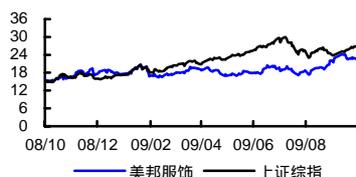


**动态报告**
**纺织服装**
**服装**
**美邦服饰(002269)**
**推荐**
**2009 年报点评**

(维持评级)

2010 年 4 月 22 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

昨收盘 (元)	24.95
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,005.00/105.00
流通 B 股/H 股 (百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值 (百万元)	25075/2507
上证综指/深圳成指	3,033/11767
12 个月最高/最低 (元)	31.10/16.5

**财务数据**

净资产值 (百万元)	2,991
每股净资产 (元)	2.98
市净率	8.38
资产负债率	45%
息率	1.0%

**相关研究报告：**

- 《美邦服饰：模式率先转型奠定最优增长根基》——2009-9-21
- 《美邦服饰：真抓实干新品牌厚积薄发》——2009-7-10
- 《美邦服饰：盈利略低预期，仍为品牌服饰配置首选》——2009-2-26

**分析师：方军平**

电话： 021-69033158  
 E-mail: fangjp@guosen.com.cn  
 Sac 执业证书编号：S0980209080426

**独立性声明：**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断

**财报点评**

# 点面升级，重回高增长

**● 2009 EPS 0.60 元，符合预期**

2009 年公司实现收入 52.18 亿元同比增长 16.63%，实现净利润 6.04 亿元同比增长 2.84%，实现 EPS 0.60 元，经常性 EPS 0.55 元，完全吻合我们先前预期。利润分配预案为每股派现 0.42 元。

**● 直营增长 61%至 23 亿元，快速铺垫后经营效率将逐步提升**

借助募集资金 2009 年公司直营快速扩张，门店增长 27%至 523 个，直营面积增长约 74%至 27 万平米，直营收入增长 61%至 23 亿元。由于 2009 年新增直营店单店面积平均达 1036 平米，相对上市前 500 平米的门店其成熟期更长，同时租金等成本快速上升致 2009 年直营对净利润的贡献偏低。我们认为，公司经过此轮直营快速抢占市场优势渠道后，直营体系的扩张将逐步从“点”的布局到“面”的渠道升级，通过 300-700 平米的中级店实现渠道的全国性稳固型网状布局，同时未来三年公司直营大店将享受店面成熟的内涵式增长。我们预计公司 2010-2012 年直营平销将分别增长 8%、5%和 3%，直营净利润率将不断提升。

**● 加盟信心持续恢复，未来三年年增速 20%以上**

金融危机冲击加盟商信心，2009 年公司加盟店仅增加 2%至 2340 家，加盟面积增长约 4%至 42 万平米。随着国内消费景气的不断提升、公司产品品类的进一步完善、对加盟商的支持力度加大，加盟商开店信心逐步恢复，考虑内生和外延式增长，我们预计未来三年加盟收入增幅分别为逐级提高。

