

深度报告

纺织品与服装行业

2009 年二季度投资策略

中性

(维持评级)

2009 年 3 月 20 日

本报告的独特之处:

首次提出行业“转型升级整合提高”中的投资机遇

行业投资策略

转型升级，整合提高

一年收益率比较



资料来源: 国信证券经济研究所

相关研究报告:

《2009 年策略报告: 出口环境渐暖, 内销增幅回落》
2008/12/09
《2008 中期投资策略: 内销持续增长, 出口或现转机》
2008/06/26

纺织品与服装行业分析师

方军平

中国人民大学金融学硕士, 中国人民大学经济学学士, 从业 5 年
电话: 021-68866202
Email: fangjp@guosen.com.cn

独立性申明:

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。

● 2008 行业运行: 全年净利润负增长基本确立

2008 年行业在外国需求放缓、人民币升值 7%、劳动力成本上升、借贷利率高企等不利因素下行业总体呈现继续下滑。2008 年 1-11 月全国纺织工业实现收入增长 13.8% 和利润总额同比下滑 1.77%, 增幅较去年同期分别下滑 8.7 和 38.8 个点。考虑行业 12 月经营环境, 2008 年行业净利润负增长基本确立

● 2009 展望: 整体有压力也有亮点

受宏观经济下滑影响, 服装内销增速放缓, 旺季打折幅度加大。2008 年全国大型商场累计均价 256 元/件, 在销售旺季的 9-12 月价格环比涨幅缩减, 考虑冬装比例及价格倍数 2008 年旺季打折幅度加大。1Q2009 外国市场服装消费继续大幅下滑。行业在解决就业发挥着重要作用, 仍有望迎来进一步的政策扶持。4Q2008 我国出口美国、欧盟和日本单季度同比分别下滑 32%、16% 和 13%

● 投资策略: 转型升级，整合提高

行业经历 2005-2008 年的人民币快速升值、劳动力综合成本攀升和外国市场需求下滑等影响, 公司间将迎来一轮剧烈的洗牌过程。“**转型, 升级, 整合, 提高**”将是行业未来的发展脉络与投资根基所在。行业景气低位为拥有长远发展战略和充足准备的公司提供了良好的行业整合和产业结构升级机会, 横向并购与纵向扩张是行业未来王者实现跨越性发展的重要步骤, 龙头或潜在龙头将明显受益行业转型升级整合, 具有良好的防御性。维持孚日股份、瑞贝卡、美邦服饰推荐评级, 报喜鸟谨慎推荐评级, 维持鲁泰 A、金飞达、山东如意中性评级

代码	公司	总市值 (亿元)	昨收盘 (元)	EPS		PE		投资评级
				09E	10E	09E	10E	
002083	孚日股份	57.0	6.07	0.18	0.33	33.7	18.4	推荐
600439	瑞贝卡*	45.9	9.67	0.55	0.67	17.6	14.4	推荐
002269	美邦服饰	169.3	25.27	1.22	1.61	20.7	15.7	推荐
002154	报喜鸟	25.9	13.50	0.71	0.84	19.0	16.1	谨慎推荐
002003	伟星股份	29.9	14.86	0.88	0.97	16.9	15.3	谨慎推荐
002029	七匹狼	31.9	11.29	0.54	0.64	20.9	17.6	谨慎推荐
600233	大杨创世*	9.8	5.95	0.36	0.4	16.5	14.9	谨慎推荐
000726	鲁泰 A*	73.2	7.36	0.62	0.69	11.9	10.7	中性
600177	雅戈尔*	201.5	9.05	0.61	0.7	14.8	12.9	中性
002239	金飞达	14.5	10.82	0.51	0.57	21.2	19.0	中性
002193	山东如意	12.8	8.00	0.37	0.42	21.6	19.0	中性

数据来源: 国信证券经济研究所, 数据截止 2009-3-7

内容目录

2008 年行业运行：全年净利负增长基本确立	4
2008 年全国纱、布和服装产量比增 8%、5%和 5%	4
原材料价格整体反弹主要来自成本层面而非需求主导	4
2008 年纺织与服装业固定资产投资增长 1.3%和 19%	6
2008 年利润负增长基本确立	6
2009 展望：整体有压力也有亮点	7
内销：旺季打折幅度加大	7
出口：1 季度有压力，政策仍有空间	8
投资策略：转型升级，整合提高	9
行业重点公司 2008 年报回顾：75%的公司业绩下降	9
投资策略：转型升级，整合提高	10
孚日股份：品牌内销快速推进，薄膜电池旭日初升	11
瑞贝卡：发展战略依然清晰，非洲发制品市场开发是主看点	12
美邦服饰：盈利略低预期，仍为品牌服饰配置首选	12
报喜鸟：积极向一线品牌学习提升公司增长质量	13
伟星股份：增发项目达产保障业绩平稳增长	14
附录	15

图表目录

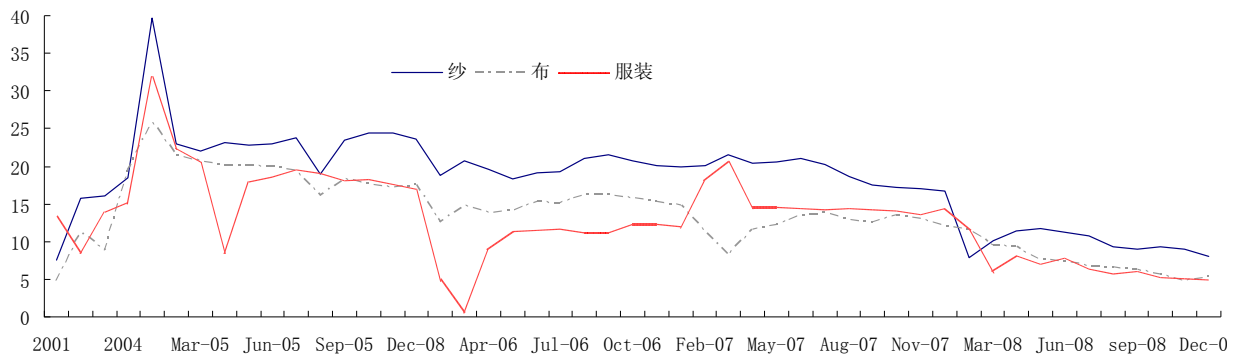
表 1: 2009 年 2 月 ICAC 全球棉花供求预测	4
表 2: 纺织服装行业 2008 年报及四季度季报分析	9
表 3: 纺织服装行业 2008 年报净利润预告统计	10
表 4: 重点公司盈利预测表	11
图 1: 2001-2008.12 全国规模以上纺织服装企业纱、布、棉布及服装累计产量同比 (%)	4
图 2: 2003.3-2009.2 国内外棉花价格走势对比	5
图 3: 2005-2009.2 粘胶价格及上下游差价	5
图 4: 2005-2009.2 氨纶价格及价差	6
图 5: 2004-2008.12 纺织服装业固定资产投资增速	6
图 6: 2003-2008.11 纺织服装业主要经济指标	7
图 7: 2004.2-08.11 社会消费品零售总额中服装同比增速	7
图 8: 2004-08.12 全国大型商场服装月零售额及累计同比	7
图 9: 2004-2008.12 全国大型商场服装月零售额及累计同比	8
图 10: 2004-2009.1 我国纺织服装单月出口额及累计同比	8
图 11: 2006-2008.12 我国出口欧美日纺织服装累计同比	8
图 12: 1993-2009.1 美国服饰及配件零售额累计同比	9
图 13: 2000-2008.9 日本衣着类零售指数	9
图 14: 2001-2010 美邦服饰店铺数及同比增长	13
图 15: 2006-2011 年美邦服饰坪效及收入增长	13
图 16: 1993-2008.12 大型商场男西装月零售额及累计同比	14
图 17: 2004-2010 年报喜鸟店面数及单店收入	14
图 18: 2001-2008 我国服装单月产量及累计同比 亿件	15
图 19: 2004—2010 公司主导产品毛利率及预测	15

