



**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

2012 年 11 月 22 日

服装

研究部

郭海燕

分析员, SAC 执业证书编号:  
S0080511080006  
guohy@cicc.com.cn

金戈

联系人, SAC 执业证书编号:  
S0080111120044  
Ge.Jin@cicc.com.cn

推荐

雅戈尔 (600177.CH)

认购西气东输项目投资基金, 投资业务转型产业投资

### 主要财务信息

| (百万元)       | 2009A  | 2010A  | 2011A  | 2012E  | 2013E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入        | 12,279 | 14,514 | 11,539 | 11,586 | 11,914 |
| (+/-)       | 13.9%  | 18.2%  | -20.5% | 0.4%   | 2.8%   |
| 营业利润        | 4,366  | 3,908  | 4,210  | 5,195  | 5,523  |
| (+/-)       | 20.9%  | -10.5% | 7.7%   | 23.4%  | 6.3%   |
| 净利润         | 3,264  | 2,672  | 1,763  | 1,791  | 2,294  |
| (+/-)       | 106.2% | -18.1% | -34.0% | 1.6%   | 28.1%  |
| 服装纺织+地产净利润  | 1,639  | 1,427  | 1,276  | 1,791  | 2,294  |
| (+/-)       | 3.5%   | -12.9% | -10.6% | 40.4%  | 28.1%  |
| 完全摊薄EPS (元) | 1.47   | 1.20   | 0.79   | 0.80   | 1.03   |
| 经常性EPS (元)  | 0.74   | 0.64   | 0.57   | 0.80   | 1.03   |
| 每股经营现金流 (元) | 0.5    | 1.6    | -0.7   | 6.2    | 1.3    |
| 经常性业务市盈率    | 9.5    | 10.9   | 12.2   | 8.7    | 6.8    |
| 股价/经营现金     | 13.2   | 4.5    | -10.1  | 1.1    | 5.3    |
| 净资产收益率      | 27.3%  | 18.8%  | 13.5%  | 14.2%  | 16.6%  |
| 每股分红 (元)    | 0.55   | 0.50   | 0.40   | 0.32   | 0.41   |
| 分红收益率       | 7.8%   | 7.1%   | 5.7%   | 4.6%   | 5.9%   |

### 股票信息

|                 | A股          |
|-----------------|-------------|
| 股票代码            | 600177.CH   |
| 当前股价            | 人民币7.01     |
| 过去30日日均成交量(百万股) | 5.28        |
| 52周最高价/最低价      | 人民币10.6/6.8 |
| 总市值(百万元)        | 15,609      |
| 发行股数(百万股)       | 2,227       |
| 其中: 流通股(百万股)    | 1,310       |

### 最近估值走势

| %           | 近一周   | 1个月   | 3个月   | 年初至今   |
|-------------|-------|-------|-------|--------|
| 600177.CH   | +1.74 | -6.53 | -8.96 | -21.91 |
| 沪深300       | -0.79 | -5.90 | -5.13 | -6.43  |
| 中金A股家庭耐用消费品 | -2.80 | -6.05 | -5.04 | -6.35  |

### 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

### 公司近况

雅戈尔董事会决议, 公司拟出资 30 亿元认购北京国联能源产业投资基金 30% 的出资份额, 成为国联基金的 LP, 该基金与全国社保、宝钢集团等共同投资于中石油的西气东输三线管道项目。

### 评论

- ▶ **西三线项目收益稳定, 风险小。**西三线项目是首个向民营资本开放的国家重点能源工程, 大股东中石油占股 52%, 国联基金与全国社保、宝钢各投入 100 亿元, 分别占股 16%。预计在 2015 年全线完工投产。作为公用事业项目, 收费由发改委确定, 预计该项目的投资回报率会超过 10%, 风险较小。
- ▶ **此项投资标志着雅戈尔的投资业务开始由股权投资为主向产业投资转型, 有利于公司稳定业绩, 提升估值。**公司当前持有的上市公司股权投资的市值和非上市公司的股权投资成本合计约为 90 亿元, 前三季度投资业务净亏损 8900 万元。股权投资业务的巨大收益波动对公司的业绩稳定性和估值有负面影响。此次参与投资能源项目是公司调整投资业务方向的战略性举措。国联基金的 GP 是雅戈尔的同集团附属公司与中石油旗下昆仑信托的合资公司, 未来还将择机投资于其他能源领域的企业或项目, 有利于雅戈尔的投资业务向有稳定长远收益的产业投资转型。
- ▶ **此项投资对公司的资金压力不大。**首期需出资 20% 即 6 亿元, 公司现有账面资金 26 亿元, 可用自有资金或增加部分短期债务融资完成。后续投资可能会通过处置部分股权投资来实现, 以达到调整投资业务结构的目的。

