

美邦服饰 (002269.SZ)

服装行业

评级: 增持 维持评级

公司研究简报

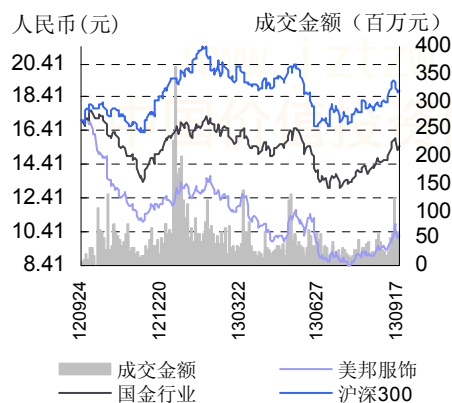
市价(人民币): 10.19元

公司效益能否回升仍需观察

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)	102.41
年内股价最高最低(元)	17.21/8.41
沪深300指数	2432.51
中小板指数	5931.51



相关报告

1. 《策略调整初见成效,经营改善仍任重道远》, 2013.8.30
2. 《预计2013年业绩改善压力很大》, 2013.4.22
3. 《预计2013年公司仍将受累于消费疲软》, 2013.4.12

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	0.530	0.593	0.680
每股净资产(元)	4.11	4.11	3.64	3.03	2.31
每股经营性现金流(元)	0.97	2.84	0.14	0.90	0.87
市盈率(倍)	21.64	15.45	17.72	15.82	13.81
行业优化市盈率(倍)	21.42	18.62	16.22	16.22	16.22
净利润增长率(%)	59.13%	-29.55%	-37.32%	11.99%	14.57%
净资产收益率(%)	29.23%	20.56%	14.55%	19.55%	29.37%
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

投资逻辑

- 中报披露,上半年公司将产品运营和店铺管理作为经营工作的核心,改革固有经营思路和行为模式。目前产品及店铺的创新转型在直营系统已初见成效,但新的经营思路和计划深入推进需要一定时间,成果将逐步显现,因此13年业绩仍会下滑。2013年秋冬及2014年春季会有更大的改进。
- 公司变革的方向值得肯定,效果有待观察:我们从11年下半年开始认为过去20多年行之有效的开店加市场营销的发展模式终结,品牌服装的重点将回归产品这一本源;而且通过调研,我们了解到这次公司不再激进,没有如10年和11年面对困难,反而去重点发展童装、鞋类等激进之举,将产品运营作为工作核心是值得赞赏的。不过,从实业经营的角度,我们认为战略的调整见效需要时间,特别是在当前国内市场低迷、市场竞争更加激烈的情况下,尽管公司强调今年科技绒推出的意义,但我们认为如优衣库那样的和供应商密切协作开发新品的能力需要长期培养,“知易行难”。
- 公司财务指标仍有瑕疵:公司经过近2年调整,合并报表中的存货、应收、经营性现金净流量等关键指标不断好转,中期存货15.2亿元、应收账款3.2亿元,同比分别下降13.1%和52%。不过报表仍有瑕疵:中报显示母公司应收账款仍高达40.7亿元,净利润2.9亿元远超合并报表的2.2亿元。
- 我们倾向于公司明年业绩可能出现低基数反弹:公司12年和13年连续两年业绩下降,虽然公司变革方向正确,但企业转变需要时间,我们认为明年可能出现低基数反弹。有人认为国内市场经过了11-13年的消费低迷,作为具有必选性质的可选消费品,明年纺织服装可能迎来消费“大年”,我们认为消费实际与宏观经济密切相关,再加上电商冲击和经营模式转型,消费必然回升,特别是企业销售必然回升的概率较低。

投资建议

- 公司在中低端休闲服市场竞争力较强,经过近2年调整息,未来业绩有望回升,仍维持之前的赢利预测不变,预计14-15年净利润可能增长12%和14.6%,仍维持增持评级。公司当前市值100亿元左右,具有一定吸引力。

风险

- 公司管理层有远见,看到了国内品牌企业依靠开店和市场营销发展模式面临的瓶颈,但08-11年采取的应对措施过于激进,这可能加大公司调整经营思路的难度、延长调整过程。

