

库存和资产负债结构改善显著

美邦服饰 (002269.SZ)

推荐 维持评级

投资要点:

- **公司发布业绩快报, 全年业绩符合预期。** (1) 全年总收入 99.45 亿, 同比增 32.59%; 营业利润 14.58 亿, 同比增 51.40%; 利润总额 15.88 亿, 同比增 53.63%; 净利润 12.12 亿, 同比增 59.89%; EPS 1.21 元, 同比增 61.33%。(2) 根据数据测算, 公司四季度增速有所下滑, 其中, 营业总收入 31.52 亿, 同比增 19.00%; 营业利润 4.25 亿, 同比下降 10.86%; 净利润 4.66 亿, 同比增 6.62%。总体看, 全年业绩符合预期; 导致四季度收入增速放缓的主要原因在于上年的高基数, 而营业利润下降则主要基于清理库存导致的毛利率下降。
- **库存和资产负债结构改善显著。** 公司在 2011 年下半年加大存货清理力度, 我们估计全年新开折扣渠道在 300 家左右。根据公司披露库存清理效果良好, 其中, 总资产 898,456.84 万元, 总负债 485,290.36 万元, 股东权益 413,166.48 万元。本年末资产负债率为 54%, 较上年末下降 7 个百分点。我们据此判断, 公司总存货规模约 25 亿-26 亿 (含货柜、包装材料等)。由于公司的存货主要形成于 2010 年秋冬季和 2011 年春夏季, 我们预计公司 2012 年上半年仍将加大春夏季存货的清理, 一季报存货和现金流改善的格局仍将延续; 公司整体财务报表状况在 2012 年中报时将更为明朗。
- **基于前两年大规模投入, 美邦服饰产品开发、品牌营销优势显著。** 美邦服饰上市后在建大店、开拓 MC 新品牌等方面做出了大量的尝试, 在此带动下, 公司品牌营销、产品开发等方面确实领先于竞争对手, 整体品牌形象既适合于二三线城市, 同时在一线城市也具有巨大的影响力和号召力。经过近两年的调整和发展, 公司的品牌线和产品线非常丰富, 除主品牌 MB、MC 以外, 在 MB 旗下衍生出 MOMO、TAGLINES 等子品牌, 旗下产品线又分为 MTEE、MJeans、M.Polar 等系列。如果公司的供应链管理能力和补货速度可以提升, 发展空间和发展潜力巨大。
- **维持年度策略报告中对公司“推荐”评级。** 预计 2012、2013 年公司收入规模分别为 125、156 亿, 净利润规模分别为 15.4、19.8 亿, EPS 分别为 1.54、1.98 元, 当前股价对应 PE 分别为 16.1、12.5 倍。

市场当前更关注的是公司的存货、现金流情况, 我们预计这种积极的信号在年报、一季报中均将有所体现。除此以外, 结合终端数据, 我们预计一季度公司的收入和利润增速也将保持在较高水平, 对短期股价也将形成支撑。

分析师

马莉

☎: (8610) 6656 8489

✉: mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

特此鸣谢

李佳嘉: (8610) 6656 8098

(lijiajia@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据

时间 2012.02.28

A 股收盘价 (元)	24.76
A 股一年内最高价 (元) *	35.82
A 股一年内最低价 (元) *	21.60
上证指数	2452
市净率	6.67
总股本 (万股)	100050
实际流通 A 股 (万股)	100050
限售 A 股 (万股)	0
流通 A 股市值 (亿元)	247.6

注: *价格未复权

股价走势

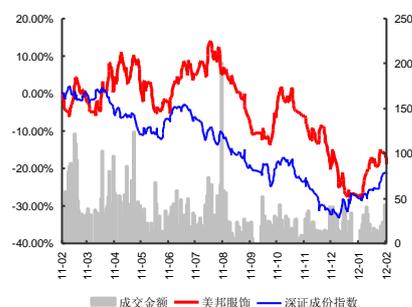


表 1:美邦服饰 (002269) 财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,315	1,107	1,465	1,849	2,316	营业收入	5,218	7,500	9,926	12,525	15,695
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	2,895	4,095	5,523	6,993	8,745
应收账款	479	933	910	1,148	1,439	营业税金及附加	28	34	45	56	71
预付款项	428	710	913	1,156	1,446	销售费用	1,451	1,989	2,313	2,918	3,657
其他应收款	88	327	168	212	265	管理费用	217	325	347	438	549
存货	902	2,548	2,507	2,363	2,375	财务费用	53	88	217	214	195
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	1,467	1,889	2,458
无形资产	130	128	156	177	193	营业外收支净额	71	71	91	91	91
长期待摊费用	377	332	431	498	531	税前利润	633	1,034	1,558	1,980	2,549
资产总计	5,451	8,587	9,657	11,231	13,179	减: 所得税	29	276	343	436	561
短期借款	459	2,576	2,814	2,755	2,498	净利润	604	758	1,216	1,544	1,988
应付票据	406	41	460	583	729	归属于母公司净利润	604	758	1,216	1,544	1,988
应付账款	507	1,244	984	1,245	1,557	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	27	28	68	86	107	基本每股收益	0.60	0.75	1.21	1.54	1.98
应付职工薪酬	83	115	155	197	246	稀释每股收益	0.60	0.75	1.21	1.54	1.98
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%	32.3%	26.2%	25.3%
长期借款	200	100	0	0	0	EBIT 增长率	-29.0%	68.6%	60.3%	24.9%	26.1%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	2.8%	25.4%	60.4%	27.0%	28.8%
负债合计	2,460	5,256	5,232	5,416	5,576	盈利性					
股东权益合计	2,991	3,331	4,425	5,815	7,604	销售毛利率	44.5%	45.4%	44.4%	44.2%	44.3%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	11.6%	10.1%	12.2%	12.3%	12.7%
净利润	604	758	1216	1544	1988	ROE	20.4%	20.4%	26.6%	25.7%	25.3%
折旧与摊销	0	0	39	132	238	ROIC	28.1%	21.1%	24.7%	26.8%	29.0%
经营活动现金流	856	-1054	1973	1952	2304	估值倍数					
投资活动现金流	-1039	-851	-1015	-940	-1072	PE	41.0	32.7	20.4	16.1	12.5
融资活动现金流	-404	1744	-601	-628	-763	P/S	3.7	4.8	3.3	2.5	2.0
现金净变动	-586	-161	358	384	468	P/B	6.4	8.3	7.4	5.6	4.3
期初现金余额	1852	1315	1107	1465	1849	股息收益率	1.1%	1.1%	1.4%	2.2%	2.8%
期末现金余额	1266	1154	1465	1849	2316	EV/EBITDA	18.0	38.4	25.0	15.0	11.4

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部 (资产负债表将根据年报进行调整)

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

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。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

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)、华斯股份(002494.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证券投资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。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。

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

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn