



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

公司动态
证券研究报告

2011年5月19日

服装

研究部

郭海燕

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080200010008
guohy@cicc.com.cn

黄芳

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010016
huangf@cicc.com.cn

推荐

美邦服饰 (002269.SZ)

库存问题年内解决, 可持续增长多点开花

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	4,474	5,218	7,500	10,494	13,884
(+/-%)	41.7%	16.6%	43.8%	39.9%	32.3%
营业利润	833	562	963	1,511	2,036
(+/-%)	94.4%	-32.6%	71.4%	56.9%	34.8%
净利润	588	604	758	1,218	1,647
(+/-%)	61.4%	2.8%	25.4%	60.7%	35.3%
每股盈利(元)	0.88	0.60	0.75	1.21	1.64
市盈率	37.3	54.4	43.4	27.0	20.0
市净率	8.5	11.0	9.9	7.2	5.3
每股经营现金流	0.5	0.9	(1.0)	1.4	2.0
股价/经营现金	70.0	38.4	(31.2)	22.6	16.4
净资产收益率	36.1%	21.7%	24.0%	30.9%	30.7%
投入资本回报率	51.5%	22.9%	33.9%	43.2%	43.1%

股票信息

当前股价	32.71
股票代码	002269.CH
日成交量(百万股)	2.12
52周最高价/最低价	39.57/17.6
总市值(百万)	32,874
总股数(百万股)	1,005
其中: 流通股(百万股)	105
主要股东(持股比例)	上海华服投资有限公司(80.6%)

最近估值走势

	1周变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
美邦服饰	0.3	6.9	10.9	-6.1
深证综指	-0.8	-6.2	-5.6	-6.8
行业指数	0.0	-3.9	-2.0	2.4

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

公司调研更新:

我们参加了公司 2010 年股东大会, 公司高层就公司近况、未来发展和展望与投资者作了详尽沟通。

► 就市场担心的存货问题, 公司做出详细分析, 初步实施的降低库存方法行之有效。截止目前, 公司 2010 过季库存水平降至 4~5 亿, 预计年底库存即可消化完毕。未来正价店将减少打折, 折扣货品进特卖场, 形成良好的货品管理机制。

去年末 25 亿存货中, 18 亿是美邦品牌库存。其中 09/10/11 年货品分别为 2/10/6.3 亿。过季库存高企的原因是: 1) 去年战略调整关闭大店特卖楼层, 新折扣渠道尚未到位; 2) 为应对国内劳工荒, 提前备货; 3) 去年 9 月直营单店增长超 90%, 冬季和今年春季备货较为激进, 但暖冬导致库存积压。美邦将过季库存以较低折扣(未亏本)卖给经销商, 鼓励开设折扣店, 与常规店形成差异化经营。加盟商反应积极, 订货 1.3 亿。此外 1 季度售出 4 亿元冬季货品, 2010 过季库存已降至 4~5 亿元。

► 平效提升显著。面对行业普遍的成本上升, 美邦非常注重平效提升, 利用品牌升级带动平效提升抵消成本上涨。公司 1 季度销售增长 50%以上来自平效上升, 而直营系统 80%以上来自平效提升, 估计同店增长达到 20~30%。

► 展望未来, 公司多点开花, 可持续发展: 1) 产品系列化发展: 运动休闲、都市时尚、MTEE 系列和配饰等; 2) Me&City 去年亏损 2 亿多, 今年预计减亏至 5 千万, 明年盈利 5 千万。今年平效增长 50~60%, MC 童装在很多商场排第一, 展店速度加快。3) 网购稳步发展, 预计销售达 2 亿元即可盈利。

投资建议:

维持推荐评级。美邦处于高速发展阶段, 在探索中成长。公司在库存问题出现半年内即形成主动解决方案, 建立差异化渠道和产品生命周期管理体系, 相比运动行业品牌反应更加快速积极, 这与直营占比高终端控制力强密切相关。尽管此次库存问题导致短期毛利率负面影响, 但推动经营体系改革更加完善成熟。若因库存问题短期股价出现回调, 我们认为是长期投资者逢低吸纳好机会。美邦作为青少年休闲行业龙头, 符合大众消费快速增长趋势, 以规模和供应链优势构筑竞争壁垒, 有望产生“服装界的苏宁”。未来三年可翻倍增长, 27x 2011PE 在同业中处于中端水平。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

