

深度报告

纺织服装

三步走战略投资之二

谨慎推荐

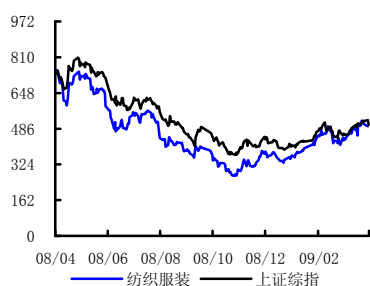
(上调评级)

2009年4月16日

本报告的独到之处

- 全球纺织服装供求格局研判下的中国纺织服装业国际竞争优势展望
- 首次提出行业投资的三步走配置策略,阐释了超配出口型消费品的逻辑

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源: 国信证券经济研究所

相关研究报告:

2009 二季度投资策略—转型升级, 整合提高 2009-03-20

2009 年策略—内销增幅回落, 出口环境渐暖 2008-12-09

分析师: 方军平

电话: 021-68866202

E-mail: fangjp@guosen.com.cn

独立性声明:

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, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明。

行业专题报告

超配出口消费品, 战略布局品牌内销

● 全球纺织服装贸易: 中国份额持续增长, 美欧是最大的增长点

中国纺织品服装凭借强大综合配套能力在全球纺织服装贸易中一支独秀, 市场份额持续提高。中国纺织品和服装出口的全球份额 27 年间分别增长 28 个点和 19 个点, 跃居全球第二和第一。

● 中国纺织服装出口: 分享 20% 到 80% 份额提升的黄金期

过去 20 年中国纺织服装在日本市场份额从 20% 跃迁至 80%, 我们认为随着文化融合的继续深入, 我国纺织服装业将借助本轮金融危机对主要竞争国家纺织业的冲击在欧美市场继续演绎 20% 到 80% 的传奇, 行业跃迁式增长才刚刚开始。

● 出口退税累计效应将逐步释放, 龙头公司业绩有望跃迁

支撑龙头公司市场份额提高的主要驱动因素包括国内同档次产品单价仍然较主要竞争对手低 10%-30%、纺织业振兴规划细则的出台、人民币实际有效汇率的贬值、美日欧相继复苏, 国家对纺织业的进一步政策支持、出口退税率上调的累计效果逐步释放等。1Q2009 有望成为出口龙头业绩低点。

● 上调行业评级, 超配出口消费品, 战略布局品牌内销, 兼顾主题

基于行业反转、龙头公司业绩触底和估值对比, 我们上调行业评级至“谨慎推荐”, 建议超配出口消费品, 同时外围市场回暖将大幅改善内销供求关系, 国内品牌服饰的消费信心回升催生内销公司的战略布局机遇。考虑到行业连续三年低迷部分公司利用原有国际资源进军新兴行业当前将进入收获期, 我们建议关注三个主题, 即产业升级、资产整合和创投与资产溢价

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	昨收盘 (元)	EPS		PE		投资评级
				2009E	2010E	2009E	2010E	
002083	孚日股份	87.0	9.27	0.18	0.33	51.5	28.1	推荐
600439	瑞贝卡	55.3	11.67	0.55	0.69	21.2	16.9	推荐
002269	美邦服饰	195.0	29.10	1.12	1.49	26.0	19.5	推荐
002154	报喜鸟	30.9	16.09	0.71	0.84	22.7	19.2	推荐
002003	伟星股份	32.2	16.01	0.88	0.97	18.2	16.5	谨慎推荐
002029	七匹狼	37.8	13.36	0.54	0.64	24.7	20.9	谨慎推荐
600233	大杨创世	11.3	6.83	0.35	0.39	19.5	17.5	谨慎推荐
002239	金飞达	19.4	14.45	0.51	0.57	28.3	25.4	谨慎推荐
600177	雅戈尔	241.6	10.85	0.50	0.53	21.7	20.5	谨慎推荐

资料来源: 公司资料和国信证券预测, 数据截止 2009-4-16

投资摘要

关键结论与投资建议

我们实证研究显示，中国纺织品服装全球竞争力仍然遥遥领先，市场份额稳步提高，在外国服饰消费基本见底和国内 4 次上调出口退税率的影响下，出口型消费品公司业绩将进入收入稳步增长，利润加速增长的黄金发展期。基于外需显著改善预期下的内销供大于求格局有望发生积极的变化，同时外围市场若能持续回暖对国内品牌服饰的消费信心将产生极大的促进作用。纺织服装行业经历了 2006-2008 年的持续冷清，部分公司利用其原有的国际资源引入新兴产业，部分公司将进入收获期；全流通下部分公司持续的纺织盈利下滑催生主动或被动行业转型，与资产重组、创投、新能源颇有瓜葛。基于此，我们提出了行业投资要“**战略三步走，朝配出口消费品，战略布局品牌内销**”，同时“**兼顾三个主题，即产业升级、资产整合和创投与资产溢价**”。

核心假设或逻辑

做出上述判断的假设是外围需求基本见底，人民币汇率保持基本稳定，现行的出口退税政策得到持续执行

与市场预期的不同之处

市场认为纺织服装行业出口是夕阳产业，出口企业没有长期投资价值。我们实证研究显示，中国在日本市场一度占领 80% 的市场份额，中国在欧美市场目前占有率仅 34%，未来几年随着国家对纺织服装行业振兴规划细则的陆续出台，纺织服装行业在欧美市场有望重现“**20%到 80%的跃迁**”式增长，对打造国际品牌的国家战略布局将铸就百年国际名企。

股价变化的催化因素

出口消费品的股价催化剂包括纺织业振兴规划细则的出台，人民币实际有效汇率贬值、美日欧相继复苏，国家对纺织业的进一步政策扶持。

核心假设或逻辑的主要风险

中美可忍受通胀水平的不同，导致人民币实际汇率 2010 年后可能步入被动升值；可能的高通胀打击高档可选消费，对保值消费有一定促进作用。

内容目录

全球纺织品服装贸易现状：过去 27 年年复合增速 6.9%.....	5
全球纺织品服装贸易的供给.....	5
全球纺织品出口：中国市场份额持续提升，达到 23.5%，全球第二.....	5
全球服装出口：日益集中，中国市场份额稳步提高至 33%，全球第一...	6
全球纺织品服装贸易的需求.....	7
全球纺织品进口：欧洲和美国占全球进口总额 35% 和 10%.....	7
全球服装进口：欧洲和美国占全球进口总额 46% 和 24%	8
中国纺织服装出口的市场结构：纺织品分散，服装集中在发达经济体	9
我国纺织服装在各主要市场的竞争优势：日本、美国、欧洲.....	10
日本市场：演绎一段 20% 到 80% 的传奇.....	10
欧美市场：传奇将接力，20% 起步的跃迁式增长才刚刚开始.....	11
展望：政策累计效应、外围需求回暖和市场份额提高加速龙头公司业绩跃迁·	13
全球纺织品服装贸易的驱动因素分析：与全球经济高度相关.....	13
美国服饰消费已现回暖迹象，日欧值得期待.....	13
政策累计效果将逐步显现，龙头公司市场份额持续提升.....	14
投资策略：上调行业评级，超配出口消费品	15
投资三步走：超配出口消费品，战略布局品牌内销，兼顾三个主题.....	15
上调行业评级至“谨慎推荐”，上调报喜鸟、鲁泰、雅戈尔、金飞达评级....	16
风险提示：滞胀预期下的人民币被动升值.....	17

图表目录

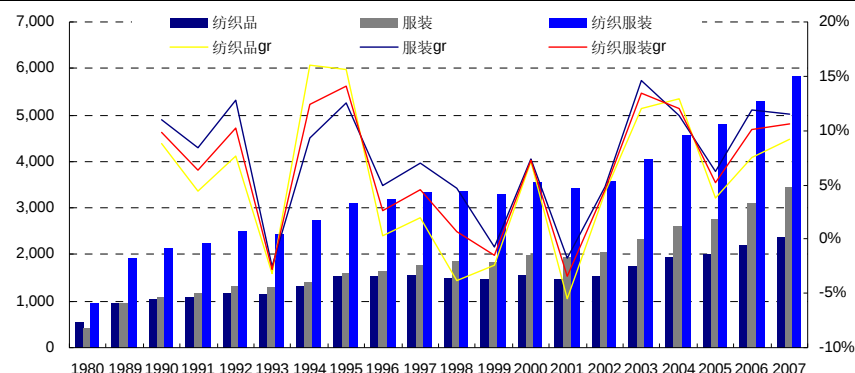
表 1: 2008 年中国纺织品与服装出口主要市场金额及份额	10
表 2: 纺织服装出口退税率历次调整进度及幅度	14
表 3: 纺织服装三步走配置图谱: 三步走, 兼顾三个主题	16
表 4: 重点公司盈利预测表	16
附表 1:A股行业估值比较	18
附表 2:A股行业内重点公司限售股解禁日期	18
附表 3:国际主要时装零售估值(人民币, 倍)	18
图 1: 1980-2007 全球纺织品服装出口额及同比(亿美元)	5
图 2: 1990-2007 全球纺织品主要出口国家出口金额(亿美元)	5
图 3: 1980-2007 全球纺织品主要出口国家出口额占全球市场份额	6
图 4: 1990-2007 全球服装主要出口国家出口金额(亿美元)	6
图 5: 1980-2007 全球服装主要出口国家出口额占全球市场份额	7
图 6: 1990-2007 全球纺织品主要进口国家进口金额(亿美元)	7
图 7: 1980-2007 全球纺织品主要进口国家进口金额占全球市场份额	8
图 8: 1990-2007 全球服装主要进口国家进口金额(亿美元)	8
图 9: 1980-2007 全球服装主要进口国家进口金额占全球市场份额	9
图 10: 2004-2009.2 我国纺织服装出口全球市场分布	9
图 11: 1988-2008 日本进口全球主要国家纺织品服装(百亿日元)	10
图 12: 2008 日本进口全球纺织品服装分国家	11
图 13: 1988-2008 主要国家在日本进口全球纺织品服装中份额	11
图 14: 1989-2008 美国进口全球纺织品服装分国家	12
图 15: 1995-2007 欧盟(25 国)进口全球纺织品服装分国家	12
图 16: 1989-2030 主要国家在美国进口全球纺织品服装中份额及预测	12
图 17: 1980-2010 全球纺织品服装贸易增速与全球经济增速	13
图 18: 2000.1-2009.2 美国服饰及配件月零售额及累计同比	13
图 19: 1989-2009.2 美国纺织服装进口全球主要国家份额及单价	14
图 20: 20003-2009.2 纺织服装行业主要指标同比(%)	15

全球纺织品服装贸易：供给与需求

全球纺织品服装贸易：过去 27 年年复合增速 6.9%

过去 27 年全球纺织品服装贸易年均复合增速是全球 GDP 复合增速的 2.05 倍。2007 年全球纺织品服装总出口 5834 亿美元，占全球商品贸易额 4.17%，1980-2007 年的 27 年里全球纺织品服装年均增长 6.93%，是同期全球 GDP 增速的 2.05 倍。

图 1：1980-2007 全球纺织品服装出口额及同比（亿美元）



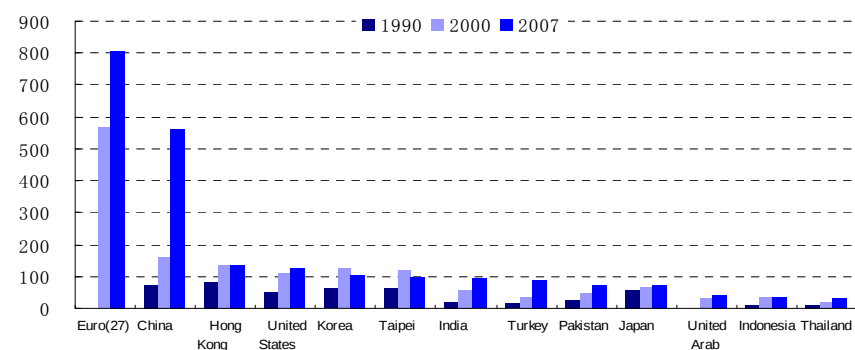
资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

全球纺织品服装贸易的供给：中国份额持续提升

全球纺织品出口：中国市场份额持续提升，达到 23.5%，全球第二

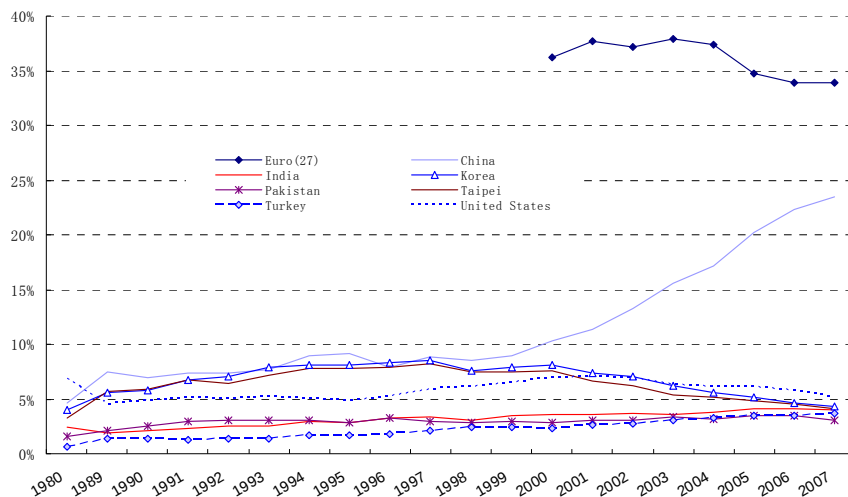
全球纺织品出口主要集中在欧盟、中国、香港和美国，2007 年上述四国（区）出口纺织品占全球纺织品总出口额分别为 34%、24%、6%和 5%，从发展趋势看，纺织品出口从发达国家向发展中或欠发达国家转移明显，发达经济体纺织品出口份额日益下降。1980-2007 年间，在全球纺织品出口前 8 大国家（地区）中，美国、韩国、台北市场份额均出现显著下降，巴基斯坦和印度纺织品出口份额基本保持稳定，中国市场份额从 1980 年占全球纺织品出口的 4.6%上升至 23.5%。

图 2：1990-2007 全球纺织品主要出口国家出口金额（亿美元）



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 3： 1980-2007 全球纺织品主要出口国家出口额占全球市场份额

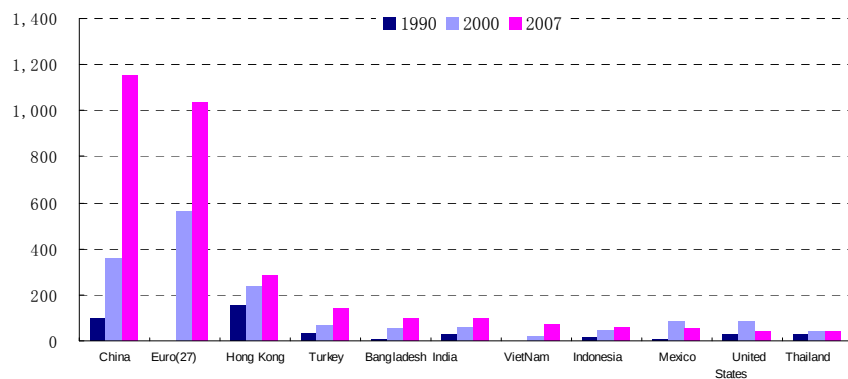


资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

全球服装出口：日益集中，中国市场份额跃迁至 33%，全球第一

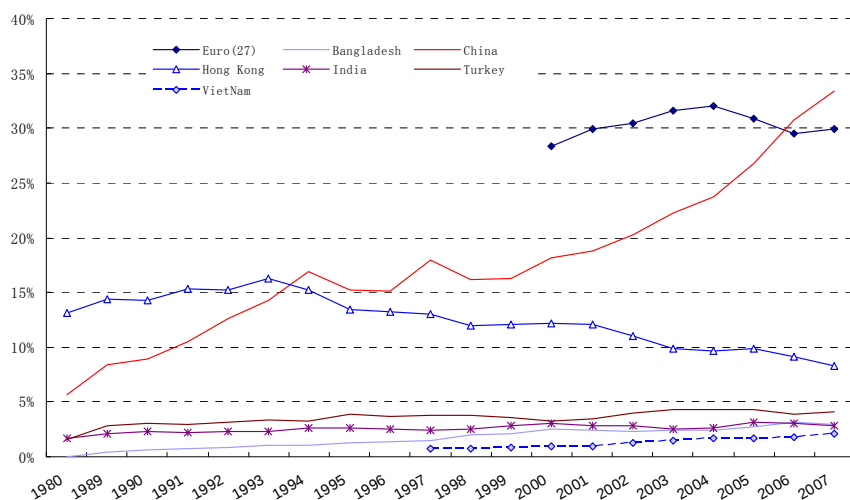
全球服装的国际贸易增速明显快于纺织品，全球服装出口主要集中在美国、中国、欧盟、香港、土耳其和孟加拉国，2007 年上述五国（区）出口纺织品占全球纺织品总出口额分别为 33%、30%、8%、4%和 3%。从发展趋势看，1980-2007 年间，香港出口份额出现下滑，欧盟份额基本稳定，孟加拉国、土耳其和印度市场份额小幅上升，中国市场份额从 1980 年占全球纺织品出口的 5.7%上升至 2007 年的 33.4%。

图 4： 1990-2007 全球服装主要出口国家出口金额（亿美元）



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 5: 1980-2007 全球服装主要出口国家出口额占全球市场份额



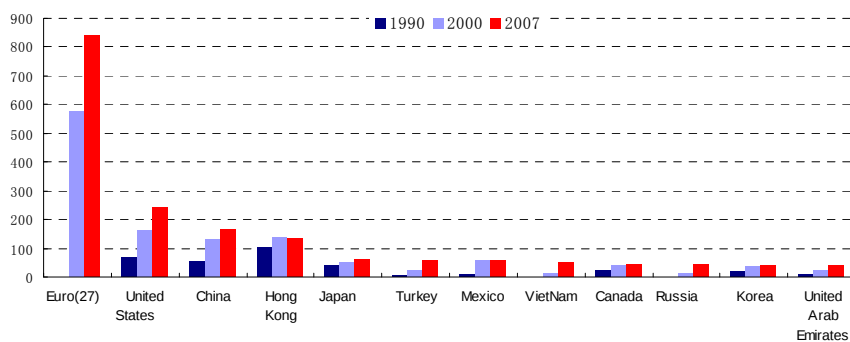
资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

全球纺织品服装贸易的需求: 欧美是最大增长点, 中国优势明显

全球纺织品进口: 欧洲和美国占全球进口总额 35%和 10%

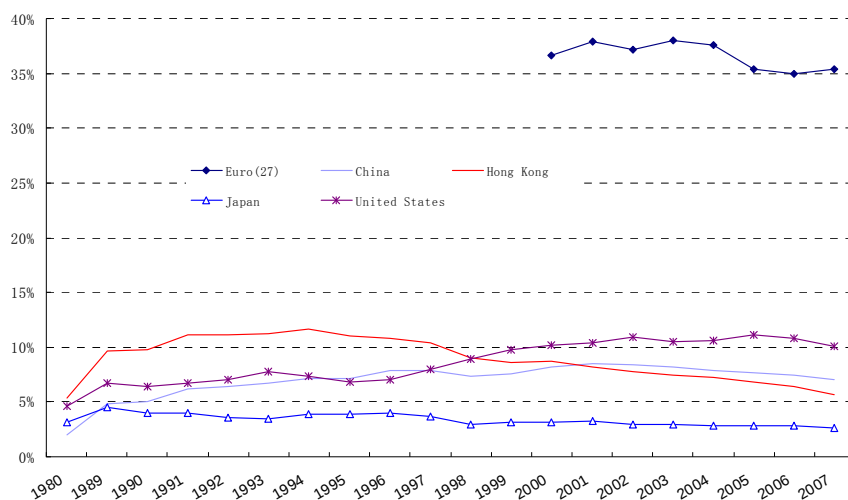
全球纺织品进口比较分散。以进口金额计算, 欧盟、美国、中国、香港、日本、土耳其和墨西哥 2007 年进口纺织品占全球纺织品总进口额分别为 35%、10%、7%、5.7%、2.7%、2.5%和 2.4%。从发展趋势看, 欧美进口份额基本稳定, 香港日本有所下降, 中国市场份额从 1980 年占全球纺织品进口的 2.0%上升至 7.0%。

图 6: 1990-2007 全球纺织品主要进口国家进口金额 (亿美元)



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 7： 1980-2007 全球纺织品主要进口国家进口金额占全球市场份额

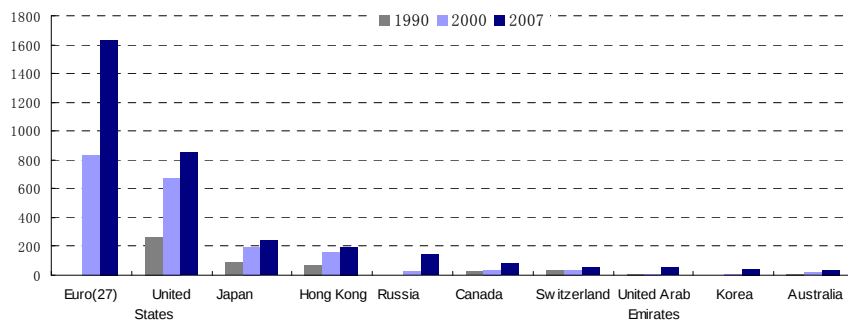


资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

全球服装进口：欧洲和美国占全球进口总额 46%和 24%

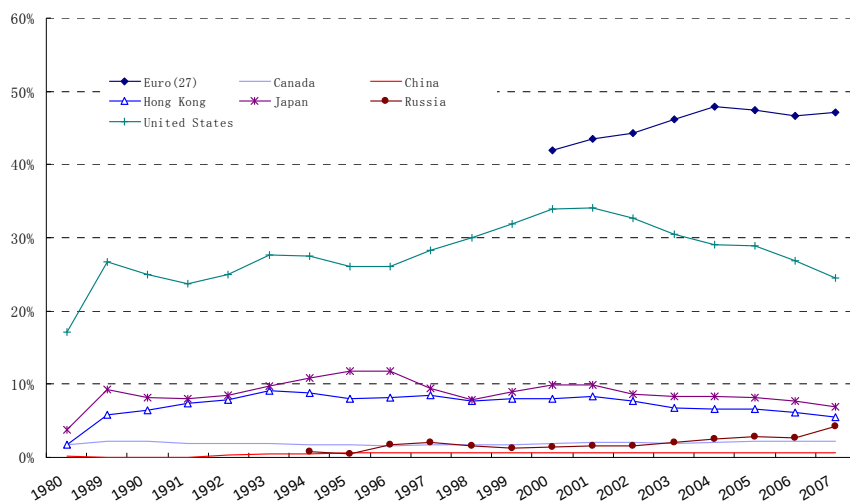
全球服装进口高度集中。以进口金额排序欧盟、美国、日本、香港和俄罗斯 2007 年进口纺织品占全球纺织品总出口额分别为 45.5%、23.7%、6.7%、5.4%、和 4.1%。从发展趋势看，日本、美国、香港份额有所下降，俄罗斯份额显著上升。中国市场份额从 1980 年占全球服装出口的 0.12% 上升至 2007 年的 0.57%。

图 8： 1990-2007 全球服装主要进口国家进口金额（亿美元）



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 9： 1980-2007 全球服装主要进口国家进口金额占全球市场份额



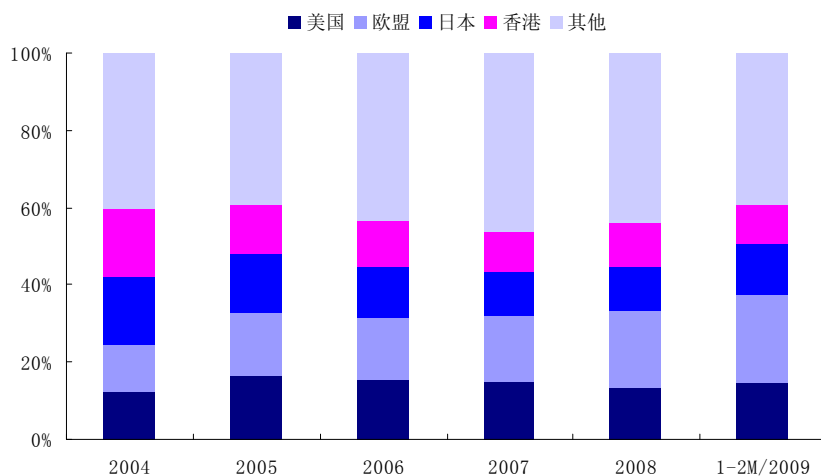
资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

中国纺织品服装进出口：市场、环境和展望

中国纺织服装出口的市场结构：纺织品较分散，服装主要集中在发达经济体

中国纺织服装凭借强劲的综合配套能力，欧美高端市场份额不断提高。从我国纺织服装的出口主要市场来看，服装主要集中在发达国家，纺织品较分散。2008年我国服装出口前4大市场欧盟(27国)、美国、日本和香港分别占比24%、14.1%、14.4%和10.4%。

图 10： 2004-2009.2 我国纺织服装出口全球市场分布



资料来源：中国纺织品进出口商会，国信证券经济研究所

表 1: 2008 年中国纺织品与服装出口主要市场金额及份额

单位: 亿美元	纺织品		服装	
	出口额	份额	出口额	份额
欧盟 27 国	92.67	13.8%	270.89	24.1%
美国	80.28	12.0%	157.75	14.1%
日本	41.27	6.2%	161.7	14.4%
香港	84.81	12.6%	116.16	10.4%
韩国	20.46	3.1%	31.74	2.8%
加拿大	8.06	1.2%	26.05	2.3%
澳大利亚	9.26	1.4%	22.12	2.0%
墨西哥	8.33	1.2%	4.96	0.4%
土耳其	10.14	1.5%	1.63	0.1%
澳门	2.35	0.4%	5.49	0.5%
其他	313.08	46.7%	323.66	28.8%
合计	670.71	100.0%	1122.15	100.0%

资料来源: 中国纺织品进出口商会, 国信证券经济研究所

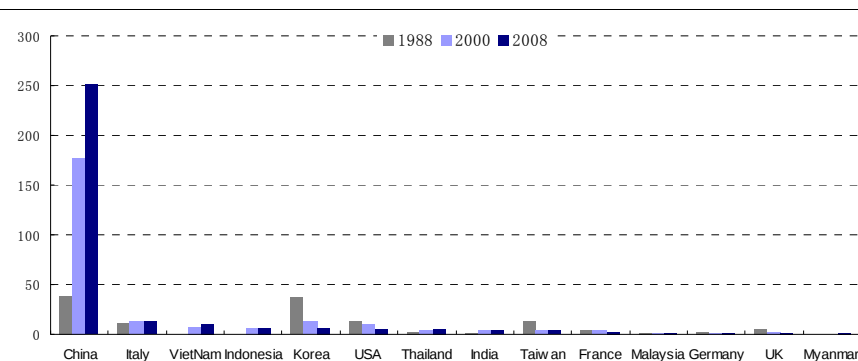
我国纺织服装在各主要市场的竞争优势: 日本、美国、欧洲

文化、历史和地缘因素, 中国服装垄断了日本市场的供应, 在日本市场占有率达到 随着我国改革开放的继续深入对欧美文化的继续溶入和中华文化溢出效应的逐步全球认同, 我国服装业有望在欧美市场复制日本市场的传奇。

日本市场: 演绎一段 20%到 80%的传奇

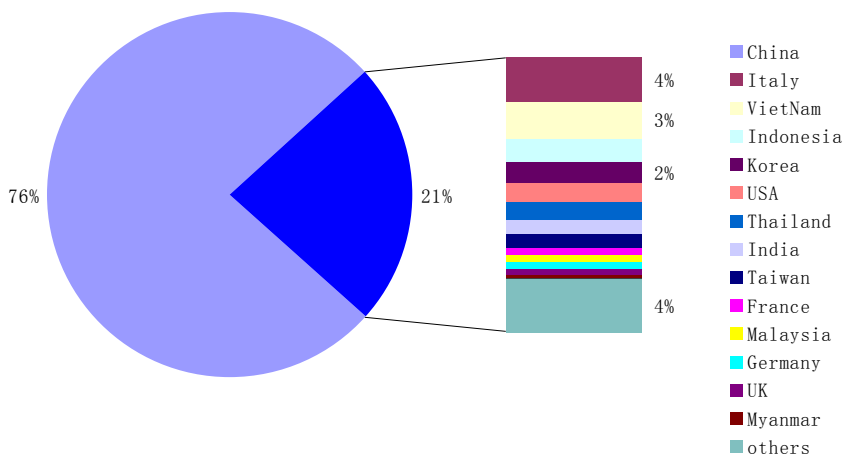
强大的综合配套能力同时伴随文化和地缘因素, 过去 20 年中国纺织品服装在日本市场市场份额演绎了一段 20%到 80%的传奇。1988-2008 的 20 年中国纺织服装在日本市场份额由 23%提高到 77%, 年复合增长 9.91%远高于日本整体进口的, 年均份额提高 2.7 个点。前 10 位竞争对手市场份额均大幅下降。即使在亚洲金融危机冲击下日本总需求出现负增长前提下, 中国仍然实现增长。1988 年占据日本纺织服装进口 22%的韩国 2008 年市场份额仅 1.8%, 1990 年占据 12%的意大利 2008 年份额为 3.7%。

图 11: 1988-2008 日本进口全球主要国家纺织品服装 (百亿日元)



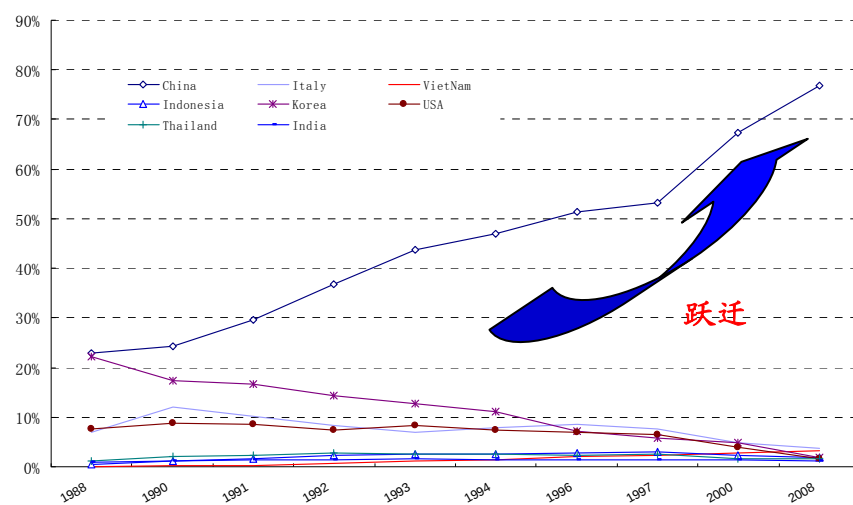
资料来源: 日本海关, 国信证券经济研究所

图 12: 2008 日本进口全球纺织品服装分国家



资料来源: 日本海关, 国信证券经济研究所

图 13: 1988-2008 主要国家在日本进口全球纺织品服装中份额

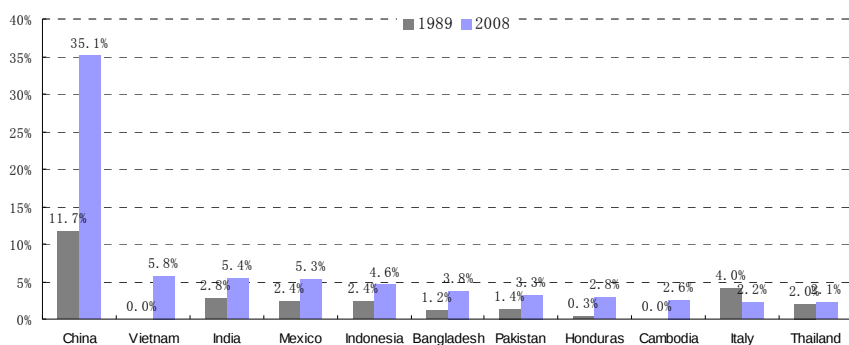


资料来源: 日本海关, 国信证券经济研究所

欧美市场: 传奇将接力, 20%起步的跃迁式增长才刚刚开始

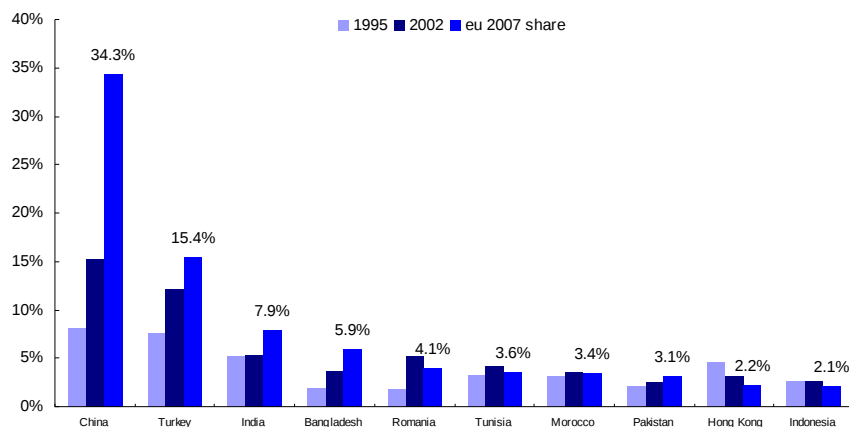
中国加入世贸和纺织品配额时代的结束为中国企业开拓欧美市场提供了长足的动力, 市场份额快速提高。中国纺织服装在美国市场份额从 1989 年的 11.7% 提升到 2008 年的 35.1% (2009 年 1-2 月为 35.5%), 年复合增长率 13.1%。中国纺织服装在欧盟 (25 国) 的市场份从 1995 年的 8.1% 提高到 2007 年的 34.3%, 年复合增长率 16.4%。我们认为, 随着文化融合的继续深入, 包括政府率先出台的纺织行业出口退税率上调、纺织行业振兴等政策大大提升了行业信心, 我国纺织服装业将借助本轮金融危机对主要竞争国家纺织业的冲击在欧美市场继续演绎 20% 到 80% 的传奇, 行业跃迁式增长才刚刚开始。

图 14: 1989-2008 美国进口全球纺织品服装分国家



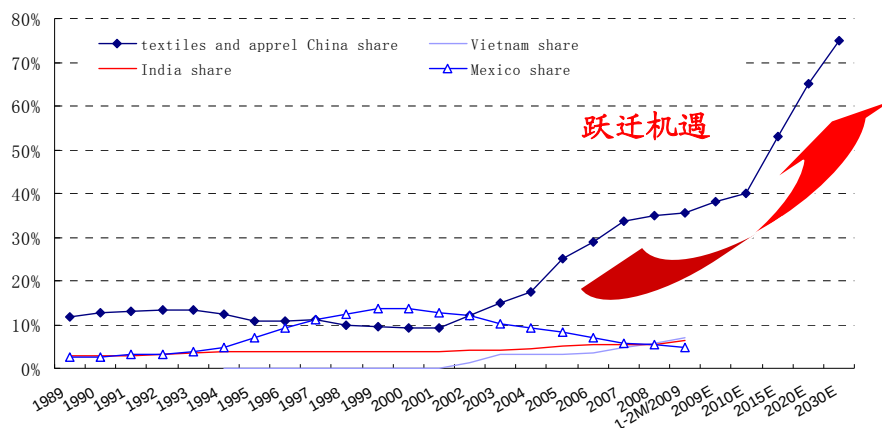
资料来源: 美国海关, 国信证券经济研究所

图 15: 1995-2007 欧盟 (25 国) 进口全球纺织品服装分国家



资料来源: 欧盟海关, 国信证券经济研究所

图 16: 1989-2030 主要国家在美国进口全球纺织品服装中份额及预测



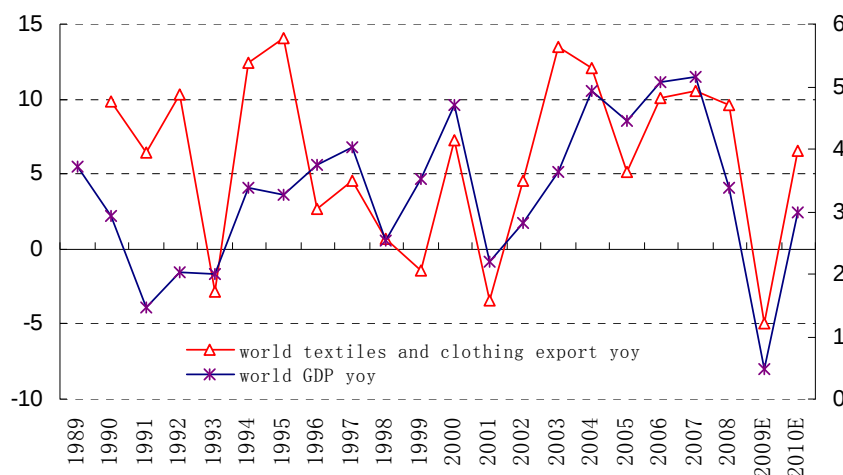
资料来源: 美国海关, 国信证券经济研究所

展望:政策累计效应、外围需求回暖和市场份额提高加速龙头公司业绩跃迁

全球纺织品服装贸易的驱动因素分析: 与全球经济高度相关

全球纺织品贸易总额与全球经济增长高度相关。驱动全球纺织品服装的最终来源为发达经济体与新兴经济体的居民衣着类消费。

图 17: 1980-2010 全球纺织品服装贸易增速与全球经济增速

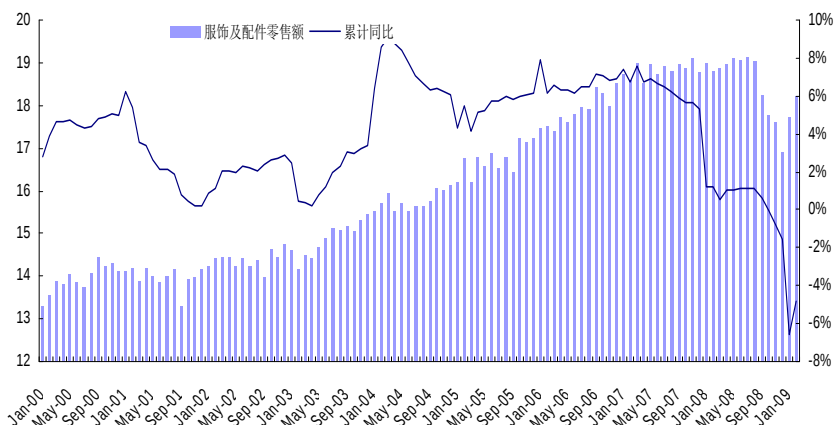


资料来源: IMF, 国信证券经济研究所

美国服饰消费已现回暖迹象, 日欧值得期待

美国纺织品服装进口与服饰零售基本一致, 美国服饰消费基本见底。2009 年 2 月美国服饰及配件月零售额较 1 月环比增长 2.75%, 连续 2 月环比上升, 2 月零售额较去年同期仅下降 3%。

图 18: 2000.1-2009.2 美国服饰及配件月零售额及累计同比

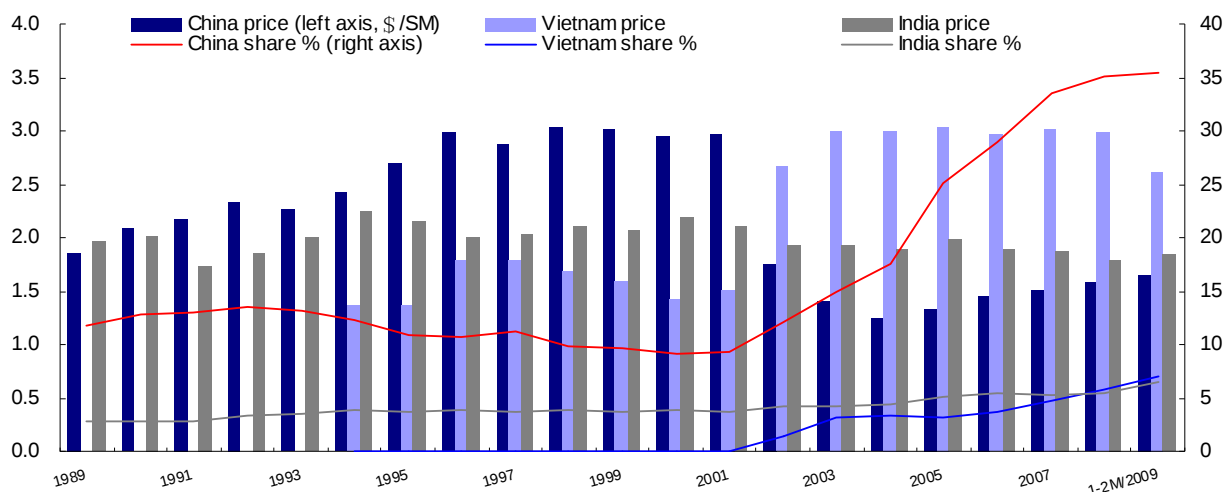


资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

政策累计效果将逐步显现，龙头公司市场份额继续提升

四次出口退税累计上调 5 个点的政策效果将逐步显现，1Q 是出口类公司的业绩低点。支撑龙头公司市场份额提高的主要驱动因素包括国内同档次产品单价仍然较主要竞争对手低 10%-30%、纺织业振兴规划细则的出台、人民币实际有效汇率的贬值、美日欧相继复苏，国家对纺织业的进一步政策扶持等。2009 年 1-2 月全国纺织服装业实现利润增长 15.6%，行业反转基本确立。

图 19: 1989-2009.2 美国纺织服装进口全球主要国家份额及单价



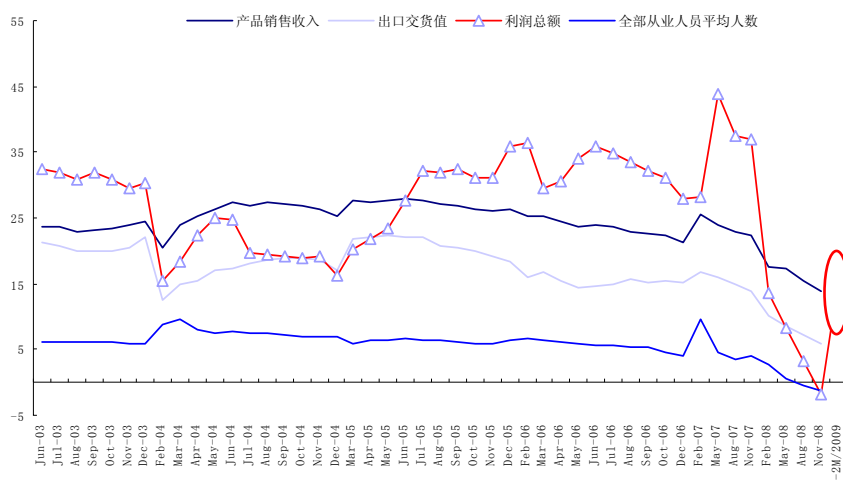
资料来源：美国海关，国信证券经济研究所

表 2: 纺织服装出口退税率历次调整进度及幅度

五次下调出口退税率	
1995 年 7 月	由 13% 下调到 10%
1996 年 12 月	由 10% 下调到 6%
2004 年 1 月	由 17% 下调到 13%
2006 年 9 月	由 13% 下调到 11%（部分纺织品）
2007 年 7 月	由 13% 下调到 11%（部分纺织品）
六次上调出口退税率	
1998 年 1 月	由 6% 上调到 11%
1999 年 1 月	由 11% 上调到 13%
1999 年 7 月	由 13% 上调到 15%
2001 年 7 月	由 15% 上调至 17%
2008 年 8 月	由 11% 上调到 13%
2008 年 11 月	由 13% 上调至 14%
2009 年 2 月	由 14% 上调至 15%
2009 年 4 月	由 15% 上调至 16%

数据来源：国信证券经济研究所整理

图 20: 20003-2009.2 纺织服装行业主要指标同比 (%)



资料来源: 中国纺织工业信息网, 国信证券经济研究所

投资策略: 上调行业评级, 超配出口消费品

投资三步走: 超配出口消费品, 战略布局品牌内销, 兼顾三个主题

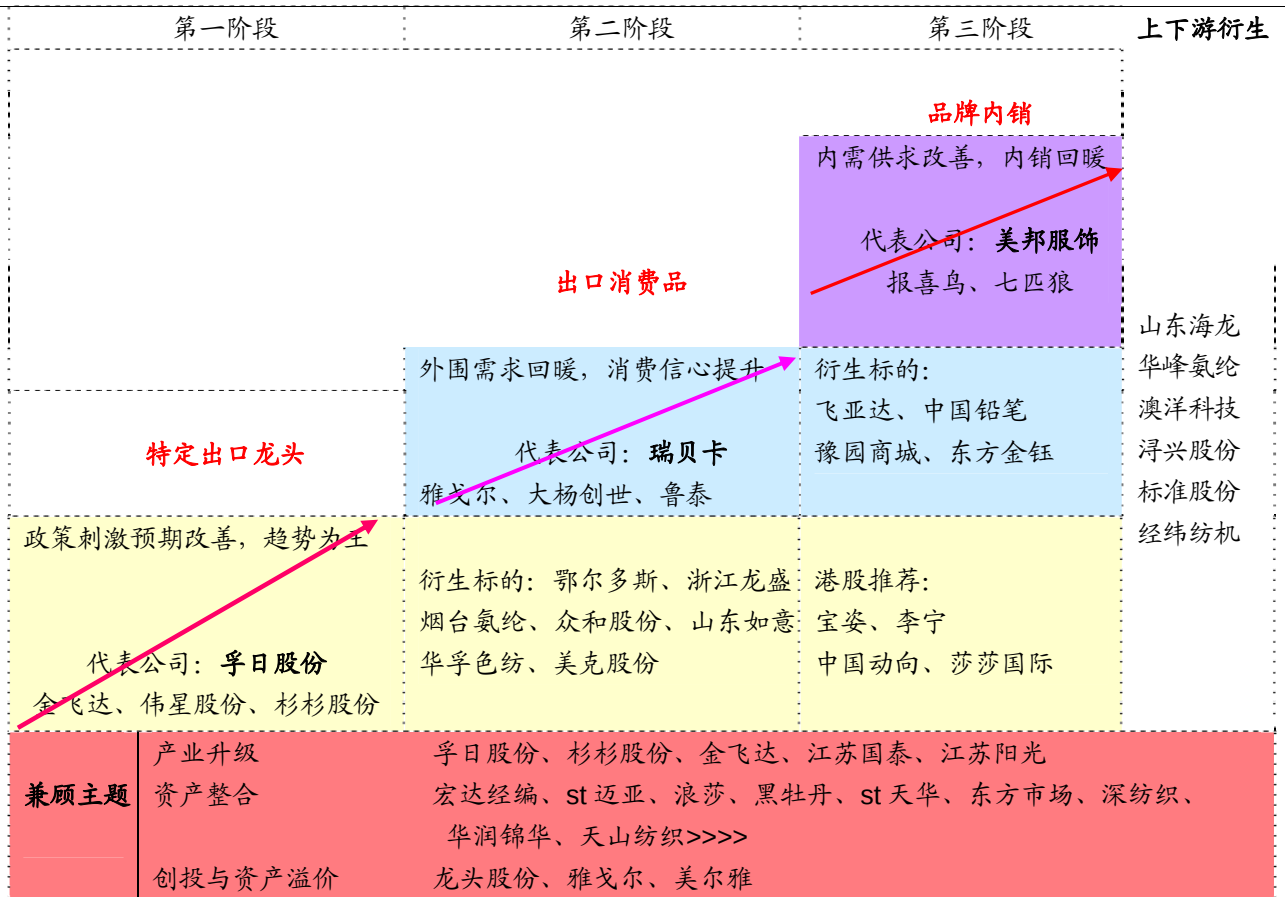
我国纺织服装出口增长空间仍然很大, 外围需求回暖后, 内销供给压力将减小, 并且从长期看, 外围经济的企稳将最终带动国内消费的回暖, 我们认为行业投资拐点已现, 将行业评级由“中性”上调至“谨慎推荐”, 投资策略上分为三个阶段:

第一阶段: 政策刺激, 预期改善——特定出口龙头——孚日股份、金飞达、伟星股份、杉杉股份

第二阶段: 外围市场需求回暖, 消费信心恢复——出口消费品——瑞贝卡、大杨创世、雅戈尔、鲁泰、海鸥卫浴、伟星股份、浔兴股份、山东如意、众和股份

第三阶段: 国内经济回暖, 外需强劲改善内销供求矛盾, 内需盈利空间提高——内销品牌服饰、行业全面回暖带动纺织上下游(粘胶、氨纶、纺织机械)——美邦服饰、报喜鸟、七匹狼、中国铅笔、飞亚达、豫园商城、东方金钰、宝姿、李宁、澳洋科技、山东海龙、华峰氨纶、烟台氨纶

表 3: 纺织服装投资图谱：三步走，兼顾三个主题



资料来源：国信证券经济研究所

上调行业评级至“谨慎推荐”，上调报喜鸟、雅戈尔、金飞达投资评级

我们基于出口回暖对改善内销供求格局的判断，将行业评级从“中性”上调至“谨慎推荐”；上调报喜鸟评级至“推荐”，基于产品价格上升预期，上调鲁泰、金飞达评级至“谨慎推荐”；基于房地产回暖、股权投资溢价、外围需求回暖对新马业务的正反馈，上调雅戈尔评级至“谨慎推荐”；维持孚日股份、瑞贝卡、美邦服饰“推荐”评级和伟星股份“谨慎推荐”评级。

表 4: 重点公司盈利预测表

公司名称	总市值: 亿元	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE	PB	PS	原评级	新评级
002083 孚日股份	90.8	0.13	0.18	0.33	74.97	53.78	29.33	3.63	2.84	推荐	推荐
600439 瑞贝卡	53.7	0.47	0.55	0.69	24.11	20.60	16.42	4.30	3.93	推荐	推荐
002269 美邦服饰	201.0	0.88	1.12	1.49	34.09	26.79	20.13	7.77	4.49	推荐	推荐
002154 报喜鸟	30.4	0.62	0.71	0.84	25.56	22.32	18.87	4.62	3.16	谨慎推荐	推荐
002003 伟星股份	33.2	0.78	0.88	0.97	21.15	18.75	17.01	3.42	2.25	谨慎推荐	谨慎推荐
002029 七匹狼	37.8	0.50	0.54	0.64	26.70	24.72	20.86	3.16	2.29	谨慎推荐	谨慎推荐
600233 大杨创世	11.0	0.32	0.35	0.39	20.84	19.06	17.10	1.75	1.23	谨慎推荐	谨慎推荐
600177 雅戈尔	245.1	0.71	0.50	0.53	15.51	22.02	20.77	2.72	2.27	中性	谨慎推荐

002239	金飞达	19.6	0.46	0.51	0.57	31.78	28.67	25.65	3.73	2.34	中性	谨慎推荐
000726	鲁泰 A	87.8	0.52	0.53	0.57	16.98	16.66	15.49	2.48	2.24	中性	中性
002193	山东如意	13.8	0.29	0.37	0.42	29.66	23.24	20.48	2.32	2.78	中性	中性
000026	飞亚达	20.6	0.26	0.30	0.36	31.85	27.50	22.92	3.07	1.89	未评级	暂未评级
600621	中国铅笔	35.0	0.35	0.39	0.48	19.06	17.10	13.90	3.40	2.67	未评级	暂未评级
600655	豫园商城	118.0	0.45	0.54	0.65	36.11	30.09	25.00	3.73	1.50	未评级	暂未评级

资料来源：国信证券经济研究所

风险提示：滞胀预期下的人民币被动升值

影响出口龙头和内销品牌公司的核心变量包括：中美可忍受通胀水平的不同，导致人民币实际汇率 2010 年后可能步入被动升值；可能的高通胀打击高档可选消费，对保值消费有一定促进作用。对新贸易保护主义我们相对乐观，我们认为中国纺织品服装在全球的竞争地位决定了新贸易保护主义损己不利人，并且其效果也被发达国家充分感知。

相关报告

- 2009-04-13 3 月出口数据点评-出口如期回暖，超配出口消费品来临
- 2009-03-30 出口退税率进一步上调至 16%点评-政策快速反应推动行业出口份额将继续提升
- 2009-03-20 纺织服装 2009 二季度投资策略—转型升级，整合提高
- 2009-02-25 推荐订单确定性高的出口龙头
- 2009-02-03 纺织业振兴规划将优化产业结构，利好出口龙头
- 2008-12-09 纺织服装行业 2009 策略—出口环境渐暖，内销增幅回落
- 2008-11-22 政府积极扶植，出口环境渐暖
- 2008-10-11 出口退税率进一步上调至 14%，政策呵护意图明显
- 2008-08-01 出口退税率先上调，后续利多预期提升行业投资价值
- 2008-06-26 纺织服装行业 2008 中期策略—内销持续成长,出口或现转机

附表 1:A 股行业估值比较

板块名称	市净率(整体法)	市盈率(整体法)	预测市盈率(整体法)	市销率(整体法)
	[交易日期] 最新	[交易日期] 最新	[交易日期] 最新	[交易日期] 最新
	[财务数据匹配规则]	[财务数据匹配规则] 最	[年度] 2009	[财务数据匹配规则]
	最新报告期(MRQ)	新年报(LYR)	[剔除规则] 不调整	最新年报(LYR)
	[剔除规则] 不调整	[剔除规则] 不调整		[剔除规则] 不调整
全部 A 股	2.92	23.63	18.08	1.9
全部 A 股剔除金融地产 s 股	2.97	27.49	20.86	1.47
沪深 300	2.77	20.59	17.12	1.89
中小企业板	4.53	35.79	26.52	2.87
纺织服装	3.04	46.39	24.45	1.91

数据来源: Wind 资讯, 数据截止 2009-4-15

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 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	614	2011-8-29	10.96
伟星股份	章卡鹏	43	195	122	73	2010-9-8	0.60
七匹狼	周少雄	43	283	283	0	全流通	0.00
报喜鸟	吴志泽	47	192	38	154	2010-8-16	4.00
众和股份	许金和	49	168	84	85	2009-10-12	1.01
孚日股份	孙日贵	52	938	304	634	2010-11-24	2.09
瑞贝卡	郑有全	53	474	277	198	全流通	0.71
浔兴股份	施能坑	54	155	58	97	2009-12-22	1.67
大杨创世	李桂莲	61	165	99	66	2010-11-15	0.67
鲁泰 A	刘石祯	67	845	303	217	2011-6-12	0.72

数据来源: 国信证券经济研究所整理, 数据截止 2009-4-15

附表 3:国际主要时装零售估值(人民币, 倍)

名称	总市值: 亿元	2008PE	2009PE	2010PE	PB
LVMH	2,301	12.11	13.40	12.57	2.13
H&M	2,312	18.46	17.45	15.58	6.71
RICHEMON	729	4.86	9.60	14.12	0.91
INDITEX	1,873	16.37	16.84	16.03	4.36
ADIDAS	481	8.44	10.36	9.56	1.57
PUMA	215	9.82	10.19	9.58	2.02
BUBERRY	148	10.02	11.99	12.34	2.64
NEXT	287	9.15	11.16	10.69	17.94
HUGO BOSS	85	8.19	8.64	8.23	4.71

BNETTON	95	6.72	9.20	8.47	0.72
平均		10.41	11.88	11.72	4.37
NIKE	1,724	13.71	14.01	14.34	3.07
GAP	699	10.90	13.57	12.22	2.33
COACH	400	8.80	9.84	10.85	3.99
VF	480	11.35	11.78	10.84	1.97
POLO	333	10.58	12.41	14.18	1.81
LIMITED	228	9.70	14.77	11.19	1.78
NORDSTORM	294	11.08	16.47	14.88	3.55
AMBERCROMBIE & FITCH	138	6.79	14.48	12.04	1.09
平均		10.36	13.42	12.57	2.45
UNIQLO	766	21.12	22.19	21.34	4.14
SHIMAMURA	154	11.72	11.45	11.22	1.32
ABC-MART	122	14.40	15.83	15.42	2.99
ASICS	91	10.57	12.50	10.93	1.29
平均		14.45	15.49	14.73	2.44
思捷环球	440	8.27	9.21	8.79	3.72
德永嘉	53	6.08	6.67	6.35	1.51
佐丹奴	21	8.09	9.24	7.93	1.21
旭日企业	20	4.29	7.99	7.70	1.18
百丽国际	349	17.35	14.93	12.64	2.61
达芙妮	30	6.98	6.71	5.72	2.05
宝姿	60	14.22	12.86	11.16	6.11
李宁	136	18.74	15.93	12.92	7.13
中国动向	152	11.11	10.68	9.12	2.26
安踏	132	14.59	12.56	10.62	2.94
特步国际	50	8.47	8.18	6.65	1.87
波司登	42	4.72	4.48	4.52	0.68
利丰	660	29.73	20.77	16.53	5.58
裕元集团	301	9.47	11.32	10.35	1.60
九兴控股	66	7.87	10.08	9.38	1.29
平均		11.33	10.77	9.36	2.78
鸿国国际	3	2.72	3.70	3.32	0.50
鸿星尔克	18	3.74	4.38	4.26	0.43
中国体育国际	4	2.16	2.17	2.69	0.52
魏桥纺织	35	5.91	8.20	7.98	0.26
福建福兴	3	2.22	—	—	0.28

数据来源: bloomberg, 国信证券经济研究所, 数据截止 2009-4-16

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

免责声明

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研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
林松立	010-82254212	黄海培	021-68864598	孙菲菲	0755-82133400
任泽平	010-82254206	崔 嵘	021- 68866202	高 健	0755-82130678
周炳林	0755-82133339	廖 喆	021-68866236	黄金香	010-82252922
		赵 谦	021-68866295		
银行		房地产		信息技术	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	肖利娟	010-82252322
黄 飙	0755-82133476	陈 林	0755-82133343	王俊峰	010-82254205
谈 煜	010- 82254212	区瑞明	0755-82130678	凌 晨	021-68866233
戴志锋	0755-82133343				
有色金属		汽车及零配件		钢铁	
彭 波	0755-82133909	李 君	021-68866235	郑 东	010-82254160
李洪冀	010-82252922	左 涛	021-68866253	秦 波	010-82252922
商业贸易		基础化工		非银行金融	
胡鸿轩	021-68866206	邱 伟	0755-82133263	武建刚	010-82250828
吴美玉	010-82252911	陆 震	0755-82130532	王一峰	010-82250828
石油与石化		电力设备		传媒	
李 晨	021-68866252	彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236
严蓓娜	021- 68866253	皮家银	021- 68866205	廖绪发	021-68866237
机械		电力与公用事业		医药	
余爱斌	0755-82133400	徐颖真	021-68864007	贺平鸽	0755-82133396
李筱筠	010-82254205	谢达成	021-68866236	丁 丹	0755-82130678
通信		造纸		家电	
严 平	021- 68865025	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
纺织服装		建材		旅游	
方军平	021-68866202	杨 昕	021-68864596	陈财茂	021-68866236
				廖绪发	021-68866237
中小股票		食品饮料			
高芳敏	021-68864586	黄 茂	0755-82133476		
陈爱华		谢鸿鹤	0755-82130646		
滕云					
农业		煤炭		建筑	
张 如	021-68866233	李 然		邱 波	0755-82133390
固定收益与基金		金融工程		金融工程	
皮 敏	021-68864011	葛新元	0755-82133332	王军清	0755-82133297
张 旭	010-82254210	董艺婷	021-68866946	黄志文	0755-82130532
杨 涛	0755-82133339	戴 军	021-68864585	林晓明	
国信证券经济研究所机构销售部					
华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑 毅	021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
庞 博	0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦 骥	010-82254209 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
祝 彬	0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn	刘 塑	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn		