



持有

10% ↓

目标价格: 人民币 12.23

原目标价: 人民币 17.78

002269.CH

价格: 人民币 13.60

目标价格基础: 13倍 2013年市盈率

板块评级: 中性

美邦服饰

业绩低于预期, 模式面临转型

美邦服饰 2012 年实现营业收入 95.1 亿元同比下滑 4.4%，归属母公司净利润 8.5 亿元同比下滑 29.6%，合每股收益 0.85 元，其中公司 4 季度因减少对经销商发货导致收入同比降低 26.6%，是公司业绩低于预期的主要原因。我们预计 13 年公司仍将处于相对弱勢的调整阶段，故下调公司 13-15 年盈利预测至 0.94、1.14 和 1.33 元，基于 13 倍 2013 年市盈率下调目标价至 12.23 元，维持持有评级。

支撑评级的要点

- 受经销商存货压力较大以及运营成本上涨的影响，公司 12 年业绩大幅低于我们预期。
- 我们估计公司 1 月销售仍录得双位数下滑，在经销商压力仍大的情况下，我们预计公司 13 年秋冬订单呈现大幅反弹将是小概率事件。
- 国际品牌的冲击和租金及人工成本的上涨使公司经销商盈利能力面临较大冲击，从而导致行业现有基于订货会和加盟体系的商业模式面临挑战。

评级面临的主要风险

- 零售终端的恢复速度低于预期。
- 国际品牌加速渗透导致低线城市竞争格局加剧。

估值

- 行业竞争加剧和终端运营成本上升使我们相信时尚休闲行业正逐步进入模式转型期，零售及供应链管理将逐步取代渠道扩张成为行业竞争的核心要素。我们认为 13 年仍将是公司的调整阶段，我们下调公司 13-15 年盈利预测至 0.94、1.14 和 1.32 元，基于 13 倍 2013 年市盈率，将目标价由 17.78 元下调至 12.23 元，维持持有评级。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	-	3	13	(47)
相对新华富时 A50 指数	-	3	(8)	(48)

发行股数(百万)	1,005
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	13,668
3 个月日均交易额(人民币 百万)	37
净负债比率(%) (2013E)	20
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 2013 年 2 月 27 日收市价为标准

投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	9,945	9,510	10,258	11,479	12,670
变动(%)	33	(4)	8	12	10
净利润(人民币 百万)	1,206	850	946	1,143	1,336
全面摊薄每股收益(人民币)	1.200	0.845	0.941	1.137	1.330
变动(%)	59.1	(29.6)	11.4	20.8	17.0
市场预期每股收益(人民币)	-	1.245	1.511	1.623	-
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	1.092	1.269	1.615	1.755
调整幅度(%)	-	(22.6)	(25.8)	(29.6)	(31.9)
核心每股收益(人民币)	1.224	0.894	0.941	1.137	1.330
变动(%)	61.0	(26.9)	5.3	20.8	17.0
全面摊薄市盈率(倍)	11.3	16.1	14.4	12.0	10.2
核心市盈率(倍)	11.1	15.2	14.4	12.0	10.2
每股现金流量(人民币)	1.22	3.32	0.38	1.04	1.26
价格/每股现金流量(倍)	11.2	4.1	36.0	13.0	10.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.8	10.0	9.1	8.2	7.0
每股股息(人民币)	0.836	0.423	0.471	0.568	0.665
股息率(%)	6.1	3.1	3.5	4.2	4.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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

收入下滑持续，业绩低于预期

美邦服饰 2012 年实现营业收入 95.1 亿元同比下滑 4.4%，归属母公司净利润 8.5 亿元同比下滑 29.6%，合每股收益 0.85 元，低于我们先前 1.09 元的预期，也低于市场预期。