2008 年行业运行：全年净利负增长基本确立

2008 年全国纱、布和服装产量比增 8%、5%和 5%

纺织服装上下游产量增速总体继续下滑。2008 年 1-12 月全国规模以上纺织服装企业纱、布和服装产量分别同比增长 8.1%、5.34%和 4.80%，增速较去年同期分别降低 8.6 个点、6.7 个点和 9.6 个点。

图 1：2001-2008.12 全国规模以上纺织服装企业纱、布、棉布及服装累计产量同比（%）



数据来源：国信证券经济研究所

原材料价格整体反弹主要来自成本层面而非需求主导

截止 2009-02-23，国棉 328 年均价 11322 元/吨，较 2008 年全年均价下跌 15.3%；国际棉价 cotlook a fe 年均价 56.64 美分/磅，较 2008 年全年均价下跌 20.7%，内外棉价自 2008 年 12 月下旬有所反弹。

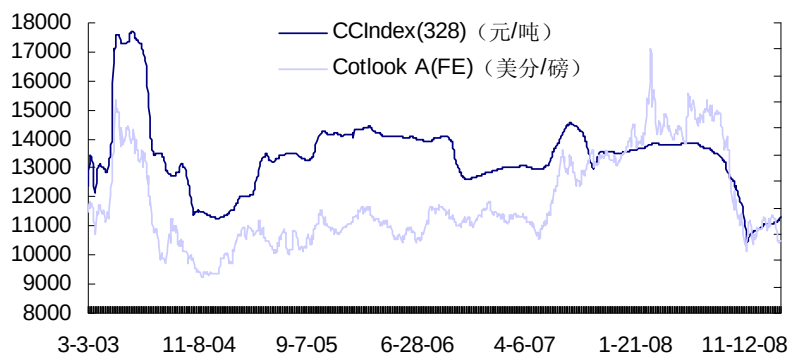
表 1：2009 年 2 月 ICAC 全球棉花供求预测

单位：百万吨、美分/磅

项目	2004/2005	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010
产量预测	27.02	25.54	26.64	26.22	23.7	23.4
消费量预测	23.70	25.04	26.68	26.4	24	24
出口预测	7.77	9.75	8.12	8.35	6.6	7.4
期末库存预测	27.02	25.54	26.64	12.4	12.1	11.4
CotlookA 指数预测	52.2	56.15	59.15	72.9	61	

数据来源：ICAC，国信证券经济研究所

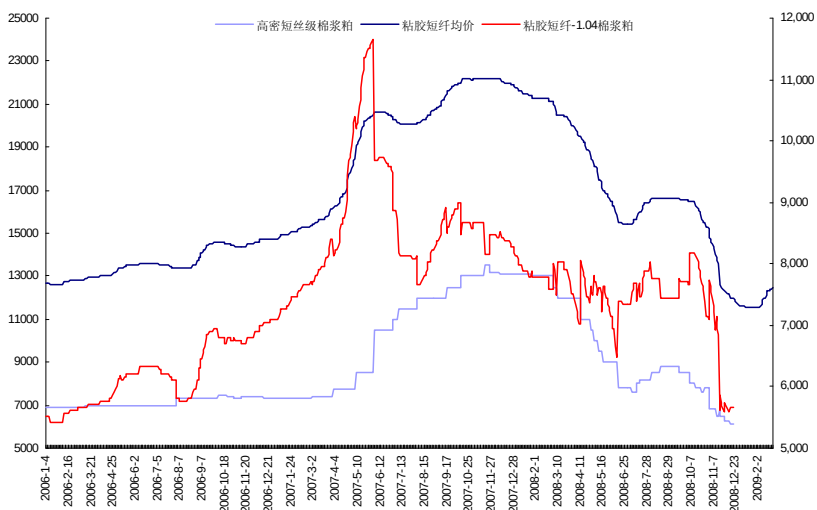
图 2：2003.3-2009.2 国内外棉花价格走势对比



数据来源：国信证券经济研究所

粘胶短纤在经过 3 个月快速下跌后进入行业亏损区，2009 年 2 月粘短价格有所反弹。

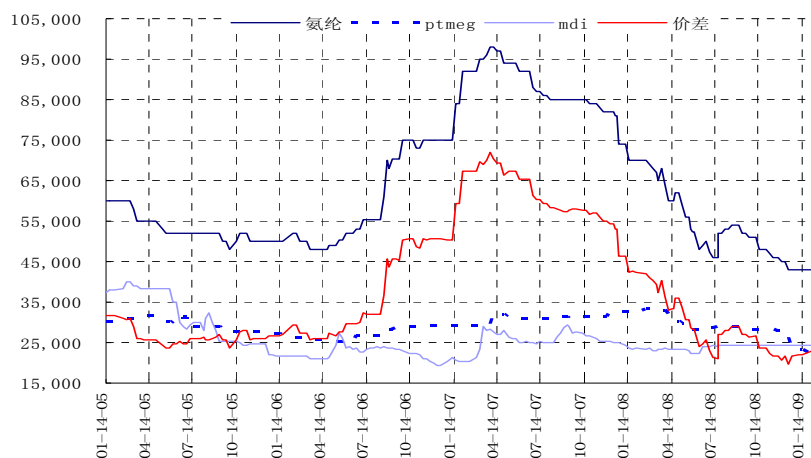
图 3：2005-2009.2 粘胶价格及上下游差价



数据来源：国信证券经济研究所

氨纶价格进入行业亏损区，但下游需求仍很疲弱，常规氨纶价格继续下行。

图 4: 2005-2009.2 氨纶价格及价差

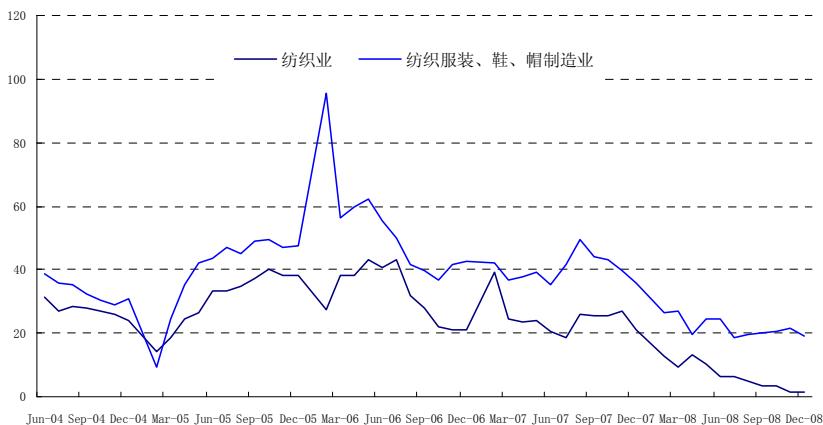


数据来源: 国信证券经济研究所

2008 年纺织与服装业固定资产投资增长 1.3%和 19%

行业投资回报率低下, 投资回落。2008 年 1-12 月纺织业固定资产投资 1533 亿元, 同比增长 1.3%, 服装鞋帽固定资产投资 896 亿元, 同比增长 19%。纺织业与服装鞋帽业增速同比回落 20 个点和 19 个点。

