

美邦服饰 (002269.SZ)

服装行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

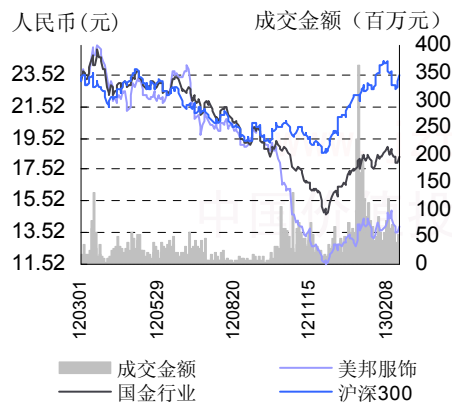
市价(人民币): 13.89元

改善才刚开始, 任重道远

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,005.00
总市值(百万元)	139.59
年内股价最高最低(元)	25.40/11.52
沪深 300 指数	2673.33
中小板指数	5309.61



相关报告

1. 《公司业绩好转的持续性需要观察》，2012.8.31
2. 《关注品牌架构及渠道模式的调整效果》，2012.5.30
3. 《年报业绩高速增长》，2012.4.26

焦娟

联系人
(8621)61038269
jiaoj@gjzq.com.cn

张斌

分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	1.200	0.845	0.766	0.845	0.943
每股净资产(元)	4.11	4.11	3.88	2.92	2.46
每股经营性现金流(元)	0.97	2.84	0.07	1.03	1.03
市盈率(倍)	21.64	15.45	18.13	16.43	14.73
行业优化市盈率(倍)	21.42	18.62	19.48	19.48	19.48
净利润增长率(%)	59.13%	-29.55%	-9.35%	10.32%	11.54%
净资产收益率(%)	29.23%	20.56%	19.76%	28.98%	38.32%
总股本(百万股)	1,005.00	1,005.00	1,005.00	1,005.00	1,005.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- **公司 2012 年年报:** 收入、净利润、经营性现金流量净额、EPS 分别为 95 亿元、8.5 亿元、28.6 亿元、0.85 元; 分别同比增长-4.38%、-29.55%、192.48%、-29.16%; 以 2012 年末公司总股本 10.05 亿股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金 7.5 元(含税)。

经营分析

- **“求稳”的经营策略见效, 损益表持续恶化, 但资产负债表改善:** 在 2012 年整体消费低迷之际, 公司历经前几年较为激进的经营策略后, 坚持“求稳”的经营策略, 尽量减少订货、加速处理存货、努力回收账款, 虽然收入(净利润)增速自 1 季度的 27.17%(16.90%)持续下滑至 4 季度的-26.55%(-78.79%), 但资产负债表改善(应收账款、存货分别同比下降 60%、22%), 经营性现金流量净额明显改善;
- **财务指标的变动与公司经营策略一致:** 因人工、租金成本的自然上涨, 销售费用率提升 5.97 个百分点至 29.15%; 公司精简架构, 管理费用率下降 0.64 个百分点至 2.79%; 财务费用率下降 0.31 个百分点至 1.77%;
- **我们认为公司 13 年业绩改善有限:** 目前市场并无改善迹象, 这使得公司收入增速改善有限; MB、MC 品牌仍处于调整期, 特别是 MC 品牌经营仍处于摸索阶段, 在管理费用率非常低的情况下, 费用占比预计将上升。
- **公司经营改善任重道远:** 近年来纺服消费的减速, 一方面与经济相关, 与企业同质化过度扩张有关, 另一方面与成本高涨, 抑制需求, 催生网购, 国际品牌竞争有关。这些不利因素要求企业改变之前畅行二十多年的规模扩张发展模式。美邦从 08 年开始加强直营和经营 MC 品牌即是寻求改变的探索, 但由于过度激进导致事与愿违。我们认为公司要实现转折, 不仅仅是处理库存这么简单, 需要综合实力进一步提升, 而这无疑需要时间。

盈利调整

- 预计公司 2013-2015 年实现收入 94.34 亿元、99.06 亿元、106.30 亿元, 分别同比增长-0.79%、5%、7.31%; 实现净利润 7.70 亿元、8.50 亿元、9.48 亿元, 分别同比增长-9.35%、10.32%、11.54%; 对应 EPS 分别为 0.766 元、0.845 元、0.943 元。