分季度看，考虑到经销商层面存货压力较大，公司 4 季度主动放缓了对部分经销商的发货，从而导致单季收入同比下滑 26.6%，为公司业绩低于预期的主要原因。

展望 13 年，由于 1 月零售终端仍较疲软导致渠道信心不足，我们判断公司 13 年秋冬订单仍将录得较低增速，年内出现业绩大幅反转将是小概率事件。

图表 1.美邦服饰 2012 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2011	2012	同比变动 (%)	11 年 4 季度	12 年 4 季度	同比变动 (%)
营业收入	9,945	9,510	(4.4)	3,152	2,315	(26.6)
营业成本	5,552	5,273	(5.0)	1,833	1,296	(29.3)
毛利润	4,393	4,237	(3.6)	1,319	1,019	(22.8)
营业税及附加	55	62	13.3	22	10	(52.6)
销售费用	2,305	2,772	20.3	667	809	21.4
管理费用	341	265	(22.2)	127	72	(43.2)
息税前利润	1,692	1,137	(32.8)	504	127	(74.8)
财务费用	207	168	(18.7)	52	28	(45.9)
资产减值	31	64	105.9	31	64	
营业外收入	159	228	43.1	101	85	(15.9)
营业外支出	29	18	(35.5)	2	9	295.4
投资净损益	(8)	(11)	30.3	(9)	(4)	
利润总额	1,576	1,103	(30.0)	511	107	(79.0)
所得税	370	254	(31.4)	52	9	(81.7)
净利润	1,206	850	(29.6)	460	98	(78.7)
少数股东权益	0	0		0	0	
归属上市公司股东净利润	1,206	850	(29.6)	460	98	(78.7)

资料来源：公司数据、中银国际研究

门店增速放缓，直营渠道毛利承压

公司 12 年实现直营收入 46.1 亿元，同比增长 8.5%；实现加盟收入 48.4 亿元同比下滑 14.3%。由于公司 12 年较多利用直营渠道处置过季存货，公司直营毛利率同比降低 3.7 个百分点至 46.8%，拖累总体毛利率仍维持较低水平。

渠道方面，2012 年公司净增直营门店 176 家至 1,306 家，净增加盟门店 427 家至 4,090 家，分别增长 15.6%和 11.7%，受零售不振及终端运营成本上升影响，公司渠道扩张速度较往年有所放缓。公司目前通过 5,396 家门店基本完成对全国县级城市覆盖，我们认为未来的渠道空间主要集中于对 shopping mall 渠道的开拓和 Tagline 等子系列单独开店方面，渠道的增速将相对平缓。

图表 2.美邦服饰直营及加盟收入及毛利情况

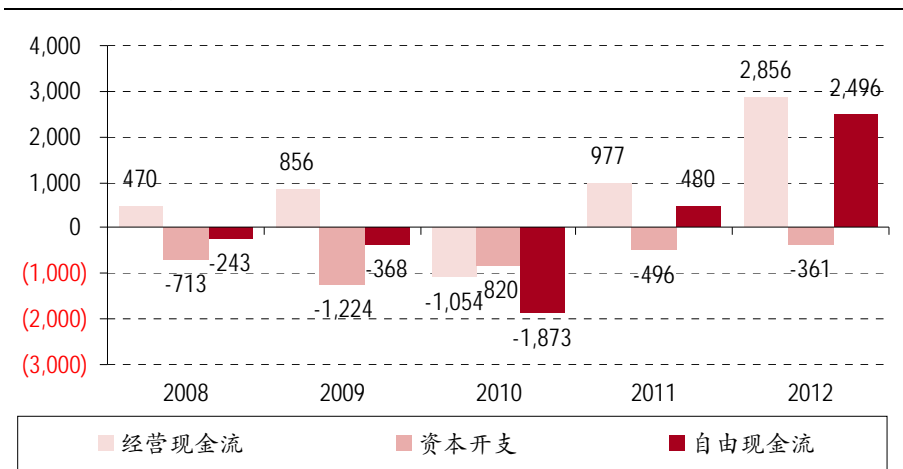
(人民币,百万)	2008	2009	2010	2011	2012
直营渠道					
直营收入	1,430.6	2,302.6	3,161.4	4,253.6	4,614.1
同比增速(%)	35.3	61.0	37.3	34.5	8.5
直营毛利率(%)	55.9	47.8	51.4	50.5	46.8
加盟渠道					
加盟收入	3,035.94	2,904.88	4,335.23	5,653.30	4,843.04
同比增速(%)	44.9	(4.3)	49.2	30.4	(14.3)
加盟毛利率(%)	40.6	41.7	41.0	39.6	42.3