图 5: 2004-2008.12 纺织服装业固定资产投资增速



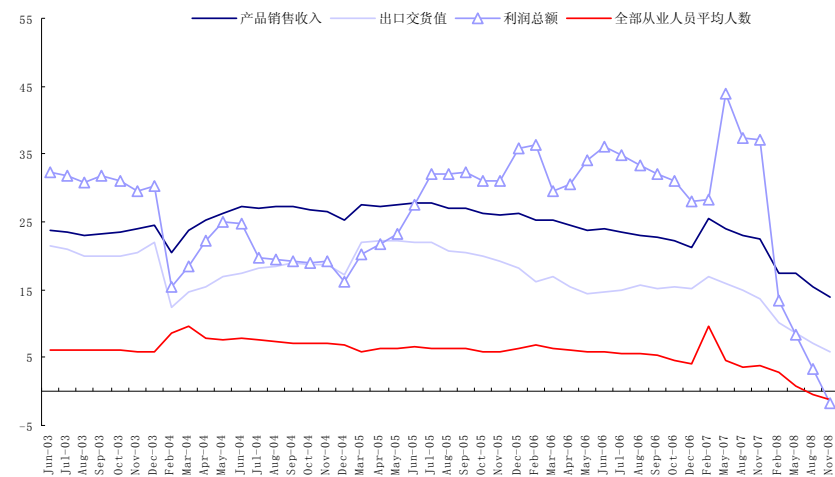
数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

2008 年利润负增长基本确立

纺织服装业工业增加值增速继下滑, 2008 年利润负增长基本确立。国家统计局数据显示 2008 年 12 月纺织业工业增加值单月同比增长 5.5%, 累计同比增长 10.5%, 分别较去年同期回落 7 个点和 5.7 个点; 纺织服装、鞋帽制造业工业增加值单月同比增长 7.4%, 累计同比增长 12.5%, 分别较去年同期回落 7.4 个点和 4.3 个点。2008 年 1-11 月全国纺织工业实现收入和利润总额分别实现 3.02 万亿元, 同比增长 13.8%, 实现利润总额 1042 亿元, 同比下滑 1.77%, 增幅较去年同期分别下滑 8.7 和 38.8 个点; 1-11 月出口交货值 7176 亿元, 同比仅增

5.85%；财务费用 403 亿元，同比攀升 19.4%；全部从业人员平均人数累计同比下滑 1.24%；行业亏损面 20.44%，较去年同期上升 3.47 个点，较 8 月份环比提高 0.89 个点。

图 6：2003-2008.11 纺织服装业主要经济指标



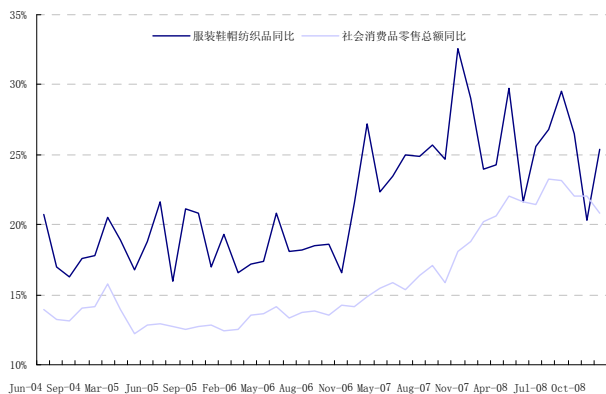
数据来源：CEIC，国信证券经济研究所

2009 展望：整体有压力也有亮点

内销：旺季打折幅度加大

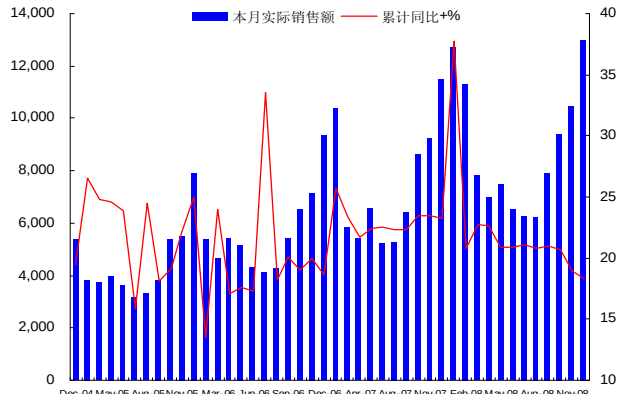
宏观经济预期放缓，居民收入增速回落，服装内销增速放缓，旺季打折幅度加大。国家统计局数据显示 2008 年 11 月国内服装鞋帽针纺织品类零售额增长 25.4%，全国大型商场零售数据显示，2008 年 1-12 月服装零售量同比增长 10.32%，零售额同比增长 18.28%，2008 年全国大型商场累计均价 256 元/件，在销售旺季的 9-12 月价格环比涨幅缩减，考虑冬装比例及价格倍数 2008 年旺季打折幅度加大。

图 7：2004.2-08.11 社会消费品零售总额中服装同比增速



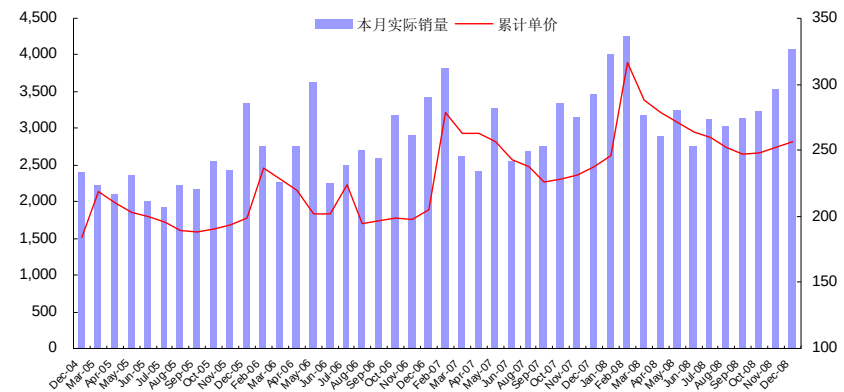
数据来源：国家统计局，国信证券经济研究所

图 8：2004-08.12 全国大型商场服装月零售额及累计同比



数据来源：国信证券经济研究所

图 9: 2004-2008.12 全国大型商场服装月零售额及累计同比

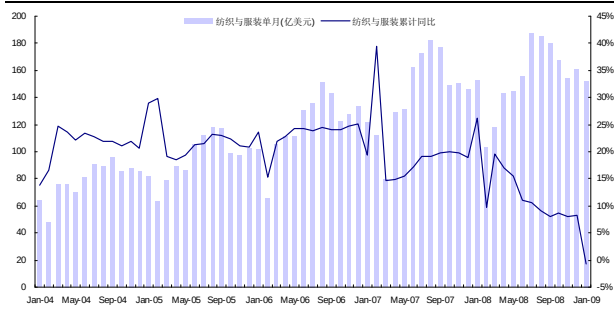


数据来源: CEIC, 国信证券经济研究所

出口: 1 季度有压力, 政策仍有空间

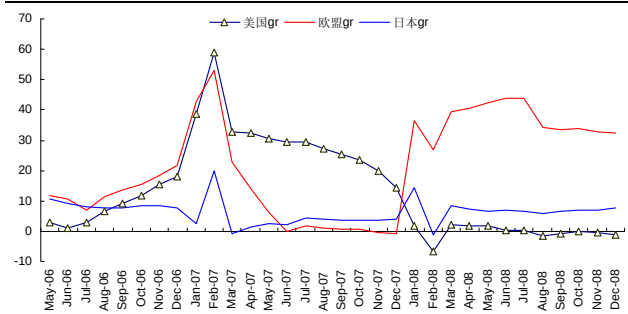
欧美日是我国纺织服装出口主要市场。2009 年 1 月纺织服装累计出口 1537 亿美元, 同比增长 8.6%, 增速较去年同期下降 11.5 个点。2008 年我国出口欧盟 15 国 341 亿美元, 同比增长 32%, 出口美国 238 亿美元, 同比下降 1%, 出口日本 203 亿美元, 同比增长 7.7%。

