



买入

22% ↑

目标价格: 人民币 23.29

原目标价: 人民币 27.40

002269.CH

价格: 人民币 19.05

目标价格基础: 17 倍 2012 年市盈率

板块评级: 增持

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(22)	(6)	(13)	-
相对新华富时 A50 指数	(18)	(1)	(0)	-

发行股数(百万)	1,005
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	22,221
3 个月日均交易额(人民币 百万)	28
净负债比率(%) (2012E)	45
主要股东(%)	
上海华服投资	81

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 8 月 28 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 纺织品及服装

刘都

(8621) 2032 8510

du.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

*陈作佳为本报告重要贡献者

美邦服饰

外延扩张放缓、存货情况改善

2012 年上半年, 公司实现营业收入 46 亿元, 同比增长 21.2%; 实现息税前利润 6.3 亿元, 同比增长 14.2%; 实现归属上市公司股东净利润 4.3 亿元, 同比增长 14.7%, 合每股收益 0.43 元, 公司业绩符合我们预期。我们维持公司 12、13、14 年每股 1.37 元、1.82 元和 2.49 元的盈利预测, 但由于行业估值中枢下移, 基于 17 倍 2012 年市盈率, 我们下调公司目标价至 23.29 元, 仍维持买入评级。

支撑评级的要点

- 随着终端运营成本的持续上升, 公司渠道策略逐步向小店、精品店转型, 上半年门店和经营面积分别较 11 年底增长 7% 和 5%, 外延扩张速度趋缓。
- 存货问题上半年获得显著好转, 截至 6 月底, 公司存货余额较 11 年底下降 8.1 亿元至 17.5 亿元, 同时 12 年以后存货占比达 50% 以上, 公司去库存成果开始显现。

评级面临的主要风险

- 公司 12 年存货处置量和处置折扣超出预期。
- 终端需求持续下滑, 导致公司同店增速低于预期。

估值

- 美邦服饰是国内青春休闲服行业领先企业, 经过多年探索, 公司已在直营管理和多品牌运营方面积累强于同业的经验。随着终端去库存的进行, 困扰公司已久的存货问题得以好转。然而, 大众休闲行业竞争的加剧以及公司外延扩张的减缓使我们仍对公司保持相对谨慎的态度。
- 我们维持 2012、13、14 年每股 1.37 元、1.82 元和 2.49 元的盈利预测。但由于行业估值中枢下移, 我们基于 17 倍 2012 年市盈率, 将公司目标价由 27.40 元下调至 23.29 元, 仍维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	7,500	9,945	12,710	15,450	18,043
变动(%)	44	33	28	22	17
净利润(人民币 百万)	758	1,206	1,377	1,832	2,498
全面摊薄每股收益(人民币)	0.754	1.200	1.370	1.823	2.486
变动(%)	25.4	59.1	14.2	33.0	36.4
市场预期每股收益(人民币)		1.105	1.484	1.881	
核心每股收益(人民币)	0.760	1.224	1.370	1.823	2.486
变动(%)	23.7	61.0	12.0	33.0	36.4
全面摊薄市盈率(倍)	25.3	15.9	13.9	10.5	7.7
核心市盈率(倍)	25.1	15.6	13.9	10.5	7.7
每股现金流量(人民币)	(1.05)	1.24	2.18	2.46	2.34
价格/每股现金流量(倍)	(18.2)	15.4	8.7	7.7	8.1
企业价值/息税前利润(倍)	14.5	10.6	9.3	7.1	5.4
每股股息(人民币)	0.516	0.836	0.685	0.911	1.243
股息率(%)	2.7	4.4	3.6	4.8	6.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

业绩符合预期

2012 年上半年，公司实现营业收入 46 亿元，同比增长 21.2%；实现息税前利润 6.3 亿元，同比增长 14.2%；实现归属上市公司股东净利润 4.3 亿元，同比增长 14.7%，合每股收益 0.43 元，公司业绩符合我们预期。