**● 股权激励彰显增长信心**

本次股权激励首期 700 万股授予 200 人，行权价 24.95 元，业绩最低要求为未来四年净利润年复合增长 25%，期权成本对净利润影响在 1.2%以下。

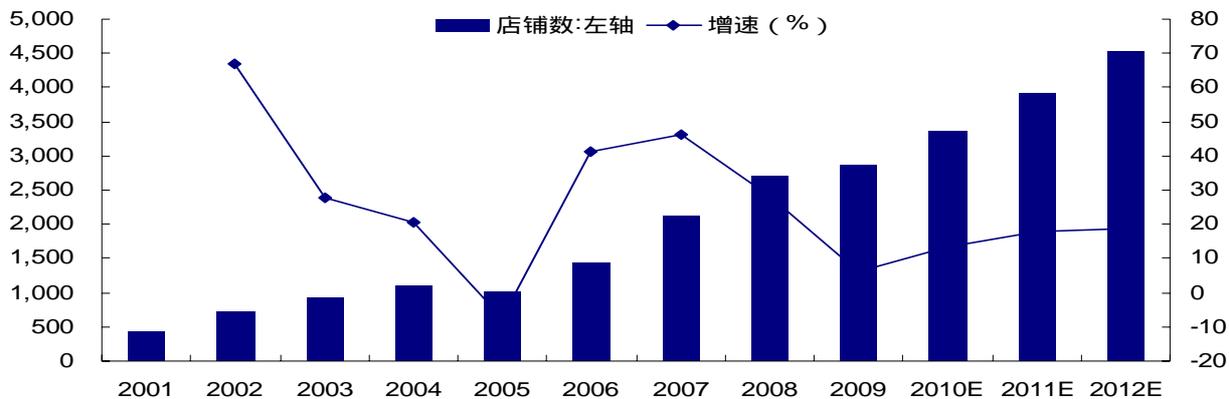
**● 合理价值 27.1 元-28.9 元，维持“推荐”评级**

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.76 元（维持）、0.98 元和 1.28 元，公司合理价值为 27.1-28.9 元，维持“推荐”。

**盈利预测和财务指标**

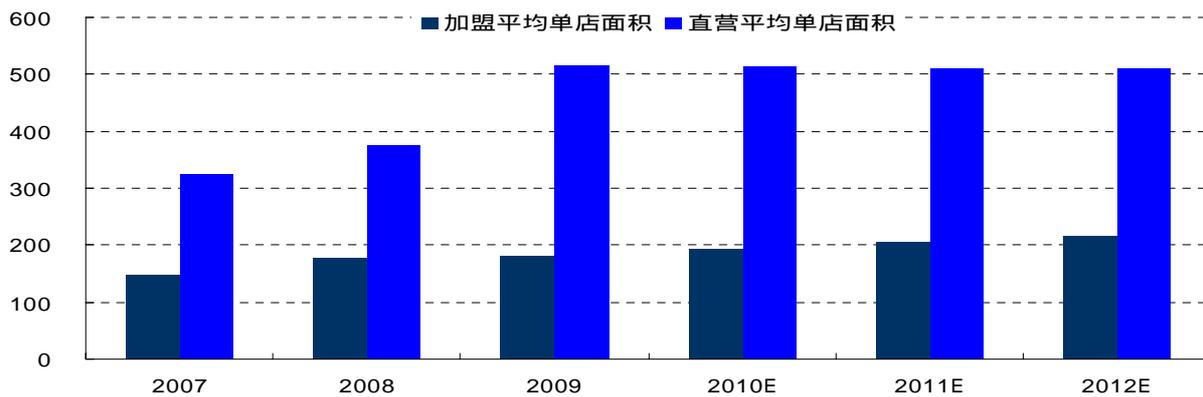
	2007	2008	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3,156.52	4,473.68	6,581	8,287	10,374
(+/-%)	59.12%	41.73%	26.1%	25.9%	25.2%
净利润(百万元)	363.99	587.52	766	983	1282
(+/-%)	436.51%	61.41%	26.8%	28.3%	30.5%
每股收益 (元)	0.91	0.88	0.76	0.98	1.28
EBIT Margin	14.39%		12.9%	14.7%	15.0%
净资产收益率 (ROE)	54.76%	22.70%	21.9%	23.6%	25.5%
市盈率 (PE)	23.90	24.80	32.7	25.5	19.6
EV/EBITDA	18.77		30.1	21.1	17.0
市净率 (PB)	13.09	5.63	7.16	6.02	4.99