会议纪要

美特斯邦威一直在救火，因处于高速发展阶段。需要不断探索，面对挑战。去年1季度，业绩大幅下滑，大家很担心，去年下半年利润回升出现反转。今年又出现库存问题，相信明年能解决库存问题，进一步改善利润率，可能还会出现新的问题，公司这样不断探索进步。

库存问题

主要由于战略性原因造成。去年底25亿存货中，有18亿是美邦的库存，其中2亿09年货品，10亿10年货品，6.3亿11年货品。

1) 之前每个大店有一个楼层是特卖楼层，去年战略调整强制关掉。老的折扣渠道关掉，没实施快速补单。因为国内劳工荒，没有留空间快速反应，把货全提前做出来了。

2) 去年9月，直营店同店增长90%多，对冬季和2011春季期望很高，备货激进。但天气不佳，12月下旬才变冷，导致很多库存。

如何解决？

1) 把一些好的货纳入今年冬季货品

2) 坏事变好事，形成特卖渠道，未来成为持续发展渠道。和新品形成差异化。美邦的旧货销售非常有竞争力，有一些和美邦规模相近的品牌，20~30%货品和美邦上一年货品相近，美邦打折销售很有竞争力。经销商库存和总部库存合并一起盘活。一二线城市运用超市、特卖场渠道。经销商认同度非常高，已经有500多个加盟商下订单。未来正价店减少打折，折扣货品进特卖场，形成良好货品生命周期管理机制。

如何面对成本上升

直营系统只面对租金和人工上升；加盟系统还面对纳税风险。5年之内，税收力度一定加大。

一线城市增长没有二三线城市增长快，二三线成本上涨100%以上比比皆是。5年之内，要为上下游产业链所有人工工资保证5万以上，才能支持可持续发展。最终要靠平效上升，品牌升级。若在2万平效之下，成本上升无法支持。

美邦利用品牌升级带动平效提升抵消成本上涨。今年1、2季度销售增长50%以上来自平效上升，直营系统80%以上来自平效上升。服务改善，产品改善。

怎样可持续发展

产品系列化：运动休闲，都市时尚（08年非常成功，07年都市占60%，运动占40%，后来被硬拉到MC不成功，现直营系统都市市场已经回到50%，冬季会进一步提高），MTEE系列，配饰等

MC：2012年开始肯定可以盈利。去年亏损2个多亿，09年亏1个多亿，今年估计亏损5000多万，明年预计可以盈利5000万。今年开始有很大突破，平效可达到50~60%增长。MC童装现在在很多商场里面排第一，很多加盟商想加盟。下一步发展速度可能有很大提升。

邦购：一直在试运行，认真思考MC过失谨慎运行。现三店，邦购网，淘宝网，拍拍。最近邦购网上销售比淘宝店高一倍。2011年不可能盈利，但亏损不会太大。周总近期很多时间投入在邦购事业部，线上线下打通。做到2亿就可以开始盈利。

Q&A

1) 门店扩展情况？

MB 3385家；MC 成人173家，童装101家。

2) 森马毛利率比美邦低10个点，净利率比美邦高6个点，为什么？

美邦收入45%来自直营门店，成本构成导致毛利率和费率结构不同。税收成本、租金成本和直营分公司成本，至少会相差6个亿。但这些成本会支撑美邦未来发展，森马没有直营运作经验，平效只有美邦的60%，面对这种成本上升，压力非常大。

3) 如何面对Zara, H&M和其他国际品牌的竞争？

美邦现在是中国一线和二三线共存的品牌，奋斗的目标是未来5~10年是大家喜欢的品牌。

20年前大家买佐丹奴，10年前喜欢Esprit，5年前买凌志公司的Only, Vero Moda，现在买Zara, H&M。消费者的习惯也在不断变化，我们需要把握消费者的心理，把整个供应链打通。

从品牌定位上看，MB要作H&M、Topshop，而Me&City要作Zara。既可以把各系列融合在一起做大店，也可以把每个系列拿出来作独立店铺。

4) 为何要作新国货？

国人现在追求Zara, H&M洋品牌，不信任国货品牌，但我们希望如何国人对自己品牌的形象认识，我们主要在三方面下功夫：不是低质廉价，有自己的创新，富有文化内涵。

5) 未来开店策略？

公司有丰富的直营店运作经验。现在95%来自街边店，未来3~5年，大型shopping mall、小区商圈和商场是主要渠道。现在上海销售3个亿，主要在大量的shopping mall，但商场没有店，未来会有都市、运动休闲和男女装分开的独立小店，进入商场渠道。门店需要进一步提高平效，3000平方以上每平米销售2~3万，5000平米以下平效需达到3~4万。