### 估值与建议

维持盈利预测不变, 2012/13 年每股收益分别为 0.80/1.03 元, 当前股价对应 2012/13 年市盈率 8.7/6.8 倍。我们测算分部加总 NAV 为每股 8.44 元, 比当前股价高 20%。能源和公用事业领域投资项目收益稳定, 风险小, 对当前缺乏投资渠道的民间资本是有吸引力的; 但是项目资金需求大, 回报周期长, 小投资者较难参与。雅戈尔抓住此次机会率先参与进来, 并借此改进投资业务的结构, 提升多板块业务的业绩稳定性, 有利于提升公司的估值水平, 且公司股息收益率较高(约 5%)。维持推荐。

### 风险

房地产行业调控政策风险。股权投资业绩波动。

## 附录：雅戈尔拟认购北京国联能源产业投资基金（有限合伙）的交易的基本情况

### 一、投资概述

#### （一）本次投资的基本情况

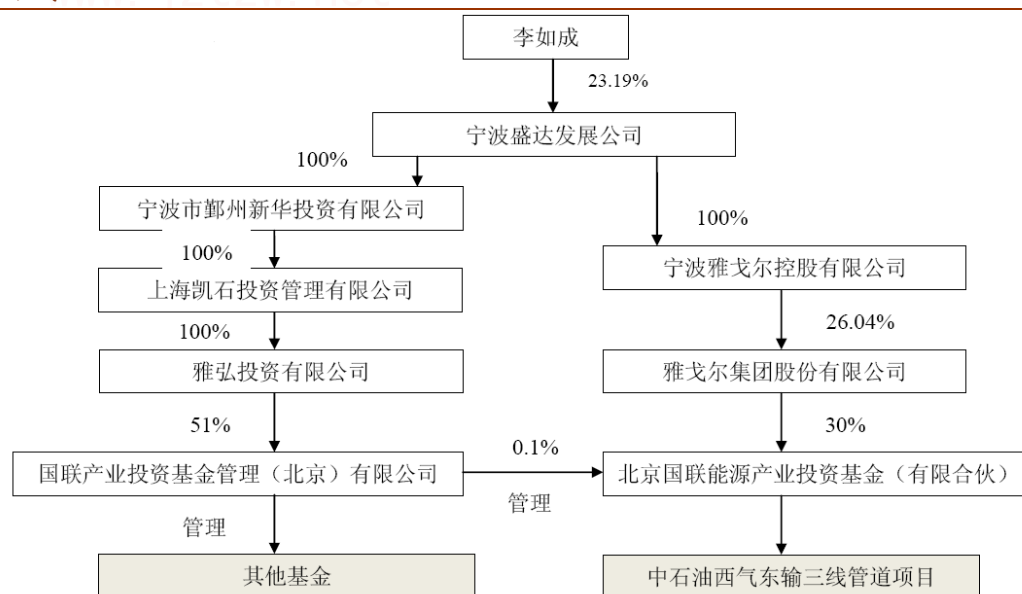
公司拟与共同投资者签署《北京国联能源产业投资基金（有限合伙）有限合伙协议》，以现金出资 300,000 万元，认购国联基金 30% 的出资份额，该基金与全国社保、宝钢集团等共同投资于中石油的西三线项目。

国联基金的认购规模为 1,001,000 万元，其唯一普通合伙人及首任执行事务合伙人为国联产业投资基金管理（北京）有限公司。国联基金的管理方国联产业投资基金管理（北京）有限公司是雅戈尔的同集团附属公司，所以雅戈尔的本次交易属于关联交易。

国联基金将优先投资于西三线项目，后续还将在保证西三线项目投资的前提下，择机投资于其他能源等领域的企业或项目。

本次投资的方式如下图所示：

图表 1：投资方式



资料来源：公司信息，中金公司研究部

### 二、投资标的的基本情况

#### （二）西三线项目的基本情况

##### 1. 基本情况

中石油规划建设西气东输三线工程，该工程是经国务院批准的国家重点项目，是国家能源重大骨干管网工程。

中石油西气东输三线管道整体工程包括一条干线，五条支干线、三条支线。

干线起自新疆霍尔果斯首站，经新疆、甘肃、宁夏等 10 省、自治区，终于福州，长 5,000 多公里。全线分为三段，西段为霍尔果斯——中卫干线，中段为中卫——吉安干线，东段为吉安——福州干线。

