美邦服饰 (002269)

开源节流助公司走出短期困境

增持/ 维持评级

股价：RMB25.9

分析师

汪 蓉

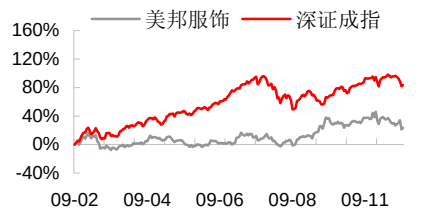
755 8249 2801 wangrongyjs@lhzq.com

- 公司今日公告修正 09 年全年业绩，预计归属母公司净利润同比增幅从-30%-0%上调至 0-10%之间。以 10.05 亿总股本测算，公司 08 年 EPS 约为 0.58 元，09 年 EPS 预计在 0.58-0.64 元之间。
- 相较于前 3 季度的业绩下滑，第 4 季度业绩回升速度之快超出了我们预期，我们判断其中期间费用和税费的控制功不可没，另外四季度以来消费需求回升、加盟部分补单量的明显增加等对业绩提升也有一定帮助。同时表明了公司对经营问题的重视程度之深、改善速度之快。
- 根据我们此前调研的情况，三季度末以来，公司在经营管理方面确实已经显现出一些积极的方面，预示着未来业绩改善的可能性逐渐增强，包括：1、直营业务持续表现出良好的成长性，直营收入占比从往年的 35%提升至 40%，成为公司渡过经济危机难关的重要筹码；2、已投入营业的新门店销售状况良好、部分成熟门店的平效持续提升，表明公司的品牌影响力和美誉度并未受到打击；3、三季度以后国内经济持续复苏、消费者信心恢复明显，部分加盟商已经主动要求增加订货，批发业务逐步好转。短期来看，公司在费用方面的控制对提升业绩效果最为显著，而长期来看业绩的增长还要依靠销售规模的提升。
- 基于当前加盟商信心恢复较快、公司管理效率改善的效果明显以及所得税率下降的事实，我们在前期盈利预测的基础上稍做调整，调高对公司的盈利预测。从业绩表现来看，MB 仍将为未来几年销售收入的主要贡献者；直营收入占比继续保持在较高比重，但加盟业务增速会继续提高；同时由于直营占比的提升，毛利率呈稳步提升态势；费用率方面，由于费用控制得当以及收入提高，期间费用率逐渐走低。
- 综合来说，2009、2010 和 2011 年 EPS 分别至：0.62 元、0.88 元和 1.21 元。对应当前股价的 PE 水平分别为：40、28 和 20 倍，继续维持推荐评级。

基础数据

总股本（百万股）	1005
流通 A 股（百万股）	105
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	2719

与上证指数对比走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4473.7	3079.8	5185.4	6813.8	8598.4
(+/-%)	41.7	7.9	15.9	31.4	26.2
归属母公司净利润(百万元)	587.5	299.2	622.2	886.2	1215.8
(+/-%)	61.4	-12.4	5.9	42.4	37.2
EPS(元)	0.58	0.30	0.62	0.88	1.21
P/E(倍)	42.65	86.3	40.27	28.27	20.61

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

09 年业绩增幅预期由负转正

公司今日公告修正 09 年全年业绩，预计归属母公司净利润同比增幅从-30%-0%上调至 0-10%之间。以 10.05 亿总股本测算，公司 08 年 EPS 约为 0.58 元，09 年 EPS 预计在 0.58-0.64 元之间。

公告指出业绩增速上调的主要原因来自四季度销售业绩和费用控制等管理方面的改善。具体包括:

1、第四季度，公司募投资金项目中所购置和租赁的店铺陆续投入使用并产生效益;

2、Meters/bonwe 主品牌直营管理继续得到加强，可比直营店铺收入持续提升;

3、ME&CITY 新品牌的品牌运营和市场推广逐渐产生效果;

4、各项期间费用得到有效控制。

此前调低预期的原因来自加盟收入下滑和期间费用高企

导致 09 年公司业绩大幅低于年初预期的主要原因来自以下两点:

1、经济危机的爆发导致市场需求骤减，加盟渠道库存增加较多；加盟商对市场需求的判断从乐观转为谨慎，在经营方面趋于保守，致使公司加盟收入增幅出现下滑;

2、公司在弱市下仍然保持了激进的扩张势头，不仅大量开出直营店铺，而且将调整成熟品牌系列和推出新品牌同步进行，导致短期内费用开支大幅增加、但相应的效益未能及时显现。

公司调整速度之快超出我们预期

在此前的报告中，我们提到三季度末以来，公司在经营管理方面确实已经显现出一些积极的方面，这些积极因素的存在预示着未来公司业绩改善的可能性逐渐增强，包括:

1、公司直营业务持续表现出良好的成长性，直营收入占比从往年的 35%提升至 40%，成为公司渡过经济危机难关的重要筹码;

2、已经投入营业的新门店销售状况良好、部分成熟门店的平效持续提升，表明公司的品牌影响力和美誉度并未受到打击;

3、三季度以后，国内经济持续复苏、消费者信心恢复明显，部分加盟商已经主动要求增加订货，批发销售的趋势逐步好转。

不过第 4 季度业绩回升速度之快仍然超出了我们预期，我们判断其中期间费用和税费的控制功不可没，另外四季度以来消费需求回升、加盟部分补单量的明显增加等对业绩提升也有一定帮助，同时也表明了公司对经营问题的重视程度之深和改善速度之快。