投资建议

- **我们对公司的观点基本未变:** 公司在产品设计、营销方面优势一直较为突出, 我们希望公司坚持“休养生息”策略, 维持对公司增持的评级。

图表1: 销售预测

项 目	2008	1H09	2009	1H10	2010	1H11	2011	1H12	2012	2013E	2014E	2015E
加盟												
销售收入(百万元)	3,035.9	950.6	2,904.9	1,212.0	4,335.2	1,872.7	5,653.3	2,244.2	4,843.0	4,358.74	4,576.67	5,034.34
增长率(YOY)	44.93%	-7.57%	-4.32%	27.50%	49.24%	54.51%	30.40%	19.84%	-14.00%	-10.00%	5.00%	10.00%
毛利率	40.60%	39.41%	41.70%	37.61%	41.00%	42.02%	40.00%	42.00%	42.27%	42.00%	42.50%	43.00%
销售成本(百万元)	1,803.4	576.0	1,693.6	756.1	2,557.8	1,085.8	3,392.0	1,301.7	2,795.9	2,528.07	2,631.59	2,869.57
增长率(YOY)	25.92%	-6.93%	-6.09%	31.27%	51.03%	43.60%	32.61%	19.88%	-17.57%	-9.58%	4.09%	9.04%
毛利(百万元)	1,232.5	374.6	1,211.3	455.9	1,777.4	786.9	2,261.3	942.6	2,047.2	1,830.67	1,945.09	2,164.77
增长率(YOY)	86.03%	-8.54%	-1.72%	21.70%	46.73%	72.61%	27.22%	19.78%	-9.47%	-10.57%	6.25%	11.29%
占总销售额比重	67.97%	52.42%	55.78%	47.86%	57.83%	49.68%	57.06%	49.20%	51.21%	46.20%	46.20%	47.36%
占主营业务利润比重	60.64%	45.35%	52.37%	41.87%	52.24%	44.33%	51.53%	44.86%	48.67%	43.95%	43.97%	45.15%
直营												
销售收入(百万元)	1,430.6	862.9	2,302.6	1,320.5	3,161.4	1,896.9	4,253.6	2,317.0	4,614.1	5,075.47	5,329.24	5,595.70
增长率(YOY)	35.33%	42.06%	60.96%	53.04%	37.29%	43.64%	34.55%	22.15%	8.00%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	55.92%	52.32%	47.84%	47.92%	51.40%	52.10%	50.00%	50.00%	46.79%	46.00%	46.50%	47.00%
销售成本(百万元)	630.6	411.4	1,201.1	687.7	1,536.4	908.6	2,126.8	1,158.5	2,455.1	2,740.75	2,851.14	2,965.72
增长率(YOY)	26.55%	34.34%	90.45%	67.15%	27.92%	32.12%	38.42%	27.51%	15.44%	11.63%	4.03%	4.02%
毛利(百万元)	799.9	451.5	1,101.6	632.9	1,624.9	988.3	2,126.8	1,158.5	2,158.9	2,334.71	2,478.10	2,629.98
增长率(YOY)	43.15%	49.90%	37.71%	40.18%	47.51%	56.16%	30.88%	17.23%	1.51%	8.14%	6.14%	6.13%
占总销售额比重	32.03%	47.58%	44.22%	52.14%	42.17%	50.32%	42.94%	50.80%	48.79%	53.80%	53.80%	52.64%
占主营业务利润比重	39.36%	54.65%	47.63%	58.13%	47.76%	55.67%	48.47%	55.14%	51.33%	56.05%	56.03%	54.85%
销售总收入(百万元)	4466.50	1813.50	5207.51	2532.56	7496.58	3769.55	9906.85	4561.26	9457.10	9434.20	9905.91	10630.04
销售总成本(百万元)	2434.06	987.43	2894.60	1443.83	4094.20	1994.38	5518.76	2460.17	5251.03	5268.82	5482.73	5835.30
毛利(百万元)	2032.44	826.07	2312.91	1088.73	3402.38	1775.17	4388.10	2101.09	4206.07	4165.38	4423.18	4794.75
平均毛利率	45.50%	45.55%	44.41%	42.99%	45.39%	47.09%	44.29%	46.06%	44.48%	44.15%	44.65%	45.11%