## 2. 目标市场

根据全国及各大区域市场天然气总体需求，初步拟定西三线目标市场为中南地区的河南省、湖北省、湖南省、江西省、安徽省，东南沿海地区的广东省、福建省、香港和长三角的江苏省、浙江省、上海市等 11 个省市。

## 3. 项目预期收益

同属于该项目投资方的宝钢股份的公告指出：根据本项目大股东中石油的初步测算，西三线管线项目总投资目标 1160 亿元，项目税后财务收益率目标约 10%，投资回收期目标约 11 年。该项目作为国家重要的能源基础设施，预期天然气管网系统拥有稳定的现金流和回报。

## 三、投资协议的主要内容

### （一）公司的出资方式及分期出资的时间安排

公司拟以现金出资 300,000 万元，投资于国联基金，持有其 30% 的出资份额。

根据出资安排，自协议生效以后，管理公司将依照基金的设立进度发出缴付出资通知；首期出资额不低于总认缴出资额的 20%。

### （二）管理费用及收益分配

1. 管理公司原则上按不高于“收费基数”的 1%/年收取基金管理费。
2. 在国联基金年收益率达到基准收益率 8% 并有剩余的前提下，全体有限合伙人原则上可获得基金超额收益总额的约 90%；未达到基准收益率的，没有超额收益分成。

图表 2: NAV 测算

| 计算标准                | 每股NAV (元) | 备注                                |
|---------------------|-----------|-----------------------------------|
| 纺织服装板块 20倍2012年市盈率  | 8.19      | 2012年服装业务每股收益0.41元                |
| 房地产板块 现金流折现并给于30%折价 | 5.79      |                                   |
| 股权投资 当前帐面价值         | 4.19      | 按2012年中报披露的持股数量乘以当前股价，未上市公司按成本价计算 |
| 净现金/(负债)            | -6.92     |                                   |
| 合计公允价值              | 11.26     |                                   |
| 25% 混业经营折价          | 8.44      | 合计公允价值乘以75%的折扣比例                  |
| 当前股价                | 7.01      |                                   |
| 上升空间                | 20%       |                                   |

资料来源：公司信息，中金公司研究部

图表 3: 利润表主要假设

| (人民币 百万元)     | 2009A  | 2010A  | 2011A  | 2012E  | 2013E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入          | 12,279 | 14,514 | 11,539 | 11,586 | 11,914 |
| YoY           | 13.9%  | 18.2%  | -20.5% | 0.4%   | 2.8%   |
| 营业成本          | 7,563  | 9,635  | 6,970  | 5,882  | 5,864  |
| YoY           | 9.4%   | 27.4%  | -27.7% | -15.6% | -0.3%  |
| 营业税金及附加       | 350    | 971    | 360    | 509    | 527    |
| YoY           | 37.4%  | 177.4% | -63.0% | 41.6%  | 3.6%   |
| 销售费用          | 1,098  | 1,139  | 1,454  | 1,691  | 1,501  |
| YoY           | 12.3%  | 3.7%   | 27.6%  | 16.3%  | -11.3% |
| 销售费用占收入比例     | 8.9%   | 7.8%   | 12.6%  | 14.6%  | 12.6%  |
| 管理费用          | 813    | 1,004  | 1,014  | 786    | 832    |
| YoY           | 1.6%   | 23.5%  | 1.0%   | -22.5% | 5.9%   |
| 管理费用占收入比例     | 6.6%   | 6.9%   | 8.8%   | 6.8%   | 7.0%   |
| 财务费用          | 301    | 421    | 745    | 894    | 894    |
| YoY           | -33.3% | 39.7%  | 77.2%  | 20.0%  | 0.0%   |
| 资产减值损失        | 28     | (31)   | (2)    | -      | -      |
| 公允价值变动损益      | 35     | (32)   | (3)    | -      | -      |
| 投资收益          | 1,979  | 2,058  | 1,443  | 450    | 760    |
| YoY           | -10.9% | 4.0%   | -29.9% | -68.8% | 68.9%  |
| 营业利润          | 4,140  | 3,401  | 2,438  | 2,273  | 3,056  |
| YoY           | 88.7%  | -17.9% | -28.3% | -6.8%  | 34.4%  |
| 营业利润率         | 33.7%  | 23.4%  | 21.1%  | 19.6%  | 25.6%  |
| 营业外收入         | 61     | 306    | 198    | 200    | 150    |
| YoY           | -70.8% | 402.1% | -35.3% | 0.8%   | -25.0% |
| 营业外支出         | 103    | 46     | 16     | 12     | 12     |
| YoY           | 281.8% | -55.1% | -66.3% | -23.2% | 0.0%   |
| 利润总额          | 4,098  | 3,661  | 2,621  | 2,461  | 3,194  |
| YoY           | 72.5%  | -10.7% | -28.4% | -6.1%  | 29.8%  |
| 所得税           | 603    | 726    | 563    | 615    | 798    |
| YoY           | 3.4%   | 20.4%  | -22.5% | 9.3%   | 29.8%  |
| 有效税率          | 14.7%  | 19.8%  | 21.5%  | 25.0%  | 25.0%  |
| 少数股东损益        | 230    | 262    | 296    | 55     | 101    |
| YoY           | 10.5%  | 13.8%  | 12.8%  | -81.4% | 83.4%  |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 3,264  | 2,672  | 1,763  | 1,791  | 2,294  |
| YoY           | 106.2% | -18.1% | -34.0% | 1.6%   | 28.1%  |
| 净利率           | 26.6%  | 18.4%  | 15.3%  | 15.5%  | 19.3%  |

