

美邦服饰：加盟业务明显改善

美邦服饰调研简报

评级： **增持-A**

上次评级：中性-B

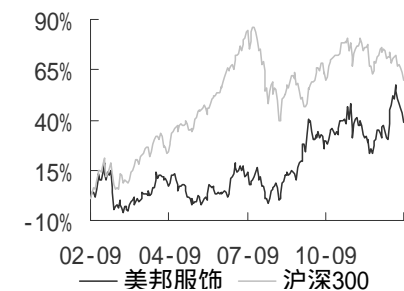
目标价格： **26.00 元**

期限：6 个月 上次预测：20.00 元

现价：23.99 元

报告日期： **2010-01-27**
市场数据

总市值(百万元)	24,109.95
流通市值(百万元)	2,518.95
总股本(百万股)	1,005.00
流通股本(百万股)	105.00
12 个月最高/最低	16.50/31.40 元
十大流通股东(%)	34.74%
股东户数	12,079

12 个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	11.56	12.48	(20.92)
绝对收益	6.25	10.31	38.61

研究员
赵梅玲 助理行业分析师
 021-68765110 zhaoml@essence.com.cn

报告关键点：

- 2009年四季度以来加盟业务明显改善
- 直营业务收入未来三年保持30% - 40%的增长
- 上调投资评级至“增持-A”

报告摘要：

- 2009年四季度以来加盟业务明显改善：**随着前三季度加盟商库存压力逐步减轻，国内服装零售市场稳步恢复，四季度销售旺季中，公司加盟商订货踊跃，开店积极性提高，公司四季度新签订200家左右的加盟合约，将在2009年四季度和2010年一季度相继开出。公司2009年加盟业务营业收入与2008年基本持平，扭转前三季度负增长的局面。而近期召开的2010年夏季订货会情况较好，我们预计2010年全年加盟业务收入增速将恢复至20%左右。
- 直营业务收入未来三年保持30% - 40%的增长：**近两年来公司在一二线城市密集开设的直营店收入效应将逐步释放，未来店铺将保持稳健增长，我们预计未来三年直营业务收入将保持30% - 40%的增长。
- 2010年“ME&CITY品牌”引入加盟：**公司中高端品牌“ME&CITY”几乎全部采用直营店方式运营，目前在全国范围内开设了70家直营店和1家加盟店。2010年公司计划引入加盟业务，我们预计2010年该品牌加盟店铺开设应比较稳健，长期而言，将成为公司业绩新的增长点。
- 2010年实行全面成本控制：**2010年公司将着手从原辅料采购、店铺开办、装修陈列、人力资源、融资成本等方面进行成本控制，避免外延式扩张带来成本的过快增长，我们假设未来三年期间费用率维持在2009年左右的水平，大致落在在30% - 33%的区间。
- 上调投资评级至“增持-A”：**公司目前收入40%来自于直营店铺，使得公司对于终端零售市场的反映最为迅速，此外，目前公司收入90%来自于定位相对低端的“Meters/bonwe”品牌，我们认为2010年服装内销市场仍将稳步增长，低端服装消费将直接受益。我们上调公司2009 - 2011年EPS至0.6元、0.85元和1.04元，上调公司投资评级至“增持-A”，给予公司2010年30倍的PE，6个月目标价26元。
- 股价催化剂：**终端零售持续好转带动业绩改善；股权激励顺利进行。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,156.5	4,473.7	5,200.3	6,846.4	9,165.9
Growth(%)	59.1%	41.7%	16.2%	31.7%	33.9%
净利润	364.0	587.5	600.0	851.4	1,048.8
Growth(%)	436.5%	61.4%	2.1%	41.9%	23.2%
毛利率(%)	38.8%	45.6%	46.0%	50.0%	49.0%
净利润率(%)	11.5%	13.1%	11.5%	12.4%	11.4%
每股收益(元)	0.36	0.58	0.60	0.85	1.04
每股净资产(元)	0.66	2.57	3.05	3.74	4.57
市盈率	66.2	41.0	40.2	28.3	23.0
市净率	36.1	9.3	7.9	6.4	5.2
净资产收益率(%)	54.5%	22.7%	19.6%	22.8%	22.9%
ROIC(%)	143.7%	75.4%	37.0%	26.7%	24.8%
EV/EBITDA	20.5	16.6	35.8	19.8	15.9
股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.7%	0.9%