图1: 公司产品赢利预测

项 目	2008	1H09	2009	1H10	2010	1H11	2011	1H12	2012	1H13	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	1,711.35	4,116.58	3,910.75	4,106.29
增长率(YOY)	44.93%	-7.57%	-4.32%	27.50%	49.24%	54.51%	30.40%	19.84%	-14.33%	-23.74%	-15.00%	-5.00%	5.00%
毛利率	40.60%	39.41%	41.70%	37.61%	41.02%	42.01%	39.60%	44.12%	42.27%	40.47%	40.00%	41.00%	42.00%
销售成本(百万元)	1,803.4	576.0	1,693.6	756.1	2,557.0	1,086.0	3,414.5	1,254.1	2,795.8	1,018.70	2,469.95	2,307.35	2,381.65
增长率(YOY)	25.92%	-6.93%	-6.09%	31.27%	50.98%	43.62%	33.54%	15.48%	-18.12%	-18.77%	-11.66%	-6.58%	3.22%
毛利(百万元)	1,232.5	374.6	1,211.3	455.9	1,778.3	786.7	2,238.8	990.2	2,047.2	692.6	1,646.63	1,603.41	1,724.64
增长率(YOY)	86.03%	-8.54%	-1.72%	21.70%	46.80%	72.57%	25.90%	25.87%	-8.56%	-30.05%	-19.57%	-2.63%	7.56%
占总销售额比重	67.86%	52.16%	55.68%	47.68%	57.80%	49.34%	56.85%	48.78%	50.93%	45.78%	49.50%	47.03%	47.04%
占主营业务利润比重	60.43%	45.15%	52.15%	41.95%	52.21%	44.10%	50.97%	46.79%	48.32%	39.54%	45.00%	43.17%	43.77%
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	1,995.50	4,152.65	4,360.29	4,578.30
增长率(YOY)	35.33%	42.06%	60.96%	53.04%	37.29%	43.64%	34.55%	22.15%	8.48%	-13.88%	-10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	55.92%	52.32%	47.84%	47.92%	51.36%	52.10%	50.46%	48.21%	46.79%	52.41%	48.00%	48.00%	48.00%
销售成本(百万元)	630.6	411.4	1,201.1	687.7	1,537.6	908.6	2,107.2	1,200.0	2,455.2	949.65	2,159.38	2,267.35	2,380.72
增长率(YOY)	26.55%	34.34%	90.45%	67.15%	28.02%	32.12%	37.05%	32.07%	16.52%	-20.86%	-12.05%	5.00%	5.00%
毛利(百万元)	799.9	451.4	1,101.6	632.9	1,623.8	988.3	2,146.4	1,117.0	2,158.8	1,045.9	1,993.27	2,092.94	2,197.58
增长率(YOY)	43.15%	49.90%	37.71%	40.18%	47.40%	56.16%	32.18%	13.03%	0.58%	-6.37%	-7.67%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	31.98%	47.35%	44.13%	51.95%	42.15%	49.98%	42.77%	50.37%	48.52%	53.38%	49.93%	52.43%	52.45%
占主营业务利润比重	39.22%	54.42%	47.42%	58.23%	47.67%	55.41%	48.86%	52.79%	50.95%	59.70%	54.48%	56.35%	55.77%
其他业务													
销售收入(百万元)	7.2	8.9	10.0	9.4	3.9	25.7	38.2	39.1	52.5	31.2	47.21	44.85	44.85
增长率(YOY)			39.29%	5.59%	-60.97%	174.28%	878.17%	51.93%	37.30%	-20.25%	-10.00%	-5.00%	0.00%
毛利率	100.00%	40.05%	100.00%	-20.50%	100.00%	34.02%	19.98%	22.67%	58.60%	43.07%	40.00%	40.00%	40.00%
销售成本(百万元)	0.0	5.3	0.0	11.3	0.0	17.0	30.6	30.2	21.7	17.7	28.33	26.91	26.91
增长率(YOY)			-	112.26%	-	50.18%	-	78.08%	-28.96%	-41.29%	30.42%	-5.00%	0.00%
毛利(百万元)	7.2	3.6	10.0	-1.9	3.9	8.8	7.6	8.9	30.7	13.4	18.88	17.94	17.94
增长率(YOY)			39.29%	-154.05%	-60.97%	555.10%	95.41%	1.23%	302.72%	51.56%	-38.56%	-5.00%	0.00%
占总销售额比重	0.16%	0.49%	0.19%	0.37%	0.05%	0.68%	0.38%	0.85%	0.55%	0.83%	0.57%	0.54%	0.51%
占主营业务利润比重	0.00%	0.54%	0.00%	0.78%	0.00%	0.84%	0.55%	1.22%	0.41%	0.89%	0.61%	0.58%	0.56%
销售总收入(百万元)	4473.68	1822.37	5217.52	2541.94	7500.49	3795.27	9945.06	4600.34	9509.56	3738.02	8316.45	8315.89	8729.44
销售总成本(百万元)	2434.06	992.76	2894.60	1455.13	4094.54	2011.56	5552.26	2484.30	5272.80	1986.09	4657.66	4601.60	4789.28
毛利(百万元)	2039.62	829.61	2322.92	1086.81	3405.95	1783.71	4392.79	2116.05	4236.76	1751.93	3658.79	3714.29	3940.17
平均毛利率	45.59%	45.52%	44.52%	42.76%	45.41%	47.00%	44.17%	46.00%	44.55%	46.87%	43.99%	44.66%	45.14%

