

费用控制不力影响业绩

美邦服饰 (002269) 评级: 增持(调高)

股价: 24.95 元

年报点评

2010 年 4 月 22 日 星期四

消费品小组

张先萍

021-50586660-8633

zxp@longone.com.cn

服装及商贸行业

职业证书编号: S0630207110042

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

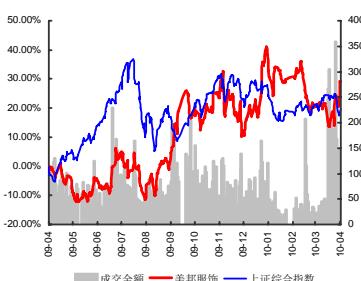
重要数据

总股本(亿股)	10.05
流通股本(亿股)	1.05
总市值(亿元)	250.74
流通市值(亿元)	25.07

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1个月	7.13	8.25
3个月	-2.96	1.02
6个月	7.40	8.62

个股相对上证综指走势图



相关报告:

- 《多重因素造成三季度业绩下滑明显》 09-10-27
- 《经济低迷时期扩张策略导致短期费用上升利润下滑》 2009-7-30
- 《业绩增速略低于预期》 09-4-28
- 《品牌提升拓展打造亮丽业绩》 09-3-27

投资要点

□ **09 年年报业绩:** 公司 09 年实现营业收入 52.17 亿元, 同比增长 16.63%, 而上半年收入增速为 11.3%; 利润总额 6.32 亿元, 同比下滑 24.77%; 归属于上市公司股东的净利润 6 亿元, 同比增长 2.84%; 基本每股收益 0.60 元。

□ **收入角度: 增长主要源于直营店铺。** 09 年公司直营店收入增长超过 60%, 而加盟店略有下滑 4%。直营店收入增长来源于直营店铺数量的增加和可比单店收入的增长: 09 年直营店铺新增 111 家达到 523 家 (其中 ME & City 增加约 80 家, 收入 3.5 亿元); 新推出的部分系列销量较好, 从终端角度看, 店长负责制促进了销售; 而 09 年由于经济下滑等原因, 美邦品牌的加盟商进货保守, 使得加盟收入略有下滑, 而美邦品牌的直营店比 08 年收入约增加 5.1 亿元。我们可以看出直营店铺占比的提高在某种程度上可抵御经济下滑风险下的服装零售企业销售下降的风险。

□ **费用角度: Me & City 扩张过快管理不当导致费用率大幅上升是业绩不佳的主要原因。** 公司 09 年的销售费用率较 08 年有明显上升了 6.7 个百分点, 达到 27.8%, 也明显高于其他服装类上市公司 (七匹狼销售费用率 15.2%, 报喜鸟 18%)。销售费用的上升主要源于公司在多品牌运行中采取了独立运行, 管理不到位引起了短期成本的明显上升, 租金费用、装修费用增加了约 79% 和 69%。

□ **上半年净利润增长主要来自于政策优惠, 四季度业绩有所好转。** 上半年根据政府相关批文对母公司 2008 年度计提的所得税进行调整, 加上 09 年税率降低为 20%, 上半年所得税费用下降约 8100 万元, 从而使得上半年净利润增长了 28%。而第三季度公司由于加盟商订货下滑、费用率的明显上升, 净利润同比下滑了 57%, 四季度公司调整了部分经营策略, 加上经济的回暖, 使得第四季度收入增长了 32%, 净利润增长了 24%。

□ **公司最近发布 10 年一季报公告预期净利润同比下滑 70-100%, 称其主要原因在于 Me&city 终端打折力度加大, 营销费用支出较大。一季报的预告明显要低于我们的预期。但公司夏季订货会情况较好, 预期今年业绩会逐季改善。**

□ **盈利预期和估值。** 预期公司年 10/11 年营业收入为 67.83/82.75 亿元,

09/10年实现净利润7.67/9.74亿元，每股收益0.76和0.97元，给予“增持”评级。

盈利预测及市场重要数据	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1,984	3,157	4,474	5,217	6,783	8,275
增长率	116.4%	59.1%	41.7%	16.6%	30.0%	22.0%
营业利润(百万元)	91	429	833	561	902	1,145
增长率	937.8%	371.3%	94.4%	-32.6%	42.8%	26.9%
净利润(百万元)	68	364	588	600	767	974
增长率	824.8%	436.5%	61.4%	2.8%	27.8%	26.9%
每股净资产(元)	1.16	1.66	3.86	2.98	3.53	4.21
每股收益(元)	0.26	0.91	0.88	0.60	0.76	0.97
市盈率(P/E)	0.0	0.0	31.6	41.8	32.7	25.8
市净率(P/B)	0.0	0.0	7.2	8.3	7.1	5.9
EV/EBITDA	2.0	1.3	21.4	40.4	26.9	20.9

附注:

分析师简介及跟踪范围:

张先萍：纺织及商贸行业分析师，东华大学服装工程学士、复旦大学经济学硕士，法国 EDHEC 商学院交流学习一年，三年行业工作经验

重点跟踪公司：七匹狼，报喜鸟，美邦服饰，鲁泰 A，雅戈尔，罗莱家纺，伟星股份，鄂武商，合肥百货

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122