

**休闲服装**
**署名人:** 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zanglei@cjis.cn

**参与人:** 石颖

S0960111080509

0755-82026844

shiying@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 无

当前股价: 19.1元

评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2055.71
总股本(百万)	1005
流通股本(百万)	1005
流通市值(亿)	191
EPS	1.20
每股净资产(元)	4.11
资产负债率	53.55%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
美邦服饰	-6.38	-13.89	-20.50
纺织服装	-3.48	-11.99	-13.32
沪深300指数	-3.79	-13.04	-12.68


**相关报告**

- 美邦服饰 - 库存持续消化、现金流明显向好  
——2012一季报点评 2012-04-27
- 美邦服饰 - 费用得当管控、现金流显著改善  
——2011年报点评 2012-04-26
- 美邦服饰 - 渠道模式升级创新 2012稳健增长可期——2011年度业绩快报点评

**美邦服饰**
**002269**
**强烈推荐**
**去库存稳步推进、经营现金流明显改善**
**——2012中报点评**

2012H1 营收 46 亿(同比+21%)，归属于上市公司股东净利润 4.32 亿(同比+15%)，EPS=0.43 元(同比+16%)；2012 二季度单季度收入 20 亿(同比+14%)，归属母公司净利润 1.95 亿(同比+12%)。

**投资要点：**

- **2012H1 营收同比增 21%:** (1) 2012H1 公司新增店铺 346 家，较年初+7%，面积 4.7 万平方，其中直营新增店铺 192 家，较年初+17%，加盟新增店铺 154 家，较年初+4%；(2) 直营收入增长 22%，占比达 51%，直营收入主要由店铺增长驱动；加盟收入增长 20%，但公司加大对加盟的支持力度，加盟面积及单店效益均有提升。
- **毛利率同比降 1 个百分点，达 46%，** 毛利率下降主要因为上半年对以前年度的库存进行了打折清理。二季度单季度毛利率同比上升 1.79 个百分点，公司在二季度去库存过程中毛利率大幅提升超过我们预期。
- **存货较去年同期下降 39%，** 较年初下降 32%，存货周转率 1.15，较 2011H1 的 0.74 大幅提升，逐步接近 2009 及 2010 年中报的 1.6 的水平，显示公司去库存进展良好，存货逐步趋于往年正常水平。
- **经营活动现金流净额达 17 亿，** 相比于去年同期的-6 亿，明显转好，是归属母公司净利润的 4 倍，经营活动现金流的明显改善是因为公司上半年清理库存较多，当期采购的货品较少，这也跟公司存货的减少是相匹配的。
- **销售费用率与去年同期持平，管理费用率因规模效应下降 1 个百分点至 3%，**
- **所得税较去年同期上升 31%，** 因为公司 2012 年利润总额持续增长，计提的所得税增加。
- **2012 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动幅度为 0-20%。**
- **未来发展规划：** (1) 因渠道数量已达 5139 家，基数较大，未来渠道增速趋缓，单店提升将是更重要增长点；(2) 公司重视单店效应的提升，这必将是个长期努力的过程：一是重视门店的分类管理，根据区域、商圈形成四类标准店铺，进行差异化的商品企划和供应链支持；二是加快供应链周转，提升季中追单补货能力。
- **“强烈推荐”。** 预测 12-14 年 EPS 为 1.40、1.72、2.06 元，目前股价相对 12-14 年 EPS 仅为 14、11、9 倍，给予强烈推荐评级。

**风险提示：** 库存消化导致毛利率下降、渠道拓展速度不达预期、天气异常

**主要财务指标**

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	9945	11993	14511	17413
收入同比(%)	33%	21%	21%	20%
归属母公司净利润	1206	1410	1734	2073
净利润同比(%)	59%	17%	23%	20%
毛利率(%)	44.2%	43.5%	44.0%	44.5%
ROE(%)	29.2%	30.1%	29.3%	27.7%
每股收益(元)	1.20	1.40	1.72	2.06
P/E	15.91	13.61	11.07	9.26
P/B	4.65	4.09	3.24	2.56
EV/EBITDA	11	10	8	7

资料来源: 中投证券研究所

表 1：主营业务分产品情况

分产品	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入比上年同期增减(%)	营业成本比上年同期增减(%)	毛利率比上年同期增减(%)
上装	2340724516	1254086290	46.42%	18.00%	21.00%	-1.35%
下装	1194331284	656479305	45.03%	33.00%	35.00%	-1.08%
其他	1026206001	543508662	47.04%	17.00%	16.00%	0.50%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2：主营业务分地区情况

地区	营业收入	营业收入比上年同期增减(%)
东区	4528612504	8.77%
西区	435015919	-5.90%
南区	687694995	38.15%
北区	495451087	8.44%
抵消	-1585512704	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3：直营零售业务与加盟批发业务状况

分类		2012 年 1-6 月	2011 年 1-6 月	同比增减
渠道	直营	231703.33	189687.66	22.15%
	加盟	224422.85	187267.39	19.84%
公司合计		456126.18	376955.05	21.00%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 附：财务预测表

### 资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>				
现金	5632	7076	8673	10515
应收账款	1088	1100	2029	2569
其他应收款	1162	1656	2032	2438
预付账款	335	410	517	606
存货	488	788	868	1063
其他流动资产	2560	3121	3228	3839
	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>				
长期投资	3251	3072	2916	2952
固定资产	24	0	0	0
无形资产	1923	2237	2320	2580
其他非流动资产	188	185	181	177
<b>资产总计</b>	1115	650	416	195
<b>流动负债</b>	8882	10148	11590	13467
短期借款	4657	5356	5567	5874
应付账款	2369	2489	2415	2423
其他流动负债	606	1694	2032	2416
<b>非流动负债</b>	1681	1173	1120	1035
长期借款	100	100	100	100
其他非流动负债	100	100	100	100
<b>负债合计</b>	0	0	0	0
<b>少数股东权益</b>	4757	5456	5667	5974
股本	0	0	0	0
资本公积	1005	1005	1005	1005
留存收益	1069	1069	1069	1069
<b>归属母公司股东权益</b>	2052	2618	3849	5419
<b>负债和股东权益</b>	4126	4692	5923	7493
	8882	10148	11590	13467

### 现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>				
净利润	977	1949	2131	1873
折旧摊销	1206	1410	1734	2073
财务费用	314	345	369	380
投资损失	207	110	92	58
营运资金变动	685	719	168	108
其他经营现金流	-39	244	45	47
<b>投资活动现金流</b>	-438	-614	-435	-629
资本支出	496	400	200	400
长期投资	0	-22	0	0
其他投资现金流	58	-236	-235	-229
<b>筹资活动现金流</b>	-525	-1323	-767	-703
短期借款	438	207	119	-73
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	122	0	0	0
其他筹资现金流	-440	-1442	-694	-711
<b>现金净增加额</b>	13	12	929	540

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

### 利润表

会计年度	2011	2012	2013	2014
<b>营业收入</b>	9945	11993	14511	17413
营业成本	5552	6776	8126	9664
营业税金及附加	55	84	88	110
营业费用	2305	2849	3457	4266
管理费用	341	408	499	601
财务费用	207	110	92	58
资产减值损失	31	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-8	-8	0	0
<b>营业利润</b>	1446	1738	2229	2694
营业外收入	159	165	100	100
营业外支出	29	30	30	30
<b>利润总额</b>	1576	1873	2299	2764
所得税	370	463	566	691
<b>净利润</b>	1206	1410	1734	2073
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	1206	1410	1734	2073
EBITDA	1966	2192	2690	3132
EPS (元)	1.20	1.40	1.72	2.06

### 主要财务比率

会计年度	2011	2012	2013	2014
<b>成长能力</b>				
营业收入	32.6%	20.6%	21.0%	20.0%
营业利润	50.1%	20.2%	28.3%	20.8%
归属于母公司净利润	59.1%	16.9%	22.9%	19.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	44.2%	43.5%	44.0%	44.5%
净利率	12.1%	11.8%	11.9%	11.9%
ROE	29.2%	30.1%	29.3%	27.7%
ROIC	20.1%	21.1%	26.5%	28.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	53.5%	53.8%	48.9%	44.4%
净负债比率	51.91	47.45%	44.39	42.23%
流动比率	1.21	1.32	1.56	1.79
速动比率	0.65	0.73	0.97	1.13
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.14	1.26	1.34	1.39
应收账款周转率	9	9	8	8
应付账款周转率	6.00	5.89	4.36	4.35
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.20	1.40	1.72	2.06
每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	1.94	2.12	1.86
每股净资产(最新摊薄)	4.11	4.67	5.89	7.46
<b>估值比率</b>				
P/E	15.91	13.61	11.07	9.26
P/B	4.65	4.09	3.24	2.56
EV/EBITDA	11	10	8	7

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来6~12个月内股价升幅30%以上

推荐：预期未来6~12个月内股价升幅10%~30%

中性：预期未来6~12个月内股价变动在±10%以内

回避：预期未来6~12个月内股价跌幅10%以上

### 行业评级

看好：预期未来6~12个月内行业指数表现优于市场指数5%以上

中性：预期未来6~12个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡：预期未来6~12个月内行业指数表现弱于市场指数5%以上

## 研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院MBA。

石颖，中投证券研究所纺织服装行业研究员，清华大学经济管理学院会计学学士、金融学硕士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路6003号荣超商务中心A座19楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街18号丰融国际大厦15层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路580号南证大厦16楼  
邮编：200041  
传真：(021) 62171434