6) 如何做产品升级，潮流设计？

现在主要做产品的丰富和多样化，以价格和品类带延伸。明年春夏季会更好。公司会逐渐改善，不会一下子与原有产品脱节。

7) 递延所得税资产高达 2 亿，存货跌价准备较少，为什么？

对直营批发和直营公司销售时，未实际销售时税已经交了。此外，直营子公司有一些亏损状况。

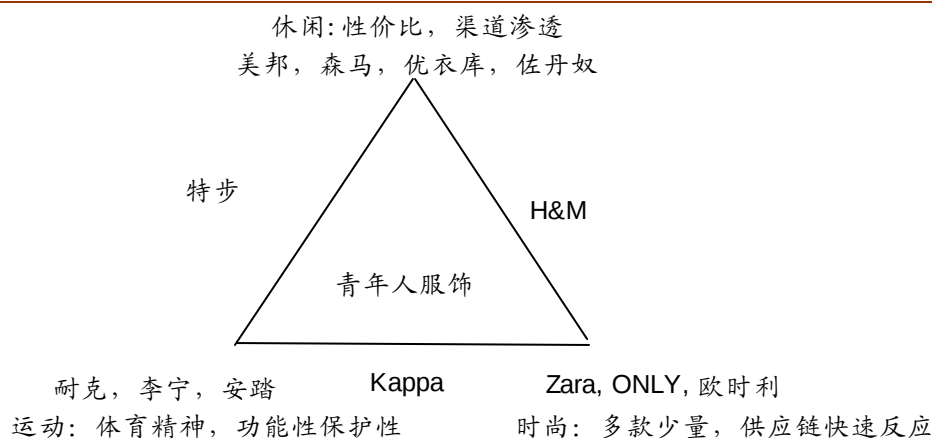
存货跌价准备较少的原因是所有销售都在生产成本之上。特卖货品定价也在 3.5 折以上，不需要大规模提跌价准备。

8) 现有 1900 多个经销商，经销商库存状况都很好。

9) 公司八月份全流通，可能会减持一些，帮自己和高管改善生活，从而增加流通部分。公司不会做增发，比较麻烦，觉得还不如银行借款。希望引入战略投资者，给公司提升价值。

10) 每年一次股权激励政策，今年也会出台。

图表 1：青年服饰定位的三角矩阵



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：青少年服装消费市场规模和格局预测（2015 年，我们预计美邦和森马主品牌的终端销售合计有望超过 700 亿，是目前的 3.5 倍）

15~29 岁人群 市场	总人口 (百万人)	城镇人口 (百万人)	城镇人均衣着消 费(元)	城镇服装消费 (十亿元)	乡村人口 (百万人)	农村人均衣着 消费(元)	农村服装消费 (十亿元)	服装总消费 (十亿元)	同比增速
2001	288.4	110.0	533.7	58.71	178.4	98.0	17.47	76.19	
2002	286.8	113.2	590.9	66.91	173.6	104.5	18.14	85.06	11.6%
2003	284.3	116.4	637.7	74.22	167.9	109.5	18.39	92.61	8.9%
2004	287.1	117.3	686.8	80.59	169.8	119.6	20.31	100.89	8.9%
2005	271.0	131.2	800.5	105.02	139.8	147.9	20.68	125.70	24.6%
2006	281.5	134.8	901.8	121.57	146.7	167.3	24.54	146.11	16.2%
2007	282.5	136.5	1042.0	142.23	146.0	192.6	28.12	170.35	16.6%
2008	281.9	136.5	1165.9	159.15	145.4	211.1	30.69	189.84	11.4%
2009	282.5	136.3	1284.2	175.02	146.2	231.9	33.91	208.93	10.1%
2010	282.5	136.3	1476.8	201.27	146.2	266.7	39.00	240.27	15.0%
2011	282.5	136.3	1654.0	225.43	146.2	298.7	43.68	269.10	12.0%
2012	282.5	136.3	1852.5	252.48	146.2	334.5	48.92	301.39	12.0%
2013	282.5	136.3	2037.8	277.73	146.2	368.0	53.81	331.53	10.0%
2014	282.5	136.3	2241.6	305.50	146.2	404.8	59.19	364.69	10.0%
2015	282.5	136.3	2465.7	336.05	146.2	445.3	65.11	401.16	10.0%