来源: 国金证券研究所

附录: 三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	7,500	9,945	9,510	8,316	8,316	8,729
增长率	32.6%	-4.4%	-12.5%	0.0%	0.0%	5.0%
主营业务成本	-4,095	-5,552	-5,273	-4,658	-4,602	-4,789
%销售收入	54.6%	55.8%	55.4%	56.0%	55.3%	54.9%
毛利	3,406	4,393	4,237	3,659	3,714	3,940
%销售收入	45.4%	44.2%	44.6%	44.0%	44.7%	45.1%
营业税金及附加	-34	-55	-62	-58	-58	-61
%销售收入	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-1,989	-2,305	-2,772	-2,620	-2,578	-2,662
%销售收入	26.5%	23.2%	29.2%	31.5%	31.0%	30.5%
管理费用	-325	-341	-265	-249	-249	-262
%销售收入	4.3%	3.4%	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	1,059	1,692	1,137	731	829	955
%销售收入	14.1%	17.0%	12.0%	8.8%	10.0%	10.9%
财务费用	-88	-207	-168	-39	-50	-57
%销售收入	1.2%	2.1%	1.8%	0.5%	0.6%	0.7%
资产减值损失	-8	-31	-64	-34	-34	-37
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-8	-11	2	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.2%	0.0%	0.0%
营业利润	963	1,446	894	660	745	861
营业利润率	12.8%	14.5%	9.4%	7.9%	9.0%	9.9%
营业外收支	71	130	209	50	50	50
税前利润	1,034	1,576	1,103	710	795	911
利润率	13.8%	15.8%	11.6%	8.5%	9.6%	10.4%
所得税	-276	-370	-254	-178	-199	-228
所得税率	26.7%	23.5%	23.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	758	1,206	850	533	596	683
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	758	1,206	850	533	596	683
净利率	10.1%	12.1%	8.9%	6.4%	7.2%	7.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	758	1,206	850	533	596	683
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	384	345	445	276	203	182
非经营收益	-53	96	139	462	25	36
营运资金变动	-2,150	-719	1,423	-1,134	80	-25
经营活动现金净流	-1,061	928	2,856	137	904	877
资本开支	-818	-443	-353	243	-9	-10
投资	0	4	0	-1	0	0
其他	-33	0	0	2	0	0
投资活动现金净流	-851	-438	-353	244	-9	-10
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	2,218	93	-1,875	148	384	625
其他	-474	-618	-984	-57	-1,080	-1,292
筹资活动现金净流	1,744	-525	-2,859	91	-695	-667
现金净流量	-169	-35	-356	471	200	200

