



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

2008年12月10日

纺织服装业

中金公司研究部

分析员: 郭海燕 guohy@cicc.com.cn

黄芳 huangf@cicc.com.cn

港股关注运动品牌, A股关注休闲品牌

——纺织服装行业 2009 年投资策略

投资要点:

◆ 我们对 2009 年纺织服装板块的投资策略建议是:

- 1) **低配上游和出口类别的公司, 超配优质运动和休闲服品牌公司。**受益于生活和着装休闲化的趋势, 运动服装、休闲服的增长性和防御性将好于鞋、正装和时装。其中: 运动服装 2009 年的消费增速有望保持 20% 左右的水平, 休闲服有望保持 12% 左右的水平。
 - 2) **调整盈利预期以充分反映宏观经济的不利变化, 品牌服装公司业绩将有所分化, 优秀公司仍有望保持良好的增长率, 逐步走出独立于大市的上升行情。**在经济下行、消费增速减缓的过程中, 优秀品牌公司虽然增速也会下降, 但仍可获得高于市场平均的增速, 恰当的市场定位、营销策略和渠道管理可以使其获得更高的市场份额。
 - 3) **港股重点关注运动品牌的投资机会, 如李宁、动向、百丽 (风险提示: 新收购的品牌增长缓慢); A 股重点关注休闲品牌的投资机会, 如七匹狼 (2009 上半年增速平缓)、美邦服饰 (有高估值、小流通市值导致的流动性风险)。**雅戈尔重置价值高于市值, 分红收益率高, 是典型的价值型投资机会。
- ◆ **2009 年国内市场服装消费增速预计: 将下降至 10% 左右。**今年 10 月份, 国内服装消费增速打破 1-9 月份平稳上升态势, 大幅滑落至单位数水平, 剔除少两天重要假期和天气偏暖影响秋冬新装销售的影响, 增速也已经回落至 11-12% 的水平。我们预计, 2009 年我国服装消费增速将从 08 年的 15% 以上下滑至 10% 左右 (上一轮经济低迷时, 服装消费在 2002 年最低点的名义增长率为 10.2%)。
 - ◆ **2009 年品牌服装零售店的内生增速预计: < 5%。**只有品牌竞争力强、经营良好的公司才能够获得 5% 左右的内生增速, 而零增长或负增长的情况会比较普遍。个体门店的销售增速取决周边居民的收入支付能力, 因此我们采用城镇居民的“人均”名义消费支出增速 (5%) 来作为内生增长的估计基础。
 - ◆ **我国服装消费仍有较大发展空间, 服装消费在经济下行周期中具有较好防御性, 特别是运动和休闲服类别。**在上一轮经济低迷时, 服装鞋帽增速相对稳定, 与食品类别大致相当, 高于金银珠宝和旅游增速。人均消费水平的国际比较显示, 我国人均消费数量和消费档次都有巨大的提升空间。从价格档次来看, 防御性的排序是: 中档、低档和高档, 将低档品牌排在中档之后是出于对价格战的担忧。**单纯的价格低廉并不能决定消费者的购买意愿, 我们看好“高性价比”的品牌定位。**
 - ◆ **上游和出口相关行业 (纺织、印染、服装加工等): 中短期内难以提振, 2009 年增速明显放缓至单位数水平、甚至会出现负增长。**09 年对出口有利的两个短期因素是出口退税上调和人民币升值放缓, 前者主要体现为一次性补贴, 后者可以一定程度上改善我国出口产品竞争优势。但在国外市场需求萎缩的趋势下, 难以扭转相关企业订单增长乏力、资金周转紧张、利润率下降的困境。
 - ◆ **我们预计, 2009 年经营性净利润增速在 30% 以上的公司有: 李宁 (+36.2%); 15% 以上的有: 中国动向 (+29.1%) 七匹狼 (+20.3%), 百丽国际 (+18.1%), 雅戈尔 (+17.8%); 低于 15% 的有: 众和股份 (+5.8%)、宝姿 (+5.5%)、鲁泰 A (+5.3%)、孚日股份 (+3.7%)、思捷环球 (-0.2%)、魏桥纺织 (-1.5%)。**以上盈利预测中, 我们已将李宁的内生增速假设由 8% 下调至 5%, 七匹狼的内生增速假设由 8% 下调至 4%, 同时下调了宝姿和思捷环球的盈利预测。此次调整后, 我们对各公司 09 年品牌服装的内生增长假设普遍在 5% 或更低的水平, 希望能够更加审慎的反映各公司的盈利边际。

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供本报告的版权仅为我公司所有, 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、发表或引用。

目录

需求增速仍将放缓.....	4
国内市场和品牌服装公司: 10 月份后需求增速下滑明显.....	4
出口市场和中上游公司: 中短期难以提振.....	6
08 年 4 季度内生增速已明显放缓, 上半年高基数加重 09 年的增长压力.....	7
港股关注运动品牌, A 股关注休闲品牌.....	9
我国服装消费仍有较大发展空间, 经济下行中服装消费具备防御性.....	9
运动服、休闲服防御性好于鞋、女装、正装.....	10
运动品牌: 需求保持快速健康增长, 是消费品板块的亮点.....	11
休闲服装: 增速也将放缓, 但也具备较好防御性.....	13
2009 年盈利预测的主要假设和结果对比.....	15
估值及投资建议.....	16
给予下游“中性”、中上游“回避”的投资评级, 建议精选公司.....	16
上市公司投资评级.....	16
重点公司简评.....	19
七匹狼 (002029.CH/11.20 元, 下调盈利预测, 维持推荐评级).....	19
雅戈尔 (600177.CH/8.34 元, 审慎推荐).....	20
鲁泰 A (000726.CH/7.21 元, 中性).....	21
众和股份 (000061.CH/4.72 元, 中性).....	22
孚日股份 (002083.CH/4.31 元, 回避).....	23
李宁 (2331.HK/11.6 元, 下调盈利预测, 维持推荐评级).....	24
中国动向 (3818.HK/1.9 元, 推荐).....	25
百丽国际 (1880.HK/3.79 元, 推荐).....	26
宝姿 (589.HK/9.04 元, 下调盈利预测, 维持中性评级).....	27
思捷环球 (330.HK/44.25 元, 下调盈利预测, 维持中性评级).....	28
魏桥纺织 (2698.HK/1.85 元, 中性).....	29

插图

图 1: 百家大商场销售总额月份增速	4
图 2: 人均收入和支出的实际增速(上图)、名义增速(下图)	5
图 3: 城市 vs. 农村: 社会消费品零售总额, 及在服装、食品、家电、旅游中的消费占比 (2007)	5
图 4: 纺织品和服装出口的累计增速 (2003-2008 年月度数据, 美元计价)	6
图 5: 产业链结构图	7
图 6: 零售和纺织服装公司在 2008 年一、二季度达到盈利增速高峰, 形成高基数	8
图 7: 我国各类主要商品销售实际同比增速变化趋势	9
图 8: 各国人均消费数据对比	10
图 9: 各类服装和鞋的需求增速预测	11
图 10: 李宁的市场份额和销售增长率	12
图 11: 李宁与其它公司广告营销费用和所得税率的比较 (2007)	12
图 12: 中国市场运动品牌比较	13
图 13: 服装行业历史市盈率区间	16
图 14: 七匹狼主要财务指标及近期股价表现	19
图 15: 雅戈尔主要财务指标及近期股价表现	20
图 16: 鲁泰 A 主要财务指标及近期股价表现	21
图 17: 众和主要财务指标及近期股价表现	22
图 18: 孚日股份主要财务指标及近期股价表现	23
图 19: 李宁主要财务指标及近期股价表现	24
图 20: 中国动向主要财务指标及近期股价表现	25
图 21: 百丽国际主要财务指标及近期股价表现	26
图 22: 宝姿主要财务指标及近期股价表现	27
图 23: 思捷环球主要财务指标及近期股价表现	28
图 24: 魏桥纺织主要财务指标及近期股价表现	29

表格

表 1: 主要服装类公司近期内生增长和订单情况	8
表 2: 主要服装类公司 2009 年盈利预测	15
表 3: 纺织服装公司投资建议表	17
表 4: 可比公司估值表	18
表 5: 雅戈尔资产净价值测算	20

需求增速仍将放缓

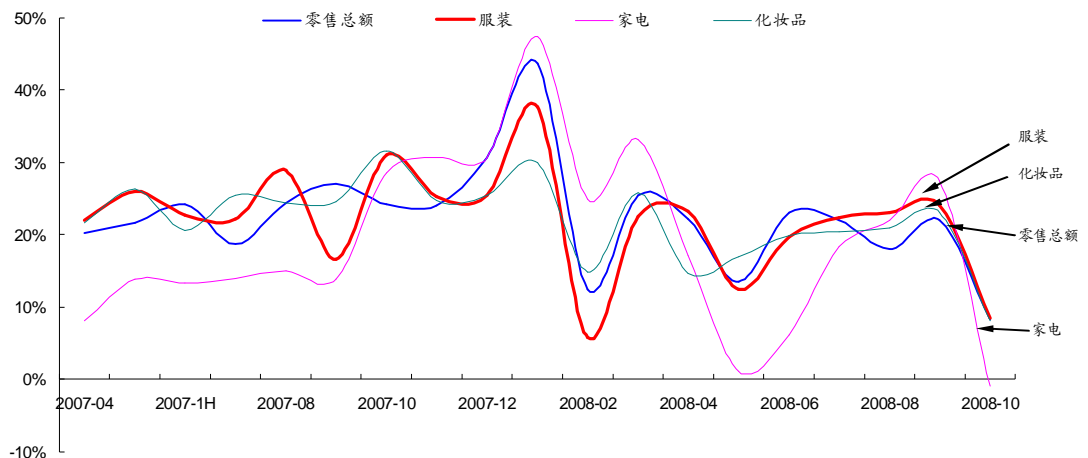
国内市场和品牌服装公司: 10 月份后需求增速下滑明显

I 10 月份以来, 我国服装消费增速明显下滑

全国百家重点大型零售企业统计数据表明, 服装销售增速在今年一至九月份平稳增长之后, 十月份大幅下滑至 8.39%, 相比上月回落 15.76 个百分点, 比去年同期下降 22.72 个百分点, 是 2007 年以来最低点 (剔除 1, 2 月份春节因素)。

天气偏暖导致秋冬新装滞销是引起消费放缓的原因之一, 而经济下滑对大众消费的心理影响更为关键。经济放缓, 股市低迷, 人们对未来收入并不乐观的预期导致在服装方面更为理性的消费。尽管各大百货商场提前开始大幅度打折促销, 服装销售增速下滑颓势依然难以挽回。07 年下半年到 08 年前三季度的高基数效应更削弱了未来的增长趋势。我们认为, 国内服装市场整体需求放缓态势已经确立, 在未来半年到一年里, 服装消费增速将明显放缓。

图 1: 百家大商场销售总额月份增速



资料来源: 中华商业信息网、中金公司研究部

I 2009 年消费增速和内生增长展望

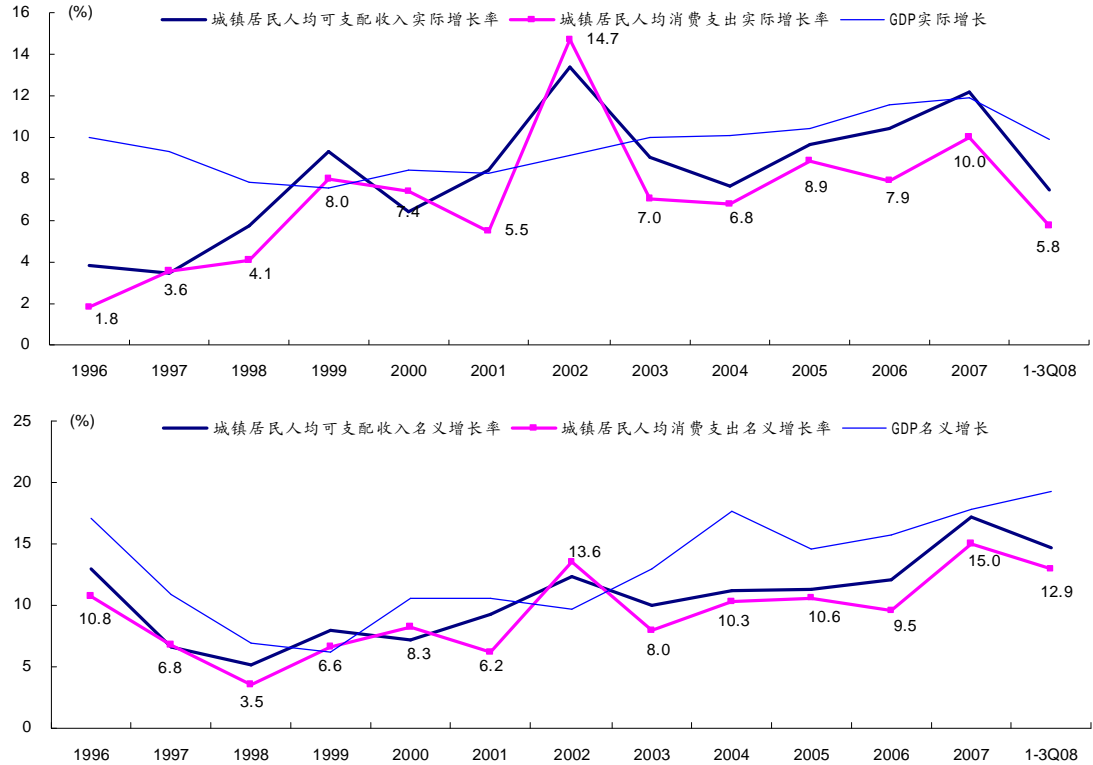
根据我国历史经验, 服装消费增长通常持平或高于社会消费品零售总额增速, 体现出较好的防御性。经济繁荣的时候, 服装消费实际增长会显著高于社会消费品零售增速。而在经济放缓年份, 服装消费增速会下降至社会消费品零售总额增速相同水平。

