们将 2011、12、13 年每股收益预测分别小幅上调为 1.16、1.63 和 2.22 元，基于 2012 年 25 倍市盈率，小幅上调目标价至 40.75 元，维持公司**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	5,218	7,500	10,740	15,205	21,050
销售成本	(2,895)	(4,095)	(5,844)	(8,131)	(11,166)
经营费用	(1,503)	(1,968)	(2,976)	(4,457)	(6,439)
息税折旧前利润	820	1,438	1,921	2,618	3,446
折旧及摊销	(192)	(380)	(252)	(277)	(295)
经营利润(息税前利润)	628	1,059	1,669	2,341	3,150
净利息收入(费用)	(53)	(88)	(142)	(172)	(194)
其他收益/(损失)	58	63	0	0	0
税前利润	633	1,034	1,527	2,169	2,957
所得税	(29)	(276)	(359)	(533)	(726)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	604	758	1,168	1,637	2,231
核心净利润	617	764	1,168	1,637	2,231
每股收益(人民币)	0.601	0.754	1.162	1.629	2.220
核心每股收益(人民币)	0.614	0.760	1.162	1.629	2.220
每股股息(人民币)	0.260	0.516	0.462	0.648	0.884
收入增长(%)	17	44	43	42	38
息税前利润增长(%)	(29)	69	58	40	35
息税折旧前利润增长(%)	(16)	75	34	36	32
每股收益增长(%)	3	25	54	40	36
核心每股收益增长(%)	5	24	53	40	36

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1,315	1,107	535	757	1,048
应收帐款	479	933	1,432	1,897	2,450
库存	902	2,548	1,776	2,393	3,211
其他流动资产	516	1,037	1,339	1,873	2,579
流动资产总计	3,211	5,625	5,082	6,920	9,288
固定资产	1,480	2,052	2,831	3,285	3,607
无形资产	130	128	124	120	115
其他长期资产	629	781	629	680	784
长期资产总计	2,240	2,962	3,583	4,085	4,507
总资产	5,451	8,587	8,665	11,005	13,794
应付帐款	507	1,244	989	1,376	1,890
短期债务	459	2,776	2,530	3,070	3,467
其他流动负债	1,294	1,135	1,019	1,454	2,002
流动负债总计	2,260	5,156	4,538	5,900	7,358
长期借款	200	100	100	100	100
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	1,005	1,005	1,005	1,005	1,005
储备	1,986	2,326	3,022	4,000	5,332
股东权益	2,991	3,331	4,027	5,005	6,337
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	5,451	8,587	8,665	11,005	13,794
每股帐面价值(人民币)	2.98	3.31	4.01	4.98	6.31
每股有形资产(人民币)	1.42	1.59	1.94	2.43	3.10
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.65)	1.76	2.09	2.40	2.51

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	633	1,034	1,527	2,169	2,957
折旧与摊销	192	380	252	277	295
净利息费用	53	88	142	172	194
运营资本变动	1	(2,150)	1	(916)	(1,187)
税金	(61)	(426)	(212)	(575)	(773)
其他经营现金流	39	22	(655)	(172)	(194)
经营活动产生的现金流	856	(1,054)	1,054	955	1,292
购买固定资产净值	(1,224)	(820)	(914)	(614)	(500)
投资减少/增加	2	1	0	0	0
其他投资现金流	183	(33)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,039)	(851)	(914)	(614)	(500)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(92)	2,218	(246)	540	397
支付股息	(261)	(518)	(464)	(651)	(888)
其他融资现金流	(50)	44	0	0	0
融资活动产生的现金流	(404)	1,744	(711)	(112)	(491)
现金变动	(586)	(161)	(570)	230	300
期初现金	1,901	1,268	1,105	527	747
公司自由现金流	(182)	(1,905)	141	341	792
权益自由现金流	(274)	313	(106)	881	1,188

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	15.7	19.2	17.9	17.2	16.4
息税前利润率(%)	12.0	14.1	15.5	15.4	15.0
税前利润率(%)	12.1	13.8	14.2	14.3	14.0
净利率(%)	11.6	10.1	10.9	10.8	10.6
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.1	1.1	1.2	1.3
利息覆盖率(倍)	11.9	12.0	11.7	13.6	16.2
净权益负债率(%)	净现金	53.1	52.0	48.2	39.7
速动比率(倍)	1.0	0.6	0.7	0.8	0.8
估值					
市盈率(倍)	56.5	45.0	29.2	20.8	15.3
心业务市盈率(倍)	55.3	44.7	29.2	20.8	15.3
目标价对应核心业务	64.7	52.3	34.2	24.4	17.9
市盈率(倍)					
市净率(倍)	11.4	10.2	8.5	6.8	5.4
价格/现金流(倍)	39.8	(32.4)	32.4	35.7	26.4
企业价值/息税折旧前	40.8	25.0	18.9	14.0	10.6
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	98.7	153.8	135.0	93.6	91.6
应收帐款周转天数	31.2	34.3	40.2	40.0	37.7
应付帐款周转天数	32.3	42.6	37.9	28.4	28.3
回报率					
股息支付率(%)	43.3	68.4	39.8	39.8	39.8
净资产收益率(%)	21.7	24.0	31.7	36.2	39.3
资产收益率(%)	12.0	11.1	14.8	18.0	19.2
已运用资本收益率(%)	16.8	21.5	25.9	31.6	34.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371