前期研究成果

- 美邦服饰：高投入，低产出 2009-10-28
- 美邦服饰：费用高企吞噬利润 2009-08-02
- 美邦服饰：一季报业绩低于预期 2009-04-29

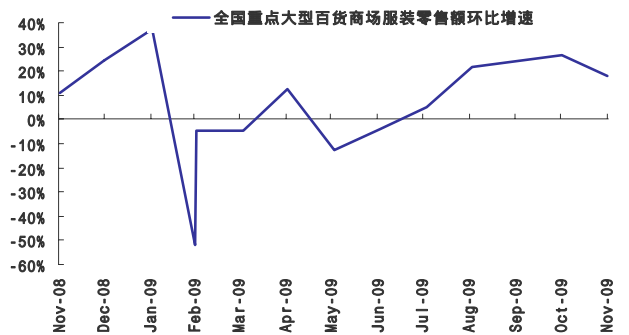
1. 2009 年四季度以来加盟业务明显改善

公司自 2009 年 1 季度以来业绩显著低于市场预期,2009 年 1 - 9 月营业利润率同比下降 54.96%,EPS 仅为 0.30 元。业绩低于预期的主要原因是:(1) 加盟业务同比负增长拖累业绩;(2) 大面积直营终端集中开设,导致销售费用快速攀升。(详见我们 2009 年 10 月报告“美邦服饰:高投入,低产出——2009 年三季报点评”)

2009 年 2 季度以来,国内服装零售市场稳步回暖(详见图 1 和图 2),公司零售终端的销售稳步恢复,加盟商的库存压力逐步减轻。四季度是公司传统的销售旺季,一方面是元旦、圣诞等节假日较密集,另一方面,四季度是冬装的密集销售季,而羽绒服、大衣等冬装单价跟毛利率都较高,因此四季度销售对公司全年业绩将产生重要影响。

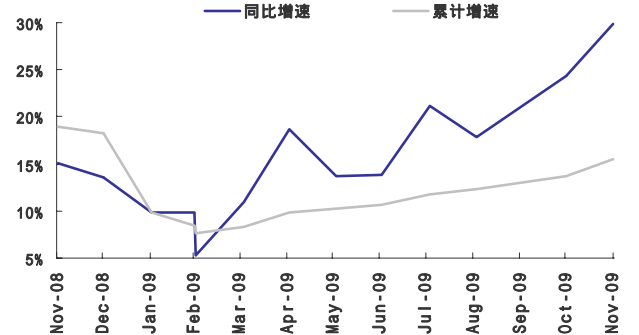
我们近期对公司调研了解到,四季度无论是加盟店还是直营店的终端销售情况都比较理想。特别是加盟商订货踊跃,开店积极性提高,公司四季度新签订 200 家左右的加盟合约,将在 2009 年四季度和 2010 年一季度相继开出。经过四季度,公司 2009 年加盟业务营业收入与 2008 年基本持平,扭转前三季度负增长的局面。

图 1: 全国重点大型商场服装零售额环比增速



数据来源: 全国商业信息中心, 安信证券研究中心

图 2: 全国重点大型商场服装零售额同比和累计增速



数据来源: 全国商业信息中心, 安信证券研究中心

2. 2010 年 ME&CITY 品牌引入加盟

公司中高端品牌“ME&CITY”运营一年多以来,其鲜明时尚的品牌特性在市场上获得了一定的知名度和美誉度,目前在全国范围内开设了 70 家直营店和 1 家加盟店,单店面积在 500 平方米以上,大部分店铺在 2009 年开设,因此该品牌店铺租金、装修、人员等费用大幅增长,2009 年该品牌亏损处于我们预期之内。

2010 年,公司将该品牌引入加盟,在一二线城市开设加盟店,公司未有具体的加盟店开设目标。我们认为,“ME&CITY”品牌培育时间较短,客户体验和品牌依赖尚需要时间,加盟店的开设需要成功的加盟商的榜样效应,因此,预计 2010 年加盟店开设应比较稳健,2011 年开始“ME&CITY”品牌加盟店的开设速度应会加快。

“ME&CITY”品牌目前直接竞争对手几乎为国外品牌,就定价看,“ME&CITY”品牌比 Zara 和 H&M 均价低 40% - 50%左右,比 Only 和 Vermoda 低 20% - 30%,该价格带的市场竞争相对较小,此外,公司覆盖全国的销售网络有助于该品牌的加盟业务顺利展开。长期而言,我们看好“ME&CITY”品牌的市场推广前景,我们预计未来 3 年,该品牌的每年的销售收入将翻番。

而对于 2010 年而言,我们认为,公司在 2009 年集中开设的店铺将逐步实现收入,而加盟店的稳步开设也将在公司的收入层面反映,但由于直营店的开设和运营成本较高,整体而言,对利润贡献较小。