图 1：2001-2012 年公司店面数及同比



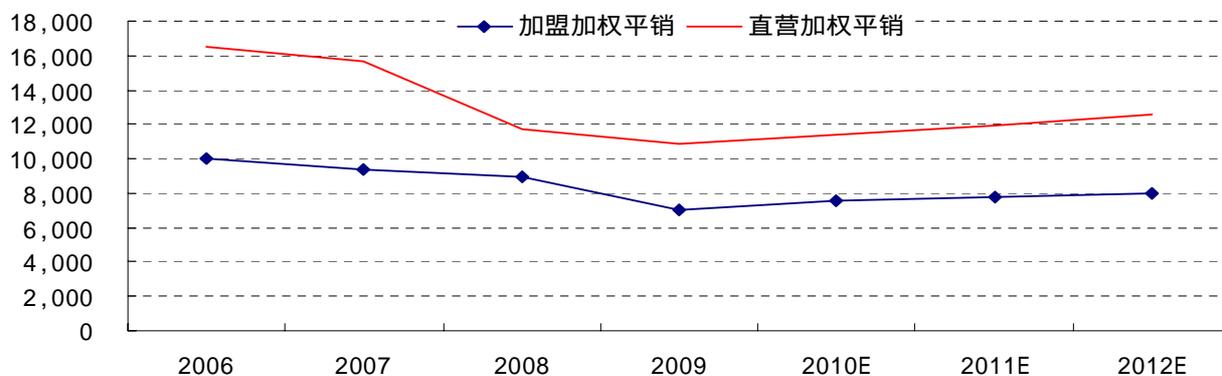
资料来源：国信证券经济研究所

图 2：2001-2012 年公司直营与加盟平均单店面积，平米



资料来源：国信证券经济研究所

图 3：2001-2012 年公司直营与加盟平销 元/平米



资料来源：国信证券经济研究所

## 附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1315	1703	1816	2358	<b>营业收入</b>	<b>5218</b>	<b>6581</b>	<b>8287</b>	<b>10374</b>
应收款项	567	811	1022	1279	营业成本	2895	3653	4613	5751
存货净额	902	1085	1361	1695	营业税金及附加	28	35	44	55
预付款项	428	383	482	603	销售费用	1451	1777	2072	2594
<b>流动资产合计</b>	<b>3211</b>	<b>3982</b>	<b>4681</b>	<b>5935</b>	管理费用	217	270	338	421
固定资产	1480	1958	2426	2653	财务费用	53	53	90	99
无形资产及其他	130	124	117	111	投资收益	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(14)	(32)	(39)	(14)
投资性房地产	23	29	29	29	其他收入	0	0	0	0
<b>长期待摊费用</b>	<b>377</b>	<b>566</b>	<b>599</b>	<b>630</b>	营业利润	562	762	1092	1441
递延所得税资产	85	103	125	150	营业外净收支	71	80	0	0
资产总计	5451	6761	7977	9508	<b>利润总额</b>	<b>633</b>	<b>842</b>	<b>1092</b>	<b>1441</b>
短期借款及交易性金融负债	459	1476	1692	1941	所得税费用	29	76	109	158
<b>应付款项</b>	<b>913</b>	<b>986</b>	<b>1237</b>	<b>1541</b>	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	888	395	484	604	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>604</b>	<b>766</b>	<b>983</b>	<b>1282</b>
流动负债合计	2260	2857	3414	4086					
<b>长期负债合计</b>	<b>200</b>	<b>400</b>	<b>400</b>	<b>400</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>2460</b>	<b>3257</b>	<b>3814</b>	<b>4486</b>	<b>净利润</b>	<b>604</b>	<b>766</b>	<b>983</b>	<b>1282</b>
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	9	(14)	0	0
股东权益	2991	3504	4163	5022	折旧摊销	66	94	146	187
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5451</b>	<b>6761</b>	<b>7977</b>	<b>9508</b>	公允价值变动损失	14	32	39	14
					财务费用	53	53	90	99
关键财务与估值指标					营运资本变动	377	(885)	(300)	(345)
每股收益	0.60	0.76	0.98	1.28	其它	(9)	14	0	0
每股红利	0.26	0.25	0.32	0.42	<b>经营活动现金流</b>	<b>1061</b>	<b>8</b>	<b>868</b>	<b>1138</b>
每股净资产	2.98	3.49	4.14	5.00	资本开支	(765)	(584)	(647)	(421)
ROIC	16%	18%	21%	23%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	20%	22%	24%	26%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(765)</b>	<b>(584)</b>	<b>(647)</b>	<b>(421)</b>
毛利率	45%	44%	44%	45%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	13%	15%	15%	负债净变化	0	200	0	0
EBITDA Margin	13%	14%	16%	17%	支付股利、利息	(261)	(253)	(324)	(423)
收入增长	17%	26%	26%	25%	其它融资现金流	(311)	1017	216	248
净利润增长率	3%	27%	28%	30%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(833)</b>	<b>964</b>	<b>(108)</b>	<b>(175)</b>
资产负债率	45%	48%	48%	47%	<b>现金净变动</b>	<b>(538)</b>	<b>388</b>	<b>113</b>	<b>542</b>
息率	1.0%	1.0%	1.3%	1.7%	货币资金的期初余额	1852	1315	1703	1816
P/E	41.5	32.7	25.5	19.6	货币资金的期末余额	1315	1703	1816	2358
P/B	8.4	7.2	6.0	5.0	企业自由现金流	278	(604)	298	804
EV/EBITDA	39.7	30.1	21.1	17.0	权益自由现金流	(33)	565	433	964