	美邦零售额 (十亿)	同比增长	门店数	市场份额	森马零售额 (十亿)	同比增长	门店数	市场份额
2007	5.13		2,124	3.0%				
2008	6.49	26%	2,698	3.4%	5.76		2,667	3.0%
2009	7.21	11%	2,783	3.5%	6.73	17%	3,258	3.2%
2010	12.17	69%	3,500	5.1%	9.85	46%	4,007	4.1%
2011	17.04	40%	4,200	6.3%	13.79	40%	4,700	5.1%
2012	23.00	35%	4,900	7.6%	19.31	40%	5,400	6.4%
2013	29.90	30%	5,600	9.0%	25.10	30%	6,100	7.6%
2014	35.88	20%	6,300	9.8%	30.12	20%	6,800	8.3%
2015	41.26	15%	7,000	10.3%	34.63	15%	7,500	8.6%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：休闲品牌市场份额

品牌	市场	2008	2009	2010
优衣库	日本	5.20%	6.30%	7.30%
H&M	德国	4.90%	6.10%	6.80%
Zara	西班牙	8.70%	9.40%	10.00%

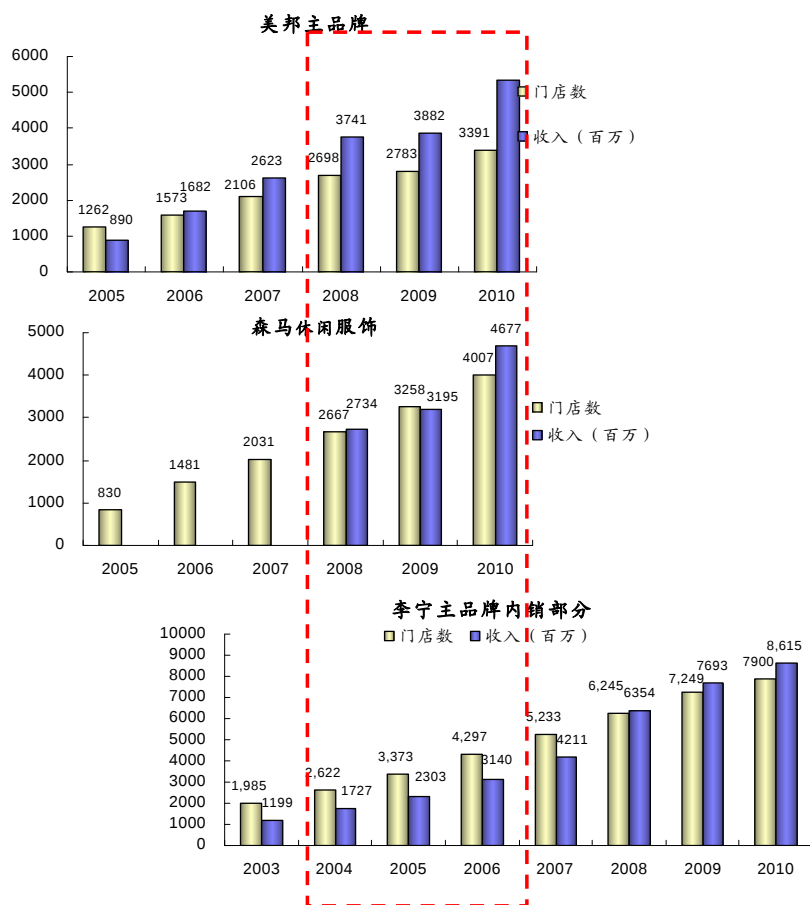
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：休闲服国际对比