3. 受益 2010 年内销市场稳步增长,上调公司评级至“增持-A”

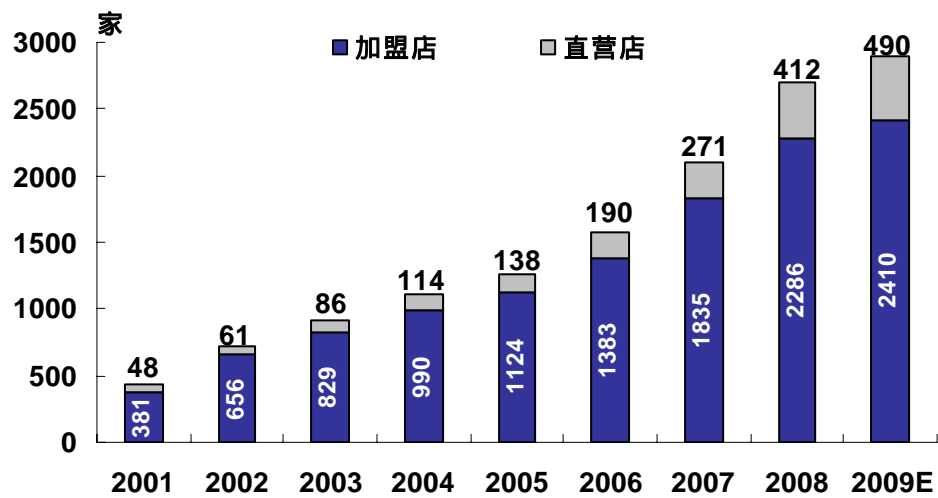
根据我们 2010 年度纺织服装行业策略观点,我们认为 2010 年服装内销市场仍将稳步增长,上市公司业绩持续改善(详见我们 2009 年 12 月报告“复苏开始 - 2010 年纺织服装行业投资策略”)。

目前，公司加盟和直营业务占销售收入的比重分别为 40%和 60%，而订货会订货额和现货的占销售收入的比重分别为 30%和 70%，相对于 A 股同类上市公司（如七匹狼和报喜鸟等），公司销售收入对终端零售市场的反映最为迅速。

我们看好 2010 年服装内销市场的稳步恢复，最近召开的夏季订货会订货额状况良好，我们预计未来三年加盟业务营业收入将保持 20%左右的年均增速，直营业务保持 30% - 40%的年均增速，整体营业收入的增速将保持 30%左右。

对于期间费用特别是销售费用的快速增长，2010 年公司将着手从原辅料采购、店铺开办、装修陈列、人力资源、融资成本等方面进行成本控制，我们假设未来三年期间费用率维持在 30% - 33%的区间。据此，我们上调公司 2009 - 2011 年 EPS 至 0.6 元、0.85 元和 1.04 元，上调公司投资评级至“增持-A”，给予公司 2010 年 30 倍的 PE，6 个月目标价 26 元。