根据中金宏观组预测, 我国 09 年社会消费品零售总额实际增速将下降至 12% 左右, 相比 08 年下滑 1.6 个百分点。我们判断服装销售实际增速将下降至同一水平。考虑到服装平均价格指数在近 10 年来一直维持在 -3%~0 的水平, 2009 年我国服装消费名义增速将从 2008 年的 15% 以上下滑至 10% 左右的水平 (上一轮经济低迷时, 服装消费在 2002 年最低点的名义增速 10.2%)。

内生增长方面, 个体门店的销售增速取决周边居民的支付能力, 因此我们采用城镇居民的人均名义消费支出增速 (5%) 来作为内生增长的估计基础。今年 1-9 月份, 我国城镇居民人均可支配收

入实际增速下降至 7.5%，预计 09 年将进一步下降至 5~6%。估计人均实际支出比收入增速低 1 个百分点左右，加上 1% 的 CPI 通胀，城镇居民人均消费支出名义增速为 5~6%。我们认为只有品牌竞争力强、经营良好的公司才能够获得 5% 或更高的内生增速，而零增长或负增长的情况会比较普遍。

图 2：人均收入和支出的实际增速(上图)、名义增速(下图)



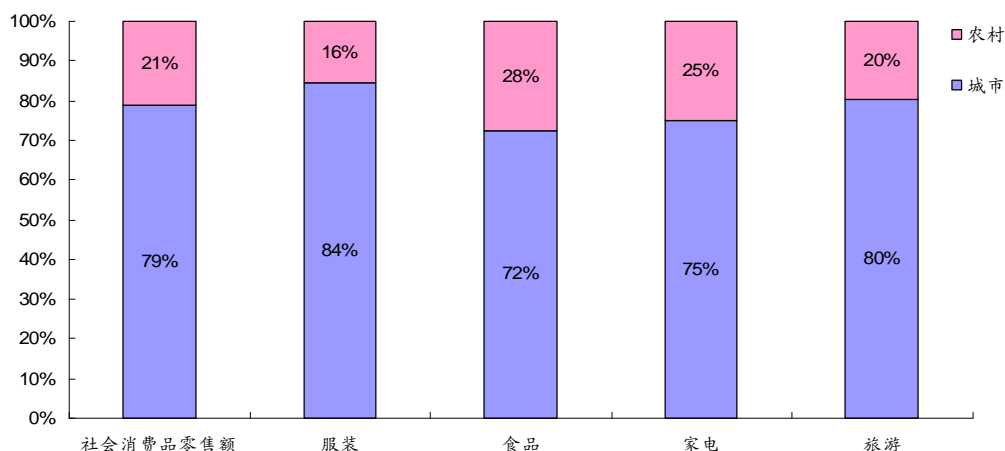
资料来源：中华商业信息网、中金公司研究部

农村收入提升难以在短期形成对整体消费的显著拉动

2007 年，农村消费占社会服装零售额的 16%，低于其在食品，家电，旅游等其他类别所占比例，这主要是由收入水平与消费观念差异所致。目前服装零售主要受城市人口消费增长及城市化进程推动。

中长期看来，惠农政策与土地改革有望改善农村收入，刺激消费，农村服装消费具有非常广阔的发展空间。但是在短期之内，由于农村服装支出所占比例偏低，收入提升难以形成对服装整体消费的显著拉动。

图 3：城市 vs. 农村：社会消费品零售总额，及在服装、食品、家电、旅游中的消费占比（2007）



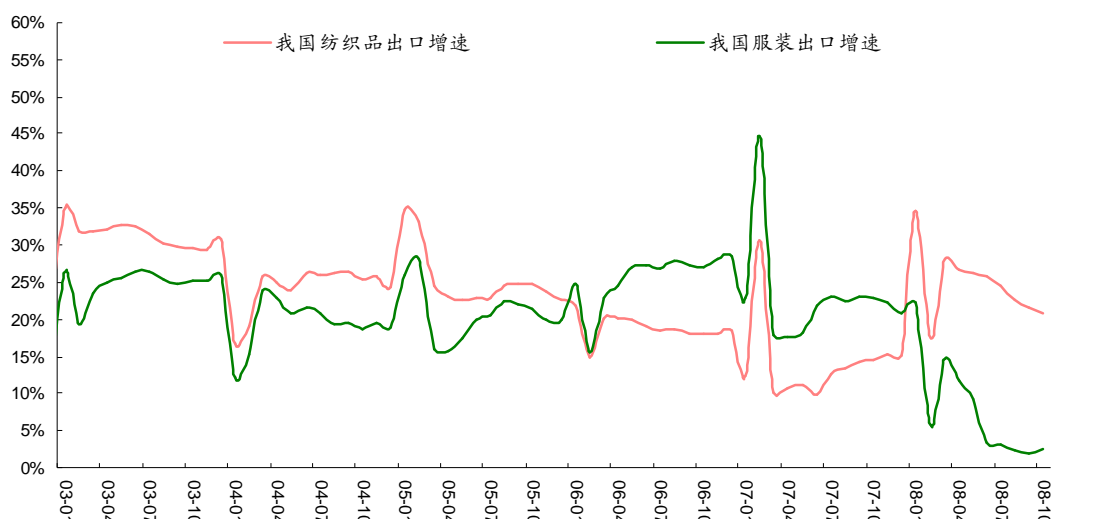
资料来源: 中华商业信息网、中金公司研究部

出口市场和中上游公司: 中短期难以提振

我国纺织品出口增幅继续呈现放缓迹象。海关最新公布的数据显示, 2008 年 1-10 月我国纺织服装累计出口 1369.4 亿美元, 同比增长 8.12%, 出口增幅继续放缓。人民币计价同比下降 0.68%。其中, 纺织品累计出口 498.6 亿美元, 服装累计出口 870.8 亿美元, 增速分别达到 21.34% 和 1.76%, 比去年同期分别加快 7.14 个百分点和回落 21.24 个百分点。

根据我们的了解, 目前九成纺织企业的出口订单出现逾 10% 的降幅, 有部分企业甚至无单可接。

图 4: 纺织品和服装出口的累计增速 (2003-2008 年月度数据, 美元计价)



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

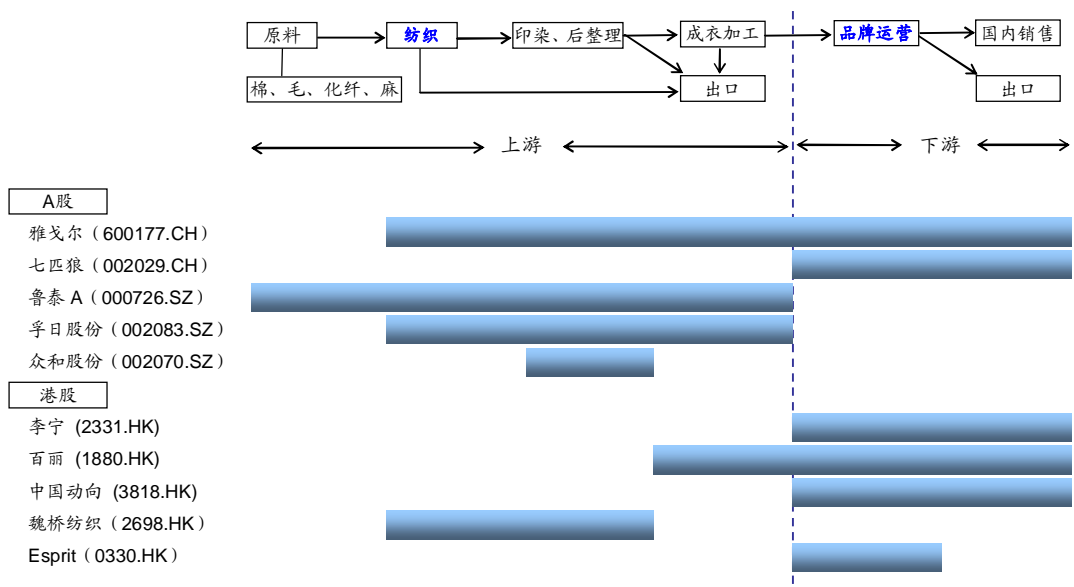
2009 年, 对出口有利的两个短期因素是出口退税率的下调和人民币升值趋势的放缓, 但我们认为出口放缓的总体趋势难以扭转:

- I 纺织品服装出口退税率在今年下半年 11% 调高到 14%，近期有望进一步调高至 17%。面临如此严峻的全球宏观形势，退税提高的作用主要体现为一次性的补贴（上调 1 个百分点对各企业短期净利润的拉动基本不会超过 3%），而出口企业的下一个春天何时到来与经济形势密切相关。如果需求不足导致各企业纷纷降低产品价格，则退税提升的补贴很快就会被毛利降低所吞噬。
- I 人民币升值趋势的放缓将会降低进口商的成本，增进我国纺织服装的竞争优势。这只能在一定程度上稳定出口额的下降趋势，但难以改善进口国经济衰退带来的负面影响。

当前，美国、欧盟、日本和香港已经集体陷入衰退，这四个地区占到中国纺织品出口市场一半以上份额，在他们的进口需求同时萎缩的情况下，国内刺激政策难以改变出口大幅放缓的趋势。我们预计，上游和出口相关行业（纺织、印染、服装加工等）2009 年收入增速明显放缓至单位数水平、甚至可能出现负增长。

下图刻画了我们重点研究公司在纺织服装产业链中的位置，其中主要业务集中在中上游的公司，应当对其未来增长采取审慎的态度。

图 5：产业链结构图



资料来源：中金公司研究部

08 年 4 季度内生增速已明显放缓，上半年高基数加重 09 年的增长压力

服装和零售行业主要上市公司销售情况显示，国内服装零售自 10 月份开始显著放缓。大部分服装品牌零售终端内生增长由前三季度的双位数下降至 10 月份单位数水平，部分公司同店销售出现零增长。我们近期的实地调研显示，虽然天气转冷，商场打折使得服装销售 11 月内生增长略有反弹，但相比前 3 季度增速仍有明显下降。经济放缓对服装消费的影响显现出来。

截止 10 月底，主要服装公司大都完成了明年春夏季订货会，订单结果显示经销商对明年上半年内生增长估计较为乐观，反映出此类商品在 2009 年仍然有望获得消费者的青睐，但如果终端零售出现大的波动，很有可能发生订单执行率下降，渠道存货过多，零售店大幅度打折的状况。

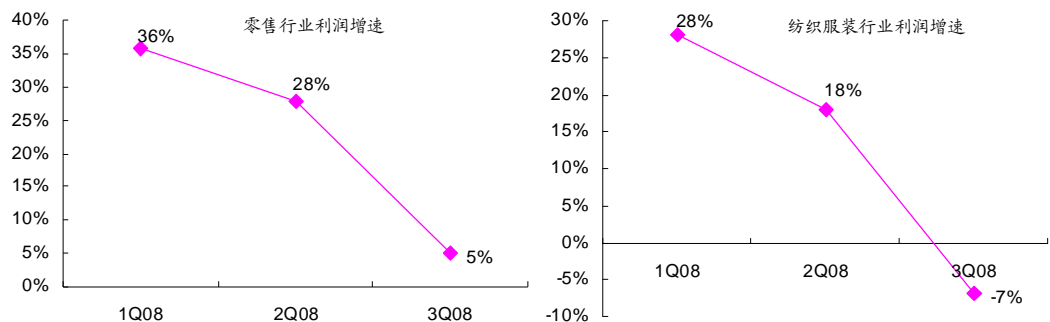
表 1: 主要服装类公司近期内生增长和订单情况

公司	内生增长率			2008年 门店扩张速度	2009上半年订单增 速	经销商对其内生增 长的估计	
	2008上半年	2008年第三季度	2008年10月				
七匹狼	8%	8%	5%	27%	10%	-13%	
美邦	15%	15%	10%+	31%	30%+	-1%	
报喜鸟	15%	15%	8%	18%	30%+	10%	
李宁	26%	32%	10%+	20%	35%	13%	
安踏	21%	20%	8%	12%	35%	20%	
特步	20%	20%	8%	14%	35%	19%	
动向	21%	21%	0	39%	31%	-2%	
百丽	鞋类	10%	10%	5%	50%	-	-
	运动	15%	15%	0	34%	-	-
达芙妮	16%	0	0	17%	-	-	
宝姿	30%	18%	5%	0%(有关店)	-	-	