图 10: 2004-2009.1 我国纺织服装单月出口额及累计同比



数据来源: 中国海关, 国信证券经济研究所

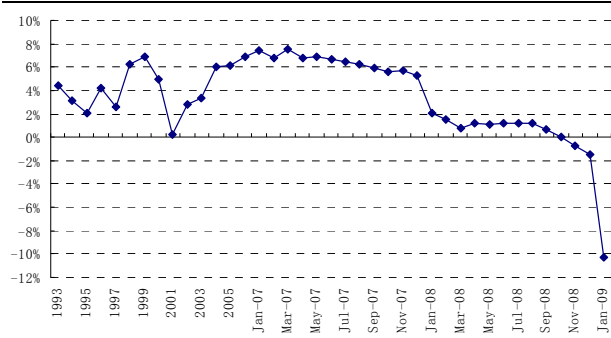
图 11: 2006-2008.12 我国出口欧美日纺织服装累计同比



数据来源: ctei, 国信证券经济研究所

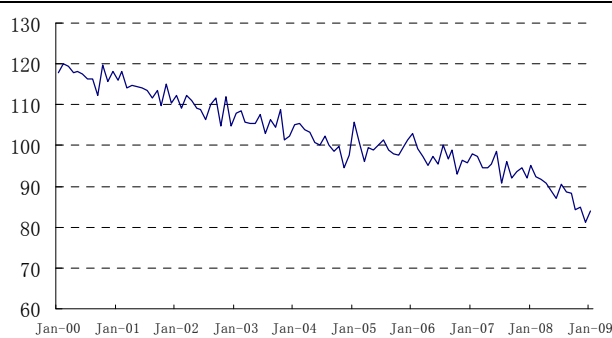
1Q2009 行业整体出口将较困难, 在解决就业上发挥着重要作用的纺织服装行业仍有望迎来进一步的政策扶持, 如出口退税率可能继续上调, 振兴规划对下游需求的进一步刺激, 信贷支持、地方政府的税收减免等。4Q2008 我国出口美国、欧盟和日本单季度同比分别下滑 32%、16%和 13%。2009 年 1 月美日服装零售均出现大幅下滑。

图 12: 1993-2009.1 美国服饰及配件零售额累计同比



数据来源: bloomberg, 国信证券经济研究所

图 13: 2000-2008.9 日本衣着类零售指数



数据来源: bloomberg, 国信证券经济研究所

投资策略: 转型升级, 整合提高

行业重点公司 2008 年报回顾: 75%的公司业绩下降

截止 2009-03-07 已经公布 2008 年报或快报的公司统计来看, 24 家公司 2008 年合计实现收入 288 亿元, 同比增长 13%, 利润总额 24 亿元, 同比下降 12.3%, 实现净利润 17.81 亿元, 同比下降 15.8%, 整体 ROE 8.17%, 整体资产负债率 49.8%。24 家公司 4 季度实现收入 80 亿元, 同比增长 6.5%, 环比增长 7.5%; 实现利润总额 6.99 亿元, 同比下降 28.6%, 环比增长 7.1%; 实现净利润 5.26 亿元, 同比下降 35%, 环比增长 10%。在 21 家公司中, 仅美邦服饰、报喜鸟、七匹狼、伟星股份、金飞达和三毛派神利润总额全年同比实现增长, 其余 18 家均出现下滑, 德棉股份和美欣达出现年度亏损。

表 2: 纺织服装行业 2008 年报及四季度季报分析

亿元	2008 年			2008 年同比			2008 年四季度			2008 第 4 季度环比			2008 第 4 季度同比		
证券简称	收入	利润总额	净利润	收入	利润总额	净利润	收入	利润总额	净利润	收入	利润总额	净利润	收入	利润总额	净利润
美邦服饰	44.76	8.42	5.89	42%	95%	62%	16.21	3.40	2.47	33%	39%	53%	42%	19%	-2%
江苏阳光	33.04	1.89	1.47	8%	-12%	-7%	8.55	0.37	0.34	13%	-13%	3%	-9%	-51%	-34%
孚日股份	31.95	1.57	1.21	12%	-30%	-12%	7.63	(0.23)	(0.16)	-5%	-144%	-137%	11%	-208%	-271%
华茂股份	14.79	1.41	1.38	2%	-21%	-6%	3.94	0.21	0.17	4%	-67%	-73%	5%	-80%	-82%
七匹狼	16.52	1.94	1.42	88%	57%	60%	5.11	0.58	0.39	73%	132%	115%	45%	-1%	-18%
伟星股份	14.78	2.08	1.56	25%	18%	35%	3.75	0.63	0.42	-22%	-29%	-34%	6%	31%	26%
报喜鸟	9.63	1.66	1.19	106%	64%	43%	4.05	0.88	0.62	52%	131%	119%	101%	43%	5%
凯诺科技	10.38	1.23	0.91	-21%	-40%	-38%	3.21	0.43	0.35	26%	116%	189%	-11%	-34%	-36%
山东如意	4.95	0.58	0.49	0%	-15%	12%	1.23	0.21	0.21	12%	25%	64%	-29%	-32%	5%
三房巷	9.73	0.12	0.07	-27%	-85%	-88%	2.53	(0.09)	(0.06)	10%	43%	23%	-20%	-43%	-23%
德棉股份	7.24	(0.42)	(0.42)	-21%	-213%	-265%	1.46	(0.50)	(0.48)	-8%	3078%	3962%	-35%	-3078%	-3962%
新野纺织	16.46	0.55	0.42	12%	-42%	-39%	3.67	0.14	0.11	-25%	207%	200%	12%	-22%	-39%
新民科技	14.00	0.35	0.28	6%	-58%	-47%	3.18	(0.10)	(0.07)	-18%	-164%	-153%	-2%	-135%	-135%
众和股份	6.76	0.43	0.36	44%	-17%	-23%	2.08	0.12	0.10	30%	-4%	-2%	34%	-50%	-37%
宜科科技	2.90	0.26	0.17	-3%	-28%	3%	0.64	0.01	(0.00)	-8%	-73%	-101%	-17%	-48%	99%
浔兴股份	8.63	0.32	0.21	0%	-67%	-68%	1.95	(0.17)	(0.14)	-19%	-277%	-287%	-14%	-172%	-184%
中银绒业	7.46	0.26	0.36	92%	-72%	-64%	2.55	0.07	0.18	-3%	-49%	43%	6%	-93%	-84%
华孚色纺	2.32	0.01	0.03	-46%	-102%	-104%	0.45	0.55	0.55	-49%	49%	-43%	-54%	306%	309%
宏达经编	3.02	0.08	0.07	-14%	-72%	-67%	0.71	(0.01)	0.01	14%	454%	466%	-35%	-111%	-84%
江苏三友	3.94	0.20	0.14	-30%	-39%	-44%	1.22	0.04	0.03	13%	-59%	-58%	-17%	-22%	-21%
美欣达	11.90	(0.39)	(0.56)	12%	-248%	-343%	2.65	(0.19)	(0.31)	-5%	-71%	-173%	-25%	-469%	-462%

ST 派神	2.69	0.29	0.29	-13%	8%	8%	0.60	0.25	0.25	-19%	4293%	4293%	-35%	18%	18%
浪莎股份	1.72	0.31	0.26	29%	-90%	-91%	0.58	0.11	0.11	69%	308%	443%	-7%	-133%	-129%
金飞达	8.38	0.85	0.62	17%	10%	1%	2.23	0.29	0.18	-14%	29%	0%	15%	25%	3%
合计	287.9	24.01	17.81	13%	-12.3%	-15.8%	80.19	6.99	5.26	7.5%	7.1%	10.1%	6.5%	-28.6%	-34.6%

数据来源：国信证券经济研究所整理，着色单元比较基准为负数，数据截止 2009-03-07

此外有 21 家公司公布了 2008 年业绩预告：仅常山股份（因收到土地款，扣除土地款经常性利润下滑约 54%）、开开实业（出售股权）和湖北迈亚（财政补贴和投资收益）净利润出现增长，华纺股份和福建南纺扭亏为盈；其余均出现业绩下滑，7 家出现净亏损。

表 3：纺织服装行业 2008 年报净利润预告统计

常山股份	1.46 亿元，同比增长 180%，经常性净利润 0.23 亿元	金鹰股份	亏损 1000 万元至 2000 万元
开开实业	归属于母公司所有者的净利润增长幅度在 600%左右	海欣股份	亏损
*ST 迈亚	盈利 1000 万元左右	ST 中冠 A	预计亏损为 2000-2500 万元左右
华纺股份	扭亏为盈	*ST 远东	预计亏损约为 3800 万元
福建南纺	扭亏	欣龙控股	亏损约 3000 万元,约增长 44.7%
维科精华	减少 90%以上	中国服装	亏损约 4500 万元左右,下降 847.51%
上海三毛	减少 50%以上	ST 源发	亏损
浙江富润	减少 80%左右	凤竹纺织	减少 60%左右
天山纺织	减少 70%-100%，盈利	中国铅笔	减少 50%至 55%
黑牡丹	减少 50%以上，实现微利	华芳纺织	减少 50%以上
华润锦华	净利润约 1276 万元 - 2126 万元，减少 50%—70%		

数据来源：国信证券经济研究所整理，数据截止 2009-03-07

投资策略：转型升级，整合提高

行业经历 2005-2008 年的人民币快速升值、劳动力综合成本攀升和外围市场需求下滑等影响，公司间将迎来一轮剧烈的洗牌过程。“**转型，升级，整合，提高**”将是行业未来的发展脉络与投资根基所在。行业景气低位为拥有长远发展战略和充足准备的公司提供了良好的行业整合和产业结构升级机会，横向并购与纵向扩张是行业未来王者实现跨越性发展的重要步骤。

- **转型：**历经 2005-2008 年的振痛苦和洗礼，自身业务成长性狭窄的公司将主动或被动转型。上市公司如黑牡丹、华孚色纺，山东如意等
- **升级：**基于多年的国际贸易实际和对行业发展轨迹的战略判断，适时的产业结构升级将扩大公司战略触角和利益共同体。毛巾制品未来国内外空间仍然很大，薄膜电池代表太阳能电池的新兴方向，孚日股份将显著受益其产业结构升级，我们维持孚日股份“**推荐**”评级；化纤发丝的顺利投产为开拓非洲市场提供了更多的策略选择，产业链的延伸和终端整合提高了业绩增长弹性，我们维持瑞贝卡“**推荐**”评级
- **整合：**国内品牌服饰长远发展前景依然十分广阔，王者的战略性整合将改变行业发展轨迹和盈利曲线。我们维持美邦服饰“**推荐**”评级，我们维持其国内品牌服饰配置首选判断，维持报喜鸟“**谨慎推荐**”评级。
- **提高：**经过本轮“转型升级整合提高”后，子行业集中度将提高，盈利持续性增强将提高龙头公司的估值溢价

表 4: 重点公司盈利预测表

公司名称	总市值: 亿元	08EPS	09EPS	10EPS	BPS	SPS	08PE	09PE	PB	PS	投资评级
孚日股份	57.0	0.13	0.18	0.33	2.66	3.40	47.01	33.72	2.28	1.78	推荐
瑞贝卡*	45.9	0.46	0.55	0.67	2.63	2.64	21.02	17.58	3.67	3.66	推荐
美邦服饰	169.3	0.92	1.22	1.61	3.86	6.68	27.47	20.71	6.54	3.78	推荐
报喜鸟	25.9	0.60	0.71	0.84	3.43	5.02	22.50	19.01	3.94	2.69	谨慎推荐
伟星股份	29.9	0.80	0.88	0.97	4.82	7.34	18.58	16.89	3.08	2.02	谨慎推荐
七匹狼	31.9	0.50	0.54	0.64	4.18	5.84	22.58	20.91	2.70	1.93	谨慎推荐
大杨创世*	9.8	0.30	0.36	0.40	3.77	5.61	19.83	16.53	1.58	1.06	谨慎推荐
鲁泰 A*	73.2	0.59	0.62	0.69	3.59	4.00	12.47	11.87	2.05	1.84	中性
雅戈尔*	201.5	0.68	0.61	0.70	5.40	4.81	13.31	14.84	1.67	1.88	中性
金飞达	14.5	0.46	0.51	0.57	3.92	6.25	23.52	21.22	2.76	1.73	中性
山东如意	12.8	0.31	0.37	0.42	3.70	3.09	25.81	21.62	2.16	2.59	中性

数据来源: 国信证券经济研究所, 数据截止 2009-3-7; *收入与净资产为国信对其 2008 预测值, 其余取自其 2008 年报或年度报告

孚日股份: 品牌内销快速推进, 薄膜电池旭日初升

➤ 2008 年快报, 实现摊薄 EPS 0.13 元, 基本符合预期

2008 年公司实现销售收入 32 亿元, 同比增长 12.4%, 实现归属于母公司股东净利润 1.56 万元, 同比下降 12%, 实现摊薄 EPS 0.13 元, 基本符合预期, 全年 ROE 4.85%。4Q2008 公司实现收入 7.6 亿元, 同比增长 11%

➤ 外销: 产业链配套优势奠定出口份额不断提高, 预计 2009 年增长 10%

2008 年公司在劳动法、银行利息、汇率、出口退税、奥运会染料价格大涨、煤炭动力成本飙升下, 业绩同比下滑约 5%, 2009 年这些因素正在发生有利于公司的变化。2009 年 1 月中旬公司参加了法兰克福展会, 毛巾产品作为快速消费品, 公司凭借多年优异的产品质量和强大的综合配套能力, 仍然赢得了不错的订单增长。我们维持对公司毛巾主要出口市场的判断, 公司将充分享受 2009 年美国毛巾进口数量设限取消, 公司强大的产品开发和完善的质量管理体系将为其赢得了市场份额的稳步提高, 预计 2009 年公司出口额同比增长 10%。

➤ 内销: 预计 2009 年增长不低于 40%

2007 年以来公司借助增发募集资金不断投入大家纺系列的国内营销网络建设, 2009 年公司仍将快速扩充国内市场。2008 年底已建成大家纺网点 120 家, 预计 2009 年将新增 100 家。洁玉网点目前 4000 个, 2009 将达到 6000 个, 外销毛利率 10%-12%。考虑到经济下滑对坪效的影响, 我们保守预计 2009 年公司内销将达到 4.2 亿元, 增幅不低于 40%。

➤ 孚日光伏: 技术风险消失, 2009-10 年产能 30mw 和 60mw 指日可待

埃孚目前转换效率已达到 16%, 2008 年已有 3.8mw 产量, 2009 年预计形成 25mw 产能。公司采用的 CIGS_{Se} 法薄膜电池技术风险已趋消失, 技术提供方 Johanna 已于 2008 年 11 月开始投产, 目前产品已经对外销售。我们认为, 未来 3 年公司薄膜电池包销给德国合资方这将有效降低公司薄膜电池的初期市场风险, 为公司培育自主品牌奠定基础。公司薄膜电池项目资金目前已经规划到位, 2009 年和 2010 年将如期形成 30mw 和 60mw 产能。

➤ 考虑光伏, 保守预计 2009-2011 年 EPS 至 0.18 元、0.33 元和 0.48 元, 维持“推荐”评级

考虑到 2009 年光伏投产的折旧和财务费用以及 1 季度消化高价煤的影响, 我们保守预计并表的 2009-2011 年公司 EPS 为 0.18 元、0.33 元和 0.48 元 (2011 年光伏预计 0.31 元), 我们上调公司合理价值至 9 元, 维持“推荐”

评级。

➤ 风险与催化剂:

2008 年 4 季度公司采购较多量的高价煤，一季度业绩可能小幅下降。出口退税或还有上调空间、利率继续下调、人民币贬值等都将促进公司业绩超预期。

瑞贝卡：发展战略依然清晰，非洲发制品市场开发是主看点

➤ 化纤发丝本部 1 期已经投产，我们预计 2009 年产量 1000 吨

公司开发区 PVC 化纤发丝已经投产，1 期工人约 100 人，规划产能 750 吨。第二期 750 吨产能预计于 2009 年 7 月投产，本部预计在 2010 年达到 4000 吨产能。根据公司化纤发丝消耗和非洲生产线投入，我们预计本部化纤发丝项目产量约 1000 吨，抚顺项目合计产量约 1500 吨，以目前价格计算业绩贡献合计约 4000 万元，基本符合预期。

➤ 美国发制品消费回暖是公司业绩增长的主心力，时机仍需耐心等待

美国经济 2008 年 4 季度大幅下滑拖累了美国发制品消费，平均消费频率下降，产品价格出现约 15% 的下降。从美国发制品的消费竞争态势来看，印尼等凭借劳动力成本仅为国内 60% 之优势在低端发制品逐步占据优势，其市场份额从 2001 年的 9.9% 提高到 2008 年的 13.4%；从历史消费刚性和周期看，4Q2008 年美国发制品消费指标已经回落至 2005 年，美国发制品市场占据公司 70% 的收入，我们认为虽然其基数已经降低，但回暖时机仍需继续跟踪

➤ 维持 2009-2010 年 EPS 0.55 元、0.69 元 和“推荐”投资评级

2009 年公司业绩的主要增长点是本部和抚顺化纤发丝项目的进度和投入产出率，我们认为公司积极调整工艺发条产量以应对美国发制品消费下滑是积极有效的。回顾和展望国际发制品产业的变迁，公司积极向化纤发丝上下游拓展的战略符合行业发展规律，美国发制品消费反转仍需跟踪，我们维持 2008 年 EPS 预测 0.46 元，我们维持 2009-2010 年 EPS 0.55 元和 0.69 元预测和“推荐”评级

➤ 风险提示和股价催化剂

美国发制品消费下滑幅度超过预期是公司主要风险，我们预计公司 1Q2009 净利润将同比下滑 15%-20%。可能的出口退税率继续上调、人民币阶段性贬值、利率下调是公司的股价催化剂

美邦服饰：盈利略低预期，仍为品牌服饰配置首选

➤ 美邦服饰公布 2008 年快报，实现摊薄 EPS 0.878 元，略低于预期

2008 年公司实现收入 44.7 亿元，同比增长 41.79%，略低于公司招股预计的 45.05 亿元；2008 年实现利润总额 8.4 亿元，高于招股预计的 7.7 亿元约 9.2%；实现净利润 5.885 亿元，高于招股预计的 5.82 亿元约 1.07%。2008 年实现完全摊薄 EPS 0.878 元，并表所得税率约 30% 高于预期是公司业绩略低于预期（0.89 元—0.92 元）的主要原因

➤ 国内休闲服饰细分空间仍然巨大，多品牌推进保障未来持续成长

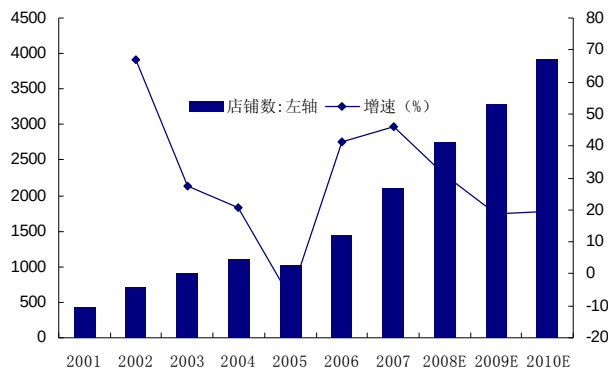
公司目前门店主要集中在二、三线城市，覆盖率约 2/3，三、四线城市覆盖率不足 35%。随着国家推动农村和中西部经济发展政策的逐步落实，以及 90 后年轻消费人群对休闲服饰的差异化需求不断深入，公司拥有 1500 多名服饰设计的领先团队将为公司获取市场份额的进一步提升打下良好基础。随着 ME&CITY

品牌的成熟以及公司多品牌战略的陆续推进,我们预计公司未来 3 年仍能实现年均 30%以上的发展速度

- 维持 2009-2010 年 1.22 元和 1.61 元,我们仍然认为公司是品牌服饰的配置首选

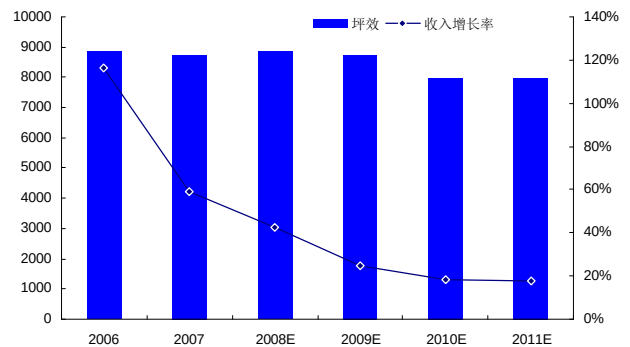
公司已经建成的主要物流和信息系统,强大的网络优势和产品设计能力,以及特定的产品定位对经济下滑的刚性需求都大大增强了公司在宏观经济下行的背景下的综合实力和拓展能力,我们维持对公司 2009-2010 年 EPS 1.22 元和 1.61 元的业绩预期,我们仍然认为公司是品牌服饰的配置首选