来源: 公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	1,107	1,088	629	1,100	1,300	1,500
应收款项	1,260	1,497	775	988	981	1,022
存货	2,548	2,560	2,006	1,895	1,782	1,764
其他流动资产	710	488	297	375	370	385
流动资产	5,625	5,632	3,706	4,358	4,433	4,670
%总资产	65.5%	63.4%	52.9%	64.4%	65.9%	67.9%
长期投资	206	257	290	291	290	290
固定资产	2,052	2,077	2,108	2,043	1,974	1,903
%总资产	23.9%	23.4%	30.1%	30.2%	29.3%	27.6%
无形资产	460	472	437	73	32	18
非流动资产	2,962	3,251	3,300	2,408	2,298	2,213
%总资产	34.5%	36.6%	47.1%	35.6%	34.1%	32.1%
资产总计	8,587	8,882	7,006	6,766	6,731	6,883
短期借款	2,776	2,369	794	942	1,327	1,951
应付款项	1,630	894	862	817	807	840
其他流动负债	750	1,393	1,219	1,348	1,548	1,765
流动负债	5,156	4,657	2,874	3,106	3,681	4,556
长期贷款	100	100	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	5,256	4,757	2,874	3,106	3,681	4,557
普通股股东权益	3,331	4,126	4,132	3,659	3,050	2,326
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	8,587	8,882	7,006	6,766	6,731	6,883

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.754	1.200	0.845	0.530	0.593	0.680
每股净资产	3.314	4.105	4.111	3.641	3.035	2.314
每股经营现金净流	-1.048	0.972	2.842	0.136	0.900	0.872
每股股利	0.530	0.840	0.750	1.000	1.200	1.400
回报率						
净资产收益率	22.75%	29.23%	20.56%	14.55%	19.55%	29.37%
总资产收益率	8.83%	13.58%	12.13%	7.87%	8.86%	9.93%
投入资本收益率	12.50%	19.63%	17.77%	11.92%	14.20%	16.74%
增长率						
主营业务收入增长率	43.76%	32.59%	-4.38%	-12.55%	-0.01%	4.97%
EBIT增长率	68.57%	59.79%	-32.78%	-35.68%	13.30%	15.21%
净利润增长率	25.42%	59.13%	-29.55%	-37.32%	11.99%	14.57%
总资产增长率	57.52%	3.44%	-21.12%	-3.43%	-0.51%	2.25%
资产管理能力						
应收账款周转天数	34.3	38.4	31.2	32.0	32.0	32.0
存货周转天数	153.8	167.9	158.0	150.0	145.0	140.0
应付账款周转天数	78.1	60.8	39.7	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	84.0	70.6	79.9	88.4	85.4	78.4
偿债能力						
净负债/股东权益	53.12%	33.49%	4.01%	-4.31%	0.87%	19.42%
EBIT利息保障倍数	12.0	8.2	6.8	18.7	16.7	16.7
资产负债率	61.21%	53.55%	41.03%	45.91%	54.69%	66.21%

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	0	0	0
增持	0	9	9	9	17
中性	0	4	4	4	11
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.31	2.31	2.31	2.34

来源: 朝阳永续

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。

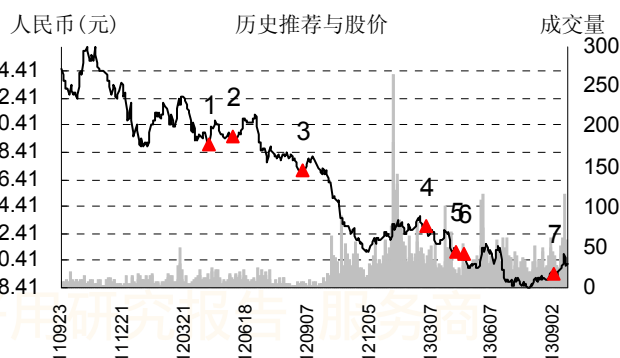
最终评分与平均投资建议对照:

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

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-04-26	增持	19.06	N/A
2 2012-05-30	增持	19.65	23.76 ~ 23.76
3 2012-08-31	增持	17.08	N/A
4 2013-03-02	增持	12.93	N/A
5 2013-04-12	增持	11.07	12.00 ~ 12.00
6 2013-04-22	增持	10.95	N/A
7 2013-08-30	增持	9.50	N/A

来源: 国金证券研究所



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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

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