来源: 国金证券研究所、国金证券

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	7,500	9,945	9,510	9,434	9,906	10,630	货币资金	1,107	1,088	629	1,500	1,700	1,900
增长率		32.6%	-4.4%	-0.8%	5.0%	7.3%	应收款项	1,260	1,497	775	1,137	1,194	1,281
主营业务成本	-4,095	-5,552	-5,273	-5,269	-5,483	-5,835	存货	2,548	2,560	2,006	2,165	2,178	2,238
%销售收入	54.6%	55.8%	55.4%	55.8%	55.3%	54.9%	其他流动资产	710	488	297	424	468	527
毛利	3,406	4,393	4,237	4,165	4,423	4,795	流动资产	5,625	5,632	3,706	5,226	5,540	5,947
%销售收入	45.4%	44.2%	44.6%	44.2%	44.7%	45.1%	%总资产	65.6%	63.8%	53.0%	68.0%	69.8%	71.7%
营业税金及附加	-34	-55	-62	-57	-59	-64	长期投资	206	257	290	291	290	290
%销售收入	0.5%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	2,052	2,077	2,108	2,092	2,069	2,041
营业费用	-1,989	-2,305	-2,772	-2,736	-2,873	-3,083	%总资产	23.9%	23.5%	30.1%	27.2%	26.1%	24.6%
%销售收入	26.5%	23.2%	29.2%	29.0%	29.0%	29.0%	无形资产	460	472	437	73	32	18
管理费用	-325	-341	-265	-283	-312	-351	非流动资产	2,954	3,192	3,293	2,457	2,393	2,350
%销售收入	4.3%	3.4%	2.8%	3.0%	3.2%	3.3%	%总资产	34.4%	36.2%	47.0%	32.0%	30.2%	28.3%
息税前利润 (EBIT)	1,059	1,692	1,137	1,090	1,179	1,297	资产总计	8,579	8,824	6,999	7,683	7,933	8,297
%销售收入	14.1%	17.0%	12.0%	11.6%	11.9%	12.2%	短期借款	2,776	2,369	794	1,505	2,382	2,868
财务费用	-88	-207	-168	-116	-121	-131	应付款项	1,630	894	862	858	894	954
%销售收入	1.2%	2.1%	1.8%	1.2%	1.2%	1.2%	其他流动负债	750	1,393	1,219	1,393	1,613	1,843
资产减值损失	-8	-31	-64	0	0	0	流动负债	5,156	4,657	2,874	3,757	4,889	5,664
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	100	100	0	0	0	1
投资收益	0	-8	-11	0	0	0	其他长期负债	-8	-59	-8	29	111	159
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	负债	5,248	4,698	2,867	3,786	5,001	5,824
营业利润	963	1,446	894	973	1,058	1,167	普通股股东权益	3,331	4,126	4,132	3,897	2,932	2,473
营业利润率	12.8%	14.5%	9.4%	10.3%	10.7%	11.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	71	130	209	40	60	80	负债股东权益合计	8,579	8,824	6,999	7,683	7,933	8,297
税前利润	1,034	1,576	1,103	1,013	1,118	1,247	比率分析						
利润率	13.8%	15.8%	11.6%	10.7%	11.3%	11.7%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-276	-370	-254	-243	-268	-299	每股指标						
所得税率	26.7%	23.5%	23.0%	24.0%	24.0%	24.0%	每股收益	0.754	1.200	0.845	0.766	0.845	0.943
净利润	758	1,206	850	770	850	948	每股净资产	3.314	4.105	4.111	3.878	2.918	2.460
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	-1.048	0.972	2.842	0.069	1.026	1.034
归属于母公司的净利润	758	1,206	850	770	850	948	每股股利	0.000	0.300	0.420	1.000	1.200	1.400
净利率	10.1%	12.1%	8.9%	8.2%	8.6%	8.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	22.75%	29.23%	20.56%	19.76%	28.98%	38.32%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	8.83%	13.67%	12.14%	10.02%	10.71%	11.42%
净利润	758	1,206	850	770	850	948	投入资本收益率	12.50%	19.63%	17.77%	15.33%	16.86%	18.46%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	384	345	445	243	173	152	主营业务收入增长率	43.76%	32.59%	-4.38%	-0.79%	5.00%	7.31%
非经营收益	-53	247	139	538	68	58	EBIT增长率	68.57%	59.79%	-32.78%	-4.16%	8.18%	10.05%
营运资金变动	-2,150	-719	1,423	-1,481	-59	-119	净利润增长率	25.42%	59.13%	-29.55%	-9.35%	10.32%	11.54%
经营活动现金净流	-1,061	1,078	2,856	70	1,031	1,039	总资产增长率	57.60%	2.85%	-20.68%	9.78%	3.25%	4.59%
资本开支	-818	-443	-353	175	-49	-30	资产管理能力						
投资	0	4	-33	-1	0	0	应收账款周转天数	34.3	38.4	31.2	32.0	32.0	32.0
其他	-33	0	0	0	0	0	存货周转天数	153.8	167.9	158.0	150.0	145.0	140.0
投资活动现金净流	-851	-438	-386	174	-49	-30	应付账款周转天数	78.1	60.8	39.7	40.0	40.0	40.0
股权募资	0	0	0	0	-609	0	固定资产周转天数	84.0	70.6	79.9	79.8	75.2	69.1
债权募资	2,218	93	-1,875	748	959	535	偿债能力						
其他	-474	-618	-984	-121	-1,133	-1,344	净负债/股东权益	53.12%	33.49%	4.01%	0.13%	23.26%	39.20%
筹资活动现金净流	1,744	-525	-2,859	627	-782	-809	EBIT利息保障倍数	12.0	8.2	6.8	9.4	9.7	9.9
现金净流量	-169	115	-389	871	200	200	资产负债率	61.17%	53.24%	40.96%	49.28%	63.04%	70.20%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	4
增持	5	5	6	6	22
中性	1	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	2.17	2.17	2.10	2.07	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-04-26	增持	28.65	N/A
2 2011-08-21	增持	32.21	N/A
3 2012-04-26	增持	21.50	N/A
4 2012-05-30	增持	22.16	23.76 ~ 23.76
5 2012-08-31	增持	19.01	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 =买入; 1.01~2.0=增持; 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

- 买入: 预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上;
- 增持: 预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%;
- 中性: 预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%;
- 减持: 预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net