图 14: 2001-2010 美邦服饰店铺数及同比增长



数据来源: 国信证券经济研究所

图 15: 2006-2011 年美邦服饰坪效及收入增长



数据来源: 国信证券经济研究所

报喜鸟: 积极向一线品牌学习提升公司增长质量

- 公布 2008 年业绩快报摊薄 EPS 0.62 元, 略超预期

2008 年公司实现销售收入 9.6 亿元, 同比增长 106%, 实现归属于母公司股东净利润 1.19 亿元, 同比增长 43%, ROE18%, 摊薄 EPS0.62 元, 略高于预期

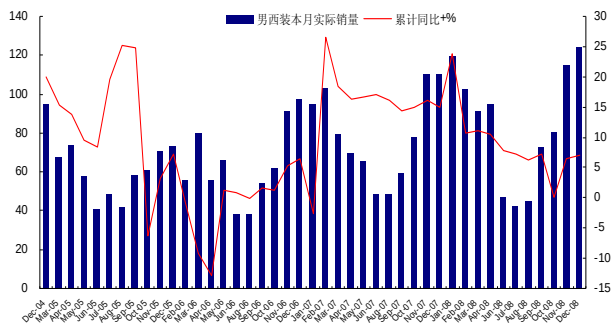
- 战略性向国际一线品牌学习, 品牌美誉度提升公司增长质量

公司一直积极向国际一线男装品牌如 ARMANI, BOSS, ZEGNA 等学习服装设计、品牌策划与延伸、营销网络优化等奠定了公司品牌美誉度的不断提升, 是公司持续成长的基本驱动力。公司在服装品质提升基础上稳步提高正装产品价格, 在相关期刊媒介上的品牌精细化营销丰富品牌内涵, 有条不紊推出国内大型品牌形象店面提高公司品牌美誉度

- 稳健扩张有效抵御宏观经济下行风险, 增长持续性良好

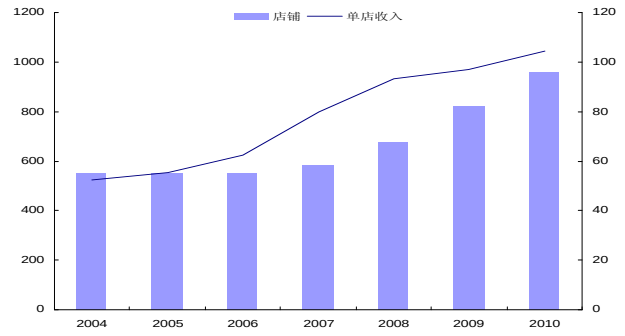
公司通过有效的品牌延伸和产品链扩张有效规避了资产价格下跌和居民收入增速放缓对居民人均服装消费支出增速回落的影响, 公司在不断提升产品品质基础上的稳健的门店扩张和对电子商务的有效投入保障公司增长更具持续性。我们预计公司 2009-2010 年 EPS 为 0.72 元和 0.84 元, 维持其谨慎推荐评级

图 16: 1993-2008.12 大型商场男西装月零售额及累计同比



数据来源：国信证券经济研究所

图 17: 2004-2010 年报喜鸟店面数及单店收入



数据来源：国信证券经济研究所

伟星股份：增发项目达产保障业绩平稳增长

- 2008 年摊薄 EPS 0.78 元符合预期，拟每股派现 1 元

2008 年公司实现销售收入 14.78 亿元，同比增长 24.6%，实现归属于母公司股东净利润 1.56 亿元，同比增长 35.2%，最新股本 2.01 亿摊薄 EPS0.78 元，符合预期，全年 ROE 15.6%。4Q2008 公司实现收入 3.8 亿元，同比增长 6%，环比下降 22%。公司拟每股派现金股利 1 元

- 积极的结构调整应对行业下滑，募投资金项目进展顺利

2008 年我国服装产量比增 4.8%，增速下滑 9.6 个点；全国拉链出口 39.6 亿米，同比减少 0.52%，公司积极加大拉链和钮扣产品和市场结构调整，在募投资金部分达产下 2008 年公司纽扣和拉链分别实现收入 8.2 亿元和 4.0 亿元，比增 22%和 43%。年报显示截止 2008 年底增发募集资金项目新型拉链技改、高档多彩人造水晶钻技改和高品质金属钮扣技改项目资金累计投入率达到 89%、84%和 59%，募投项目 2008 年贡献利润 2018 万元，占公司 2008 利润增量的 50%

- 钮扣、拉链和水晶钻业务将步入平稳增长期

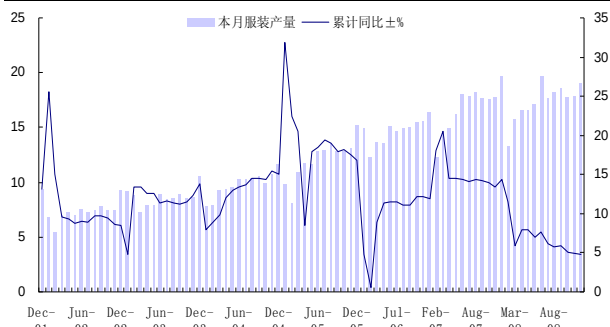
2009 年公司主要的增长点为钮扣、拉链和水晶钻的陆续达产和产品综合价格的提高，考虑到金属铜锌均价下跌超过 50%，我们预计公司金属拉链销售均价将出现 5%左右的下降，考虑到产能增长我们预计 2009 年公司钮扣、拉链和水晶钻将分别同比增长 9%、26%和 15%

- 维持 09-10EPS 0.88 元和 0.97 元，维持“谨慎推荐”评级

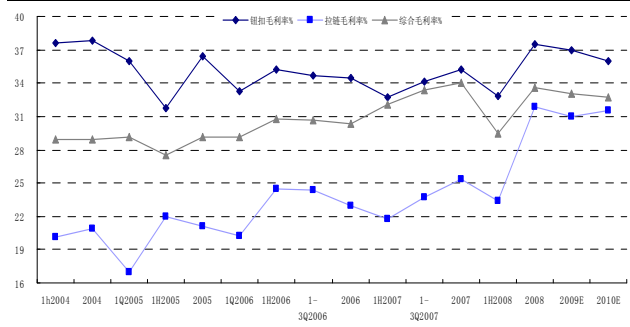
假设第二期股权激励全部行权，按照 2.07 亿总股本测算，我们预计公司 2009-2011 年 EPS 0.88 元、0.97 元和 1.09 元，公司高档纽扣市场份额达到 16%，公司未来的盈利增幅弹性取决于行业的回暖对产品价格的回拉程度，维持谨慎推荐评级

- 风险与催化剂

2008 年 1 月公司向二级市场增发 1000 万股融资 2.6 亿元，2008-11-24 股权激励管理层以 4.25 元/股认购新股 616 万股，本次拟每股分红 1 元合计 2.01 亿元，若分红完毕，2009 年股权激励行权价将降至 3.25 元

图 18: 2001-2008 我国服装单月产量及累计同比 亿件


数据来源: 国信证券经济研究所

图 19: 2004—2010 公司主导产品毛利率及预测


数据来源: 国信证券经济研究所

附录

附表 1:A 股行业估值比较

板块名称	市净率(整体法) [交易日期] 最新 [财务数据匹配规则] 最新报告期(MRQ) [剔除规则] 不调整	市盈率(整体法) [交易日期] 最新 [财务数据匹配规则] 最 新年报(LYR) [剔除规则] 不调整	预测市盈率(整体法) [交易日期] 最新 [年度] 2009 [剔除规则] 不调整	市销率(整体法) [交易日期] 最新 [财务数据匹配规则] 上年年报 [剔除规则] 不调整
全部 A 股	2.56	18.73	14	1.86
全部 A 股剔除金融地产 s 股	2.56	19.04	15.42	1.41
沪深 300	2.46	16.51	13.36	1.9
中小企业板	3.66	31.57	19.67	2.52
纺织服装	2.54	33.19	18.49	1.79