资料来源：公司信息，中金公司研究部

图表 4: 盈利预测分拆表

|            | 2009A  | 2010A  | 2011A  | 2012E  | 2013E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入     | 12,279 | 14,514 | 11,539 | 11,586 | 11,914 |
| (+/-)      |        | 18.2%  | -20.5% | 0.4%   | 2.8%   |
| 纺织服装板块收入   | 6,763  | 7,369  | 7,526  | 6,109  | 6,252  |
| (+/-)      |        | 9.0%   | 2.1%   | -18.8% | 2.3%   |
| 房地产旅游板块收入  | 5,175  | 6,843  | 3,506  | 4,963  | 5,141  |
| (+/-)      |        | 32.2%  | -48.8% | 41.6%  | 3.6%   |
| 电力板块收入     | 177    | 147    | 157    | 157    | 157    |
| (+/-)      |        | -17.1% | 6.8%   | 0.0%   | 0.0%   |
| 其他业务收入     | 163    | 155    | 351    | 358    | 365    |
| (+/-)      |        | -5.1%  | 126.4% | 2.0%   | 2.0%   |
| 净利润        | 3,494  | 2,934  | 2,059  | 1,846  | 2,395  |
| (+/-)      |        | -16.0% | -29.8% | -10.3% | 29.8%  |
| 纺织服装板块净利润  | 658    | 1,007  | 946    | 912    | 1,153  |
| (+/-)      |        | 53.0%  | -6.1%  | -3.6%  | 26.4%  |
| 房地产旅游板块净利润 | 1,205  | 676    | 572    | 932    | 1,240  |
| (+/-)      |        | -43.9% | -15.5% | 63.0%  | 33.1%  |
| 电力板块净利润    | 5      | 5      | 4      | 2      | 2      |
| (+/-)      |        | -1.4%  | -33.4% | -43.2% | 2.0%   |
| 其他业务净利润    | 1,625  | 1,245  | 487    | 0      | 0      |
| (+/-)      |        | -23.4% | -60.9% | -      | -      |