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

1-3 季度国内纺织服装行业利润增速呈显著下滑态势。我们认为内生增速拐点已经出现, 销售和利润增速在未来 6 个月内难以再现高点。而 08 年上半年的高基数效应, 更加重了 09 年的增长压力。

图 6: 零售和纺织服装公司在 2008 年一、二季度达到盈利增速高峰, 形成高基数



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

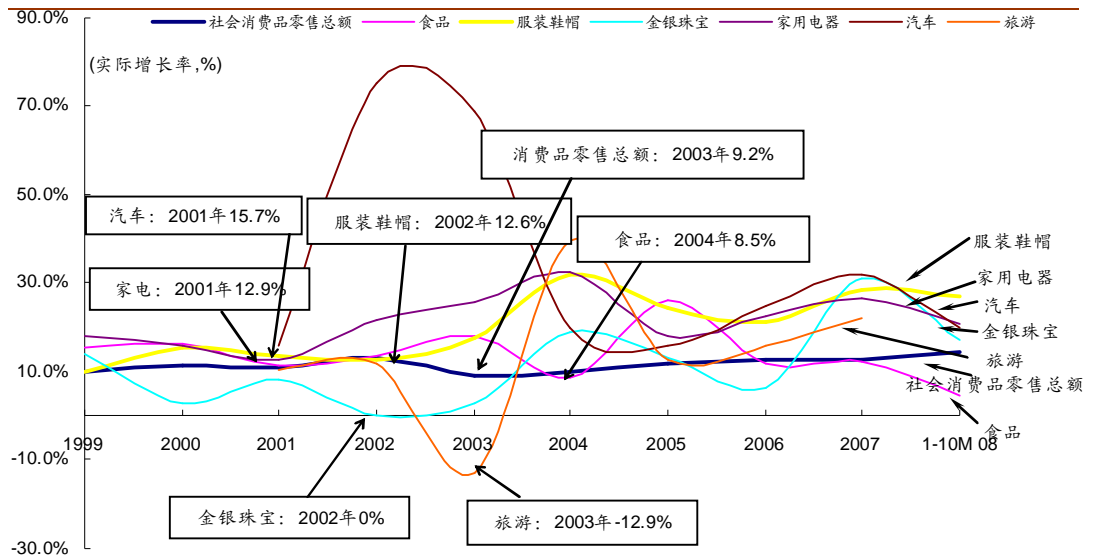
港股关注运动品牌，A股关注休闲品牌

我国服装消费仍有较大发展空间，经济下行中服装消费具备防御性

当经济面临下行风险，消费预期减缓的时候，服装消费增速也会下降，但仍有望处于健康水平，比大多数其它消费类别具备更强防御性，主要依据是：

- 1) 短期来看：今年以来服装类零售保持平稳健康的生长，一直高于社会消费品零售总额增长水平。服装类别的防御性与食品相当，低于金银珠宝和汽车，高于家电和旅游；但从实际增速看，服装体现出了最强的防御性，与其名义增速相当的食品今年以来实际增速出现明显下滑，这是由于食品价格的高涨造成了其明显的量-价替代效应。
- 2) 长期来看：在经济上一轮经济低迷时，服装鞋帽增速相对稳定，与食品类别大致相当，高于金银珠宝和旅游增速。但在当时，服装零售增速慢于汽车和家电，我们认为这是源于后者行业自身的发展周期和消费普及速度，未来这两个因素都在趋弱。

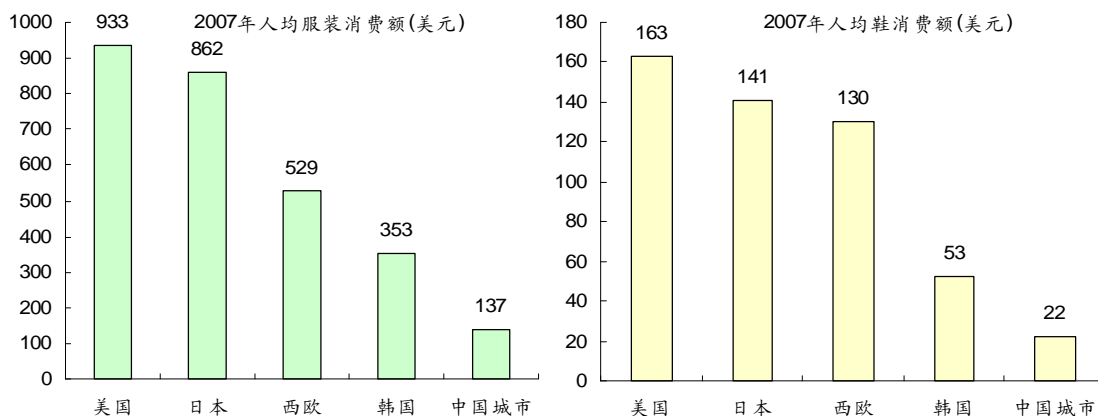
图 7：我国各类主要商品销售实际同比增速变化趋势



资料来源:国家统计局、中金公司研究部

从人均消费数据来看，我国服装鞋类消费仍有很大发展空间。2007年，我国人均服装、鞋类消费额不及美国人均消费的15%，而且无论在数量还是价格方面都存在一定差距。以鞋类为例，在2006年中国居民每年平均购买1.8双鞋，低于韩国的3.5双、日本的5.3双和美国的7.8双。可以预见，未来我国人均服装鞋类消费数量提升和档次升级都将带来巨大的发展空间。

图 8: 各国人均消费数据对比



资料来源: 中金公司研究部

运动服、休闲服防御性好于鞋、女装、正装

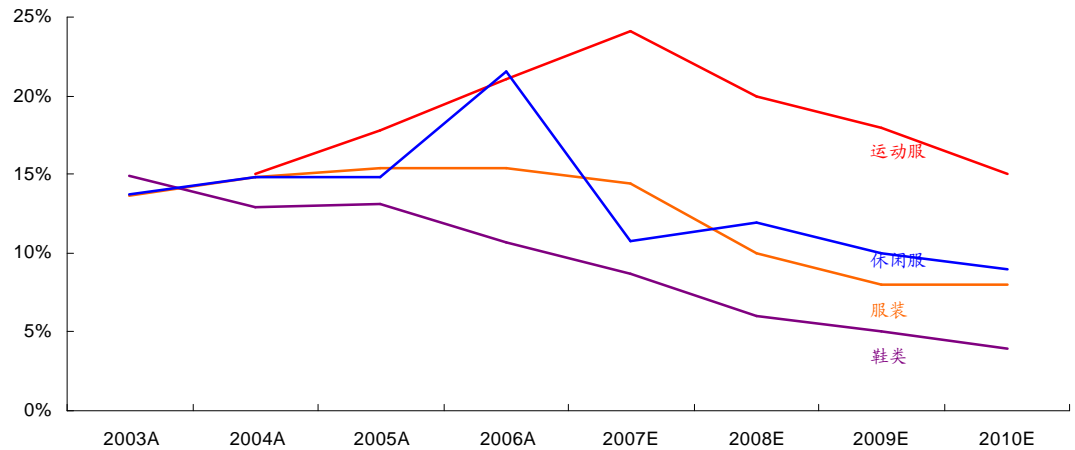
我们认为, 今后几年品牌服装公司业绩将有所分化, 优秀公司仍有望保持良好的增长率。当经济面临下行风险, 消费预期减缓的时候, 我们认为优秀的服装品牌经营商虽然增速也会下降, 但仍可获得高于市场平均的增速。恰当的市场定位、营销策略和渠道管理可以使优秀品牌在同业竞争中获得更高的市场份额。其中, **运动服装、休闲服的防御性好于鞋、女装和时装, 其中运动服装 2009 年的消费增速有望保持 20% 以上, 休闲服有望保持 10% 以上的水平。**

主要依据是:

- I **运动成为生活理念, 消费增速有望保持 20% 以上。**随着国内健康意识的日益增强, 追求健康平衡的生活方式已经成为一种流行时尚。体育成为了一种大众化运动, 不是竞赛, 更多的是为了娱乐和休闲, 给人们带来身心的愉悦和健康的生活方式。运动服装以适中的价格, 舒适的体验及其传达出的活力形象获得了广泛消费人群的青睐。
- I **着装日益呈现休闲化趋势, 消费增速有望保持 10% 以上。**在全球范围内, 休闲服零售业越来越注重产品的个性化特征和时尚元素。年轻消费者的不断增加和上班族们生活方式的日益休闲化, 是推动全球服饰不断休闲化的两大动因。相比运动服, 少一些功能性, 多一些时尚性, 休闲装以其特有的个性获得了广大中青年人的青睐。
- I **2009 年鞋类消费增速将在 6% 左右。**目前中国鞋类市场总销售额将近两千亿, 占整个服装市场的 25% 左右, 销售增速由 04 年的 6% 稳步上升至 07 年 9% 左右。目前鞋类市场中, 一半以上销售收入来自于女鞋, 而女鞋市场品牌集中度相对较高。例如百丽国际目前经营 20 多个鞋类品牌, 在 2007 年国内大事鞋类品牌中占据 5 席。公司同时是耐克及阿迪达斯两大运动品牌在内地最大的零售代理商。但与运动服和休闲服相比, 鞋类市场增长较慢, 短期受到时尚消费情绪下降影响。同时, 百丽这样的大企业已经确立优势地位, 中小企业发展空间不大, 百丽自身则面临高基数效应。
- I **时装在经济下行周期中销售明显放缓。**在经济下行周期中, 由于人们对未来可支配收入预期谨慎, 对时装消费也趋于理性。在我国, 时装销售热点地区主要集中于东部沿海城市及南方发达地区, 而这些地理区域在本轮经济放缓过程中最先受到冲击。依据我们与品牌时装公司沟通, 最近一些高档品牌终端销售增速已经可以看到显著放缓。

- 正装受到休闲服的明显替代。我国农村人口对正装需求有限，而在大中型城市中，服装休闲化逐渐占据服装消费主导地位。我们预计，未来一段时间正装消费不大可能出现大幅增长。

图 9：各类服装和鞋的需求增速预测



资料来源：Euromonitor、中金公司研究部 注：03-07 年为 Euromonitor 数据，08-10 年为中金公司研究部预测。

运动品牌：需求保持快速健康增长，是消费品板块的亮点

我们运动品牌消费市场目前为 520 亿元的总量水平（其中近 100 亿元为时尚运动消费），我们认为运动品牌在今后几年将是增速最快的消费品类之一，主要依据是：

- 运动服装是我国增长最快的消费门类之一。04-07 年，中国运动市场销售总额复合增长达到 20% 以上，并且呈现加速发展的态势。运动行业的门店快速扩张和内生增长直接带来品牌认知度提升和销售高增长。量价齐升的态势在这一市场中得到了充分体现。
- 欧美发达国家统计数字表明，运动支出平均占到国家 GDP 的 1.5% 以上，而在我国这一比例尚低，只有 0.5%。我们认为未来国内对运动产品消费将进一步提高，众多的市场空白尚待弥补。优秀的运动品牌公司也将在未来市场扩张中得到继续成长的机会。
- 国内运动市场呈现出本土产品份额上升，品牌集中度提高的趋势。本土运动产品的销售份额已经由 05 年的 42% 提升至 07 年 52%，占据了运动市场的半壁江山。优秀的本土运动品牌多年来保持高于市场平均水平的增长，市场份额稳步提升。截止 07 年底，本土品牌在国内市场前 5 大运动品牌中占到 3 位。
- 在消费者对经济预期趋于保守之时，运动服销售所受影响相对较小。其一，主要消费群体是年轻人，他们的衣着消费对经济的敏感性相对较低。其二，运动服价格适中，相比奢侈品来说购买决定更加随意，经济危机中所受冲击较小。

