

存货和现金流情况明显好转

美邦服饰 (002269.SZ)

谨慎推荐

投资要点:

1. 事件

美邦服饰发布 2012 年中报。

2. 我们的分析与判断

- **延续 Q1 趋势, Q2 收入、净利润继续下滑。** H1 营业收入约 46 亿元, 同比增长 21.2%; 净利润 4.32 亿元, 同比增长 14.8%。其中 Q2 营业收入 19.6 亿元, 同比增长 14%, 净利润 1.95 亿元, 同比增长 12.4%, Q2 增速略低于市场预期。预计 1-9 月, 归属于上市公司股东的净利润增速为 0-20%。
- **直营、加盟增速较为同步, 上半年开店符合预期。** 今年上半年受宏观经济低迷的影响很多品牌公司缩小开店计划, 美邦服饰开店节奏仍然未减。报告期内公司新增店铺 346 家, 面积 4.7 万平方米, 其中直营新增店铺 192 家, 加盟新增店铺 154 家。H1 直营店收入 23.2 亿, 同比增 22.2%; 加盟店收入 22.4 亿, 同比增 19.8%。
- **经营质量显著改善, 存销结构趋向均衡, 经营性现金流持续改观。** 期末库存下降至 17.5 亿元, 存货较年初的下降 32%。公司从 2010 年年报开始存货压力加大, 2011 年以来公司就通过开设折扣店、存货订货会等措施积极消化库存货品, 目前来看取得良好的效果。存货的下降, 应收账款的回笼 (加盟商归还授信使应收账款比年初下降 42%) 使得经营性净现金流由去年同期的 -5.5 亿元上升至 17 亿元。
- **费用控制得力, 毛利下降是净利润增速低于收入增速的主要原因。** 美邦服饰在 2010 年上半年由于费用支出过大使得 2010H1 出现收入增速在 40%, 净利润却下降 83%。之后, 公司一直很重视费用控制问题, 在今年上半年销售费用率和管理费用率控制初见成效, 略微下降。毛利率为 46%, 去年同期为 47%, 下降 1 个百分点。
- **区域销售增减不一。** 东区 45.3 亿, 同比增 8.8%; 西区 4.4 亿, 同比降 5.9%; 南区 6.9 亿, 同比增 38.2%; 北区 5.0 亿, 同比增 8.44%。

3. 投资建议

2012 年, 对内面对电子商务的压力, 对外面对国际大牌的下沉休闲服行业进入调整期。美邦服饰经过一年多的去库存初见成效, 现金流和负债情况均出现好转。我们预计 2012-2014 年 EPS 为 1.37、1.63、1.97, 对应 PE 为 13.9、11.7、9.7, 维持“谨慎推荐”评级。

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

执业证书编号: S0130111081688

(lijiajia@chinastock.com.cn)

花小伟: (8610) 8357 4523

(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据

时间 2012.08.28

A 股收盘价 (元)	19.10
A 股一年内最高价 (元) *	54.05
A 股一年内最低价 (元) *	21.75
上证指数	2073
市净率	5.44
总股本 (万股)	10,0500
实际流通 A 股 (万股)	10,0500
限售的流通 A 股 (万股)	10,0500
流通 A 股市值 (亿元)	191.96

注: *价格未复权

相关研究

《美邦服饰: Q3 收入净利高基数下稳定增长, 库存开始消化》 2011.10.27

《美邦服饰: 毛利率提升、销售费用控制有效, 上半年业绩大幅增长》 2011.08.22

《美邦服饰: 业绩符合预期, 龙头恢复高增长》 2011.04.26

表 1: 美邦服饰 (002269.sz) 分季度业绩情况

	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2
营业总收入	230,981	264,873	207,500	172,027	299,777	315,202	263,888	196,147
同比	83.70%	23.90%	46.26%	53.16%	29.78%	19.00%	27.17%	14.02%
营业成本	123,845	140,096	112,349	88,807	170,808	183,262	150,690	97,740
同比	65.25%	21.57%	27.70%	54.36%	37.92%	30.81%	34.13%	10.06%
销售费用	49,688	61,678	55,259	52,803	55,775	66,675	66,632	64,672
同比	39.20%	17.99%	25.92%	21.05%	12.25%	8.10%	20.58%	22.48%
管理费用	11,178	10,544	7,230	6,460	7,691	12,710	7,746	6,307
同比	99.01%	25.67%	81.05%	-4.38%	-31.20%	20.54%	7.13%	-2.36%
财务费用	2,518	3,549	4,401	5,484	5,571	5,205	5,329	4,416
资产减值损失	0	788	0	0	116	2,993	0	0
营业利润	42,335	47,696	27,514	17,741	58,004	41,300	31,303	21,460
同比	481.71%	40.08%	597.10%	669.28%	37.01%	-13.41%	13.77%	20.96%
加: 营业外收入	2,523	5,706	614	4,638	514	10,149	1,023	5,861
减: 营业外支出	1,617	1,100	433	185	2,019	231	266	166
利润总额	43,242	52,301	27,695	22,194	56,499	51,218	32,060	27,155
同比	398.16%	46.60%	646.25%	437.71%	30.66%	-2.07%	15.76%	22.35%
减: 所得税	15,214	8,577	7,397	4,856	19,581	5,172	8,331	7,664
净利润	28,027	43,724	20,298	17,338	36,918	46,047	23,728	19,491
同比	309.93%	43.34%	1222.70%	593.80%	31.72%	5.31%	16.90%	12.42%
母公司所有者净利润	28,027	43,724	20,298	17,338	36,918	46,047	23,728	19,491
同比	309.93%	43.34%	1222.70%	593.80%	31.72%	5.31%	16.90%	12.42%
完全摊薄 EPS	0.28	0.44	0.20	0.17	0.37	0.46	0.24	0.19
盈利能力								
毛利率	46.38%	47.11%	45.86%	48.38%	43.02%	41.86%	42.90%	50.17%
营业利润率	18.33%	18.01%	13.26%	10.31%	19.35%	13.10%	11.86%	10.94%
销售净利润率	12.13%	16.51%	9.78%	10.08%	12.32%	14.61%	8.99%	9.94%
所得税率	35.18%	16.40%	26.71%	21.88%	34.66%	10.10%	25.99%	28.22%
费用控制能力								
管理费用率	4.84%	3.98%	3.48%	3.76%	2.57%	4.03%	2.94%	3.22%
销售费用率	21.51%	23.29%	26.63%	30.69%	18.61%	21.15%	25.25%	32.97%

资料来源: 中国银河证券研究部

表 2: 美邦服饰 (002269.sz) 分季度业绩情况

	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2
存货	17.95	25.48	31.63	28.90	29.82	25.60	23.17	17.53
成本	12.38	14.01	11.23	8.88	17.08	18.33	15.07	9.77
存货/成本	1.45	1.82	2.81	3.25	1.75	1.40	1.54	1.79
应收账款	8.90	9.33	5.30	5.91	13.39	11.62	13.00	6.69
应收款/收入	0.39	0.35	0.26	0.34	0.45	0.37	0.49	0.34
预收账款	0.26	0.28	0.64	0.71	0.74	0.27	0.30	0.29
应付账款	12.39	12.44	11.63	3.84	10.03	6.06	9.52	3.20
预付账款	9.41	7.10	7.37	6.98	5.00	4.88	4.38	5.18
经营性净现金流	(6.00)	(4.62)	(0.07)	(5.48)	8.25	7.07	9.86	7.34
净利润	2.80	4.37	2.03	1.73	3.69	4.60	2.37	1.95
经营性净现金流/净利润	(2.14)	(1.06)	(0.04)	(3.16)	2.23	1.54	4.16	3.77

资料来源: 中国银河证券研究部

表 3: 美邦服饰 (002269.sz) 财务报表预测 (百万元、百分比)

资产负债表						利润表					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1,107	1,088	1,303	1,572	1,875	营业收入	7,500	9,945	11,917	14,378	17,144
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	4,095	5,552	6,455	7,781	9,243
应收账款	933	1,162	1,392	1,680	2,003	营业税金附加	34	55	66	80	95
预付款项	710	488	1,351	1,628	1,934	销售费用	1,989	2,305	3,098	3,738	4,457
其他应收款	327	335	401	484	577	管理费用	325	341	381	460	549
存货	2,548	2,560	2,976	3,587	4,261	财务费用	88	207	161	221	259
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	8	31	34	48	63
长期股权投资	0	24	24	24	24	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	1,727	1,923	2,119	2,951	3,914	投资收益	0	-8	0	0	0
在建工程	325	154	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	963	1,446	1,722	2,050	2,478
无形资产	128	188	244	285	311	营业外收支净额	71	130	113	136	162
长期待摊费用	332	284	324	330	276	税前利润	1,034	1,576	1,835	2,186	2,640
资产总计	8,587	8,882	10,811	13,219	15,853	减: 所得税	276	370	459	547	660
短期借款	2,576	2,369	3,842	4,699	5,343	净利润	758	1,206	1,376	1,640	1,980
应付票据	41	16	18	22	26	归属母公司净利润	758	1,206	1,376	1,640	1,980
应付账款	1,244	606	695	838	996	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	28	27	58	70	84	基本每股收益	0.75	1.20	1.37	1.63	1.97
应付职工薪酬	115	124	144	174	207	稀释每股收益	0.75	1.20	1.37	1.63	1.97
应交税费	122	230	230	230	230	财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
其他应付款	317	245	245	245	245	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	43.8%	32.6%	19.8%	20.6%	19.2%
长期借款	100	100	100	100	100	EBIT 增长率	68.6%	59.8%	13.3%	21.0%	20.7%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	25.4%	59.1%	14.1%	19.2%	20.8%
负债合计	5,256	4,757	5,447	6,379	7,231	盈利性					
股东权益合计	3,331	4,126	5,364	6,840	8,622	销售毛利率	45.4%	44.2%	45.8%	45.9%	46.1%
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	销售净利率	10.1%	12.1%	11.5%	11.4%	11.6%
净利润	758	1,206	1,376	1,640	1,980	ROE	21.3%	27.7%	25.1%	23.4%	22.4%
折旧与摊销	0	309	121	226	370	ROIC	21.1%	24.7%	21.5%	19.4%	19.0%
经营活动现金流	-1,054	885	224	1,016	1,421	估值倍数					
投资活动现金流	-851	-352	-983	-1,105	-1,305	PE	25.3	15.9	13.9	11.7	9.7
融资活动现金流	1,744	-552	975	358	187	P/S	2.6	1.9	1.6	1.3	1.1
现金净变动	-161	-19	216	269	302	P/B	5.7	4.6	3.6	2.8	2.2
期初现金余额	1,315	1,107	1,088	1,303	1,572	股息收益率	0.0%	0.7%	0.7%	0.9%	1.0%
期末现金余额	1,154	1,088	1,303	1,572	1,875	EV/EBITDA	36.3	19.0	19.3	15.7	12.7

资料来源: 中国银河证券研究部

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。本报告清晰准确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)、希努尔(002485.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

机构请致电：

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

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

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

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

公司网址：www.chinastock.com.cn