资料来源：公司数据、中银国际研究

现金流大幅回升，运营资本效率逐步回归正常水平

由于推迟了13年春夏产品的发货和做货，公司现金流大幅好转，2012年公司录得经营了自由现金流为28.6亿和25.0亿元，分别较11年增长192.3%和420.0%，运营过度依赖短期融资的情况有望获得好转。

报告期内公司运营资本效率呈现提升，12年现金周转天数由114.4天降至74.1天，其中除推迟发货导致应收账款较少外，公司强化过季存货处置亦是重要原因。截至年底公司共有存货20.0亿元，较年初降低22%，其中13年春夏备货1-2亿元，12年存货约12-13亿元，总体结构呈现改善。

图表 3.2012 年公司经营及自由现金流均呈现大幅好转


资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 4.2012 年公司运营资本效率逐步回归正常水平

	2008	2009	2010	2011	2012
应收账款周转天数	33.8	33.5	45.4	42.6	17.8
存货周转天数	54.2	63.1	124.0	94.0	77.0
应付账款周转天数	(34.0)	(35.5)	(60.6)	(22.3)	(20.7)
现金周转天数	53.95	61.09	108.85	114.34	74.14

资料来源：公司数据、中银国际研究

行业竞争格局加剧、运营成本上升推动品牌转型

就长期而言，我们认为行业竞争加剧及所带来的运营成本的上升是主导公司业绩的主要因素。随着渠道渗透过程的基本完结，休闲服饰行业主导的竞争模式正逐渐由品牌对非品牌的替代转向品牌间的竞争，行业格局的转换将使行业既有经营模式面临转型压力。

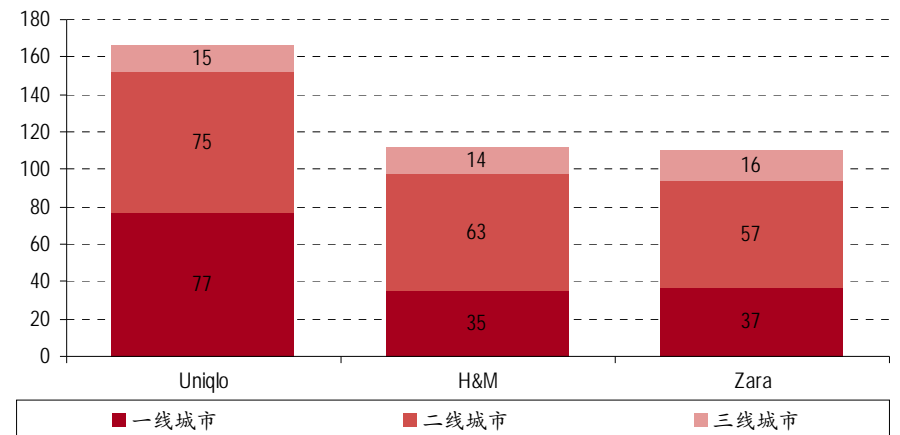
- 1) 快时尚品牌渗透导致一二线城市竞争加剧。相比国内同业，基于终端需求的商品企划和更高效的零售管理使快时尚品牌得以以较低的加价倍率供给款式更为丰富的产品。当前 H&M 和 Uniqlo 等主要国际品牌主销产品价格已与国内竞品基本重合，而伴随国际休闲品牌渠道向二三线城市下沉，价格和区域区隔的消弭将进一步激化行业竞争的格局。

图表 5.当前国内时尚休闲品牌价格优势并不显著(人民币/件)

品牌	美邦	森马	H&M	Uniqlo	Zara
衬衣	119-199	119-199	159-199	99-199	359-399
牛仔裤	139-299	139-259	129-399	199-249	359-499