资料来源：公司信息，中金公司研究部

[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

图表 5: 历史和预测的财务指标

| 损益表(百万元)   | 2008A         | 2009A         | 2010A         | 2011A         | 2012E         | 2013E         |
|------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入       | 10,780        | 12,279        | 14,514        | 11,539        | 11,586        | 11,914        |
| 营业成本       | (6,915)       | (7,563)       | (9,635)       | (6,970)       | (5,882)       | (5,864)       |
| 营业费用       | (978)         | (1,098)       | (1,139)       | (1,454)       | (1,691)       | (1,501)       |
| 管理费用       | (801)         | (813)         | (1,004)       | (1,014)       | (786)         | (832)         |
| 财务费用       | (451)         | (301)         | (421)         | (745)         | (894)         | (894)         |
| 营业利润       | 2,193         | 4,140         | 3,401         | 2,438         | 2,273         | 3,056         |
| 税前利润       | 2,375         | 4,098         | 3,661         | 2,621         | 2,461         | 3,194         |
| 所得税        | (584)         | (603)         | (726)         | (563)         | (615)         | (798)         |
| 少数股东损益     | (208)         | (230)         | (262)         | (296)         | (55)          | (101)         |
| 净利润        | 1,583         | 3,264         | 2,672         | 1,763         | 1,791         | 2,294         |
| 经营性净利润     | 1,583         | 1,639         | 1,427         | 1,276         | 1,791         | 2,294         |
| 现金流量表(百万元) | 2008A         | 2009A         | 2010A         | 2011A         | 2012E         | 2013E         |
| 经营活动现金流净额  | 1,647         | 1,185         | 3,458         | (1,547)       | 13,874        | 2,951         |
| 投资活动现金流净额  | (2,766)       | (2,993)       | (3,184)       | (258)         | (852)         | (852)         |
| 融资活动现金流净额  | 2,948         | (53)          | 1,987         | (63)          | 1,184         | 982           |
| 货币资金增加额    | 1,771         | (1,865)       | 2,247         | (1,883)       | 14,191        | 3,066         |
| 资产负债表(百万元) | 2008A         | 2009A         | 2010A         | 2011A         | 2012E         | 2013E         |
| 货币资金       | 3,964         | 2,099         | 4,346         | 2,463         | 16,654        | 19,720        |
| 应收款项       | 3,105         | 3,338         | 5,591         | 5,267         | 4,345         | 4,468         |
| 存货         | 13,335        | 18,257        | 18,727        | 23,307        | 8,170         | 8,144         |
| 长期投资       | 901           | 1,342         | 2,176         | 2,503         | 1,805         | 1,107         |
| 固定资产净值     | 4,507         | 4,637         | 3,840         | 4,535         | 5,549         | 6,396         |
| 在建工程       | 370           | 409           | 882           | 865           | 698           | 698           |
| 无形资产和其他资产  | 6,045         | 11,853        | 12,699        | 9,992         | 9,998         | 10,004        |
| <b>总资产</b> | <b>32,227</b> | <b>41,934</b> | <b>48,263</b> | <b>48,933</b> | <b>47,220</b> | <b>50,537</b> |
| 短期借款       | 7,456         | 8,208         | 11,997        | 12,984        | 14,484        | 15,984        |
| 应付款项       | 10,636        | 12,459        | 14,456        | 18,733        | 14,006        | 13,961        |
| 应付股利       | 49            | -             | 5             | 251           | 251           | 251           |
| 应交税金       | (294)         | 74            | 1,133         | 275           | 275           | 275           |
| 长期借款       | 2,335         | 3,389         | 4,129         | 2,798         | 3,198         | 3,598         |
| 长期应付款      | 1,691         | 2,231         | 1,336         | 503           | 503           | 503           |
| <b>总负债</b> | <b>21,873</b> | <b>26,361</b> | <b>33,056</b> | <b>35,545</b> | <b>32,718</b> | <b>34,573</b> |
| 股本         | 2,227         | 2,227         | 2,227         | 2,227         | 2,227         | 2,227         |
| 储备和未分配利润   | 7,231         | 12,208        | 11,781        | 9,849         | 10,908        | 12,270        |
| 股东权益       | 9,458         | 14,435        | 14,007        | 12,076        | 13,135        | 14,496        |
| 少数股东权益     | 896           | 1,139         | 1,200         | 1,311         | 1,366         | 1,467         |
| 财务指标       | 2008A         | 2009A         | 2010A         | 2011A         | 2012E         | 2013E         |
| 净利润率       | 14.7%         | 26.6%         | 18%           | 15%           | 15%           | 19%           |
| 净资产收益率     | 12.6%         | 27.3%         | 19%           | 14%           | 14%           | 17%           |
| 资产负债率      | 67.9%         | 62.9%         | 68%           | 73%           | 69%           | 68%           |
| 流动比率       | 1.14          | 1.14          | 1.04          | 0.96          | 1.01          | 1.06          |
| 每股经营现金流(元) | 0.74          | 0.53          | 1.55          | -0.69         | 6.23          | 1.33          |
| 每股净资产(元)   | 4.65          | 6.99          | 6.83          | 6.01          | 6.51          | 7.17          |