图 3：公司目前店铺情况图



数据来源：安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-1-26

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,156.5	4,473.7	5,200.3	6,846.4	9,165.9	成长性					
减: 营业成本	1,930.5	2,434.1	2,808.2	3,423.2	4,674.6	营业收入增长率	59.1%	41.7%	16.2%	31.7%	33.9%
营业税费	14.4	21.5	31.2	41.1	55.0	营业利润增长率	371.3%	94.4%	-30.4%	89.1%	26.2%
销售费用	602.9	943.7	1,534.1	1,985.5	2,658.1	净利润增长率	436.5%	61.4%	2.1%	41.9%	23.2%
管理费用	155.0	189.3	234.0	273.9	366.6	EBITDA 增长率	290.1%	92.2%	-25.7%	83.3%	25.2%
财务费用	22.5	47.7	19.0	25.7	26.8	EBIT 增长率	345.4%	95.3%	-32.0%	87.4%	25.7%
资产减值损失	2.7	4.2	-6.2	-	-	NOPLAT 增长率	394.4%	64.5%	-2.7%	41.6%	22.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	213.4%	98.3%	96.6%	31.9%	21.9%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	119.7%	287.7%	18.6%	22.3%	22.5%
营业利润	428.6	833.3	580.1	1,097.1	1,384.8	利润率					
加: 营业外净收支	3.9	7.9	45.0	-1.0	1.0	毛利率	38.8%	45.6%	46.0%	50.0%	49.0%
利润总额	432.5	841.2	625.1	1,096.1	1,385.8	营业利润率	13.6%	18.6%	11.2%	16.0%	15.1%
减: 所得税	68.9	253.8	22.5	241.1	332.6	净利率	11.5%	13.1%	11.5%	12.4%	11.4%
净利润	364.0	587.5	600.0	851.4	1,048.8	EBITDA/营业收入	15.1%	20.4%	13.1%	18.2%	17.0%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	14.3%	19.7%	11.5%	16.4%	15.4%
货币资金	241.6	1,852.2	1,416.0	1,347.7	1,533.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	32	35	69	92	91
应收帐款	250.8	644.2	769.4	900.4	1,205.4	流动营业资本周转天数	12	42	79	90	85
应收票据	60.0	-	99.7	131.3	175.8	流动资产周转天数	106	178	223	172	150
预付帐款	127.0	153.4	160.7	169.6	181.7	应收帐款周转天数	12	24	31	28	26
存货	420.4	664.1	692.4	844.1	1,152.6	存货周转天数	43	44	47	40	39
其他流动资产	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	总资产周转天数	176	259	338	298	266
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	63	101	171	200	189
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	54.5%	22.7%	19.6%	22.8%	22.9%
投资性房地产	30.5	26.8	30.0	30.0	30.0	ROA	19.6%	12.8%	11.6%	13.9%	14.3%
固定资产	288.6	590.4	1,389.0	2,124.1	2,517.0	ROIC	143.7%	75.4%	37.0%	26.7%	24.8%
在建工程	116.3	180.9	109.1	66.1	40.2	费用率					
无形资产	103.2	122.4	160.9	196.9	202.4	销售费用率	19.1%	21.1%	29.5%	29.0%	29.0%
其他非流动资产	220.0	342.5	357.9	358.2	338.4	管理费用率	4.9%	4.2%	4.5%	4.0%	4.0%
资产总额	1,858.3	4,577.0	5,185.2	6,168.3	7,376.9	财务费用率	0.7%	1.1%	0.4%	0.4%	0.3%
短期债务	647.4	1,050.6	1,335.2	1,498.5	1,585.2	三费/营业收入	24.7%	26.4%	34.4%	33.4%	33.3%
应付帐款	404.2	502.6	561.6	684.6	934.9	偿债能力					
应付票据	19.5	50.0	46.2	56.3	76.8	资产负债率	64.1%	43.5%	40.8%	39.1%	37.7%
其他流动负债	119.7	186.1	162.2	123.5	90.0	负债权益比	178.4%	76.9%	68.9%	64.3%	60.5%
长期借款	-	200.0	200.0	200.0	200.0	流动比率	0.92	1.85	1.64	1.53	1.65
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.57	1.48	1.28	1.15	1.20
负债总额	1,190.8	1,989.2	2,115.1	2,413.9	2,779.5	利息保障倍数	20.08	18.48	31.52	43.67	52.72
少数股东权益	2.8	-	2.3	5.5	9.5	分红指标					
股本	400.0	670.0	1,005.0	1,005.0	1,005.0	DPS(元)	-	-	0.12	0.17	0.21
留存收益	264.7	1,917.8	2,062.8	2,743.9	3,582.9	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	667.5	2,587.8	3,070.0	3,754.4	4,597.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.7%	0.9%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	363.6	587.4	600.0	851.4	1,048.8	EPS(元)	0.36	0.58	0.60	0.85	1.04
加: 折旧和摊销	43.7	92.3	81.0	123.7	149.2	BVPS(元)	0.66	2.57	3.05	3.74	4.57
资产减值准备	2.7	4.2	-6.2	-	-	PE(X)	66.2	41.0	40.2	28.3	23.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	36.1	9.3	7.9	6.4	5.2
财务费用	9.7	21.8	52.4	19.0	25.7	P/FCF	120.6	66.4	-33.1	-731.6	129.8
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	7.6	5.4	4.6	3.5	2.6
少数股东损益	-0.3	-0.1	2.5	3.6	4.4	EV/EBITDA	20.5	16.6	35.8	19.8	15.9
营运资金的变动	-243.4	-290.4	-232.6	-158.0	-313.1	CAGR(%)	33.0%	21.5%	32.8%		
经营活动产生现金流量	218.0	469.9	463.7	846.4	916.0	PEG	2.0	1.9	1.2	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-338.4	-715.5	-852.0	-852.0	-522.0	ROIC/WACC	18.0	9.5	4.6	3.3	3.1
融资活动产生现金流量	141.9	1,792.6	145.6	-32.7	-149.8	REP	0.6	1.0	1.6	1.7	1.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

赵梅玲，武汉大学经济学硕士，2007年7月加入安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn	张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编: 100034