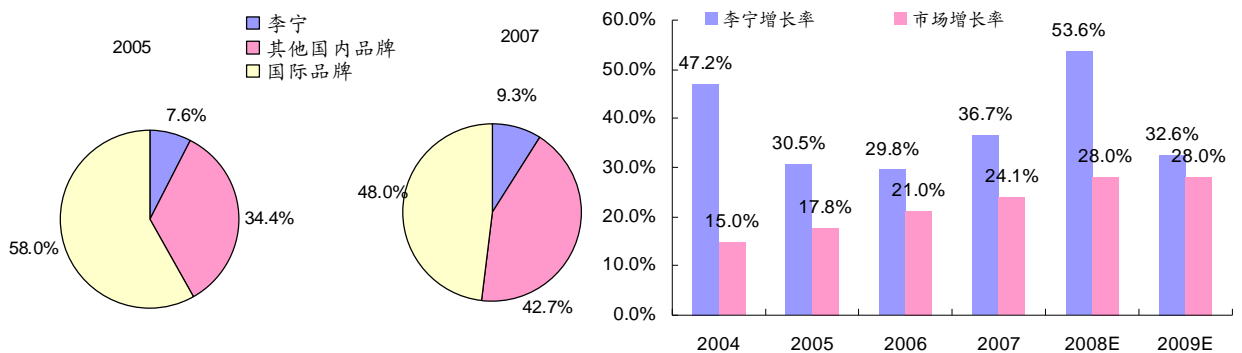
在我国的本土运动品牌中，我们最看好李宁，原因在于：

- 明确而有效的市场定位、代表中国体育运动精神，奥运期间成功提升品牌形象。作为“民族

的、体育的、荣誉的”运动品牌，李宁已经成为能够“代表中国体育运动精神”的品牌。在 2008 年李宁充分抓住奥运契机，通过有效的营销与品牌推广，提升其品牌资产，增强在国际市场中的影响力。我们相信，在中华民族自豪感日益提升、中国文化在全球受到日益推崇的今天，李宁将拥有更加广阔的发展空间。

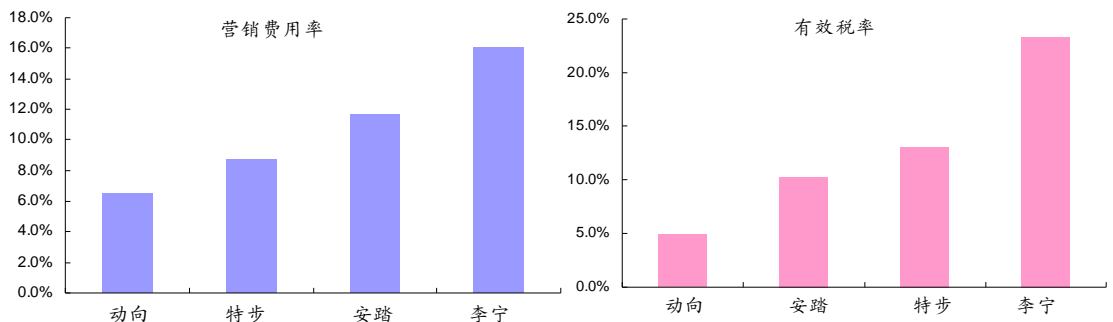
- I **网络管理和存货控制得当获得经销商良好评价。**作为一个成熟的运动装品牌，李宁拥有超过 6000 家门店网络遍布全国。公司密切关注零售终端日常销售与折扣状况，并协助分销商及时进行货品调整，保证公司及渠道层面维持健康存货水平，确保长期稳定发展。经过十几年成功运作，李宁有效的门店网络管理和存货控制获得经销商良好评价，并成为业绩持续健康增长的根本保障。
- I **广告营销费用率和所得税率高于其它公司，不会因这两部分费用的上升而影响业绩。**当前李宁的 AMP 比率（广告、营销和推广费用与销售额之比）和有效税率在同业竞争者中最高。随着同行业 AMP 比率持续上升以及有效税率逐步统一，李宁有望保持稳定利润率，并维持业绩平稳健康增长。

图 10. 李宁的市场份额和销售增长率



资料来源: Euromonitor, 中金公司研究部

图 11. 李宁与其它公司广告营销费用和所得税率的比较 (2007)

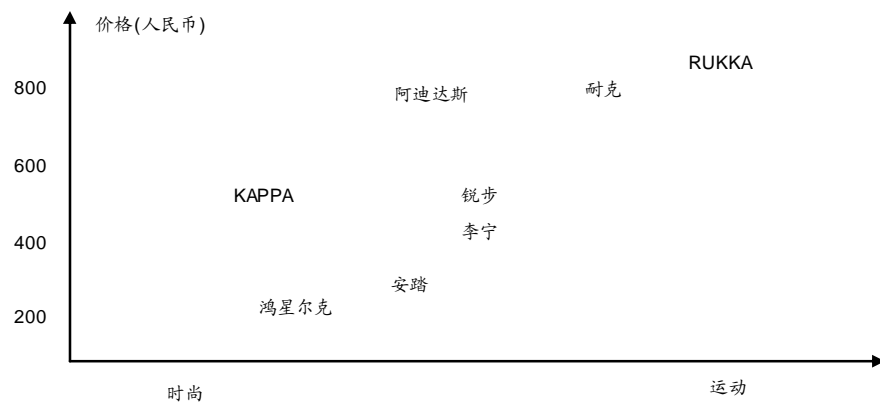


资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

另外，我们也看好时尚运动服饰市场潜力。当前国内大多数运动服装消费人群对运动的追求主要看重休闲性和娱乐性，时尚运动服装具有亲和力的外在表现和对时尚年轻文化的影响力成为一种流行趋势。受益于服饰休闲化和运动化的潮流趋势，时尚运动服饰相比体育市场有望获得更高的平均增速。根据 Euromonitor 的调查，近年来中国时尚体育用品市场增速持续上升，07 年销售增速达到了 50% 增长。由于低基数效应，这一增长趋势有望维持，预计未来 3 年增速将保持在 30% 以上。

而这一市场的典型代表便是中国动向旗下 Kappa 品牌。Kappa 通过准确的市场定位，差异化的产品创新，以及适合中国市场的营销策略，短短几年便取得了快速发展，所倡导的运动时尚理念使得品牌以时尚、运动、性感及品味的品牌个性在众多运动品牌中保持非常抢眼的位置并获得了消费者的青睐。

图 12. 中国市场运动品牌比较



资料来源：Euromonitor, 中金公司研究部

休闲服装：增速也将放缓，但也具备较好防御性

我国休闲服装消费市场目前有 4560 亿元的总量水平，是运动市场的 9 倍。现代人的工作、生活节奏普遍加快，出于释放心情的需要，着装潮流越来越倾向于个性化、休闲化。休闲服饰成为国际消费市场中越来越推崇的着装方式，体现出一种品位休闲、人本与自然的双重追求的风尚。随着中国消费者消费能力提升，国际信息交流速度更为快捷，各类服装之间的界限越来越模糊，整体上呈现休闲化趋势。

若中国经济出现调整，对任何行业都会有影响。休闲服由于价格相对低廉，所受经济周期的影响程度低于价格昂贵的高档或者奢侈类服装。休闲品牌公司都力图以大众化的价格提供给消费者时尚的产品，虽然高时尚度的产品价格相对较高，但是相对于国外品牌而言，国内休闲品牌公司依然具有价格优势。除非宏观经济出现非常大的波动，经济周期对国内休闲公司而言的影响会相对有限。

在休闲服行业，中档、中青年定位的七匹狼和低档、青少年定位的美邦服饰就具备优势：

- 1 七匹狼是国内中高档休闲男装的领先品牌，定位于 30 岁以上中青年男士。公司拥有强大的产品设计能力和丰富的品牌推广经验，配套大面积旗舰店和生活馆良好的终端形象展示，强

化品牌影响力。与竞争对手劲霸、利朗、九牧王相比，设计风格和品牌个性更为鲜明，商品结构更加丰富。2008 年公司零售网络快速扩张，增加大面积门店比例，店效显著提升。虽然 2008 上半年订单高基数可能会导致 2009 年同比增速放缓，长期来看总体发展方向明确，拥有不可多得的分销渠道和品牌价值，具备可持续增长能力。

- I 美邦服饰以丰富产品结构定位于年轻时尚休闲风格，以高性价比、时尚设计抢占主流休闲服饰市场，较班尼路、真维斯、森马等品牌具备更强的竞争优势，目前在国内休闲服装市场份额位列第一。公司以大面积直营店抢占一、二线城市核心商业地带，提升品牌形象；加盟店辐射全国各地，快速扩张，扩大市场分额，未来有望保持 20% 以上业绩增速。但是公司的投资故事已被市场充分挖掘，估值过高，流动性不好，相关风险也值得重视。

2009 年盈利预测的主要假设和结果对比

面对全球经济下滑，出口与内需增长下滑的严峻形势，我们认为：

- I 出口外向型公司面临外需放缓，成本压力，盈利很难大幅增长。尽管出口退税，人民币贬值等因素构成利好，出口下滑颓势难以扭转。我们预计 09 年主要纺织公司将发生订单下滑，利润率下降的状况，公司利润很可能出现负增长。
- I 品牌服装消费难以重现 08 年爆发式增长，不少公司会出现增长乏力甚至下降的情况，但优秀的品牌公司仍然可以通过外延扩张和平效提升跑赢市场平均水平，扩大市场份额。

我们对主要服装类公司的盈利预测都是基于 4~5% 的内生增长假设和门店扩张计划对应的利润拉动。在经济下行期间防御性较差的服装企业，如高档女装宝姿，内生增长不容乐观。而部分防御性强的子行业优势企业，如运动服装李宁，则有望获得高于平均的内生增长。此外，公司费用率的下降可以带来进一步利润拉动。

相对原来的预测，我们作了以下调整：

- I 将七匹狼的内生增长假设由 8% 下调至 4%，净利润增速由 28% 下调至 20%，以充分反映 2008 年经销商订单激增对 2009 年增速的负面作用。
- I 将李宁的内生增长假设由 8% 下调到 5%，净利润增速相应由 42% 下调到 36%（1 个百分点的销售内生增速变化可带来 2 个百分点的净利润增速变化）。需要说明的是，我们做此下调并不是认为李宁达不到 8% 的内生增速，而是希望对我们重点推荐的公司给出更加保守的盈利预测假设，以反映出更加安全的盈利边际。
- I 将 Ports 的内生增长假设由 6% 下调到 0%，开店速度也下调至 5%，净利润增速相应由 15% 下调到 5%。经济周期下行阶段，高档女装需求显著放缓，对同店销售形成较大压力。
- I 将 Esprit 09 财年的净利润增长下调到 0。由于欧洲经济持续恶化，批发和零售业务都受到较大影响。批发订单可能下滑，零售内生增长缓慢，新门店销售差于预期。盈利下滑难以避免。如果欧元加快贬值，以港币计数的盈利增速将进一步下降。

在下表中，我们还列示了内生增速为零时各公司 2009 年净利润增速，李宁、动向、七匹狼表现良好。

表 2：主要服装类公司 2009 年盈利预测

公司	2008年 门店扩张速度	2009年 开店计划	09年预测		
			收入内生增长假设	门店扩张带来的利润拉动	净利润增速
七匹狼	27%	18%	4%	14%	20%
李宁	20%	15%	5%	26% (12%来自广告费用率下降)	36%
动向	39%	30%	4%	20%	29%
百丽	鞋类	50%	4%	11%	18%
	运动	34%	4%		
宝姿	0%(有关店)	5%	0%	5%	5%

资料来源：公司数据，中金公司研究部 注：门店扩张带来的利润拉动是指无内生增长情况下，门店扩张等因素带来的利润增长

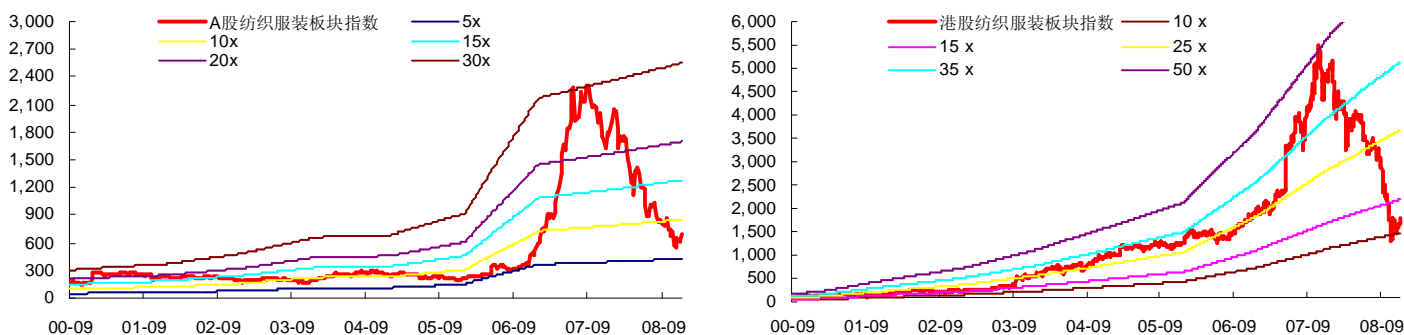
估值及投资建议

给予下游“中性”、中上游“回避”的投资评级，建议精选公司

- I 经济繁荣的时候，优秀服装品牌经营商可以获得高增长；当经济面临下行风险，消费预期减缓的时候，我们认为优秀的服装品牌经营商仍然可以获得高于市场平均的零售增速。当前的中国服装品牌竞争处于“优”中选“优”的进程中，恰当的营销策略可以使优秀品牌在同业竞争中脱颖而出，获得更高的市场份额。此外，中国不同地区的经济和社会状况差异导致对经济周期的敏感度不同，从而带来差异化的市场机会。抓住机会，品牌不但可以保持平稳增长，更可以拓展出更大的区域市场。
- I 中上游纺织企业情况则并不乐观。在当前外需放缓，资金紧张，上游企业产能分散缺乏议价能力的大环境下，中上游纺织行业景气度一再下滑。大多数企业已经出现订单下滑，利润率显著下降，更有企业发生资金链断裂而停工倒闭。
- I 我们对下游优秀服装品牌报以谨慎乐观的态度，而对中上游纺织企业给予“回避”的投资建议。但是由于市场前期给予优质高增长公司较高估值，投资者须注意估值下滑的风险。

应当指出的是，待宏观经济形势好转、消费者信心提振和大市企稳后，优质服装品牌公司的业绩增速有望明显提升，投资价值将会被重新审视，有望先于大市反弹。

图 13: 服装行业历史市盈率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

上市公司投资评级

我们根据各家公司的子行业防御性分析和盈利预测，给出以下评级：

A 股公司中：

- 1) **七匹狼“推荐”**：七匹狼作为男士休闲服龙头企业，未来市场前景良好。但由于 08 年高基数效应，加上明年消费增速预期放缓，预计 09 年销售增速将有所放缓，净利润增长 20% 左右。当前股价对应 09 年 16 倍市盈率，处于行业中端水平。
- 2) **雅戈尔“谨慎推荐”**：目前该公司的市盈率仅为 7.4x。纺织服装和房地产的持续稳定发展为公司未来增长奠定良好基础，拥有大量金融资产作为资金储备，预计 09 年经营性净利润增长在 15% 以上。我们认为，公司是价值型投资机会的典型代表。以重置成本打折后保守估算

当前公司每股资产净价值为 11.15 元，预计分红收益率可达 5%。

- 3) **众和股份和鲁泰 A “中性”**：在全球经济下滑需求疲软的大环境下，纺织行业景气度低，出口放缓。众和与鲁泰的大部分收入来自于出口，面临很高的订单风险和违约风险。一旦发生订单不足，产能利用率下降，业绩下滑在所难免。两家公司目前股价分别对应 20 倍和 12 倍 09 年市盈率，估值具有下降空间。
- 4) **孚日股份 “回避”**：09 年，其家纺主业将继续受到出口放缓的影响，成本、销售费用和财务费用压力依然存在。市场对其太阳能业务一直寄予期望，但孚日的技术能力、现金流和盈利状况都有待进一步确认。公司 09 年市盈率达到 26x，高于同类纺织公司与太阳能企业，我们建议投资者回避。

港股公司中：

- 1) **李宁 “推荐”**：国内领先的体育服装品牌公司，在经济下行周期中具有较好的防御性，09 年仍然有望保持 30% 以上的盈利增长。具有明确的品牌定位，凭借着优秀的经营管理能力和良好的市场影响力，在今后几年有望通过渠道扩张和平效改善获得可持续的增长。目前李宁股价对应 10 倍 09 年市盈率，已经达到历史最低估值水平。
- 2) **中国动向 “推荐”**：精确定位于时尚运动，受益于运动休闲装的良好成长趋势。由于门店低基数效应，09 年主要受外延扩张拉动，有望实现 25% 以上利润增长。对应 8 倍 09 年市盈率，接近历史最低估值。
- 3) **百丽国际 “推荐”**：女鞋在经济放缓的环境中销售增速将慢于运动服、休闲服等品类，百丽短期内可能面临一定增长压力。但是长期来看，百丽作为国内最大的女鞋经销商，拥有超凡的品牌和渠道优势，在经济上升周期中可以有出色表现。当前股价对应 09 年 11 倍市盈率，处于行业内中高端水平。
- 4) **宝姿 “中性”**：宝姿定位中高档时装，近几年依靠较好的内生增长获得增长。但在经济下行周期中，受需求放缓影响，同店销售难以获得好的增长。由于公司每年开店计划只有 4~5%，我们预期公司只能获得单位数增长。
- 5) **思捷环球 “中性”**：公司主营业务收入 80% 来自欧洲，近一半来自德国。在欧洲经济放缓，消费萎缩的情况下，批发和零售业务都将受到经济下滑的影响，未来情形不容乐观。我们预期批发订单将出现下滑，零售内生增速只能持平或略增，新店难以扭亏，09 财年很难获得盈利增长。此外，欧元贬值会导致港币计价增长进一步下滑。
- 6) **魏桥纺织 “中性”**：与魏桥和鲁泰类似，公司受纺织行业整体景气度影响，出口放缓，利润率严重下滑，目前股价分别对应 5 倍 09 年市盈率，短期内难以受到利好催化。

需要指出的是，尽管我们对给予推荐评级的**李宁和中国动向**业绩增长具备较强的信心，但是市场可能会由于消费板块业绩增速放缓而相应下调估值中枢，公司可能会面临一定估值压力。

表 3：纺织服装公司投资建议表

公司	代码	评级	股价	目标价位	总市值(百万)	每股收益(元/港币)			市盈率		
						08E	09E	10E	08E	09E	10E
A股											
七匹狼	002029	推荐	11.2	13.93	3,168	0.58	0.70	0.84	19.4	16.1	13.3
雅戈尔	600177	审慎推荐	8.34	12.16	18,570	1.12	1.23	1.35	7.4	6.8	6.2
众和股份	002070	中性	4.72	3.58	795	0.23	0.24	0.24	20.9	19.8	19.4
鲁泰A	000726	中性	7.21	7.09	6,091	0.61	0.59	0.58	11.9	12.2	12.5
孚日股份	002083	回避	4.31	2.46	4,045	0.16	0.16	0.22	27.2	26.2	19.6
港股											
李宁	2331.HK	推荐	11.6	16.05	12,070	0.86	1.15	1.41	13.5	10.1	8.3
中国动向	3818.HK	推荐	1.9	2.94	10,765	0.19	0.25	0.28	9.8	7.7	6.7
百丽国际	1880.HK	推荐	3.79	4.83	31,966	0.30	0.35	0.38	12.7	11.0	9.9
宝姿	589.HK	中性	9.04	9.66	5,070	0.94	0.97	1.00	9.6	9.4	9.1
思捷环球	330.HK	中性	44.25	41.65	55,006	5.26	5.21	5.76	8.4	8.5	7.7
魏桥纺织	2698.HK	中性	1.85	1.68	2,138	0.42	0.41	0.41	4.4	4.6	4.5

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或定价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，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、发表或引用。

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

表 4: 可比公司估值表

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)				每股收益			市盈率			08年底-10年底 净利润CAGR	PEG		
					2008E	YoY	2009E	YoY	2010E	YoY	2008E	2009E	2010E	2008E			2009E	2010E
品牌服装、鞋																		
体育品牌	2331.HK	李宁	11.60	12,070	770	62.7%	1,050	36.2%	1,330	26.7%	0.86	1.15	1.41	13.4	10.1	8.3	31.4%	0.43
	3818.HK	中国动向	1.90	10,765	948	37.6%	1223	29.1%	1467	20.0%	0.19	0.25	0.28	9.8	7.7	6.7	24.4%	0.40
	2020.HK	安踏	3.49	8,690	695	29.2%	911	31.1%	1,207	32.5%	0.28	0.37	0.48	12.5	9.5	7.2	31.8%	0.39
女鞋	1880.HK	百丽	3.79	31,966	2170	27.6%	2,562	18.1%	2,925	14.2%	0.30	0.35	0.38	12.7	11.0	9.9	16.1%	0.79
女装	589.HK	宝姿	9.04	5,071	452	13.9%	477	5.5%	508	6.5%	0.94	0.97	1.00	9.6	9.4	9.1	6.0%	1.61
男装	002029.CH	七匹狼	11.20	3,168	164	84.6%	197	20.3%	238	20.6%	0.58	0.70	0.84	19.4	16.1	13.3	20.4%	0.95
	002269.CH	美邦服饰	28.00	18,760	586	60.9%	798	36.2%	1,092	36.8%	0.87	1.19	1.63	32.0	23.5	17.2	36.5%	0.88
	002154.CH	报喜鸟	12.73	2,444	119	43.5%	154	29.4%	209	35.7%	0.62	0.80	1.09	20.5	15.9	11.7	32.5%	0.63
纺织服装+地产+投资	600177.CH	雅戈尔	8.34	18,570	2496	0.8%	2737	9.7%	3000	9.6%	1.12	1.23	1.35	7.4	6.8	6.2	9.6%	0.77
	600177.CH	雅戈尔*	8.34	18,570	1356	84.3%	1598	17.8%	1860	16.4%	0.61	0.72	0.68	7.9	6.7	5.8	17.1%	0.46
家纺	002083.CH	孚日股份	4.31	4,045	149	7.7%	154	3.7%	206	33.7%	0.16	0.16	0.22	27.2	26.2	19.6	17.8%	1.53
印染	002070.CH	众和股份	4.72	795	38	-18.8%	40	5.8%	41	1.9%	0.23	0.24	0.24	20.9	19.8	19.4	3.8%	5.50
纺织	2698.HK	魏桥纺织	1.85	2,138	433	-76.8%	426	-1.5%	445	4.5%	0.42	0.41	0.41	4.4	4.6	4.5	1.4%	3.10
	000726.CH	鲁泰A	7.21	6,091	605	31.6%	587	-2.9%	575	-2.1%	0.61	0.59	0.58	11.9	12.2	12.5	-2.5%	-4.68
品牌服饰	330.HK	思捷环球	44.25	55,006	6450	24.5%	6439	-0.2%	7163	11.3%	5.26	5.21	5.76	8.4	8.5	7.7	5.4%	1.56
	HMB SS	H&M	300.50	219,466	15360	13.0%	16874	9.9%	18908	12.1%	21.03	23.10	25.89	14.3	13.0	11.6	11.4%	1.25
	ITX SM	ITX	27.59	17,198	1388	11.0%	1470	5.9%	1629	10.8%	2.23	2.36	2.61	12.4	11.7	10.6	8.4%	1.47

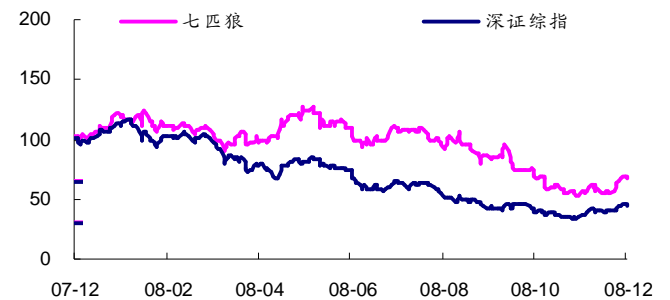
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

重点公司简评

七匹狼 (002029.CH/11.20 元，下调盈利预测，维持推荐评级)

图 14. 七匹狼主要财务指标及近期股价表现

(百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	488	876	1,602	1,890	2,220
(+/-%)	56.1%	79.5%	82.7%	18.0%	17.5%
营业利润	69	122	223	267	321
(+/-%)	33.7%	77.5%	81.8%	20.1%	20.1%
净利润	50	89	164	197	238
(+/-%)	40.8%	77.2%	84.6%	20.3%	20.6%
每股收益 (元)	0.18	0.31	0.58	0.70	0.84
(+/-%)	40.8%	77.2%	84.6%	20.3%	20.6%
每股经营现金流(元)	0.02	0.73	0.70	0.82	0.98
市盈率	63.3	35.7	19.4	16.1	13.3
市净率	3.4	3.1	2.7	2.4	2.1
股价/经营现金	708	15.3	15.9	13.6	11.4
EV/EBITDA (倍)	15	18	10	8	6
净资产收益率 (%)	14.6	12.6	14.8	15.8	16.7
投入资本回报率 (%)	14.0	13.4	15.2	16.1	16.9
股息收益率 (%)	0.9	0.0	1.0	1.2	1.5



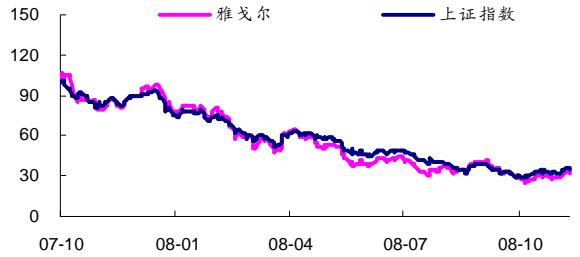
当前股价	人民币 11.20
股票代码	002029.CH
日成交量 (百万股)	1.8
52周最高价/最低价	人民币 21.5/8.52
总市值 (百万)	3168.48
总股数 (百万股)	283
主要股东 (持股比例)	福建七匹狼集团有限公司 (40.71%)