资料来源：公司网站、中银国际研究

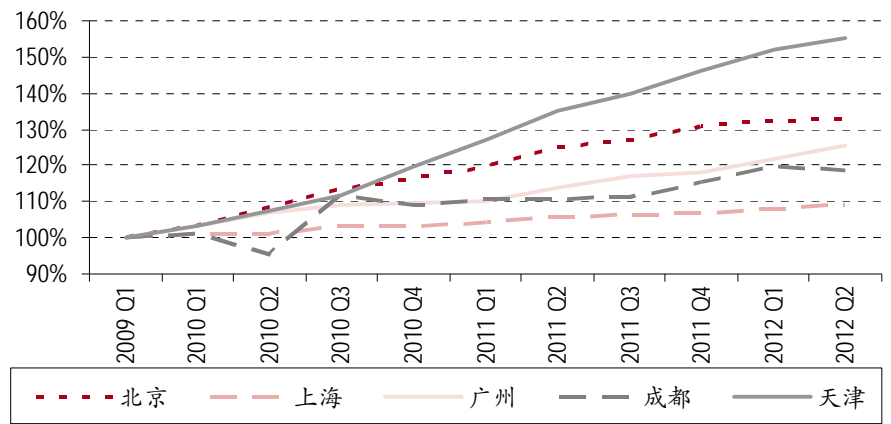
图表 6.主要快时尚品牌国内门店分布情况



资料来源：公司网站、中银国际研究 (门店数据截至 2012 年 10 月)

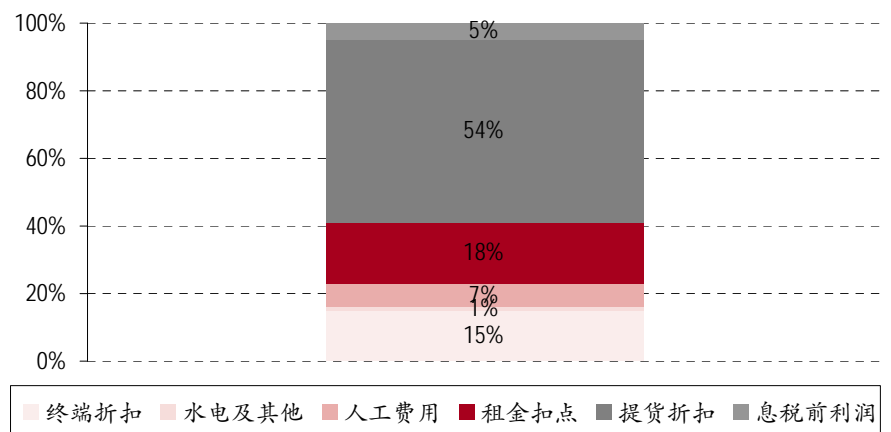
- 2) 经销商盈利能力降低是推动商业模式改革的直接原因。无论是省代模式或是扁平化加盟，经销商较高的提货折扣（通常为 5-6 折）导致休闲行业加盟店的盈利空间低于其他服装品类。以华东地区典型三线城市为例，我们估计当前费用条件下加盟商净利率在 5%-8%，终端零售折扣须保持在 8 折以上以维持经销商盈利。随着 09 年以来商铺租金及人工成本的快速上涨，经销商盈利能力的下滑有望倒逼品牌对渠道架构及利润分配结构进行调整。

图表 7.2009 年以来国内主要城市商铺租金水平持续上升



资料来源：仲量联行、中银国际研究

图表 8.三线城市经销商盈利能力较弱



资料来源：中银国际估计

盈利预测与估值

行业竞争加剧和终端运营成本上升使我们相信时尚休闲行业正逐步进入模式转型期，零售及供应链管理将逐步取代渠道扩张成为行业竞争的核心要素。我们认为 13 年仍将是公司的调整阶段，我们下调公司 13-15 年盈利预测至 0.94、1.14 和 1.32 元，基于 13 倍 2013 年市盈率，下调目标价至 12.23 元，维持**持有**评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	9,945	9,510	10,258	11,479	12,670
销售成本	(5,552)	(5,273)	(5,618)	(6,287)	(6,940)
经营费用	(2,468)	(2,853)	(3,035)	(3,434)	(3,720)
息税折旧前利润	1,925	1,384	1,604	1,759	2,010
折旧及摊销	(233)	(247)	(257)	(157)	(164)
经营利润(息税前利润)	1,692	1,137	1,347	1,602	1,846
净利息收入/(费用)	(207)	(168)	(86)	(79)	(64)
其他收益/(损失)	91	134	0	0	0
税前利润	1,576	1,103	1,261	1,524	1,782
所得税	(370)	(254)	(315)	(381)	(445)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	1,206	850	946	1,143	1,336
核心净利润	1,230	899	946	1,143	1,336
每股收益(人民币)	1.200	0.845	0.941	1.137	1.330
核心每股收益(人民币)	1.224	0.894	0.941	1.137	1.330
每股股息(人民币)	0.836	0.423	0.471	0.568	0.665
收入增长(%)	33	(4)	8	12	10
息税前利润增长(%)	60	(33)	18	19	15
息税折旧前利润增长(%)	34	(28)	16	10	14
每股收益增长(%)	59	(30)	11	21	17
核心每股收益增长(%)	61	(27)	5	21	17