资料来源：国信证券经济研究所预测

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 免责条款

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

**国信证券经济研究所研究团队**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>交通运输</b>	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
周炳林	0755-82133339	赵谦	021-68866295	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	崔嵘	021-68866202	黄金香	010-82252922
		廖喆	021-68866236	高健	0755-82130678
<b>银行</b>		<b>房地产</b>		<b>机械</b>	
邱志承	021-68864597	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈焯	010-82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-68864598
戴志锋	0755-82133343			陈玲	0755-82133400
<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁</b>		<b>商业贸易</b>	
李君	021-68866235	郑东	010-82254160	胡鸿轲	021-68866206
左涛	021-68866253	秦波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
<b>基础化工</b>		<b>医药</b>		<b>石油与石化</b>	
邱伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李晨	021-68866252
陆震	0755-82130532	丁丹	0755-82130678	严蓓娜	021-68866253
张栋梁	0755-82130532	陈栋	021-68866235		
<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>	
彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236	彭波	0755-82133909
皮家银	021-68866205	廖绪发	021-68866237	李洪翼	010-82252922
<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>通信</b>	
徐颖真	021-68864007	武建刚	010-82250828	严平	021-68865025
谢达成	021-68866236	王一峰	010-82250828	程峰	021-68864599
<b>造纸</b>		<b>家电</b>		<b>计算机</b>	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌晨	021-68866233
<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>		<b>农业</b>	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-68866202	张如	021-68866233
<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>		<b>建材</b>	
廖绪发	021-68866237	黄茂	0755-82133476	杨昕	021-68864596
刘智景	021-68866233	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-68866233
<b>煤炭</b>		<b>建筑</b>		<b>中小股票</b>	
李然	0755-82130681	邱波	0755-82133390	高芳敏	021-68864586
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
<b>固定收益</b>		<b>投资基金</b>		<b>量化投资</b>	
李怀定	021-68866233	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-68866946
高宇	0755-82133528	秦国文	0755-82133528	戴军	021-68864585
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-68866946
<b>指数与产品设计</b>					
焦健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳瑾	0755-82131822				
周琦	0755-82131822				

**国信证券机构销售团队**

华南区		华东区		华北区	
<b>万成水</b>	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	<b>盛建平</b>	021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	<b>王立法</b>	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
<b>刘宇华</b>	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	<b>马小丹</b>	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	<b>王晓建</b>	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
<b>邵燕芳</b>	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	<b>郑毅</b>	021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	<b>谭春元</b>	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
<b>祝彬</b>	0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn	<b>黄胜蓝</b>	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	<b>焦戡</b>	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
<b>林莉</b>	0755-82133197 13824397011 linli@guosen.com.cn	<b>刘塑</b>	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn	<b>李锐</b>	010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
<b>王昊文</b>	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	<b>叶琳菲</b>	021-68864011 13817758288 yelf@guosen.com.cn	<b>徐文琪</b>	010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
		<b>许娅</b>	021-68866253 13482495069		
		<b>江智俊</b>	021-68864011 15221772073		
		<b>孔华强</b>	021-68866205 13681669123		