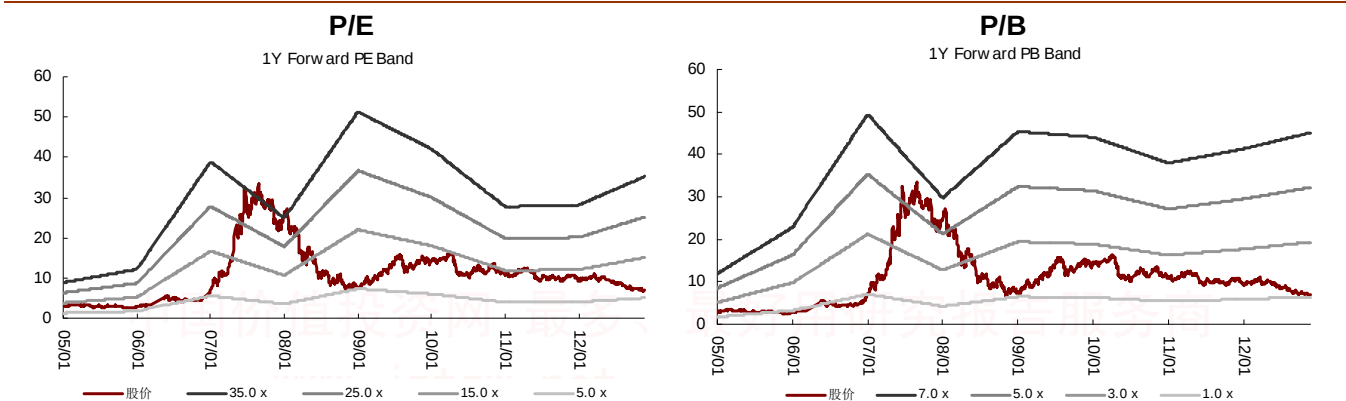
资料来源：公司信息，中金公司研究部

图表 6: 可比公司估值表

| 子行业    | 代码        | 公司        | 股价    | 总市值     | 总市值    | 净利润(百万元) |      |       |      | 每股收益  |       |       | 市盈率   |       |       | 11年底-13年底 | PEG  |        |         |
|--------|-----------|-----------|-------|---------|--------|----------|------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|------|--------|---------|
|        |           |           | 本地货币  | (百万)    | (百万美元) | 2011A    | YoY  | 2012E | YoY  | 2013E | YoY   | 2011A | 2012E | 2013E | 2011A | 2012E     |      | 2013E  | 净利润CAGR |
| 青少年休闲装 | 002269.SZ | 美邦服饰      | 12.79 | 12,854  | 2,063  | 1,206    | 59%  | 1,081 | -10% | 1,247 | 15%   | 1.20  | 1.08  | 1.24  | 10.7  | 11.9      | 10.3 | 1.7%   | 7.07    |
|        | 002563.SZ | 森马服饰      | 20.24 | 13,561  | 2,177  | 1,223    | 22%  | 842   | -31% | 947   | 12%   | 1.83  | 1.26  | 1.41  | 11.1  | 16.1      | 14.3 | -12.0% | -1.34   |
|        | 002503.SZ | 搜于特       | 20.95 | 6,034   | 968    | 173      | 91%  | 259   | 50%  | 365   | 41%   | 0.60  | 0.90  | 1.27  | 34.8  | 23.3      | 16.5 | 45.2%  | 0.52    |
|        |           |           |       |         |        |          |      |       |      |       |       |       |       |       |       |           |      |        |         |
| 鞋类     | 1880.HK   | 百丽        | 14.90 | 125,670 | 16,214 | 4,255    | 24%  | 4,858 | 14%  | 5,693 | 17%   | 0.62  | 0.75  | 0.88  | 23.9  | 19.9      | 17.0 | 15.7%  | 1.27    |
|        | 210.HK    | 达芙妮       | 9.20  | 15,156  | 1,955  | 933      | 57%  | 1,016 | 9%   | 1,253 | 23%   | 0.57  | 0.62  | 0.76  | 16.2  | 14.9      | 12.1 | 15.9%  | 0.94    |
|        | 603001.SH | 奥康国际      | 19.45 | 7,799   | 1,252  | 457      | 63%  | 561   | 23%  | 708   | 26%   | 1.14  | 1.40  | 1.77  | 17.1  | 13.9      | 11.0 | 24.4%  | 0.57    |
|        | 002291.SZ | 星期六       | 5.55  | 2,017   | 324    | 99       | -1%  | 69    | -30% | 78    | 12%   | 0.27  | 0.19  | 0.21  | 20.3  | 29.1      | 25.9 | -11.5% | -2.53   |
| 男装     | 1234.HK   | 利邦        | 4.23  | 5,080   | 655    | 623      | 49%  | 717   | 15%  | 724   | 1%    | 0.64  | 0.78  | 0.78  | 6.6   | 5.5       | 5.4  | 7.8%   | 0.70    |
|        | 891.HK    | 利邦        | 5.37  | 9,238   | 1,192  | 513      | 51%  | 563   | 10%  | 662   | 18%   | 0.30  | 0.33  | 0.38  | 18.0  | 16.4      | 14.0 | 13.5%  | 1.21    |
|        | 002029.SZ | 七匹狼       | 16.55 | 8,338   | 1,338  | 412      | 46%  | 559   | 36%  | 668   | 19%   | 0.82  | 1.11  | 1.33  | 20.2  | 14.9      | 12.5 | 27.3%  | 0.55    |
|        | 601566.SH | 九牧王       | 15.36 | 8,888   | 1,413  | 518      | 44%  | 682   | 32%  | 710   | 4%    | 0.89  | 1.18  | 1.23  | 17.2  | 13.0      | 12.5 | 17.1%  | 0.76    |