数据来源: Wind 资讯, 数据截止 2009-3-8

附表 2:A 股行业内重点公司限售股解禁日期

百万股	实际控制人	实际控制人年龄	总股本	流通 A 股	限售股上市时间	限售股/实际流通
美邦服饰	周成建	43	670	56	2011-8-29	10.96
伟星股份	章卡鹏	43	195	122	2010-9-7	0.37
七匹狼	周少雄	43	283	283	全流通	0.00
报喜鸟	吴志泽	47	192	38	2010-8-16	4.00
众和股份	许金和	49	168	84	2009-10-12	1.01
孚日股份	孙日贵	52	938	304	2009-11-24	2.09
瑞贝卡	郑有全	53	474	474	全流通	0.00
浔兴股份	施能坑	54	155	58	2009-12-22	1.67
大杨创世	李桂莲	61	165	99	2010-11-15	0.67
鲁泰 A	刘石祯	67	845	303	2011-6-12	0.33

数据来源: Wind 资讯, 数据截止 2009-3-8

附表 3:国际主要时装零售估值

名称	股价(美元)	总市值: 亿 RMB	2007PE	2008PE	2009PE	PB	PFCF	PS	PEG
LVMH	56.50	1,893	10.46	11.42	10.86	1.84	18.07	1.23	1.32
H&m	33.69	1,907	16.69	15.69	14.13	6.91	19.31	2.88	1.21
RICHEMON	12.44	488	3.42	6.16	8.82	0.64	6.68	0.99	—
INDITEX	31.95	1,362	12.44	12.29	12.09	3.60	—	1.55	0.94
ADIDAS	28.92	383	7.04	8.25	7.70	1.31	28.16	0.42	0.51
PUMA	133.29	146	7.00	7.05	6.77	1.44	14.47	0.65	0.97
BUBERRY	343.81	102	7.32	8.98	8.95	1.93	38.86	0.97	0.92
NEXT	1,594.81	215	6.79	7.30	8.78	—	8.01	0.68	—
HUGO BOSS	11.41	54	4.83	4.98	5.70	2.80	—	0.37	—
BNETTON	5.91	74	5.62	5.64	7.03	0.60	—	0.40	0.48
			8.16	8.77	9.08	2.34	19.08	1.01	0.91
NIKE	39.94	1,322	10.71	10.61	9.89	2.38	16.98	0.99	0.71
GAP	9.85	476	7.30	9.27	8.24	1.58	7.14	0.48	0.54
COACH	11.80	259	5.70	6.32	6.88	2.58	8.55	1.22	0.44
VF	47.65	359	8.48	8.78	8.03	1.47	9.43	0.68	0.60
POLO	32.54	221	7.00	8.21	9.37	1.20	5.84	0.64	0.47
LIMITED	6.26	138	5.85	8.97	6.78	1.04	3.45	0.23	0.26
NORDSTORM	12.16	179	6.76	9.98	9.17	2.16	9.21	0.32	0.44
AMBERCROMBIE & FITCH	17.49	104	5.17	9.89	8.33	0.82	8.15	0.43	0.31
			7.12	9.00	8.34	1.65	8.59	0.62	0.47
UNIQLO	90.47	662	21.03	18.34	17.66	3.50	12.02	1.56	0.65
SHIMAMURA	49.55	124	9.17	9.92	9.92	1.11	13.07	0.43	0.39
ABC-MART	19.47	107	12.15	13.25	12.39	2.77	12.63	1.47	—
ASICS	6.32	82	9.57	11.31	9.90	1.17	9.88	0.49	—
			12.98	13.21	12.47	2.14	11.90	0.99	0.52
思捷环球	5.23	423	7.96	8.43	8.01	3.58	—	1.27	0.42
德永嘉	0.42	38	4.34	4.73	4.52	1.08	—	0.43	0.27
佐丹奴	0.22	22	6.78	7.65	8.74	1.28	—	0.50	0.30
旭日企业	0.23	17	3.71	6.80	6.47	1.02	—	0.38	0.14
百丽国际	0.46	260	13.27	12.60	10.72	2.06	—	1.77	0.61
达芙妮	0.17	19	4.72	4.39	4.05	1.29	—	0.49	0.27
宝姿	1.14	41	9.27	9.19	8.35	4.16	—	2.78	0.42
李宁	1.33	94	15.35	13.58	11.00	4.93	—	1.70	0.44
中国动向	0.33	127	14.10	11.26	10.14	2.16	17.23	6.05	0.58
安踏	0.54	98	10.85	9.37	7.90	2.30	—	2.11	0.34
特步国际	0.24	35	10.45	6.87	5.44	—	—	1.70	0.21
波司登	0.06	32	3.60	3.42	3.45	0.52	—	0.71	0.09
利丰	2.29	544	17.95	19.36	16.14	6.09	—	0.57	0.87
裕元集团	1.94	211	6.65	7.59	7.07	1.12	—	0.63	0.55
九兴控股	1.10	60	7.34	7.31	8.56	1.21	—	0.87	—
平均			9.09	8.84	8.04	2.34	17.23	1.46	0.39
鸿国国际	0.09	2	2.31	3.14	2.81	0.43	11.01	0.28	0.06
鸿星尔克	0.06	10	2.13	2.34	2.17	0.25	—	0.33	0.15
中国体育国际	0.05	2	1.29	1.30	1.57	0.33	1.50	0.13	—
魏桥纺织	0.25	20	1.33	3.25	2.63	0.15	—	0.11	—
福建福兴	0.04	2	1.62	—	—	0.20	—	0.26	—

数据来源: bloomberg, 国信证券经济研究所, 数据截止 2009-03-08

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±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±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

免责条款:

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

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李 晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑 东	IT 行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方 焱	电力设备行业首席分析师 彭继忠
批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轲	化工行业首席分析师 邱 伟	医药行业首席分析师 贺平鸽
家电行业首席分析师 王念春	通信行业首席分析师 严 平	电力行业首席分析师 徐颖真
建筑行业首席分析师 邱 波	建材行业高级分析师 杨 昕	有色金属行业高级分析师 彭 波
医药行业资深分析师 丁 丹	机械行业资深分析师 余爱斌	汽车与汽配行业资深分析师 李 君
固定收益资深分析师 皮 敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	宏观经济资深分析师 林松立
有色金属行业资深分析师 黄安乐	金融衍生品资深分析师 董艺婷	房地产行业分析师 陈 林
银行业分析师 谈 煊	银行业分析师 黄 飙	保险行业分析师 武建刚
证券信托行业分析师 王一峰	宏观经济分析师 任泽平	宏观经济分析师 周炳林
食品饮料行业分析师 黄 茂	策略分析师 崔 嵘	纺织品与服装行业分析师 方军平
有色金属行业分析师 李洪冀	批发和零售贸易行业分析师 吴美玉	房地产行业分析师 区瑞明
IT 行业分析师 王俊峰	航空运输行业分析师 黄金香	农业行业分析师 张 如
基金分析师 杨 涛	传播与文化行业分析师 陈财茂	金融工程分析师 王军清

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wancs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑 毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘 塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝 彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456