(百万美元)	销售额	净利润	预测净利润	存货周转 天数	应收帐款 周转天数	应付帐款 周转天数	过去三年 收入增速	毛利率	经营利润率	净利润率
Inditex	15517	1840	2394	78.6	16.6	162.4	10.6	57.1	15.6	11.9
H&M	15037	2589	2469	98.6	7.1	33.6	11.5	62.9	22.7	17.2
Fast Retailing	9040	684	598	68.9	6.8	51.5	15.8	51.7	16.2	7.6
Gap	14664	1204	1137	64.2	-	42.4	(2.3)	40.2	13.4	8.2
美邦服饰	1108	112	180	152.0	34.0	98.0	39.0	45.4	12.8	10.1
森马服饰	929	148	216	73.0	7.3	78.8	51.0	35.8	21.9	15.9
搜于特	93	13	21	106.2	18.7	25.6	80.1	34.5	19.3	14.4
Esprit	4325	542	475	65.0	29.4	26.7	5.4	54.7	12.9	12.5
佐丹奴	597	61	67	52.4	20.7	36.6	(0.8)	51.4	6.4	6.8
IT	384	34	44	125.0	8.3	48.1	25.6	60.7	10.5	8.8
堡狮龙	296	12	16	95.1	10.8	22.6	3.2	51.6	4.7	3.9

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5: 森马, 美邦, 李宁对比 (都已换算为批发出货金额), 休闲服今后三年是快速发展期



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 6: 历史及预测财务数据

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	4,474	5,218	7,500	10,494	13,884
营业成本	-2,434	-2,895	-4,095	-5,624	-7,440
销售费用	-944	-1,451	-1,989	-2,730	-3,598
管理费用	-189	-217	-325	-451	-576
财务费用	-48	-53	-88	-123	-163
营业利润	833	562	963	1,511	2,036
营业外收入	17	83	105	146	193
税前利润	841	633	1,034	1,623	2,196
所得税	-254	-29	-276	-406	-549
净利润	588	604	758	1,218	1,647
现金流量表 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流	470	856	-1,054	1,456	1,999
投资活动现金流	-715	-1,039	-851	-813	-813
融资活动现金流	1,793	-404	1,744	-623	-663
货币资金增加额	1,547	-586	-161	19	523
资产负债表 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
货币资金	1,852	1,315	1,107	1,126	1,649
应收款项	414	479	933	975	1,161
存货	664	902	2,548	2,607	3,387
固定资产净值	590	885	1,727	2,179	2,721
无形资产	122	130	128	125	120
总资产	4,577	5,451	8,587	9,315	11,341
短期借款	1,051	459	2,576	2,076	1,576
应付款项	417	507	1,244	1,255	2,134
长期借款	200	200	100	100	100
总负债	1,989	2,460	5,256	4,767	5,146
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益	2,588	2,991	3,331	4,548	6,195

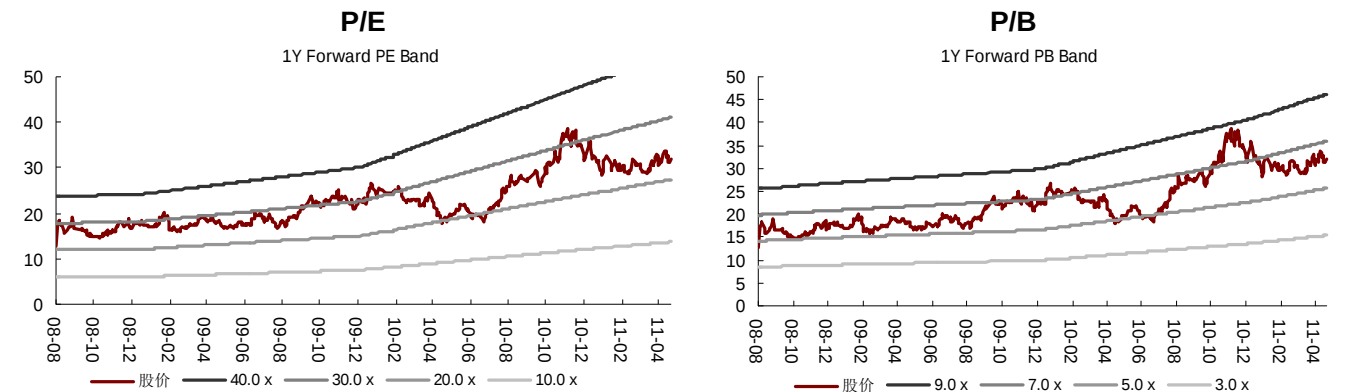
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 7: 可比公司估值表