|        | 600177.SH | 雅戈尔       | 7.01  | 15,609  | 2,505  | 1,763    | -34% | 1,791 | 2%   | 2,294 | 28%   | 0.79  | 0.80  | 1.03  | 8.9   | 8.7       | 6.8  | 14.1%  | 0.62    |
|        | 600177.SH | 雅戈尔(经营性)  | 7.01  | 15,609  | 2,505  | 1,276    | -10% | 1,791 | 40%  | 2,294 | 28%   | 0.57  | 0.80  | 1.03  | 12.2  | 8.7       | 6.8  | 34.1%  | 0.26    |
|        | 002154.SZ | 报喜鸟       | 9.19  | 5,457   | 876    | 368      | 52%  | 485   | 32%  | 561   | 16%   | 0.62  | 0.82  | 0.94  | 14.8  | 11.2      | 9.7  | 23.4%  | 0.48    |
|        | 002569.SZ | 步森股份      | 11.46 | 1,070   | 172    | 53       | 25%  | 61    | 15%  | 70    | 15%   | 0.57  | 0.65  | 0.74  | 20.2  | 17.6      | 15.4 | 14.7%  | 1.20    |
|        | 002656.SZ | 卡奴迪路      | 36.00 | 3,600   | 578    | 109      | 68%  | 153   | 40%  | 197   | 29%   | 1.09  | 1.53  | 1.97  | 32.9  | 23.5      | 18.3 | 34.3%  | 0.69    |
|        | 002485.SZ | 希努尔       | 7.63  | 2,442   | 392    | 199      | 39%  | 218   | 10%  | 259   | 19%   | 0.62  | 0.68  | 0.81  | 12.3  | 11.2      | 9.4  | 14.1%  | 0.80    |
| 家纺     | 002293.SZ | 罗莱家纺      | 40.30 | 5,657   | 908    | 374      | 55%  | 363   | -3%  | 415   | 15%   | 2.66  | 2.58  | 2.96  | 15.1  | 15.6      | 13.6 | 5.4%   | 2.89    |
|        | 002327.SZ | 富安娜       | 29.10 | 4,676   | 751    | 207      | 62%  | 261   | 26%  | 325   | 25%   | 1.29  | 1.62  | 2.02  | 22.6  | 17.9      | 14.4 | 25.4%  | 0.71    |
|        | 002397.SZ | 梦洁家纺      | 11.27 | 1,704   | 274    | 112      | 22%  | 73    | -35% | 86    | 18%   | 0.74  | 0.48  | 0.57  | 15.2  | 23.4      | 19.8 | -12.3% | -1.90   |
| 运动     | 2331.HK   | 李宁(经常性)   | 3.90  | 4,118   | 531    | 387      | -65% | 47    | -88% | (38)  | -180% | 0.41  | 0.05  | -0.04 | 9.6   | 75.2      | N/M  | N/M    | N/M     |
|        | 3818.HK   | 中国动向(经常性) | 0.96  | 5,315   | 686    | 446      | -70% | 226   | -49% | 201   | -11%  | 0.10  | 0.05  | 0.05  | 9.6   | 18.1      | 20.3 | -32.8% | -0.55   |
|        | 2020.HK   | 安踏        | 5.76  | 14,366  | 1,854  | 1,730    | 12%  | 1,420 | -18% | 1,233 | -13%  | 0.86  | 0.74  | 0.64  | 6.7   | 7.8       | 9.0  | -15.6% | -0.50   |
|        | 1368.HK   | 特步        | 3.12  | 6,790   | 876    | 966      | 19%  | 903   | -7%  | 721   | -20%  | 0.55  | 0.54  | 0.43  | 5.7   | 5.8       | 7.3  | -13.7% | -0.42   |
|        | 1361.HK   | 361度      | 2.13  | 4,404   | 568    | 1,196    | 30%  | 883   | -26% | 846   | -4%   | 0.71  | 0.55  | 0.53  | 3.0   | 3.8       | 4.0  | -15.9% | -0.24   |
|        | 1968.HK   | 匹克        | 1.40  | 2,937   | 379    | 778      | -5%  | 420   | -46% | 429   | 2%    | 0.46  | 0.26  | 0.27  | 3.1   | 5.4       | 5.3  | -25.7% | -0.21   |
| 户外     | 300005.SZ | 探路者       | 14.52 | 5,121   | 822    | 107      | 99%  | 175   | 63%  | 266   | 53%   | 0.30  | 0.49  | 0.76  | 47.8  | 29.3      | 19.2 | 57.7%  | 0.51    |
