


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

华泰联合证券
2012-04-27


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
证券研究报告
公司研究 / 年报点评


华泰联合

美邦服饰 (002269)

买入/维持评级

股价: RMB21.99

分析师

程远

SAC 执业证书编号:S1000511080001

chengyuan@mail.hthsc.com.cn

张蕾

SAC 执业证书编号:s1000511120001

zhanglei9014@mail.hthsc.com.cn

丰婧

SAC 执业证书编号:S1000511080003

业绩符合预期 现金流大幅转好

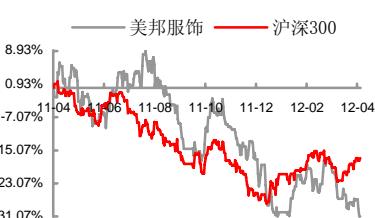
- 2011 年公司营业收入为 99.45 亿元, 同比增长 32.59%; 毛利率为 44.17%, 同比下降 1.24 个百分点; 销售费用率为 23.18%, 同比下降 3.34 个百分点; 管理费用率为 3.43%, 同比下降 0.90 个百分点; 归属母公司净利润为 12.06 亿元, 同比增长 59.13%; 实现基本每股收益 1.20 元。
- 多措施消化存货, 存货规模明显改善。**自 2010 年底因做货较多及提前备货等原因导致 2011 年一季度存货规模攀升历史新高以来, 公司采取多项措施处理存货, 包括开设折扣店、网上销售、新老融合、成立高效物流团队加快产品周转及在门店层面加快货品动销。治标治本措施双管齐下使得存货规模明显改善, 年末已由一季度的 31.6 亿元降低至 25.6 亿元。预计随着 2012 年上半年对 2011 年老货的持续销售, 存货规模可继续下降。
- 新兴渠道丰富渠道形式, 多品牌策略有效配合。**截至报告期末公司店铺总数为 4793 家, 同比增长 31%, 其中 MB 有 4164 家, MC 有 629 家。从渠道模式看, 直营店铺共有 1130 家, 增长 64%, 新增店铺以中小型店铺和童装店铺居多; 加盟店铺有 3663 家。随着近几年购物中心、社区商圈的兴起, 公司也开始逐渐拓展购物中心店、商场店及社区店等新渠道, 同时推进多品牌策略去配合多元化的渠道形式, 报告期内新推出都市系列 Tagline 及童装系列 Moomoo。
- 毛利率小幅下滑, 费用控制突出, 经营性现金流转好。**报告期内由于持续加大折扣力度消化存货, 公司毛利率受到影响, 减少 1.24 个百分点; 销售费用在租金支出相对较小、人工成本控制得当的情况下增幅较小, 管理费用增幅也远小于收入, 因此利润增长远超收入。经营性现金流 2010 年净流出 10.5 亿, 2011 年实现净流入 9.8 亿, 主要是因为销售资金的顺利回笼及在对生产规模的控制下货款支付未大幅上涨, 而存货消化力度较大。
- 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:** 我们预计, 公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 1.49、1.93、2.49 元, 维持“买入”的投资评级。

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)	22,100

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

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	9945	12585	16012	20195
(+/-%)	33%	27%	27%	26%
归属母公司净利润(百万元)	1206	1494	1942	2505
(+/-%)	59%	24%	30%	29%
EPS(元)	1.20	1.49	1.93	2.49
P/E(倍)	18.42	14.88	11.44	8.87

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					
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	5632	6600	8196	10301	营业收入	9945	12585	16012	20195
现金	1088	1478	1864	2331	营业成本	5552	7233	8986	11288
应收账款	1162	1510	1889	2383	营业税金及附	55	62	80	102
其他应收款	335	486	579	755	营业费用	2305	2832	3683	4645
预付账款	488	593	719	880	管理费用	341	440	673	848
存货	2560	2532	3145	3951	财务费用	207	95	90	83
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	31	12	14	16
非流动资产	3251	3254	3290	3423	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	24	24	24	24	投资净收益	-8	-3	1	3
固定资产	1923	2180	2365	2532	营业利润	1446	1908	2488	3216
无形资产	188	188	188	188	营业外收入	159	75	88	102
其他非流动资	1115	862	712	679	营业外支出	29	18	20	23
资产总计	8882	9853	11486	13724	利润总额	1576	1965	2556	3295
流动负债	4657	4134	4272	4588	所得税	370	472	613	791
短期借款	2369	2473	2421	2447	净利润	1206	1494	1942	2505
应付账款	606	868	988	1129	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1681	793	863	1012	归属母公司净	1206	1494	1942	2505
非流动负债	100	100	100	100	EBITDA	1966	2126	2722	3462
长期借款	100	100	100	100	EPS (元)	1.20	1.49	1.93	2.49
其他非流动负	0	0	0	0					
负债合计	4757	4234	4372	4688					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	1005	1005	1005	1005					
资本公积	1069	1069	1069	1069					
留存收益	2052	3545	5040	6961					
归属母公司股	4126	5620	7114	9036					
负债和股东权	8882	9853	11486	13724					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金	977	1770	1273	1402	成长能力				
净利润	1206	1494	1942	2505	营业收入	32.6%	26.5%	27.2%	26.1%
折旧摊销	314	123	144	163	营业利润	50.1%	32.0%	30.4%	29.3%
财务费用	207	95	90	83	归属母公司净	59.1%	23.8%	30.0%	28.9%
投资损失	8	3	-1	-3	盈利能力				
营运资金变动	-719	-161	-1023	-1346	毛利率(%)	44.2%	42.5%	43.9%	44.1%
其他经营现金	-39	217	120	0	净利率(%)	12.1%	11.9%	12.1%	12.4%
投资活动现金	-438	-351	-297	-295	ROE(%)	29.2%	26.6%	27.3%	27.7%
资本支出	496	350	300	300	ROIC(%)	20.1%	22.8%	24.9%	26.8%
长期投资	0	-2	-2	-2	偿债能力				
其他投资现金	58	-3	1	3	资产负债率(%)	53.5%	43.0%	38.1%	34.2%
筹资活动现金	-525	-1029	-590	-640	净负债比率(%)	51.91%	60.77%	57.66%	54.33%
短期借款	-207	104	-52	26	流动比率	1.21	1.60	1.92	2.25
长期借款	0	0	0	0	速动比率	0.66	0.98	1.18	1.38
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	122	0	0	0	总资产周转率	1.14	1.34	1.50	1.60
其他筹资现金	-440	-1133	-538	-666	应收账款周转	9	9	9	9
现金净增加额	13	390	386	467	应付账款周转	6.00	9.81	9.68	10.66

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.hthsc.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.hthsc.com.cn

免责申明

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投资建议。