子行业分类	代码	公司	股价 本地货币	总市值 (百万元)	总市值 百万美元	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			10年底-12年底 净利润CAGR	PEG	
						2010A	YoY	2011E	YoY	2012E	YoY	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E			
服装纺织																				
青少年休闲装	002269.CH	美邦服饰	32.71	32,874	5,054	758	25%	1,218	61%	1,647	35%	0.75	1.21	1.64	43.4	27.0	20.0	47.4%	0.57	
	002563.CH	森马服饰	54.26	36,354	5,589	1,001	46%	1,461	46%	2,050	40%	1.49	2.18	3.06	36.3	24.9	17.7	43.1%	0.58	
	002503.CH	搜于特	31.01	4,962	763	91	68%	144	59%	220	53%	0.57	0.90	1.38	54.6	34.4	22.5	55.7%	0.62	
	330.HK	思捷环球	31.00	40,004	5,145	4,226	-11%	3,516	-17%	3,665	4%	3.27	2.72	2.84	9.5	11.4	10.9	-6.9%	-1.65	
	鞋类	1880.HK	百丽	15.00	126,514	16,272	3,425	35%	4,389	28%	5,527	26%	0.48	0.64	0.85	31.4	23.3	17.6	27.0%	0.86
男装	210.HK	达芙妮	7.38	12,088	1,555	596	51%	819	38%	983	20%	0.43	0.62	0.78	17.3	12.0	9.5	28.5%	0.42	
	1386.HK	盛通集团	1.51	942	121	3	-	4	37%	4	0%	0.00	0.01	n.a.	322.7	235.4	n.a.	n.a.	n.a.	
	738.HK	利信达集团	3.80	2,429	312	123	71%	170	38%	214	26%	0.19	0.27	0.33	19.8	14.3	11.4	31.9%	0.45	
	1836.HK	九兴控股	18.98	15,077	1,939	826	19%	921	12%	1,108	20%	1.22	1.43	1.81	15.5	13.3	10.5	15.9%	0.84	
	002291.CH	星期六	11.45	4,160	640	100	-12%	136	36%	183	34%	0.28	0.37	0.50	41.5	30.5	22.7	35.0%	0.87	
	1234.HK	利郎	11.06	13,278	1,708	419	38%	556	33%	728	31%	0.41	0.57	0.79	27.0	19.3	14.1	31.8%	0.61	
	891.HK	利邦	8.43	14,288	1,838	341	90%	475	39%	636	34%	0.24	0.35	0.49	35.6	24.4	17.3	36.6%	0.66	
	238.HK	长国际	4.16	4,086	526	153	46%	205	34%	489	139%	0.18	0.26	0.65	22.7	16.1	6.4	78.8%	0.20	
	002029.CH	七匹狼	34.35	9,718	1,494	283	39%	375	32%	508	35%	1.00	1.33	1.80	34.3	25.9	19.1	34.0%	0.76	
	600177.CH	雅戈尔	11.64	25,918	3,984	2,672	-18%	1,512	-43%	1,953	29%	1.20	0.68	0.88	9.7	17.1	13.3	-14.5%	-1.18	
	600177.CH	雅戈尔(经营性)	11.64	25,918	3,984	1,421	-13%	1,512	6%	1,953	29%	0.64	0.68	0.88	18.2	17.1	13.3	17.2%	1.00	
	002154.CH	报喜鸟	27.80	8,166	1,255	243	31%	331	36%	441	33%	0.83	1.13	1.50	33.6	24.7	18.5	34.7%	0.71	
	002485.CH	希努尔	24.89	4,978	765	144	29%	160	11%	204	28%	0.72	0.80	1.02	34.7	31.1	24.4	19.2%	1.62	
家纺	002293.CH	罗莱家纺	73.00	10,246	1,575	239	43%	334	40%	465	39%	1.70	2.38	3.32	42.9	30.7	22.0	39.7%	0.77	
	002327.CH	富安娜	39.63	5,306	816	128	48%	174	36%	229	32%	0.95	1.30	1.71	41.5	30.6	23.2	33.8%	0.90	
	002397.CH	梦洁家纺	41.60	3,931	604	92	51%	143	56%	201	40%	0.97	1.51	2.13	42.8	27.5	19.6	48.0%	0.57	
	运动	2331.HK	李宁	14.96	15,762	2,027	1,108	17%	1,001	-10%	1,107	11%	1.24	1.17	1.37	12.1	12.8	11.0	0.0%	-270.55