其中公司收入增速大幅高于利润，主要原因是：1) 上半年集中处置过季存货导致毛利率同比下滑 1.0 个百分点至 46.0%；2) 上半年公司采购金额下降导致增值税额大幅增长，进而使得与之相关的营业税金及附加计提大幅增加。

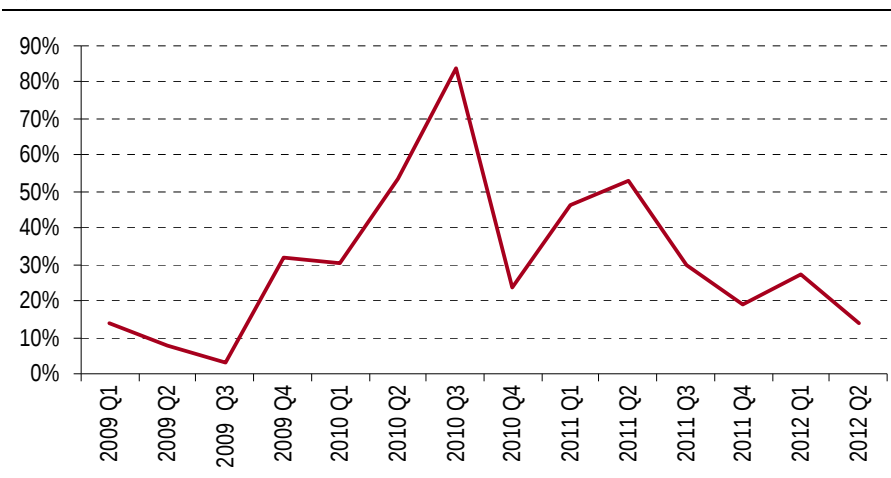
分季度看，受终端消费低迷的影响，公司 2 季度收入增速延续了自上年 3 季度以来的逐季下行的趋势，同比增长 14.0%，增速创下自 08、09 年经济金融危机来的新低。

图表 1. 美邦服饰 2012 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	11 年 上半年	12 年 上半年	同比变动 (%)	11 年 2 季度	12 年 2 季度	同比变动 (%)
营业收入	3,795	4,600	21.2	1,720	1,961	14.0
营业成本	2,012	2,484	23.5	888	977	10.1
毛利润	1,784	2,116	18.6	832	984	18.2
营业税及附加	15	33	119.1	8	14	80.4
销售费用	1,081	1,313	21.5	528	647	22.5
管理费用	137	141	2.7	65	63	(2.4)
息税前利润	551	629	14.2	232	260	12.3
财务费用	99	97	(1.4)	55	44	(19.5)
资产减值	0	1		0	1	
营业外收入	53	69	31.1	46	59	26.4
营业外支出	6	4	(30.1)	2	2	(10.3)
投资净损益	1	(4)	(882.1)	1	(1)	(382.6)
利润总额	499	592	18.6	222	271	22.1
所得税	123	160	30.5	49	77	57.8
净利润	376	432	14.7	173	194	12.1
少数股东权益	0	0		0	0	
归属上市公司股东净利润	376	432	14.7	173	194	12.1

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 2. 收入增速逐季下滑的趋势仍在延续



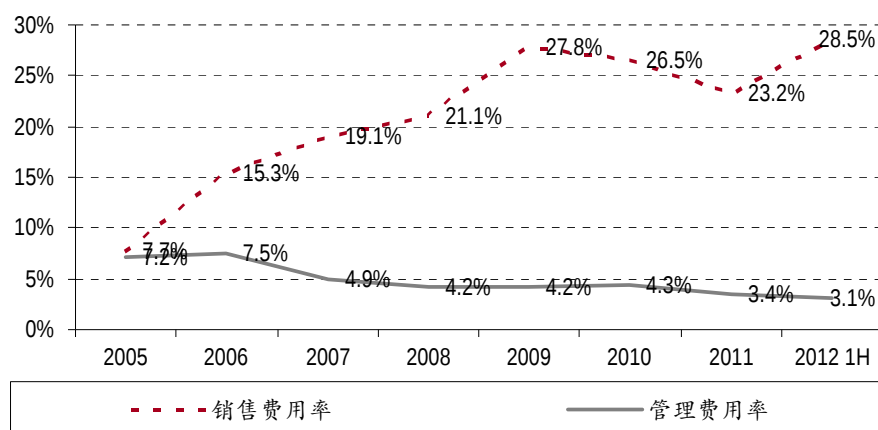
资料来源：公司数据、中银国际研究

费用率控制良好

在人工租金成本上涨，收入增速减缓的背景下，公司期间费用率维持较低水平。2012年上半年公司销售费用率为28.5%，较上年同比持平；管理费用率同比下滑0.5个百分点至3.1%。

我们认为裁员和费用管控加强应是公司在弱市中维持较低费用率的主要原因。12年上半年，公司员工数为2,272人，较11年底减少308人，但同时支付予员工现金仍同比上升26.4%至5.44亿元。我们估计其中包含部分一次性支出，因而随着员工基数的下降，期间费用率较低的趋势在下半年仍有望延续。

图表 3.12 年上半年公司期间费用控制良好



资料来源：公司数据、中银国际研究

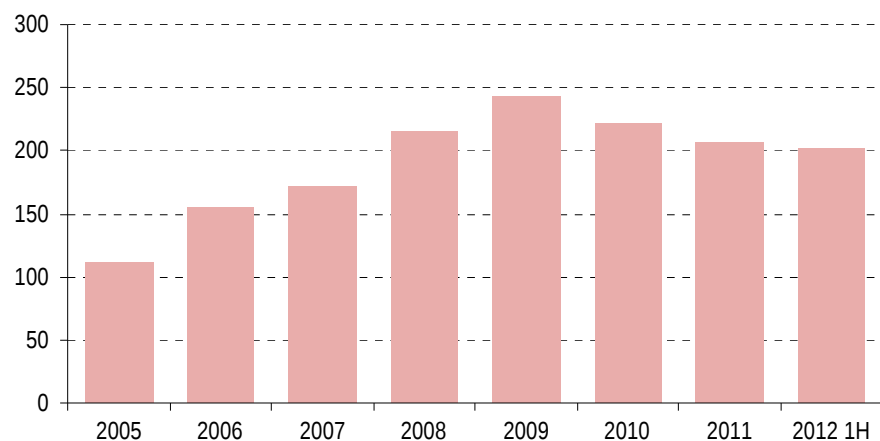
渠道扩张放缓，大店向精品店转型

公司上市以来始终坚持直营大店的渠道策略，但随着各品牌对商铺资源竞争的日趋加剧和租金成本的大幅攀升，公司直营大店的盈利能力受到挑战。在大店扩张承压的背景下，公司转而通过依赖单品牌精品小店实现次级商圈的渗透。

上半年公司净增直营门店192家、净增加盟门店154家，净增面积4.7万㎡，门店数和营业面积分别较11年底增长约7%和5%，即使考虑下半年开店较多，公司外延扩张的速度仍显著低于往年。

就店均面积而言，我们估计公司上半年门店面积约200平米，较11年底又有进一步下跌。随着公司单品牌小店占比的增加，我们估计公司营业面积增速低于门店的状态仍有望延续。

