持有 **1%** ⬇

目标价格: 人民币 8.95

原评级: 买入 原目标价格: 人民币 12.22

002269.CH

价格: 人民币 9.00

目标价格基础: 18 倍 2014 年市盈率

板块评级: 增持

美邦服饰

零售终端疲软，补库存预期存证伪风险

美邦服饰 2014 年 1 季度实现收入 18.41 亿元，同比下滑 17.2%；实现息税前净利 1.68 亿元，同比下滑 15.9%；实现归属母公司净利 1.07 亿元，同比下滑 15.3%，公司预计 1-6 月业绩增速范围为-30%-0%，低于市场预期。我们下调公司 2014-16 年每股盈利至 0.50 元、0.57 元和 0.60 元，基于 18 倍 2014 年市盈率我们下调公司目标价至 8.95 元，将评级由买入下调至*持有*。

支撑评级的要点

- 受暖冬寒春的影响，行业冬装和春装销售情况欠佳。公司 1 季度收入同比下滑 17.2%，下滑幅度较 13 年 4 季度有所加剧。我们估计公司直营终端仍录得同店下滑，同时因加盟商资金周转偏紧，加盟发货增速亦较前期订货会为低。
- 报告期内，公司销售费用同比降低 19.2%，费用降幅高于收入，我们判断主要原因是公司在 13 年进行了人员精简（营销人员数由 274 人降至 224 人，总员工数由 1,985 人降至 1371 人），故就全年看，销售费用额降低的趋势可能较 1 季度趋缓。
- 展望全年，我们认为当前极差的终端零售环境导致行业补库存预期存在证伪的风险。自 13 年下半年起，大量品牌服装企业加盟渠道增速低于订货会增速，显示当前渠道现金流仍较紧缺。故尽管订货会已恢复增长，业绩回升的幅度仍存有不确定性。

评级面临的主要风险

- 终端零售持续低迷。

估值

- 我们认可公司向 O2O 体验店转型的思路，但考虑行业较为疲弱的终端零售形势及国内、国际品牌间极为激烈的竞争，我们认为改革在短期内出现显著成效的概率并不高。而相比同业，美邦服饰的直营占比较高，因而业绩对终端零售表现更为敏感。公司 1 季度业绩低于预期，我们下调公司 2014-16 年每股盈利至 0.50 元、0.57 元和 0.60 元，基于 18 倍 2014 年市盈率我们下调公司目标价至 8.95 元，将评级由买入下调至*持有*。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入 (人民币 百万)	9,510	7,890	7,864	8,284	8,634
变动 (%)	(4)	(17)	0	5	4
净利润 (人民币 百万)	850	405	500	568	605
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.845	0.403	0.497	0.565	0.602
变动 (%)	(29.6)	(52.3)	23.2	13.7	6.5
市场预期每股收益 (人民币)			0.718	0.855	0.920
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.685	0.770	0.846
调整幅度(%)	-	-	(27.4)	(26.6)	(28.8)
核心每股收益 (人民币)	0.894	0.472	0.497	0.565	0.602
变动 (%)	(26.9)	(47.2)	5.3	13.7	6.5
全面摊薄市盈率(倍)	10.6	22.3	18.1	15.9	15.0
核心市盈率 (倍)	10.1	19.1	18.1	15.9	15.0
每股现金流量 (人民币)	2.72	0.96	0.20	0.61	2.40
价格/每股现金流量 (倍)	3.3	9.4	44.1	14.7	3.7
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	6.7	9.5	11.0	9.9	11.2
每股股息 (人民币)	1.046	0.842	0.249	0.282	0.301
股息率 (%)	11.6	9.4	2.8	3.1	3.3

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

陈作佳
(8621) 2032 8517
zuojia.chen@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010001

图表 1.美邦服饰 2014 年 1 季度业绩摘要

（人民币，百万）	13 年 1 季度	14 年 1 季度	同比变动（%）
营业收入	2,224	1,841	(17.2)
营业成本	1,238	1,022	(17.4)
毛利润	986	820	(16.9)
营业税及附加	18	20	13.0
销售费用	712	575	(19.2)
管理费用	57	56	(0.7)
息税前利润	200	168	(15.9)
财务费用	23	31	35.8
资产减值	0	25	
营业外收入	6	30	437.3
营业外支出	8	2	(67.7)
投资净损益	(1)	0	(100.0)
利润总额	174	139	(20.0)
所得税	48	33	(32.2)
净利润	126	107	(15.3)
少数股东权益	0	0	
归属上市公司股东净利润	126	107	(15.3)