户外	3818.HK	中国动向	2.69	15,243	1,961	1,464	0%	1,257	-14%	1,302	4%	0.30	0.27	0.30	8.9	9.8	9.0	-5.7%	-1.72	
	2020.HK	安踏	14.10	35,164	4,523	1,551	24%	1,875	21%	2,256	20%	0.73	0.93	1.17	19.3	15.2	12.0	20.6%	0.74	
	1368.HK	特步	5.87	12,773	1,643	814	26%	946	16%	1,120	18%	0.44	0.54	0.67	13.3	10.9	8.8	17.3%	0.63	
	1361.HK	361度	5.68	11,744	1,511	917	45%	1,011	10%	1,167	15%	0.52	0.60	0.73	10.9	9.4	7.7	12.8%	0.73	
	1968.HK	匹克	5.96	12,504	1,608	822	31%	992	21%	1,167	18%	0.46	0.58	0.72	12.9	10.2	8.3	19.1%	0.53	
	3813.HK	宝胜国际	1.30	5,578	717	145	-	368	154%	467	27%	0.04	0.11	0.14	32.8	12.3	9.2	79.7%	0.15	
	NKE.US	耐克	84.89	40,619	40,619	1,907	28%	2,094	10%	2,276	9%	4.96	5.45	5.92	17.1	15.6	14.3	9.2%	1.68	
	ADS.GY	阿迪达斯	51.53	10,781	15,374	567	131%	672	19%	794	18%	2.71	3.21	3.80	19.0	16.0	13.6	18.3%	0.87	
	羽绒服	3998.HK	波司登	2.43	18,887	2,429	1,079	44%	1,348	25%	1,555	15%	0.16	0.21	0.26	14.9	11.3	9.4	20.1%	0.57
	户外	300005.CH	探路者	14.10	3,779	581	54	22%	96	78%	150	57%	0.20	0.36	0.56	70.1	39.4	25.2	66.9%	0.59
		002486.CH	嘉麟杰	15.06	3,132	482	62	44%	93	51%	137	47%	0.30	0.45	0.66	50.9	33.6	22.9	49.2%	0.68
	女装	002425.CH	凯撒股份	20.55	4,398	676	63	9%	65	2%	76	17%	0.30	0.30	0.36	69.3	67.7	57.9	9.5%	7.14
		589.HK	宝姿	20.60	11,711	1,506	473	1%	568	20%	691	22%	0.98	1.23	1.58	21.0	16.7	13.0	20.9%	0.80
裘皮	002494.CH	华斯股份	23.35	2,650	407	53	41%	82	56%	130	59%	0.46	0.72	1.15	50.3	32.3	20.4	57.1%	0.57	
鞋底	002517.CH	泰亚股份	21.00	1,856	285	38	12%	51	36%	75	45%	0.43	0.58	0.85	49.0	36.1	24.8	40.5%	0.89	
纺织	2698.HK	魏桥纺织	6.65	7,943	1,022	1,628	82%	1,814	11%	2,010	11%	1.60	1.88	2.19	4.1	3.5	3.0	11.1%	0.32	
	2313.HK	中洲国际	9.90	12,326	1,585	1,272	2%	1,564	23%	1,880	20%	1.20	1.55	1.96	8.2	6.4	5.0	21.6%	0.30	
	321.HK	德永佳	8.82	12,004	1,544	1,007	17%	1,110	10%	1,299	17%	0.87	1.01	1.24	10.1	8.8	7.1	13.5%	0.65	
	551.HK	裕元集团	27.65	45,593	5,864	3,261	3%	3,713	14%	4,226	14%	2.33	2.78	3.33	11.9	9.9	8.3	13.8%	0.72	
	000726.CH	鲁泰A	10.74	9,241	1,421	739	30%	931	26%	1,076	16%	0.74	0.94	1.08	14.5	11.5	9.9	20.7%	0.56	
	601718.CH	际华集团	4.21	16,238	2,496	510	12%	749	47%	1,036	38%	0.13	0.19	0.27	31.9	21.7	15.7	42.6%	0.51	
	002042.CH	华孚色纺	24.45	6,789	1,044	371	154%	479	29%	646	35%	1.58	2.04	2.75	15.5	12.0	8.9	31.9%	0.38	
	002003.CH	伟星股份	19.87	5,146	791	256	48%	323	26%	460	42%	0.99	1.25	1.78	20.1	15.9	11.2	34.0%	0.47	

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 8: 历史 P/E 和 P/B 区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



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