图表 4.公司单店面积自 09 年以来持续下滑



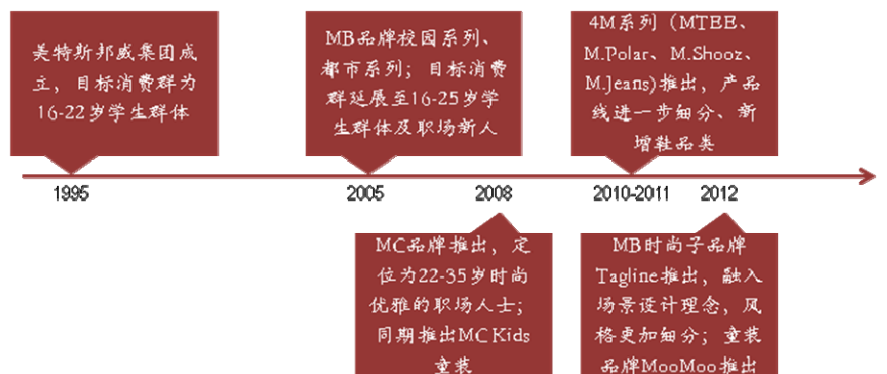
资料来源：公司数据、中银国际研究

MC 品牌仍存不确定性

随着居民收入水平的提高，城市消费者生活场景的日益丰富带来了更为多元化的着装需求。公司采用双品牌、多系列运营模式，通过独立事业部运营 Meters/bonwe 和 ME&CITY 两大品牌。随着 11 年底 Tagline 和 MooMoo 品牌的推出，以及 12 年对 MC 品牌的重新定位，公司的多品牌矩阵已日臻完善，产品细分和定位亦更加清晰。重新打造后，MB 品牌总体定位 16-25 岁校园风格；新都市系列 Tagline 将取代原有 MC 品牌覆盖高时尚度的 25-30 岁客群；而重新梳理过的新 MC 品牌将主打 30-40 岁商务休闲市场，并将在原有存货处置完成后全面投入市场。

我们总体上认可公司在多品牌方面的努力，但 MC 品牌在定位上的大幅漂移以及公司在商务休闲装领域经验的相对不足仍使我们感到担忧。参照 Hugo Boss 和 Ralph Lauren 的多品牌延伸经验，新品牌的诞生往往需要长达 3-5 年的培育期，而对既有品牌而言，品牌改造所带来的定位模糊期又将进一步延后品牌的盈利。因此，相比于盈利点的培育，我们更倾向于将 MC 品牌的调整视为公司对新领域的主动尝试。

图表 5.公司多品牌策略发展历程



资料来源：公司数据、中银国际研究

存货情况改善

经历了长达 1 年的存货去化后，公司存货余额和结构于 12 年上半年迎来数量和结构性好转。截至 6 月底，公司账面存货余额为 17.5 亿元，较 11 年同期降低 8.1 亿元，其中 12 年以后新货占比超过 50%，较年初 10% 左右的水平有大幅提升。

盈利预测与估值

美邦服饰是国内青春休闲服行业领先企业，经过多年探索，公司已在直营管理和多品牌运营方面积累强于同业的经验。随着终端去库存的进行，困扰公司已久的存货问题得以好转。

然而，大众休闲行业竞争的加剧以及公司外延扩张的减缓使我们仍对公司保持相对谨慎的态度。

我们维持 2012、13、14 年每股 1.37 元、1.82 元和 2.49 元的盈利预测。但由于行业估值中枢下移，我们基于 17 倍 2012 年市盈率，将公司目标价由 27.40 元下调至 23.29 元，仍维持**买入**评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	7,500	9,945	12,710	15,450	18,043
销售成本	(4,095)	(5,552)	(7,191)	(8,642)	(9,665)
经营费用	(1,968)	(2,449)	(3,237)	(3,958)	(4,770)
息税折旧前利润	1,438	1,944	2,282	2,851	3,608
折旧及摊销	(380)	(252)	(277)	(295)	(197)
经营利润(息税前利润)	1,059	1,692	2,005	2,556	3,410
净利息收入/(费用)	(88)	(207)	(169)	(114)	(79)
其他收益/(损失)	63	91	0	0	0
税前利润	1,034	1,576	1,836	2,442	3,331
所得税	(276)	(370)	(459)	(611)	(833)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	758	1,206	1,377	1,832	2,498
核心净利润	764	1,230	1,377	1,832	2,498
每股收益(人民币)	0.754	1.200	1.370	1.823	2.486
核心每股收益(人民币)	0.760	1.224	1.370	1.823	2.486
每股股息(人民币)	0.516	0.836	0.685	0.911	1.243
收入增长(%)	44	33	28	22	17
息税前利润增长(%)	69	60	19	27	33
息税折旧前利润增长(%)	75	35	17	25	27
每股收益增长(%)	25	59	14	33	36
核心每股收益增长(%)	24	61	12	33	36