盈利预测

基于当前加盟商信心恢复较快、公司管理效率改善的效果明显以及所得税率下降的事实，我们在前期盈利预测的基础上稍做调整，调高对公司的盈利预测。

从业绩表现来看，MB 仍将为未来几年销售收入的主要贡献者；直营收入占比继续保持在较高比重，但加盟业务增速会继续提高；同时由于直营占比的提升，毛利率呈稳步提升态势；费用率方面，由于费用控制得当以及收入提高，期间费用率逐渐走低。

综合来说，2009、2010 和 2011 年 EPS 分别至：0.62 元、0.88 元和 1.21 元。对应当前股价的 PE 水平分别为：40、28 和 20 倍，继续维持推荐评级。

表 公司销售收入预测表

	直营店	%	加盟店	%	直营店销售额	加盟店销售额	直营店销售量	加盟店销售量	直营平均单价	加盟平均单价	销售收入合计
2005N	22		999		54.28	862.44	0.81	19.08	66.88	45.21	916.72
2006N	183	731.82	1258	25.93	604.92	1374.56	8.12	30.55	74.49	45.00	1979.48
2007N	271	48.09	1835	45.87	1057.11	2094.71	13.79	39.52	76.65	53.00	3151.82
2008N	400	47.60	2298	25.23	1430.56	3035.94	18.58	54.21	77.00	56.00	4466.50
2009E	500	25.00	2413	5.00	1967.02	3218.39	28.38	63.86	69.30	50.40	5185.40
2010E	600	20.00	2895	20.00	2596.46	4217.38	34.06	76.07	76.23	55.44	6813.84
2011E	690	15.00	3475	20.00	3284.52	5313.89	41.04	91.29	80.04	58.21	8598.42
2012E	794	15.00	4169	20.00	4154.92	6695.51	49.44	109.54	84.04	61.12	10850.43

资料来源：华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表 单位: 百万元

	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3314	3329	4063	5123
现金	1852	1407	1659	2184
应收账款	414	466	545	687
其他应收款	230	257	338	341
预付账款	153	183	238	299
存货	664	1015	1283	1611
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	1263	1315	1404	1448
长期投资	0	0	0	0
固定资产	590	670	738	750
无形资产	122	142	167	192
其他非流动资产	550	503	499	506
资产总计	4577	4644	5467	6570
流动负债	1789	1235	1390	1588
短期借款	1051	400	400	400
应付账款	417	474	620	776
其他流动负债	322	362	370	411
非流动负债	200	400	400	400
长期借款	200	400	400	400
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	1989	1635	1790	1988
少数股东权益	0	-0	-0	-1
股本	670	1005	1005	1005
资本公积	1278	943	943	943
留存收益	639	1061	1729	2635
归属母公司股东权益	2588	3009	3677	4583
负债和股东权益	4577	4644	5467	6570

现金流量表 单位: 百万元

	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	470	376	660	995
净利润	587	622	886	1215
折旧摊销	92	75	88	97
财务费用	48	65	60	58
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-235	-400	-371	-376
其他经营现金流	-23	14	-3	1
投资活动现金流	-715	-105	-130	-102
资本支出	713	48	73	48
长期投资	0	8	0	-5
其他投资现金流	-3	-49	-57	-59
筹资活动现金流	1793	-716	-278	-368
短期借款	403	-651	0	0
长期借款	200	200	0	0
普通股增加	270	335	0	0
资本公积增加	1265	-335	0	0
其他筹资现金流	-346	-266	-278	-368
现金净增加额	1547	-446	252	525

利润表 单位: 百万元

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4474	5185	6814	8598
营业成本	2434	2820	3665	4603
营业税金及附加	21	26	34	43
营业费用	944	1336	1637	1937
管理费用	189	223	293	370
财务费用	48	65	60	58
资产减值损失	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	833	716	1124	1588
营业外收入	17	70	20	20
营业外支出	10	8	8	8
利润总额	841	778	1136	1599
所得税	254	156	250	384
净利润	587	622	886	1215
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	588	622	886	1216
EBITDA	973	856	1272	1742
EPS（元）	0.88	0.62	0.88	1.21

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	41.7%	15.9%	31.4%	26.2%
营业利润	94.4%	-14.1%	57.1%	41.3%
归属于母公司净利润	61.4%	5.9%	42.4%	37.2%
获利能力				
毛利率 (%)	45.6%	45.6%	46.2%	46.5%
净利率 (%)	13.1%	12.0%	13.0%	14.1%
ROE(%)	22.7%	20.7%	24.1%	26.5%
ROIC(%)	29.4%	24.4%	30.7%	36.4%
偿债能力				
资产负债率 (%)	43.5%	35.2%	32.7%	30.3%
净负债比率 (%)	62.87%	48.93%	44.69%	40.25%
流动比率	1.85	2.70	2.92	3.23
速动比率	1.48	1.87	2.00	2.21
营运能力				
总资产周转率	1.39	1.12	1.35	1.43
应收账款周转率	15	12	13	14
应付账款周转率	6.69	6.33	6.71	6.59
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.62	0.88	1.21
每股经营现金流(最新摊	0.47	0.37	0.66	0.99
每股净资产(最新摊薄)	2.57	2.99	3.66	4.56
估值比率				
P/E	42.65	40.27	28.27	20.61
P/B	9.68	8.33	6.81	5.47
EV/EBITDA	25	29	19	14

数据来源：华泰联合证券研究所

华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

华泰联合证券股票评级标准

增 持　　未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上

中 性　　未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间

减 持　　未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持　　行业股票指数超越大盘

中 性　　行业股票指数基本与大盘持平

减 持　　行业股票指数明显弱于大盘

免责申明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称"华泰联合证券"）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层

邮政编码：518001

电　　话：86 755 8249 3932

传　　真：86 755 8249 2062

电子邮件：lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码：200120

电　　话：86 21 5010 6028

传　　真：86 21 6849 8501

电子邮件：lzrd@lhzq.com