

评级: 强烈推荐(上调)

纺织服装

公司半年报点评

证券研究报告

分析师 吕丽华 S1080510120003

电话: 0755-82485024

邮件: lvlihua@fcsc.cn

美邦服饰(002269): 财务指标有所改善**事件:**

公司披露 2012 年半年报称, 报告期内, 实现营业收入 46 亿元, 同比增长 21.21%; 营业利润 5.28 亿元, 同比增长 16.59%; 归属于上市公司股东的净利润 4.32 亿元, 同比增长 14.83%; 每股收益 0.43 元。扣除非经常性损益, 则实现归属于上市公司股东的净利润 3.84 亿元, 同比增长 12.45%; 每股收益 0.38 元。

同时, 公司预告 2012 年前三季度业绩, 预计归属于上市公司股东的净利润变动幅度 0~20%, 变动区间 7.45 亿元~8.94 亿元。

点评:

- **展店速度不减:** 报告期内, 新增店铺 346 家, 面积 4.7 万平方, 其中直营新增店铺 192 家, 加盟新增店铺 154 家。
- **品类及渠道均获得平稳增长:** 分产品看, 上装、下装及其他分别实现 23.4 亿元、11.94 亿元、10.26 亿元, 增长率分别为 17.54%、32.64%、16.91%, 占主营收入比分别为 50.88%、25.96%、22.31%。分渠道看, 直营实现营业收入 23.17 亿元, 同比增长 22.15%; 加盟实现营业收入 22.44 亿元, 同比增长 19.84%;
- **毛利率同比下降 1 个百分点:** 主要原因是成本上升幅度超过收入增幅, 导致综合毛利率下降至 46%。其中, 上装、下装的毛利率分别下降 1.35%、1.08%, 仅其他类产品的毛利率获得仅 0.5% 的提升。
- **期间费用率下降 0.96 个百分点:** 报告期内, 销售费用率基本于去年同期持平达 28.54%、管理费用率下降 0.56 个百分点至 3.05%、财务费用率下降 0.48 至 2.12%。
- **投资收益较去年同期下降 882%:** 主要是报告期内根据联营企业长安基金管理有限公司 2012 年上半年的经营状况确认投资收益。长安基金管理有限公司成立于 2011 年 9 月, 由于运营期间较短尚无具体基金产品推出, 目前仍处于筹备开发产品阶段, 2012 年 1~6 月长安基金亏损 1185 万元, 其中归属于公司的投资收益为-391 万元。
- **存货较年初下降 31.52%:** 2011 年以来公司存货规模与结构呈现逐季下降和优化的趋势, 存货结构趋向均衡, 截至期末库存已经下降至 17.53 亿元, 相比年初降幅 31.52%, 较一季度末下降 24.35%, 主要是公司继续采取积极策略消化库存货品, 依托终端服务管理能力水平的提升, 营销策略执行积极有效; 同时继续适度控制生产采购规模, 从而降低了存货水平。
- **应收账款较年初下降 42.43%:** 截止报告期末, 应收账款净额 6.69 亿元, 较年初下降的主要原因是公司信用政策贯彻较好, 前期给予信用期限延长的加盟商在本期陆续归还了贷款。
- **经营性净现金流大幅增长 22.7 亿元:** 经营性净现金流改观显著, 由去年同期的-5.5 亿元上升



至本期的 17.2 亿元,经营性净现金流与营业收入比由去年同期的-14.62 上升至本期的 37.39。

- **上调“强烈推荐”投资评级:** 预测 2012~2014 年 EPS 分别为 1.43 元、1.8 元、2.21 元,当前股价对应下的 2012 年 PE 为 13.3 倍,上调评级至“强烈推荐”。
- **风险提示:** 消费持续放缓或停滞、市场竞争不断加剧。



资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	5632	7040	8625	10505
现金	1088	1351	1663	2025
应收账款	1162	1443	1776	2164
其他应收款	335	416	512	623
预付账款	488	613	748	911
存货	2560	3218	3926	4782
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	3251	2939	2625	2308
长期投资	24	24	24	24
固定资产	1923	1896	1827	1738
无形资产	188	235	282	329
其他非流动资产	1115	784	491	218
资产总计	8882	9979	11249	12813
流动负债	4657	5159	5625	6239
短期借款	2369	3744	4030	4427
应付账款	606	762	930	1133
其他流动负债	1681	653	665	680
非流动负债	100	100	100	100
长期借款	100	100	100	100
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	4757	5259	5725	6339
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	2646	3450	4400
归属母公司股东权益	4126	4720	5524	6474
负债和股东权益	8882	9979	11249	12813

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	977	1228	1534	1747
净利润	1206	1438	1811	2217
折旧摊销	314	324	327	329
财务费用	207	182	230	246
投资损失	8	8	4	2
营运资金变动	-719	-737	-852	-1062
其他经营现金流	-39	12	13	16
投资活动现金流	-438	-275	-271	-269
资本支出	496	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	58	-275	-271	-269
筹资活动现金流	-525	-690	-951	-1116
短期借款	-207	1375	286	397
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	-2064	-1237	-1513
现金净增加额	13	263	312	363

资料来源: 天软估值模型、第一创业证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	9945	12352	15205	18520
营业成本	5552	6979	8515	10371
营业税金及附加	55	80	99	120
营业费用	2305	2927	3604	4389
管理费用	341	395	487	593
财务费用	207	182	230	246
资产减值损失	31	30	30	30
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-8	-8	-4	-2
营业利润	1446	1750	2237	2769
营业外收入	159	160	160	160
营业外支出	29	30	30	30
利润总额	1576	1880	2367	2899
所得税	370	442	556	681
净利润	1206	1438	1811	2217
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1206	1438	1811	2217
EBITDA	1966	2256	2794	3343
EPS (元)	1.20	1.43	1.80	2.21

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	32.6%	24.2%	23.1%	21.8%
营业利润	50.1%	21.1%	27.8%	23.8%
归属于母公司净利润	59.1%	19.3%	25.9%	22.5%
获利能力				
毛利率(%)	44.2%	43.5%	44.0%	44.0%
净利率(%)	12.1%	11.6%	11.9%	12.0%
ROE(%)	29.2%	30.5%	32.8%	34.3%
ROIC(%)	20.1%	22.0%	26.1%	29.0%
偿债能力				
资产负债率(%)	53.5%	52.7%	50.9%	49.5%
净负债比率(%)	51.91%	73.09%	72.14%	71.41%
流动比率	1.21	1.36	1.53	1.68
速动比率	0.65	0.73	0.82	0.90
营运能力				
总资产周转率	1.14	1.31	1.43	1.54
应收账款周转率	9	9	9	9
应付账款周转率	6.00	10.20	10.06	10.06
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.20	1.43	1.80	2.21
每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	1.22	1.53	1.74
每股净资产(最新摊薄)	4.11	4.70	5.50	6.44
估值比率				
P/E	15.87	13.31	10.57	8.63
P/B	4.64	4.06	3.47	2.96
EV/EBITDA	11	9	8	6

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135