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	1,034	1,576	1,836	2,442	3,331
折旧与摊销	380	252	277	295	197
净利息费用	88	207	169	114	79
运营资本变动	(2,150)	(672)	261	386	(287)
税金	(426)	(520)	(185)	(648)	(887)
其他经营现金流	22	403	(169)	(114)	(79)
经营活动产生的现金流	(1,054)	1,245	2,189	2,476	2,355
购买固定资产净值	(820)	(914)	(614)	(500)	(400)
投资减少/增加	1	0	0	0	0
其他投资现金流	(33)	0	(1,664)	0	0
投资活动产生的现金流	(851)	(914)	(2,278)	(500)	(400)
净增权益	0	122	0	0	0
净增债务	2,218	(407)	323	(924)	(576)
支付股息	(518)	(840)	(689)	(916)	(1,249)
其他融资现金流	44	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	1,744	(1,126)	(366)	(1,840)	(1,826)
现金变动	(161)	(795)	(455)	136	129
期初现金	1,268	1,882	1,088	633	769
公司自由现金流	(1,905)	331	(89)	1,976	1,955
权益自由现金流	313	(76)	234	1,052	1,378

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	1,107	1,088	633	769	898
应收帐款	933	1,162	1,397	1,625	1,856
库存	2,548	2,560	2,313	1,829	2,047
其他流动资产	1,037	822	1,629	1,964	2,225
流动资产总计	5,625	5,632	5,972	6,188	7,026
固定资产	2,052	2,077	3,285	3,607	3,816
无形资产	128	188	120	115	111
其他长期资产	781	986	677	676	793
长期资产总计	2,962	3,251	4,081	4,398	4,721
总资产	8,587	8,882	10,053	10,586	11,747
应付帐款	1,244	606	1,217	1,463	1,636
短期债务	2,776	2,369	2,692	1,768	1,192
其他流动负债	1,135	1,681	1,229	1,525	1,839
流动负债总计	5,156	4,657	5,138	4,756	4,667
长期借款	100	100	100	100	100
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	1,005	1,005	1,005	1,005	1,005
储备	2,326	3,121	3,810	4,725	5,975
股东权益	3,331	4,126	4,815	5,730	6,980
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	8,587	8,882	10,053	10,586	11,747
每股帐面价值(人民币)	3.31	4.11	4.79	5.70	6.94
每股有形资产(人民币)	1.59	1.96	2.34	2.79	3.42
每股净负债/(现金)(人民币)	1.76	1.37	2.15	1.09	0.39

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.2	19.5	18.0	18.5	20.0
息税前利润率(%)	14.1	17.0	15.8	16.5	18.9
税前利润率(%)	13.8	15.8	14.4	15.8	18.5
净利率(%)	10.1	12.1	10.8	11.9	13.8
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.2	1.2	1.3	1.5
利息覆盖率(倍)	12.0	8.2	11.9	22.5	43.2
净权益负债率(%)	53.1	33.5	44.9	19.2	5.6
速动比率(倍)	0.6	0.7	0.7	0.9	1.1
估值					
市盈率(倍)	25.3	15.9	13.9	10.5	7.7
核心业务市盈率(倍)	25.1	15.6	13.9	10.5	7.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	36.1	22.4	20.0	15.0	11.0
盈率(倍)					
市净率(倍)	5.7	4.6	4.0	3.3	2.7
价格/现金流(倍)	(18.2)	15.4	8.7	7.7	8.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.5	10.6	9.3	7.1	5.4
周转率					
存货周转天数	153.8	167.9	123.7	87.5	73.2
应收帐款周转天数	34.3	38.4	36.7	35.7	35.2
应付帐款周转天数	42.6	34.0	26.2	31.7	31.3
回报率					
股息支付率(%)	68.4	69.7	50.0	50.0	50.0
净资产收益率(%)	24.0	32.3	30.8	34.7	39.3
资产收益率(%)	11.1	14.8	15.9	18.6	22.9
已运用资本收益率(%)	21.5	26.4	28.2	33.6	43.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371