

2012年5月18日

刘荟  
[Liuhui@e-capital.com.cn](mailto:Liuhui@e-capital.com.cn)  
目标价(元) 29.00

公司基本资讯

产业别	纺织
A 股价 (12/05/18)	22.84
深证成份指数(12/05/18)	9903.09
股价 12 个月高/低	34.80 / 21.99
总发行股数 (百万)	1005.00
A 股数 (百万)	1005.00
A 市值 (亿元)	229.54
主要股东	上海华服投资有限公司(80.60%)
每股净值 (元)	4.35
股价/帐面净值	5.25
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-2.18 -7.00 -30.17

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2012-4-27	23.13	买入

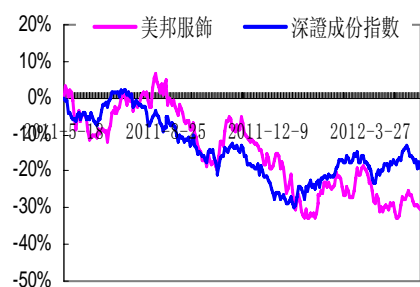
产品组合

服装	100%
----	------

机构投资者占流通 A 股比例

一般法人	80.60%
基金	4.05%
券商集合理财	0.59%
社保基金	0.36%
阳光私募	0.27%

股价相对大盘走势



美邦服饰(002269.SZ)

Buy 买入

提高平效将是公司 2012 年的经营重心

结论与建议:

美邦服饰召开股东大会, 调研要点如下:

- 至 2012 年 1Q, 公司存货已降到 23.2 亿, 其中 2011 年之前的历史存货中冬装和春装 4 个亿, 夏装 4 个亿, 2012 年的夏装新品备货为 7 个亿, 面料辅料及道具 1.5 个亿。2012 年 2Q 将继续清理过季库存, 预计到 2012 年中, 存货将降至 18-20 亿元。
- 目前美邦的存货周转天数为 166 天, 预计到 2012 年底, 有望降至 120 天, 而目前森马等中国其他休闲品牌的周转天数在 70-80 天。由于美邦目前有 45% 的销售来自直营, 管道铺货的库存要远高于加盟, 我们认为未来美邦降至 100 天会相对比较合理。
- 从终端看, 加盟门店基本可以实现 80% 以上的产品在 8 折以上销售, 且加盟商的库存意识很强, 一般在 10%-20%, 社会库存的担忧不大。相对而言, 直营门店承担部分库存产品的消化, 6 折销售的占比较高。
- 公司 2012 年的展店计画比较谨慎, 店铺增速由 2011 年的 30% 降至 5-10%, 经营重点将由门店扩张转向现有门店的平效提高。目前公司直营门店的平效增速在 20%, 加盟门店的平效增速在 15%; 至 2012 年 1Q, 直营平效为 2.2 万, 加盟平效为 1.8 万, 与 ZARA、优衣库等国际品牌 5 万左右的平效相比还有很大差距。未来门店经营的改善情况还需密切观察。
- 从 Me&City 推出以来, 由于定位不清, 与 MB 产品结构重迭, 导致销售情况不理想, 2011 年实现销售约 8 亿元。未来将加大两个品牌的产品差异化, MB 定位青春休闲、MC 定位商务时尚, 以 30-40 岁的白领为目标客户, 更接近 ZARA 等国际品牌的风格。由于目前国际品牌在二线市场的销售情况还不太理想, MC 重新定位之后, 经营状况可能会有所改善。
- 同时中国童装市场尚处起步阶段, 还未形成有绝对竞争力的品牌, 未来公司也会加大对童装市场的投入。目前 MC kids 已实现 2 亿元销售, 偏成人风格, 突出“酷”、“潮”; MB 旗下新推出的 MooMoo 系列, 更活泼童趣, 刚刚实现几千万的销售收入, 未来市场空间较大。
- 预计 2012、2013 年将分别实现净利润 14.78 亿元和 18.71 亿元, 同比增长 22.55% 和 26.63%, 对应 EPS 分别为 1.47 元和 1.86 元。目前股价对应的 PE 分别为 15.5 倍和 12.3 倍, 给予买入的投资建议。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012F	2013F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	604	758	1206	1478	1871
同比增减	%	2.84	25.42	59.13	22.55	26.63
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.60	0.75	1.20	1.47	1.86
同比增减	%	2.84	25.42	59.13	22.55	26.63
A 股市盈率(P/E)	X	37.99	30.29	19.03	15.53	12.27
股利 (DPS)	RMB 元	0.42	0.53	0.84	1.00	1.00
股息率 (Yield)	%	-	-	3.68	4.38	4.38

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ ); 买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

附一: 合并损益表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
营业收入	5218	7500	9945	12543	15882
经营成本	2895	4095	5552	7003	8867
营业税金及附加	28	34	55	79	100
销售费用	1451	1989	2305	2878	3636
管理费用	217	325	341	375	476
财务费用	53	88	207	251	318
资产减值损失	14	8	31	13	13
投资收益	0	0	-8	-2	-1
营业利润	562	963	1446	1941	2470
营业外收入	83	104	159	45	35
营业外支出	12	34	29	12	10
利润总额	633	1034	1576	1975	2495
所得税	29	276	370	497	624
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	604	758	1206	1478	1871

附二: 合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
货币资金	1315	1107	1088	2860	4215
应收账款	479	933	1162	1394	1673
存货	902	2548	2560	2048	2355
流动资产合计	3211	5625	5632	7102	9043
长期股权投资	0	0	24	24	24
固定资产	885	1727	1923	2019	2120
在建工程	596	325	154	139	125
非流动资产合计	2240	2962	3251	3282	3369
资产总计	5451	8587	8882	10384	12412
流动负债合计	2260	5156	4657	4796	5003
非流动负债合计	200	100	100	100	100
负债合计	2460	5256	4757	4896	5103
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	2991	3331	4126	5488	7309
负债及股东权益合计	5451	8587	8882	10384	12412

附三: 合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
经营活动产生的现金流量净额	856	-1054	977	1757	1285
投资活动产生的现金流量净额	-1039	-851	-438	-124	-138
筹资活动产生的现金流量净额	-404	1744	-525	139	207
现金及现金等价物净增加额	-586	-161	13	1772	1354

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。