|        | 002486.SZ | 嘉麟杰       | 6.80  | 1,414   | 227    | 73       | 19%  | 44    | -40% | 55    | 25%   | 0.35  | 0.21  | 0.26  | 19.2  | 32.1      | 25.7 | -13.5% | -2.38   |
| 女装     | 002425.SZ | 凯撒股份      | 7.06  | 1,511   | 243    | 57       | -10% | 67    | 16%  | 89    | 33%   | 0.33  | 0.40  | 0.54  | 21.4  | 17.5      | 13.1 | 24.5%  | 0.71    |
|        | 589.HK    | 宝姿        | 5.73  | 3,175   | 410    | 430      | -9%  | 384   | -11% | 426   | 11%   | 0.96  | 0.90  | 1.00  | 6.0   | 6.4       | 5.7  | -0.4%  | -14.42  |
|        | 002612.SZ | 朗姿股份      | 23.28 | 4,656   | 747    | 209      | 69%  | 278   | 33%  | 343   | 23%   | 1.04  | 1.39  | 1.71  | 22.3  | 16.8      | 13.6 | 28.2%  | 0.59    |
| 纺织     | 2698.HK   | 魏桥纺织      | 2.86  | 3,416   | 441    | (597)    | N/M  | (140) | N/M  | 165   | N/M   | -0.62 | -0.15 | 0.18  | N/M   | N/M       | 16.0 | N/M    | N/M     |
|        | 2313.HK   | 申洲国际(经常性) | 14.98 | 19,923  | 2,571  | 1,704    | 34%  | 1,655 | -3%  | 1,793 | 8%    | 1.58  | 1.62  | 1.75  | 9.5   | 7.7       | 6.8  | 2.6%   | 2.97    |
|        | 000726.SZ | 鲁泰A       | 6.16  | 6,215   | 942    | 849      | 15%  | 617   | -27% | 756   | 23%   | 0.84  | 0.61  | 0.75  | 7.3   | 10.1      | 8.2  | -5.6%  | -1.80   |
|        | 601718.SH | 际华集团      | 2.89  | 11,147  | 1,789  | 623      | 21%  | 899   | 44%  | 1,118 | 24%   | 0.16  | 0.23  | 0.29  | 17.9  | 12.4      | 10.0 | 34.0%  | 0.36    |
|        | 002042.SZ | 华孚色纺      | 4.05  | 3,374   | 542    | 407      | 10%  | 153   | -62% | 296   | 94%   | 0.49  | 0.18  | 0.36  | 8.3   | 22.0      | 11.4 | -14.6% | -1.51   |
|        | 002003.SZ | 伟星股份      | 8.98  | 2,326   | 373    | 196      | -23% | 194   | -1%  | 226   | 16%   | 0.76  | 0.75  | 0.87  | 11.9  | 12.0      | 10.3 | 7.3%   | 1.63    |

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 7: 历史 P/E 和 P/B



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，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将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  
上海市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

北京市建国门外大街甲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

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 上海淮南路证券营业部

上海市淮南路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

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 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

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼3层  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

### 大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B  
邮编: 116000  
电话: (86-411) 8755-5088  
传真: (86-411) 8801-7568



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