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	1,576	1,103	1,261	1,524	1,782
折旧与摊销	233	247	257	157	164
净利息费用	207	168	86	79	64
运营资本变动	(672)	1,490	1	(153)	(136)
税金	(520)	(326)	(330)	(479)	(542)
其他经营现金流	403	652	(895)	(79)	(64)
经营活动产生的现金流	1,226	3,335	379	1,048	1,267
购买固定资产净值	(510)	(374)	(300)	(300)	(300)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(510)	(374)	(300)	(300)	(300)
净增权益	122	1	0	0	0
净增债务	(407)	(1,675)	636	(116)	(240)
支付股息	(840)	(425)	(473)	(571)	(668)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	(1,126)	(2,099)	163	(687)	(908)
现金变动	(410)	862	242	61	59
期初现金	1,498	(233)	269	511	571
公司自由现金流	716	2,961	79	748	967
权益自由现金流	309	1,286	715	632	727

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	1,088	629	511	571	631
应收帐款	1,162	465	551	615	681
库存	2,560	2,006	1,699	1,838	1,959
其他流动资产	822	607	938	1,050	1,159
流动资产总计	5,632	3,706	3,699	4,074	4,430
固定资产	2,077	2,108	2,850	3,000	3,143
无形资产	188	189	115	111	107
其他长期资产	986	1,004	757	873	986
长期资产总计	3,251	3,300	3,722	3,984	4,236
总资产	8,882	7,006	7,421	8,058	8,665
应付帐款	606	539	562	629	694
短期债务	2,369	794	1,430	1,314	1,074
其他流动负债	1,681	1,541	824	939	1,053
流动负债总计	4,657	2,874	2,816	2,882	2,821
长期借款	100	0	0	0	0
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	3,121	3,127	3,600	4,171	4,839
股东权益	4,126	4,132	4,605	5,176	5,844
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	8,882	7,006	7,421	8,058	8,665
每股帐面价值(人民币)	4.11	4.11	4.58	5.15	5.82
每股有形资产(人民币)	1.96	1.96	2.23	2.52	2.85
每股净负债/(现金)(人民币)	1.37	0.16	0.91	0.74	0.44

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.4	14.6	15.6	15.3	15.9
息税前利润率(%)	17.0	12.0	13.1	14.0	14.6
税前利润率(%)	15.8	11.6	12.3	13.3	14.1
净利率(%)	12.1	8.9	9.2	10.0	10.5
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.3	1.3	1.4	1.6
利息覆盖率(倍)	8.2	6.8	15.7	20.3	28.7
净权益负债率(%)	33.5	4.0	20.0	14.3	7.6
速动比率(倍)	0.7	0.6	0.7	0.8	0.9
估值					
市盈率(倍)	11.3	16.1	14.4	12.0	10.2
核心业务市盈率(倍)	11.1	15.2	14.4	12.0	10.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	10.0	13.7	13.0	10.7	9.2
盈利(倍)					
市净率(倍)	3.3	3.3	3.0	2.6	2.3
价格/现金流(倍)	11.2	4.1	36.0	13.0	10.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.8	10.0	9.1	8.2	7.0
周转率					
存货周转天数	167.9	158.0	120.4	102.7	99.9
应收帐款周转天数	38.4	31.2	18.1	18.5	18.7
应付帐款周转天数	34.0	22.0	19.6	18.9	19.1
回报率					
股息支付率(%)	69.7	50.0	50.0	50.0	50.0
净资产收益率(%)	32.3	20.6	21.7	23.4	24.3
资产收益率(%)	14.8	11.0	14.0	15.5	16.6
已运用资本收益率(%)	26.4	19.7	24.6	25.6	27.5

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 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
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士，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