资料来源：公司数据

损益表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	9,510	7,890	7,864	8,284	8,634
销售成本	(5,273)	(4,368)	(4,358)	(4,589)	(4,776)
经营费用	(2,853)	(2,547)	(2,580)	(2,670)	(2,954)
息税折旧前利润	1,384	974	926	1,025	905
折旧及摊销	(247)	(257)	(157)	(166)	0
经营利润 (息税前利润)	1,137	717	769	859	905
净利息收入/(费用)	(168)	(113)	(103)	(102)	(98)
其他收益/(损失)	134	(117)	0	0	0
税前利润	1,103	487	666	757	806
所得税	(254)	(82)	(167)	(189)	(202)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	850	405	500	568	605
核心净利润	899	474	500	568	605
每股收益(人民币)	0.845	0.403	0.497	0.565	0.602
核心每股收益(人民币)	0.894	0.472	0.497	0.565	0.602
每股股息(人民币)	1.046	0.842	0.249	0.282	0.301
收入增长(%)	(4)	(17)	0	5	4
息税前利润增长(%)	(33)	(37)	7	12	5
息税折旧前利润增长(%)	(28)	(30)	(5)	11	(12)
每股收益增长(%)	(30)	(52)	23	14	7
核心每股收益增长(%)	(27)	(47)	5	14	7

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	1,103	487	666	757	806
折旧与摊销	247	257	157	166	0
净利息费用	168	113	103	102	98
运营资本变动	1,422	48	(10)	(84)	1,829
税金	(326)	(110)	70	(223)	(220)
其他经营现金流	119	171	(781)	(102)	(98)
经营活动产生的现金流	2,733	966	205	616	2,416
购买固定资产净值	(361)	(182)	(300)	(300)	(300)
投资减少/增加	40	6	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	(320)	(176)	(300)	(300)	(300)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(1,875)	494	254	(11)	(71)
支付股息	(1,051)	(847)	(250)	(284)	(302)
其他融资现金流	67	(1)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(2,859)	(354)	4	(295)	(373)
现金变动	(446)	436	(91)	21	1,742
期初现金	1,075	639	484	393	(1,310)
公司自由现金流	2,413	790	(95)	316	2,116
权益自由现金流	538	1,284	159	305	2,044

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	629	1,075	393	414	432
应收帐款	465	320	323	339	349
库存	2,006	1,580	1,613	1,698	1,767
其他流动资产	607	645	724	762	794
流动资产总计	3,706	3,619	3,052	3,213	3,341
固定资产	2,108	1,969	3,013	3,154	3,286
无形资产	189	170	111	107	102
其他长期资产	1,004	949	443	482	506
长期资产总计	3,300	3,088	3,568	3,743	3,894
总资产	7,006	6,707	6,620	6,956	7,236
应付帐款	539	209	436	459	478
短期债务	794	500	754	743	672
其他流动负债	1,541	1,421	602	643	672
流动负债总计	2,874	2,129	1,792	1,845	1,821
长期借款	0	804	804	804	804
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	3,127	2,769	3,019	3,303	3,605
股东权益	4,132	3,774	4,024	4,308	4,610
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	7,006	6,707	6,620	6,956	7,236
每股帐面价值(人民币)	4.11	3.76	4.00	4.29	4.59
每股有形资产(人民币)	1.96	1.79	1.95	2.09	2.24
每股净负债/(现金)(人民币)	0.16	0.23	1.16	1.13	1.04

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	14.6	12.4	11.8	12.4	10.5
息税前利润率(%)	12.0	9.1	9.8	10.4	10.5
税前利润率(%)	11.6	6.2	8.5	9.1	9.3
净利率(%)	8.9	5.1	6.4	6.9	7.0
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.7	1.7	1.7	1.8
利息覆盖率(倍)	6.8	6.4	7.5	8.4	9.2
净权益负债率(%)	4.0	6.1	29.0	26.3	22.7
速动比率(倍)	0.6	1.0	0.8	0.8	0.9
估值					
市盈率 (倍)	10.6	22.3	18.1	15.9	15.0
核心业务市盈率 (倍)	10.1	19.1	18.1	15.9	15.0
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	10.0	19.0	18.0	15.8	14.9
市净率 (倍)	2.2	2.4	2.2	2.1	2.0
价格/现金流 (倍)	3.3	9.4	44.1	14.7	3.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.7	9.5	11.0	9.9	11.2
周转率					
存货周转天数	158.0	149.8	133.7	131.7	132.4
应收帐款周转天数	31.2	18.2	14.9	14.6	14.5
应付帐款周转天数	22.0	17.3	15.0	19.7	19.8
回报率					
股息支付率(%)	123.7	208.8	50.0	50.0	50.0
净资产收益率 (%)	20.6	10.3	12.8	13.6	13.6
资产收益率 (%)	11.0	8.7	8.7	9.5	9.6
已运用资本收益率(%)	19.7	14.3	14.4	15.0	15.1

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