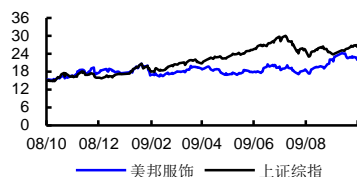


动态报告
纺织服装
服装
美邦服饰(002269)
推荐
2010年3季报点评

(维持评级)

2010年10月28日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘(元)	28.8
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)	28940/2894
上证综指/深圳成指	2997/13452
12个月最高/最低(元)	30.86/16.98

财务数据

净资产值(百万元)	2,889
每股净资产(元)	2.88
市净率	10
资产负债率	39.30%
息率	1.38%

相关研究报告:

《美邦服饰-002269-2010 中报点评-加盟快速回升, MC 盈利在望》-100818

《美邦服饰 2009 年点评: 点面升级, 重回高速增长》——2010-4-22

《美邦服饰 09 年三季报点评: 品牌培育的黄埔军校, MC 日趋明朗》——2009-10-28

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, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

迎接直营规模利润飙升

●前三季度 EPS 0.28 元, 符合预期

2010 年前 3 季度实现收入 48.52 亿元同比增长 57.54%, 实现净利润 3.2 亿元同比增长 7.16%, 实现 EPS 0.32 元, 符合预期。三季报公司预计 2010 年净利润同比增幅为 0-40%。

●加盟快速回升带动经营效率不断提高

居民收入提高、中低端服饰消费不断向三、四线城市的推进和公司适时调整的加盟定价策略等推动下, 公司加盟商开店积极性显著回升。3 季度公司加盟店新增约 160 家达到 2900 余家, 加盟收入同比增长 53%, 在收入占比中超过 50%, 加盟体系经过反思、巩固和再升级后, 公司加盟商质量和可持续拓展能力得到显著加强。前三季度公司存货周转天数 81 天, 同比改善 35%, 经营效率连续 5 个季度持续提高。

●直营发展策略初显规模效益, 先发优势将不断体现

开直营带大店策略符合品牌服饰发展的国际演变规律和我国服饰消费的未来发展方向, 公司坚持学习、创新和超越于国际竞争对手的策略虽经波折, 但随着 MC 系列及可能的进一步品牌升级策略的不断推进, 公司大店的先发优势将不断体现, 同时作为 A 股唯一的直营占比超过 40% 的品牌服饰公司将成为我国服饰消费中期高速增长中的弹性最大的公司, 我们认为公司直营品牌投入、市场架构、管理团队等均已越到迎接直营规模效益的临界点。公司的渠道优势、设计优势和品牌策划能力将为公司未来业绩超预期提供强大动力。三季度公司直营店达到约 600 家, 增幅不足 10%, 直营收入增幅近 70%。

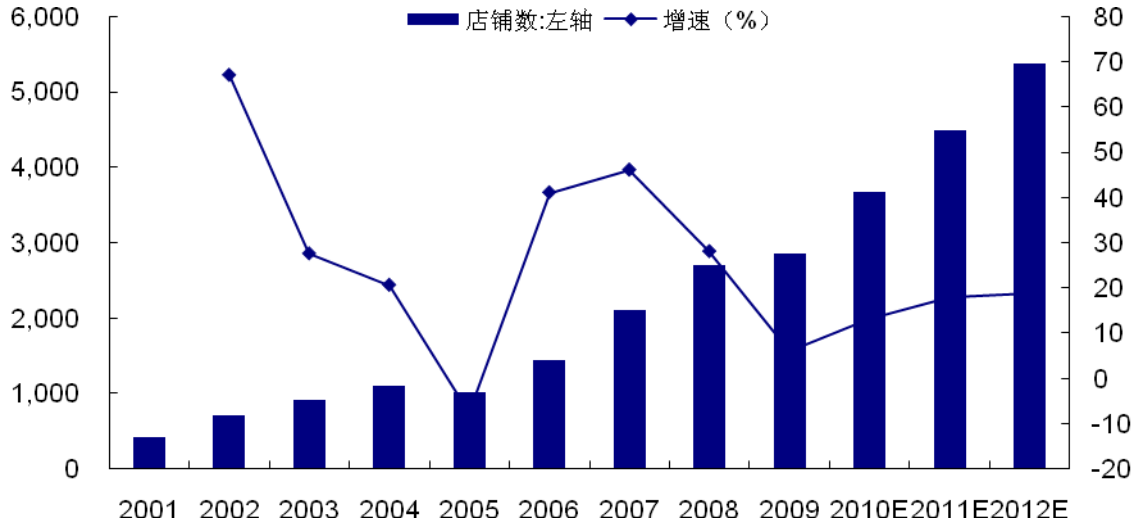
●合理价值 37.21 元, 维持“推荐”评级

公司 MC 发展逐步超预期, 我们调高了公司直营系列规模利润弹性, 我们维持 2010 年 EPS 0.76 元, 调高 2011-2012EPS 至 1.06 元和 1.45 元(原分别为 0.98 元和 1.35 元), 我们测算公司合理价值为 37.21 元, 当前股价低估 29%, 维持“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

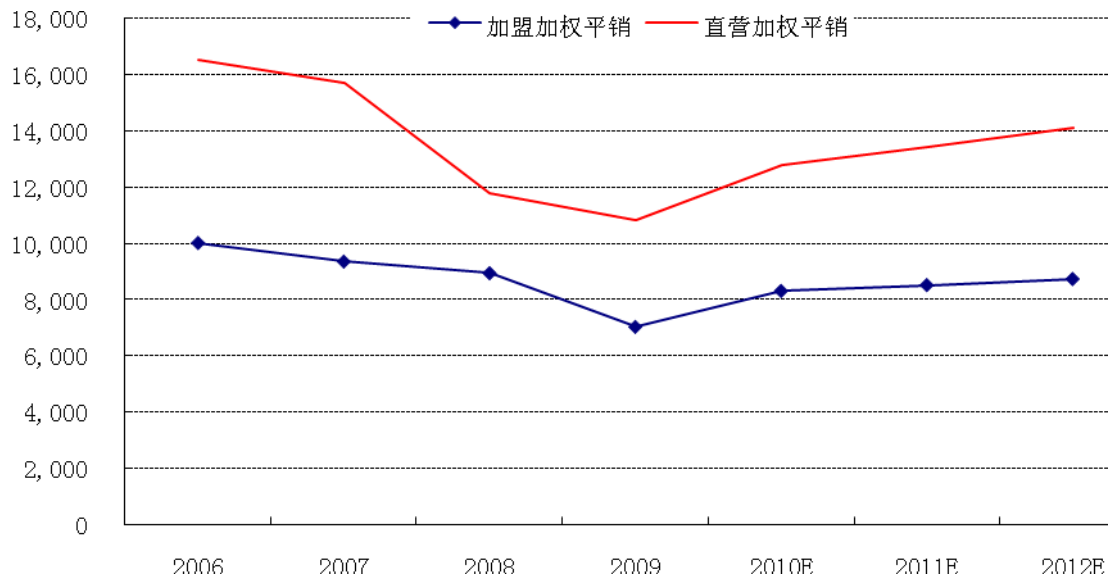
	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4474	5218	7,490	10,027	12,777
(+/-%)	41.7%	16.6%	43.6%	33.9%	27.4%
净利润(百万元)	588	604	767	1068	1455
(+/-%)	61.4%	2.8%	27.0%	39.2%	36.2%
每股收益(元)	0.88	0.60	0.76	1.06	1.45
EBIT Margin	14.39%		14.3%	15.4%	16.3%
净资产收益率 (ROE)	54.76%	22.70%	21.9%	25.3%	28.0%
市盈率 (PE)	50.1	49.3	38.8	27.9	20.5
EV/EBITDA	47.6	46.4	29.5	20.5	15.8
市净率 (PB)	13.09	9.96	8.50	7.05	5.73

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 年公司直营和加盟平销



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)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1315	2467	2204	2860
应收款项	567	923	1236	1575
存货净额	902	1150	1577	2034
预付款项	428	435	583	743
流动资产合计	3211	4976	5600	7212
固定资产	1480	2226	2743	3089
无形资产及其他	130	124	117	111
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	23	23	23	23
长期待摊费用	377	416	418	393
递延所得税资产	85	118	152	186
资产总计	5451	7882	9053	11014
短期借款及交易性金融负债	459	1850	2121	2432
应付款项	913	1150	1577	2034
其他流动负债	888	1076	834	1052
流动负债合计	2260	4077	4532	5518
长期负债合计	200	300	300	300
负债合计	2460	4377	4832	5818
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2991	3505	4221	5196
负债和股东权益总计	5451	7882	9053	11014

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.60	0.76	1.06	1.45
每股红利	0.26	0.25	0.35	0.48
每股净资产	2.98	3.49	4.20	5.17
ROIC	16%	23%	28%	30%
ROE	20%	22%	25%	28%
毛利率	44.52%	43.38%	41.80%	41.06%
EBIT Margin	12%	14%	15%	16%
EBITDA Margin	13%	15%	17%	18%
收入增长	17%	44%	34%	27%
净利润增长率	3%	27%	39%	36%
资产负债率	45%	56%	53%	53%
息率	0.9%	0.9%	1.2%	1.6%
P/E	49.3	38.8	27.9	20.5
P/B	10.0	8.5	7.1	5.7
EV/EBITDA	46.4	29.5	20.5	15.8

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5218	7490	10027	12777
营业成本	2895	4241	5836	7531
营业税金及附加	28	40	53	68
销售费用	1451	1846	2224	2638
管理费用	217	293	367	463
财务费用	53	70	122	139
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(14)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	562	1000	1425	1940
营业外净收支	71	10	0	0
利润总额	633	1010	1425	1940
所得税费用	29	242	356	485
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	604	767	1068	1455

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	604	767	1068	1455
资产减值准备	9	(14)	0	0
折旧摊销	66	89	141	181
公允价值变动损失	14	0	0	0
财务费用	53	70	122	139
营运资本变动	377	(128)	(739)	(291)
其它	(9)	14	0	0
经营活动现金流	1061	728	470	1346
资本开支	(765)	(814)	(651)	(521)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(765)	(814)	(651)	(521)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	100	0	0
支付股利、利息	(261)	(253)	(353)	(480)
其它融资现金流	(311)	1391	271	311
融资活动现金流	(833)	1238	(81)	(169)
现金净变动	(538)	1152	(262)	656
货币资金的期初余额	1852	1315	2467	2204
货币资金的期末余额	1315	2467	2204	2860
企业自由现金流	278	(41)	(89)	929
权益自由现金流	(33)	1398	90	1136

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

免责声明

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团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755-82130422
林松立	010-66026312	崔嵘	021-60933159	陈建生	0755-82133766
				岳鑫	0755-82130432
				高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397	陈玲	0755-82130646
				杨森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010-66026308	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	严蓓娜	021-60933165
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908		
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
刘智景	021-60933148	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
煤炭		建筑		新兴产业	
李然	010-66026322	邱波	0755-82133390	陈健	010-66215566
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339
高宇	0755-82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧梯	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康亢	010-66026337
张旭	010-66026340	阳瑾	0755-82133538	刘洋	
蔺晚熠	021-60933146	周琦	0755-82133568		
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
数量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	021-60933166				
郑云	021-60875163				
毛甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
焦戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
				黎敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn
				徐冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn