

## 证券研究报告—调研简报

纺织服装

美邦服饰 (002269)

推荐

服装

投资者交流会

2011年5月19日

## 在反思中升级品牌和高成长期

证券分析师: 方军平 021-60933158 fangjp@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120062

## 事项:

交流会及 2011 年冬装订货会展品。出席: 董事长, MB、MC 事业部总裁、董秘等

## 评论:

## ■ Q1: 存货结构及其解决

2010 年底 MB 存货 18 亿, 邦购等新业务存货 7 亿。MB 存货中 2009 年 2 亿, 2010 年 10 亿, 2011 年 6.7 亿。库存问题主要是 3 个方面的失误导致: 一, 战略层面, 以前加盟商都有特卖, 去年硬性规定撤销特卖; 二, 战略层面, 2010 年前 9 月直营可比增长 90%, 热血沸腾, 预计 4 季度和 1 季度增长 100%, 10 月天时回暖, 12 月下旬才进入冬季。2011 年春天来临时间又晚了一个月; 三, 管理技术方面, 供应链没有快速补单, 2010 年劳工荒, 春装 4 月才交货。解决办法是让加盟商开折扣店、直营折扣店以及电子商务。目前已有 508 家加盟商订货, 整合加盟商和公司库存形成一个持续性的渠道模式。在价格敏感地区开直营折扣店, 进入超市、大卖场和奥特莱斯等。我们预计 2011 年底利润、库存都不是问题, 但我们处在高速发展期和行业领先阶段, 一定会有新的问题。

## ■ Q2: 租金成本与人工成本

直营只有租金成本和人工成本, 加盟商目前面临租金成本、人工成本和税费上升。二三线城市目前租金 100% 以上增长, 随着土地财政支持力度的减弱, 消费税上升在 2013 年以前加盟商的税收问题会全面体现。我们的解决办法是提高平效, 推动品牌和产品升级, 要求所有链条上的人年收入不得低于 5 万元, 500 平米的店平效不得低于 5 万, 2 万平效将来是不可持续的。2011 年 1Q 收入的 50% 来自于平效的提高, 直营 80% 来自平效提高。产品升级走向系列化, 2004 年运动休闲和都是时尚收入占比为 60% 和 40%, 2011 年春夏已达 50% 和 50%, 新品语老款差异化显著提升。MC2009 年亏 1 亿, 2010 年亏 2 亿, 2011 年预计亏 5000 万元, 2012 年肯定盈利。

## ■ Q3: 邦购业务

我们总结 MC 的经验后, 邦购起步相对谨慎, 一直在尝试和试运行, 邦购 2011 年亏损很小。MB 执行很好, MC60% 以上店铺是盈利的, 淮海路店一年亏 2000 万, 但已经找到盈利的路了, 以后更多的精力将放在邦购上。淘宝、Vanci 还没有找到盈利的模式, 邦购做到 2 亿就盈利了。

## ■ Q4: 森马毛利率低于我们 10 个点, 净利率高于我们 5 个点

森马全加盟, 我们间加盟差异性很小, 直营的租金、税收、管理成本在目前的税收环境下差异很大, 未来直营的优势会

逐步显现。目前二三线城市对时尚的诉求越来越快，过去偏食上现在在二三线城市已经卖不掉了。10年前流行的是Baleno，5年前是凌志，近两年是H&M,Zara，未来3-5年是MB。

■ **Q5: 递延所得税资产和库存跌价准备**

递延所得税资产会随子公司的亏损转向盈利而下降。公司成立以来，产品销售价格都在生产成本之上。

■ **Q6: 股权激励及减持**

股权激励每年一次，今年具体时间暂未确定。解禁后肯定会减持一部分，流通股太少不利于上市公司发挥公司治理的优势，减持不排除引入战略投资者和行业投资者，引入拳头行业的龙头公司将给公司带来机会。

■ **维持 2011-2013 年 EPS 1.20 元、1.73 元和 2.34 元，合理价值 45.5 元/股，维持“推荐”评级**

公司产品设计人才引进和设计理念领先优势进一步提高，品牌和产品升级带动加盟商盈利空间扩大，未来2年加盟渠道仍将维持20以上增长。公司的**直营标准化程度显著提升**，学习型组织的优势继续彰显。我们认为，公司产品设计、品牌理念的提升为国际市场开拓积累力量，参考国际竞争对手，公司未来国内市场进入成熟期仍将维持至少20%的增长速度，维持2011-2013年EPS 1.20元、1.73元和2.34元盈利预测，公司合理价值为45.5元/股，维持“推荐”评级。

## 附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1107	1254	1423	1627	营业收入	7500	10264	13034	16768
应收款项	1260	1406	1785	2297	营业成本	4095	5631	7056	8948
存货净额	2548	2287	2870	3648	营业税金及附加	34	46	59	76
预付款项	710	610	765	973	销售费用	1989	2384	2885	3719
<b>流动资产合计</b>	<b>5625</b>	<b>5557</b>	<b>6844</b>	<b>8545</b>	管理费用	325	432	530	680
固定资产	2052	2604	2997	3281	财务费用	88	178	190	204
无形资产及其他	128	122	115	109	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	(8)	0	0	0
投资性房地产	70	81	93	107	其他收入	0	0	0	0
<b>长期待摊费用</b>	<b>332</b>	<b>253</b>	<b>175</b>	<b>181</b>	营业利润	963	1593	2315	3142
递延所得税资产	236	196	170	156	营业外净收支	71	0	0	0
资产总计	<b>8587</b>	<b>9189</b>	<b>10721</b>	<b>12511</b>	<b>利润总额</b>	<b>1034</b>	<b>1593</b>	<b>2315</b>	<b>3142</b>
短期借款及交易性金融负债	2776	2907	3227	3386	所得税费用	276	382	579	786
<b>应付款项</b>	<b>1867</b>	<b>2439</b>	<b>3061</b>	<b>3891</b>	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	513	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>758</b>	<b>1211</b>	<b>1736</b>	<b>2357</b>
流动负债合计	5156	5346	6288	7277					
<b>长期负债合计</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>5256</b>	<b>5446</b>	<b>6388</b>	<b>7377</b>	净利润	758	1211	1736	2357
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(6)	(8)	0	0
股东权益	3331	3743	4333	5134	折旧摊销	92	119	137	153
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8587</b>	<b>9189</b>	<b>10721</b>	<b>12511</b>	公允价值变动损失	8	0	0	0
					财务费用	88	178	190	204
					营运资本变动	(2049)	142	(353)	(479)
					其它	294	8	0	0
					<b>经营活动现金流</b>	<b>(904)</b>	<b>1471</b>	<b>1520</b>	<b>2030</b>
					资本开支	(642)	(656)	(525)	(430)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(642)</b>	<b>(656)</b>	<b>(525)</b>	<b>(430)</b>
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(100)	0	0	0
					支付股利、利息	(518)	(799)	(1146)	(1555)
					其它融资现金流	2575	131	320	159
					<b>融资活动现金流</b>	<b>1338</b>	<b>(669)</b>	<b>(826)</b>	<b>(1396)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>(208)</b>	<b>147</b>	<b>169</b>	<b>204</b>
					货币资金的期初余额	1315	1107	1254	1423
					货币资金的期末余额	1107	1254	1423	1627
					企业自由现金流	(1823)	950	1138	1753
					权益自由现金流	652	946	1315	1759

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

### 分析师承诺:

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。

### 风险提示:

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。

### 证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。