资料来源: 公司资料, 彭博资讯, 中金公司研究部

- 公司 2009 春夏订货会销售额增速放缓，我们估计订货量与去年同期相比只有小幅上涨。主要原因是 1) 08 年受益于外延扩张，全年销售增长超过 80%，对 09 年产生高基数压力；2) 未来消费增速预期放缓导致代理商定货谨慎。预计 09 年销售增速将显著低于今年，净利润增长 20% 左右。
- 由于 08 年夏装提早发货，上半年业绩包含部分提前确认收益。2009 上半年的业绩增长可能与去年同期基本持平或略有增长，市场可能会对增速放缓有所失望。
- 我们将 09 年盈利下调 6.6%，来反映今年销售的强劲增长产生的高基数效应。预计公司 08 - 10 年的净利润分别为 1.64 亿，1.97 亿和 2.38 亿元，同比增长 85%，20% 和 21%。
- 投资建议：**我们维持七匹狼的“推荐”评级。七匹狼 08 年受益于外延扩张，门店面积扩大 1 倍以上，全年销售增长将超过 80%。但由于高基数效应，加上明年消费增速预期放缓，明年业绩增长压力较大。长期来看公司是中国领先的休闲男装品牌公司，拥有不可多得的分销渠道和品牌价值，具备长期投资价值。

雅戈尔 (600177.CH/8.34 元, 审慎推荐)
图 15. 雅戈尔主要财务指标及近期股价表现

(百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E		
主营业务收入	6,128	7,034	12,373	14,564	16,979		
(+/-)	32.4%	14.8%	75.9%	17.7%	17%		
主营业务利润	2,089	2,343	3,871	4,509	5,194		
(+/-)	27.2%	12.1%	65.2%	16.5%	15%		
净利润	773	2476	2496	2737	3000		
(+/-)	36.8%	220.5%	0.8%	9.7%	9.6%		
经营性净利润	662	736	1356	1598	1860		
(+/-)	17.2%	11.2%	84.3%	17.8%	16%		
完全摊薄EPS (元)	0.35	1.11	1.12	1.23	1.35	当前股价	人民币 8.34
(+/-)	36.8%	220.5%	0.8%	9.7%	9.6%	股票代码	600177.CH
经常性EPS (元)	0.30	0.33	0.61	0.72	0.68	日成交量 (百万股)	18.20
每股经营现金流 (元)	0.62	1.67	1.54	1.81	1.95	总市值 (百万)	18,570
完全摊薄市盈率	24.0	7.5	7.4	6.8	6.2	52周最高价/最低价	人民币 27.91/6.6
市净率	2.6	1.2	1.1	1.0	0.9	发行股数 (百万股)	2,227
股价/经营现金	13.5	5.0	5.4	4.6	4.3	其中: 流通股 (百万股)	1,232
EV/EBITDA	14.8	6.0	5.2	4.4	3.7	主要股东 (持股比例)	宁波青春投资控股有限公司 (44.7%)
净资产收益率	14.0%	21.5%	15.2%	15.3%	15.5%		
每股分红 (元)	0.20	0.50	0.50	0.55	0.61		
分红收益率	2.4%	6.0%	6.0%	6.6%	7.3%		



资料来源: 公司资料, 彭博资讯, 中金公司研究部

- 纺织服装和房地产的持续稳定发展为公司未来增长奠定良好基础, 拥有大量金融资产作为资金储备。公司纺织服装业务平稳发展, 产品与销售网络调整基本到位, 业绩有望实现良好增长。而房地产业务由于购地成本较低, 很多项目预售已完成 (预售款达到 53 亿), 未来盈利确定性较高。与很多在经济下行时资金链吃紧的公司相比较, 雅戈尔拥有超过 80 亿的金融资产, 变现能力强, 可为其业务发展提供良好的资金支持。
- 我们维持对公司 08 - 10 年的盈利预测, 经营性净利润增速分别为 84.3%、17.8% 和 16.6%。预计公司纺织服装业务维持 15% 左右增速, 保守估算在 09、10 年房地产业务将分别实现 49 亿、58 亿销售收入, 为公司带来 8.85 亿、10.2 亿净利润。目前公司股权投资税后帐面收益在 40 亿以上, 盈利释放空间巨大。
- 投资建议:** 我们认为, 公司是价值型投资机会的典型代表。在给纺织服装 2008 年 15 倍市盈率, 房地产板块静态 NAV 测算 (只考虑现有资产价值不考虑未来收益), 股权投资按市值计算, 各板块加总并给予 15% 多元化折扣之后, 每股净资产净值仍可达到 11.15 元, 较目前股价高出 34% 以上。公司承诺分红比例不低于 30%, 而近几年在 40~50% 左右, 若坚持此比例, 则投资者可享受 5% 左右的分红收益率。

表 5: 雅戈尔资产净值测算

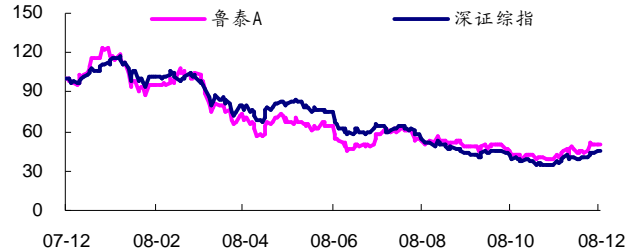
	品牌服装和纺织板块对应市盈率 (2009年)	15x	单位 (百万元)		
			2008E	2009E	
每股价值 (元/股)	品牌服装和纺织业务 (2009年15倍)	4.80	房地产及旅游板块净利润	767	885
	金融资产 (按市价计算)	3.77	(+/-)	176.6%	15.4%
	房地产业务 (扣除公司所有净负债)	4.54	纺织服装板块净利润	589	713
			(+/-)	28.5%	21.0%
			经营性净利润	1,356	1,598
			(+/-)	84.3%	17.8%
多元化折扣	15%	11.15	投资收益及其他收入	1,139	1,139
			合计	2496	2737
			(+/-)	0.8%	9.7%
			每股收益 (元)	1.12	1.23
			股息收益率 (按照40%股息支付率计算)	5.4%	5.9%

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

鲁泰 A (000726.CH/7.21 元, 中性)

图 16. 鲁泰 A 主要财务指标及近期股价表现

(百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	3,003	3,811	3,908	4,054	4,206
(+/-%)	34.5%	26.9%	2.6%	3.7%	3.8%
营业利润	377	507	806	782	765
(+/-%)	1%	34.3%	59.0%	-3.0%	-2.2%
净利润	340	460	605	587	575
(+/-%)	9.2%	35.2%	31.7%	-2.9%	-2.1%
经营性净利润	340	460	515	542	575
(+/-%)	9.2%	35.2%	12.1%	5.3%	6.0%
每股盈利 (元)	0.40	0.54	0.61	0.59	0.58
(+/-%)	9.2%	35.2%	11.8%	-2.9%	-2.1%
市盈率	17.9	13.3	11.9	12.2	12.5
EV/EBITDA	3.7	3.6	2.6	2.3	2.0
净资产收益率	17.3%	20.3%	23.1%	19.8%	17.4%
投入资本回报率	10.4%	11.5%	10.8%	10.5%	10.2%
股息收益率	2.1%	3.1%	3.4%	3.3%	3.3%
每股经营现金流	0.7	0.6	0.9	1.0	1.0
股价/经营现金	10.0	12.3	8.2	7.2	7.1



当前股价	人民币 7.21
股票代码	000726.CH
日成交量 (百万股)	0
52周最高价/最低价	人民币 18.09/5.40
总市值 (百万)	6,091
目前总股数 (百万股)	844.86
流通A股	302.79
流通B股	324.48

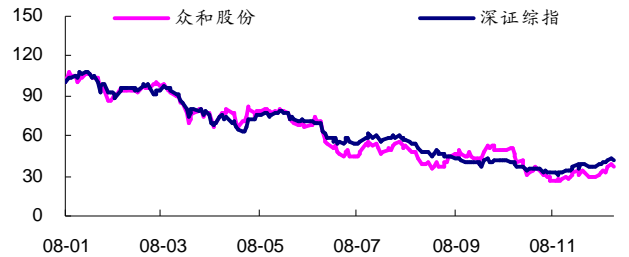
资料来源: 公司资料, 彭博资讯, 中金公司研究部

- 公司经营比较稳定。08 年订单已满，净利润上升快于销售增速的主要原因是：1) 由于公司改善产品结构，增加了高毛利色织布以及衬衫生产，今年毛利率有望提升 3-4 个百分点。2) 由于公司经营规模扩大，成本费用控制得当，管理费用率占营业额百分比小幅下降约 0.5~1 个百分点。3) 汇兑风险已被汇率远期合约锁定，2008 全年估算有 9000 万元左右汇兑收益（上半年已实现 6600 万）。
- 公司 09 年业绩增长将大幅减缓，主要原因是：1) 公司 80% 以上销售来自于出口，欧美经济下滑将会导致外需萎缩；2) 公司近两年大幅提升色织布及衬衫生产产能，若产能利用率降低，生产过程中的固定成本部分占销售额比重显著提升，将会导致毛利率下降。我们预计公司 08-10 年净利润分别为 6.05 亿，5.87 亿和 5.75 亿元，其中包含汇兑收益 08 年 9000 万元，09 年约 4500 万元，扣除这部分收益，同比增长约为 12.1%、5.3% 和 6.0%。
- 公司正式启动 A 股 1.5 亿股增发项目，募集资金不超过 9.735 亿。短期来看对公司业绩拉动有限，主要作用在于强化整体产业链，提高公司产品的稳定性和多样性。摊薄每股盈利，我们认为并无实质利好。
- 投资建议：**维持“中性”评级。我们看好公司作为全球最大色织布生产厂商的领先地位，但公司大部分销售收入来自出口，未来国际经济形势恶化可能会对公司销售产生一定影响。

众和股份 (000061.CH/4.72 元, 中性)

图 17. 众和主要财务指标及近期股价表现

(百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	356	470	680	872	1,044
(+/-%)	14.9%	32.2%	44.6%	28.2%	19.8%
税前利润	53	51	43	49	51
(+/-%)	27.1%	-2.8%	-15.9%	12.2%	5.3%
净利润	53	47	38	40	41
(+/-%)	27.4%	-11.7%	-18.3%	5.8%	1.5%
每股收益 (元)	0.31	0.28	0.23	0.24	0.24
每股经营现金流(元)	0.34	0.13	0.41	0.39	0.48
市盈率	15.0	17.0	20.8	19.6	19.4
市净率	1.8	1.7	1.6	1.6	1.5
股价/经营现金	13.8	37.3	11.4	12.1	9.9
EV/EBITDA	21.2	26.0	19.8	18.2	17.3
净资产收益率 (%)	16.1%	10.1%	8.0%	8.2%	8.0%
投入资本回报率 (%)	10.3%	5.9%	3.8%	3.7%	3.4%
股息收益率 (%)	4.1%	0.0%	2.9%	3.1%	3.2%



当前股价	人民币 4.72
股票代码	002070.CH
日成交量 (百万股)	5.2
52周最高价/最低价	人民币 14.08/3.20
总市值 (百万元)	795.2
总股数 (百万股)	168
其中: 流通股 (百万股)	84
主要股东 (持股比例)	许金和 (23.08%)

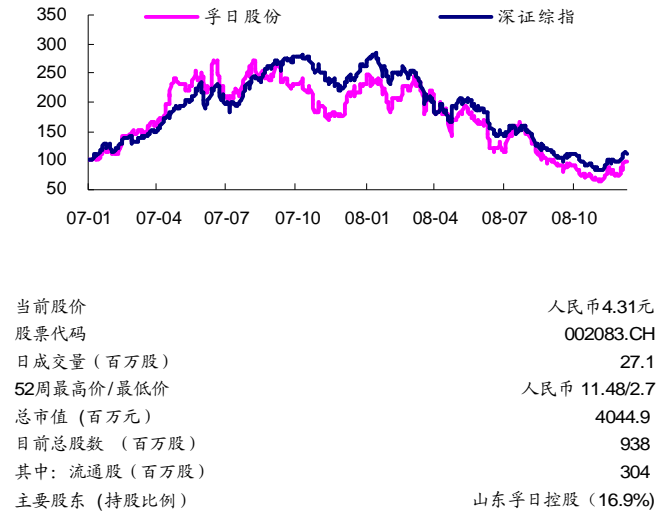
资料来源: 公司资料, 彭博资讯, 中金公司研究部

- 公司 08 年全年净利润下降几成定局 (前三季度净利润同比下降 16.8%), 主要原因是 1) 产品提价难以弥补成本上升, 毛利率大幅下降。2) 财务费用大幅上升, 主要由利率上浮以及承兑汇票费用上升所致。3) 公司享受的福利企业优惠政策发生重大变动, 退税收入和政府补贴都有所下降。
- 虽然出口退税率上升, 人民币出现贬值, 对业绩改善具有一定帮助, 但外需放缓是众和乃至整个纺织行业面临的最大的风险。虽然众和作为中国染整行业的代表性公司具有“小批量, 多样化”的优势, 但行业不景气带来的增长放缓不可避免。
- 行业集中度低, 议价能力差成为吞噬毛利的主要威胁。我国印染行业中小企业非常分散, 恶性竞争现象严重。因此即便国家出台众多优惠政策, 中小企业杀价抢订单情况将会导致毛利率难有大幅提升。
- 投资建议:** 维持“中性”评级, 行业景气度低, 出口放缓是公司面临的最大的问题。我们预测公司 08-10 年净利润分别为 3800 万, 4000 万和 4100 万, 同比变化-18.3%、5.8%和 1.5%。此外, 国家政策变化、汇率走势也是公司未来面临的众多不确定因素之一。

孚日股份 (002083.CH/4.31 元, 回避)

图 18. 孚日股份主要财务指标及近期股价表现

(百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	2,584	2,842	3,158	3,715	4,613
(+/-%)	44.8%	10.0%	11.1%	17.6%	24.2%
税前利润	203	224	211	220	291
(+/-%)	114.7%	10.6%	-5.8%	4.1%	32.2%
净利润	135	138	149	154	206
(+/-%)	137.0%	2.0%	7.7%	3.7%	33.7%
每股收益 (元)	0.14	0.15	0.16	0.16	0.22
每股经营现金流(元)	0.39	0.59	0.69	0.71	0.75
市盈率	29.9	29.3	27.2	26.2	19.6
市净率	3.6	1.6	1.6	1.5	1.5
股价/经营现金	11.1	7.3	6.3	6.1	5.8
EV/EBITDA(倍)	12.1	11.1	11.3	11.1	9.4
净资产收益率 (%)	16.6%	7.6%	5.9%	5.9%	7.7%
投入资本回报率 (%)	2.4%	3.9%	3.0%	2.7%	2.6%
股息收益率(%)	0.9%	2.5%	1.8%	1.9%	2.5%



资料来源: 公司资料, 彭博资讯, 中金公司研究部

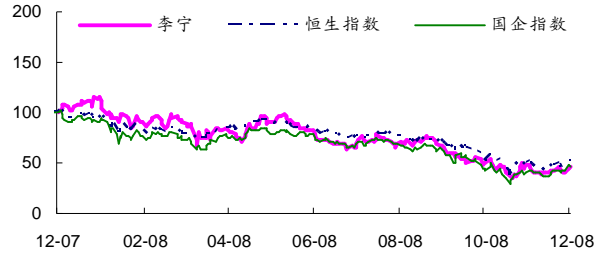
- u 公司出口收入占到总收入的 80% 以上, 家纺业务销售压力很大, 08 年 3 季度销售增速已经开始放缓。预计未来公司主业将继续受到出口放缓的影响, 成本和费用压力依然存在, 08 全年主业增长将低于 12%, 净利润增速则难以高于 7%。
- u 市场对其太阳能业务一直寄予期望, 我们对整个太阳能产业的长期前景是看好的, 但与天威保变等公司相比较, 孚日的该项业务有一定不确定性和财务压力。
 - 1) 金属薄膜太阳能业务建设周期长, 投资巨大。这项业务对人才技术的要求颇高, 后续成本竞争和技术创新都会成为未来成长的重要因素。此外, 公司首期 60 兆产能在 2011 年才能完全达产, 可能会错过 09-10 年的行业快速增长期。
 - 2) 正如我们在公司开始介入太阳能业务时所预期的, 其财务费用将大幅度飙升。截至 08 年 3 季度, 公司长短期贷款高达 32 亿。第 3 季度产生财务费用 4280 万, 高于当期 4231 万的净利润水平。预计公司短期之内还将为薄膜太阳能业务继续筹资贷款 12 亿元, 财务费用压力繁重。
- u 投资建议: 维持回避。公司 09 年市盈率达到 26 倍, 高于同类纺织公司与太阳能企业 (天威保变等)。但孚日的技术能力、现金流和盈利状况都有待进一步确认。考虑到孚日在经济下行周期中所面临纺织出口巨大压力、太阳能业务高额资本开支与不确定性、繁重的财务压力、持续的负现金流。看好太阳能产业的投资者可耐心观察, 看到良好的进展和销售后再择机介入是较为审慎的投资策略。

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 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、发表或引用。

李宁 (2331.HK/11.6 元, 下调盈利预测, 维持推荐评级)
图 19: 李宁主要财务指标及近期股价表现

人民币百万元	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入	3,181	4,349	6,680	8,629	11,010
(+/-%)	29.8%	36.7%	53.6%	29.2%	27.6%
息税前净利润	403	610	1,016	1,386	1,758
(+/-%)	48.3%	51.5%	66.6%	36.4%	26.8%
净利润	295	474	770	1,050	1,330
(+/-%)	57.8%	60.6%	62.7%	36.2%	26.7%
每股盈利(元)	0.28	0.46	0.74	1.01	1.28
每股盈利(港币)	0.28	0.48	0.86	1.15	1.41
市盈率(倍)	40.9	24.0	13.5	10.1	8.3
市净率	8.6	6.9	5.7	4.5	3.6
净资产收益率	23.0%	30.1%	39.8%	43.9%	44.5%
资产平均收益率	15.7%	19.2%	24.8%	27.7%	28.9%
投入资本回报率	22.8%	29.6%	39.3%	43.4%	44.1%
每股分红(元)	0.11	0.23	0.37	0.50	0.64
分红收益率	1.0%	2.0%	3.2%	4.3%	5.5%

股票代码	2331.HK
股价	HK\$11.6
目标价	HK\$16.0
日交易量(百万股)	8.0
总市值(百万元)	12,070
52周最高/最低价	HK\$30.47/8.79
总股本(百万)	1040
流通股本(百万)	600
主要股东(%)	Victory Mind (16.67%)



资料来源: 公司资料, 彭博资讯, 中金公司研究部

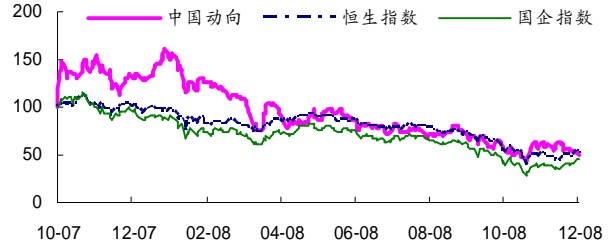
- 李宁 08 年销售状况非常好, 上半年实现 60% 以上业绩增长, 同店销售增长 26%。7-9 月间, 成功的奥运营销策略帮助品牌有效提升, 同店销售增长达到 30% 以上。在十月份服装零售内生增长普遍下滑至个位数水平时, 李宁仍然保持双位数强劲内生增长, 好于同业竞争对手。
- 公司已经完成 09 年第一、二季度订货会, 订单销售增长在 35% 以上。与其他运动品牌公司比较, 李宁的订单结构更加健康: 大幅度均价上涨改善毛利率, 鞋类增长较快反映品牌高档次 (因为鞋类是最能展示运动品牌提供更佳功能这一能力的产品类别)。这也说明了李宁不但提升了其代表中国体育精神的品牌知名度, 而且公司的产品质量已得到市场广泛认可。
- 我们将李宁的 09 年内生增长假设由 8% 下调到 5%, 净利润增速相应由 42% 下调到 36% (1 个百分点的销售内生增速变化可带来 2 个百分点的净利润增速变化)。需要说明的是, 我们做此下调并不是认为李宁达不到 8% 的内生增速, 而是希望对于我们重点推荐的公司给予更加保守的盈利预测假设, 以反映出其更为安全的盈利边际。我们认为李宁仍然可以保持 30% 以上高增长的主要理由是: 1) 李宁运动品牌在成功的奥运营销策略下获得有效提升, 同店增长趋势良好, 预计 09 年内生增速将优于同业竞争者; 2) 未来两年公司计划每年新开 800 家门店, 主要集中在 2~3 线城市, 成长潜力巨大; 3) 明年营销费用率有望降低 1~2 个百分点, 带动净利润提升。4) 公司积极拓展多品牌经营, Zi-do, Lotto, 红双喜等都将未来成为潜在业绩增长动力。
- 投资建议: 我们认为, 得益于有效的品牌宣传与发展战略的提升, 李宁表现好于竞争对手, 市场份额将进一步扩大。李宁仍然是我们的首推股票, 维持推荐评级。

中国动向 (3818.HK/1.9 元, 推荐)

图 20: 中国动向主要财务指标及近期股价表现

(人民币百万元)	2007A	2007A*	2008E	2008E*	2009E	2010E
主营业务收入	1,711	1,711	3,022	3,022	4,261	5,098
(+/-%)	99.2%	99.2%	76.6%	76.6%	41.0%	19.6%
毛利润	1,001	1,001	1,734	1,734	2,398	2,847
(+/-%)	86.8%	86.8%	73.3%	73.3%	38.3%	18.7%
营业利润	725	725	1,096	1,096	1,436	1,714
(+/-%)	87.9%	87.9%	51.2%	51.2%	31.0%	19.4%
净利润	734	689	1,094	948	1,223	1,467
(+/-%)	139.4%	124.8%	58.8%	37.6%	29.1%	20.0%
每股净利润(元)	0.13	0.12	0.19	0.17	0.22	0.26
每股净利润(港元)	0.14	0.13	0.22	0.19	0.25	0.28
市盈率	13.8	14.7	8.5	9.8	7.7	6.7
市净率	1.7	1.7	1.5	1.5	1.6	1.6
股息收益率(%)	4.4%	4.4%	4.9%	4.9%	4.3%	5.4%
净资产收益率	20.7%	19.5%	17.6%	16.0%	19.5%	19.0%
资本回报率	23.6%	22.2%	18.4%	15.3%	20.4%	20.5%

股票代码	3818.HK
股价	HK\$ 1.90
目标价	2.94
日成交量(百万股)	25.4
总市值(百万)	10,765
52周最高价/最低价	HK\$6.37/1.68
总股数(百万股)	5,666
流通股(百万股)	2,474
主要股东(持股比例)	Chen Yihong (52%)



资料来源: 公司资料, 彭博资讯, 中金公司研究部 *为剔除非经常性收益

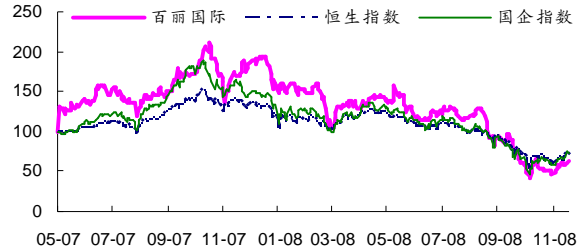
- 中国业务平稳发展, 日本业务好于预期。得益于精确的品牌定位和适当的营销宣传, 中国动向的中国业务迅速成长。08年产品毛利率有所提升, 经销费用控制得当, 预期在09年将继续保持。新收购的日本业务进展亦优于预期, 08年亏损有望控制在1500万元以内, 低于收购时亏损管理层估计的2000万亏损, 09年有望扭亏为盈。
- 09年第一、第二季度订货会已经完成, 订货销售额实现30%以上同比增长。第二季度订货会于11月份召开, 当时分销商已经注意到10月份总体销售放缓的迹象, 因此订货趋于谨慎。31%的订货金额增长反映了26%的新店扩张和5%的内生增长预期, 相对其他同业竞争者来说更为理性。
- 入股分销商, 提高渠道控制能力。动向决定以1.2亿元人民币入股其6个主要分销商。我们认为这一策略对确保Kappa品牌销售的稳定性大有裨益: 1) 避免主要分销商被其他零售商收购 2) 掌控更多渠道信息和零售终端反馈 3) 注入资金, 与分销商共度金融危机难关, 确保分销渠道稳定性。
- 预计08~10年经营性净利润增速分别为38%、29%和20%。我们的08年净利润预测非常保守, 公司业绩很有可能超出我们的预期, 由于1) 由于高毛利服装销售好于预期, 整体毛利率有所提升; 2) 公司可能享受所得税优惠政策, 有效税率低于我们25%的预期; 3) 日本业务好于预期
- 投资建议: 目前公司09年市盈率在7.7倍, 位于运动休闲品牌的中低端水平。公司的经营管理, 费用控制非常有效, 品牌经营思路清晰, 独特的运动时尚定位为品牌赢得消费人群。凭借着优秀的经营管理能力和良好的市场影响力, 公司在今后几年仍有望获得可持续的增长。

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 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、发表或引用。

百丽国际 (1880.HK/3.79 元, 推荐)

图 21: 百丽国际主要财务指标及近期股价表现

百万元	2006A	2007A	2007A*	2008E	2009E	2010E	
营业收入	6,239	11,672	11,672	17,352	20,776	23,044	
(+/- %)	260.2%	87.1%	87.1%	48.7%	19.7%	10.9%	
毛利	3,501	5,902	5,902	8,732	10,575	11,780	
(+/- %)	265.7%	68.6%	68.6%	47.9%	21.1%	11.4%	
税前利润	1,003	2,022	1,743	2,494	2,979	3,441	
(+/- %)	252.8%	101.5%	73.7%	43.1%	19.5%	15.5%	
净利润	977	1,979	1,700	2,170	2,562	2,925	
(+/- %)	315.8%	102.7%	74.1%	27.6%	18.1%	14.2%	
每股收益 (人民币)	0.12	0.23	0.20	0.26	0.30	0.35	股票代码 1880.HK
每股收益 (港币)	0.12	0.25	0.21	0.30	0.35	0.38	当前股价 HK\$ 3.79
市盈率	32.7	15.2	17.7	12.7	11.0	9.9	目标股价 (股价) 4.83
市净率	12.1	2.5	2.5	2.1	1.9	0.0	日成交量 (百万股) 19.6
股息收益率	1.3%	1.8%	1.8%	2.2%	2.5%	2.8%	总市值 (十亿港元) 32.0
净资产收益率	32.3%	22.0%	18.9%	14.1%	13.8%	14.0%	52周最高价/最低价 HK\$12.16/2.5
资产收益率	56.4%	27.1%	23.3%	17.1%	18.0%	18.2%	目前总股数 (百万股) 8,434
							其中: 流通股 (百万股) 3,639
							主要股东 (持股比例) Yiu Tang (40.15%)



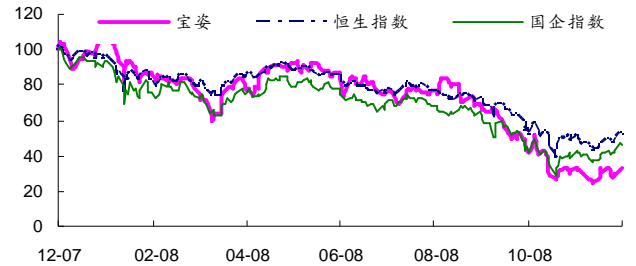
资料来源: 公司资料, 彭博资讯, 中金公司研究部

- 公司从 10 月份开始销售放缓。黄金周后鞋类产品同店销售增速大幅下滑至 5%，运动装增速则降至零。温度偏高导致秋冬新品滞销是原因之一，而经济状况不佳冲击零售市场的因素更为关键。公司已放缓开店速度，关闭亏损门店，整合销售网络。
- 2009 年展望：由于成熟品牌扩张步伐趋缓，新收购品牌短期贡献有限，因此 2009 年收入增速将有所放缓。2007-2008 年快速扩张导致成熟品牌未来增长空间有限。而在消费疲弱的经济环境中，百货商店可能缺乏推出新品牌的意愿导致新品牌扩张面临更多的不确定性。我们预计百丽未来将更加致力于经营效率的提升，而非扩大规模（例如关闭未盈利门店）。
- 我们估计百丽 2008 年门店数量增长 44%，同店销售增长 9%-10%，带动销售增长 49% 左右。预计未来两年鞋类产品与运动装门店数量增速分别为 15% 和 5%-8%，同店增长在 4% 左右（与 10 月份基本一致），带动 09 年销售增长 20%，10 年销售增长 11%。2008~2010 年净利润增长预期分别为 28%、18% 和 14%。
- 公司自上市以来，旗下鞋类品牌已经由最初的 8 个扩充至 20 余个，门店数量也从 2006 年底 3828 家增加到 8228 家。新收购品牌中，森达已经开始正常经营，而妙丽和美丽宝目前尚处于整合期中。预计森达可实现年销售收入 10 亿元，美丽宝 10 亿元，妙丽 3 亿元。
- 投资建议：维持推荐评级，但提醒投资者关注短期风险。**百丽目前股价对应的 2009 年市盈率为 11 倍，位于行业中端水平。我们仍然看好百丽在内地鞋类产品与运动装分销市场中的领先地位，认为公司在经济上升周期中可以有出色表现。但短期来看，由于鞋类行业相对较小，百丽已达到一定规模，在经济放缓的环境中面临一定增长压力。

宝姿 (589.HK/9.04 元, 下调盈利预测, 维持中性评级)

图 22: 宝姿主要财务指标及近期股价表现

(百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
收入	1,055	1,355	1,576	1,660	1,753
(+/-%)	23.9%	28.5%	16.3%	5.3%	5.6%
息税前利润	280	376	476	507	546
(+/-%)	50.6%	34.1%	26.6%	6.7%	7.6%
净利润	254	397	452	477	508
(+/-%)	53.9%	56.2%	13.9%	5.5%	6.5%
每股收益 (元)	0.45	0.71	0.81	0.85	0.91
每股收益 (港币)	0.45	0.75	0.94	0.97	1.00
市盈率	19.9	12.0	9.6	9.4	9.1
市净率	5.5	5.4	4.6	3.9	3.4
净资产收益率	30.4%	43.1%	44.4%	39.7%	36.4%
投入资本回报率	30.0%	37.4%	33.0%	29.5%	27.6%



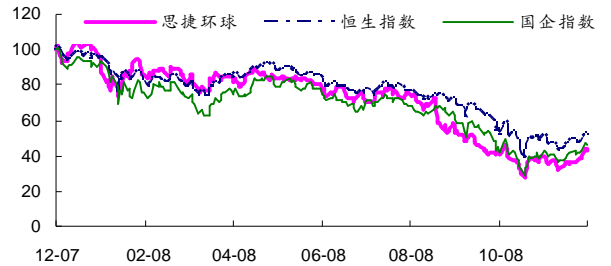
股票代码	589.HK
当前股价	HK\$9.04
目标价	HK\$9.66
日成交量 (百万股)	1.7
52周最高价/最低价	HK\$31.50/5.95
总市值 (百万港币)	5071
总股数 (百万股)	561
流通股数 (百万股)	343
主要股东 (持股比例)	Ports International (38.9%)

资料来源: 公司资料, 彭博资讯, 中金公司研究部

- 公司主营业务收入上升主要来自于零售业务内生增长, 已经出现明显放缓趋势。公司上半年同店增长在 30% 以上, 而 3 季度和国庆黄金周期间下降至 20% 左右, 估计黄金周后已经下降到 10% 左右的水平。其中, 南方地区门店 (特别是广东) 已经表现出明显的销售增速下降。高档女装在经济下行周期中消费下滑较快, 我们对未来公司经营前景趋于谨慎。
- 门店拓展方面, 公司 08 年下半年开始开设 Giorgio Armani (作为非独家代理商) 和 Vivienne Tam (作为中国大陆地区品牌所有者) 新店。新品牌的门店主要位于已有门店的地区和商圈, 有利于公司针对熟悉的 market 进行管理和营销活动。连同 Ports 和 BMW 品牌, 计划 09 年门店数量净增加 5%。但是, 两个新品牌和两个老品牌同样处于高端定位, 需要密切关注下行经济环境中所受到的影响。
- 由于中高档时装在经济下行过程中将受到需求放缓影响, 预计 Ports 的内生增速将有显著下降, 同店销售有可能与去年持平甚至下降。我们将公司 09 - 10 年的盈利预测下调 10% 左右, 调整后净利润增速分别为 5.5% 和 6.5%, 业绩增长的主要来源是新开门店带来外生性扩张, 每年净增加门店 4% - 5%。
- 投资建议:** 我们维持对宝姿“中性”的投资评级。由于公司高档时装的定位, 门店扩张速度较慢, 以往业绩增长主要受同店销售增长拉动。在未来经济放缓的大环境中, 高档服装销售内生增长会显著放缓, 公司难以维持高增长。

思捷环球 (330.HK/44.25 元, 下调盈利预测, 维持中性评级)
图 23: 思捷环球主要财务指标及近期股价表现

截至六月底(港币百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	29,640	37,227	37,722	41,476	46,818
(+/- %)	26.9%	25.6%	1.3%	10.0%	12.9%
毛利	15,885	19,970	20,236	22,250	25,115
(+/- %)	29.2%	25.7%	1.3%	10.0%	12.9%
利息税项前利润	6,259	7,721	7,646	8,465	9,543
(+/- %)	31.4%	23.4%	-1.0%	10.7%	12.7%
净利润	5,180	6,450	6,439	7,163	8,109
(+/- %)	38.6%	24.5%	-0.2%	11.3%	13.2%
发行股数(百万)	1,226	1,226	1,237	1,243	1,243
每股盈利(港币)	4.23	5.26	5.21	5.76	6.53
市盈率(倍)	10.5	8.4	8.5	7.7	6.8
净资产收益率	48.9%	46.0%	40.6%	42.7%	42.7%
投入资本回报率	58.4%	55.1%	48.2%	50.5%	50.3%
每股股息(港币)	3.18	4.24	4.15	4.61	5.22
股息收益率 (%)	7.2%	9.6%	9.4%	10.4%	11.8%



股票代码	330.HK
当前股价	HK\$44.25
目标价格	HK\$41.65
总市值(十亿港元)	55.01
日成交量(百万股)	3.2
52周最高价/最低价	HK\$112.83 / 26.60
总股数(百万股)	1,243.2
流通股(百万股)	1,062.2
主要股东(%)	Capital Research & Management (17.11%)

资料来源: 公司资料, 彭博资讯, 中金公司研究部

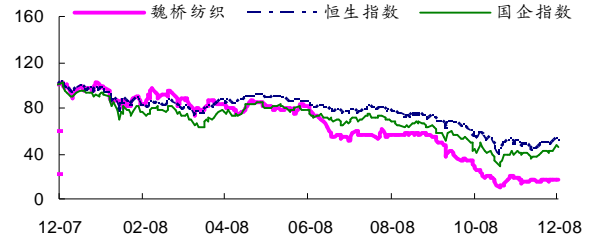
- 公司主营业务收入 80% 来自欧洲, 近一半来自德国。在欧洲经济放缓, 消费萎缩的情况下, 批发和零售业务都将受到经济下滑的影响, 未来情形不容乐观。
- 分销商资金链紧张, 以及对本地消费的不乐观态度导致 08 年下半年订货销售几乎没有增长。我们认为欧洲经济衰退将导致明年上半年情况更差。批发销售额很有可能出现同比负增长。
- 零售方面 08 年 3 季度整体同店销售增长在低单位数水平, 我们认为 08 年 4 季度和 09 年上半年很可能出现同店销售下降的情况。公司表示新店表现差于预期, 但会坚持每年 15% 的扩张计划。经济衰退时期, 新店扭亏的时间会更长, 这无疑会拉低公司利润率。
- 我们认为 09 财年将出现利润负增长。收入预测中反映了 -2.4% 的批发销售增长和 6.1% 的零售业务增长, 净利率由 17.3% 下降至 17.1%。但值得注意的是, 公司约 80% 收入来自于欧元区, 欧元大幅贬值, 对港币计算的业绩增长有负面影响。
- 投资建议:** 我们维持对思捷环球“中性”的投资评级, 公司股价在公布年报之后已经大幅下跌 50% 以上, 接近 10% 的股息收益率对股价将有一定支撑。但由于欧洲经济持续恶化, 欧元大幅贬值, 公司 09 财年业绩下滑趋势难以逆转, 股价仍然缺乏上涨动力。

魏桥纺织 (2698.HK/1.85 元, 中性)

图 24: 魏桥纺织主要财务指标及近期股价表现

(人民币百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入	19,826	18,590	17,102	17,410	17,933
(+/- %)	45.9%	-6.2%	-8.0%	1.8%	3.0%
营业利润	3,028	2,999	1,511	1,594	1,649
	63.1%	-1.0%	-49.6%	5.5%	3.4%
净利润	1,685	1,868	433	426	445
	35.6%	10.9%	-76.8%	-1.5%	4.5%
每股盈利 (元)	1.41	1.56	0.36	0.36	0.37
每股盈利 (港币)	1.41	1.66	0.42	0.41	0.41
股息收益率	23.1%	26.0%	6.0%	5.9%	6.2%
市盈率	1.3	1.1	4.4	4.6	4.5
市净率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
净资产收益率	15.4%	14.7%	3.4%	3.4%	7.2%
投入资本回报率	10.7%	11.1%	4.7%	4.4%	4.5%

股票代码	2698.HK
股价	HK\$ 1.85
目标价	HK\$ 1.68
总市值 (港币百万元)	2209.6
日成交量 (百万股)	2.1
52周最高/最低价	HK\$12.16/0.89
总股数 (百万股)	1,194
流通股数 (百万股)	388
主要股东 (%)	Weiqiao Chuangye Group(61.86%)



资料来源: 公司资料, 彭博资讯, 中金公司研究部

- 公司主营业务收入一半左右来自于出口, 08 年上半年出口额上升 20.7%。下半年开始由于全球经济放缓, 出口情况持续恶化, 订单增幅甚微。预计这一状况在明年上半年仍将持续, 在美国经济复苏之前很难发生明显改善。
- 内需状况仍然不佳, 国内 PPI, CPI 倒挂情形持续, 棉纺行业中上游企业议价能力有限, 纺织业务毛利率持续受压。内需放缓, 销售放缓和毛利下降的趋势难以扭转。
- 我们认为公司 08 - 10 年净利润增速分别为 -76.8%, -1.5%, 和 4.5%。08、09 年业绩下滑的主要原因是: 1) 出口滞销, 内需放缓。主营业务收入难以实现增长。2) 生产成本居高不下, 利润率继续下滑。公司舍利利润争份额的策略导致盈利状况进一步恶化。
- 投资建议:** 我们对魏桥纺织维持“中性”的投资评级。

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座28层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲6号
SK大厦1层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 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、发表或引用。