

2009 年 06 月 26 日

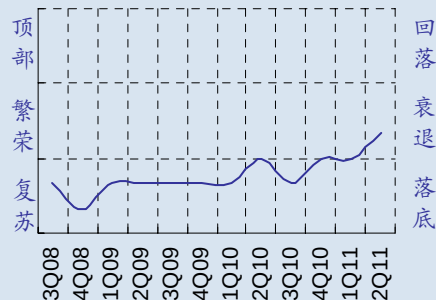
长期竞争力评级：等于市场均值

市场数据

行业优化平均市盈率	20.16
市场优化平均市盈率	20.60
国金纺织服装指数	3018.85
沪深 300 指数	3117.92
上证指数	2925.05
深证成指	11385.88
中小板指数	4344.34



行业景气周期预期3Q08-2Q11



纺织服装行业 2009 年下半年报告

——前途光明、道路曲折

减持

持有

增持

投资要点

- 09 年前 2 月纺织行业出口下降非常明显，3 月出口出现反弹，但 4 月和 5 月出口有所回落，纺织品服装 5 月出口 119.14 亿美元，其中服装 68.86 亿美元、纺织品 50.28 亿美元，分别下降 14.95%、14.36%和 15.72%，三者降幅较 4 月分别下滑了 1.8、2.1 和 1.6 个百分点。从已经公布的欧美服装零售数据来看，欧美消费市场尚未企稳，这给出口复苏带来阴影；
- 我们认为目前国内服装零售尚未明显复苏，尽管统计数据显示增速上升，但我们需要提醒的是统计数据只包括收入，而自 08 年下半年以来，打折盛行，虽然收入增幅回升，但零售企业利润增幅不大。据我们了解，整个服装零售渠道的库存并没有明显改观，库存大和销售依赖打折是目前困扰国内服装市场的两大问题。我们始终认为影响国内服装市场的因素是：居民消费意愿下降、品牌企业和零售渠道之前盲目乐观扩度扩张导致的资金紧张，近期销售收入增速有所恢复，对这些因素都没有产生明显作用；
- 09 年一季度行业固定资产投资仍惯性下跌，4 月开始明显反弹，4 月和 5 月单月同比增速分别达到 10.4%和 17.8%，使得前 5 月累计完成额同比增长 6.51%，已经与 08 年相当，固定资产投资具有一定前瞻性，其触底反弹是行业复苏的第一抹曙光；
- 由于进入传统淡季，6 月纺织原料基本窄幅波动，粘胶长短丝分别稳定在 16000 元和 31000 元左右，氨纶 47000 元，328 级棉花 12780 元都有所企稳。我们认为 6-8 月原料价格仍将保持目前窄幅波动格局，9 月将根据国内外市场需求变化决定价格走势；
- 尽管行业复苏时间可能延后，但毕竟行业最差时期已经过去，我国纺织行业全球竞争力最强、宏观经济发展城镇化进程继续给国内纺织企业带来源源不断的需求，我们非常看好纺织行业中长期发展前景；
- 在内销市场增速下滑的情况下，我们认为行业整合可能给诸如七匹狼这样的品牌企业带来更多机会，预计 2010 年业绩增速将超过 09 年，更看好采取省级代理制、扩张风险小的安踏和七匹狼，建议关注七匹狼、安踏、宝姿、伟星和报喜鸟。

行业内重点公司投资评级

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	2008EPS (元)	EPS 09%08	2009EPS (元)	EPS 10%09	2010EPS (元)	2008PE	2009PE	2010PE	投资评级	上期评级
002029	七匹狼	15.43	0.541	17.01%	0.633	35.55%	0.858	28.52	24.38	17.98	买入	买入
2020.hk	安踏体育	8.82	0.359	19.78%	0.430	24.65%	0.536	24.57	20.51	16.46	买入	买入
0589.HK	宝姿	16.46	0.752	18.09%	0.888	17.34%	1.042	21.89	18.54	15.80	买入	买入
002003	伟星股份	15.80	0.777	16.86%	0.908	30.18%	1.182	20.33	17.40	13.37	买入	买入
002154	报喜鸟	12.82	0.492	17.07%	0.576	23.96%	0.714	26.06	22.26	17.96	买入	买入
002269	美邦服饰	17.80	0.585	26.15%	0.738	25.47%	0.926	30.43	24.12	19.22	买入	买入
0589.hk	百丽国际	6.02	0.238	5.46%	0.251	15.54%	0.290	25.29	23.98	20.76	持有	持有

注：安踏业绩和股价都以人民币为单位

张斌

(8621)61038278

zhangbin@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

(8621)61038271

zhuli@gjzq.com.cn

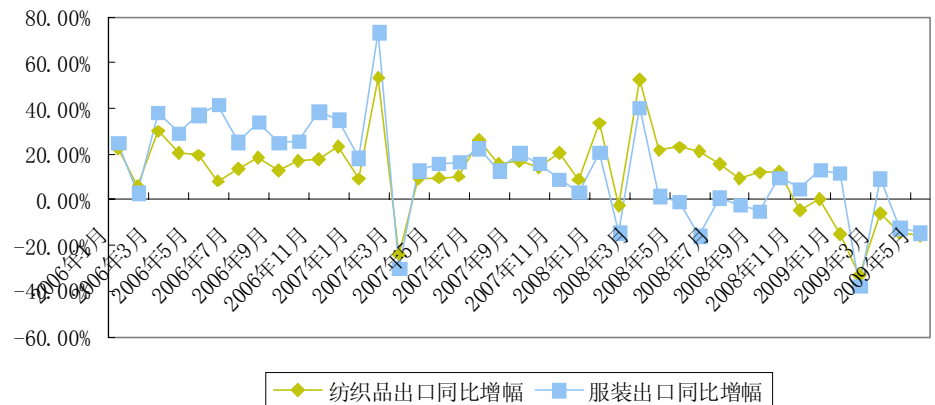
中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

行业复苏尚未到来，但曙光微露

纺织行业收入和利润总额统计数据每 3 个月公布一次，09 年 5 月的数据尚未公布。09 年前 2 月规模以上纺织企业实现收入 4179 亿元、利润总额 126.6 亿元，分别同比下降 0.31% 和 4.74%，是 02 年以来首次全面下降；其中服装行业收入和利润总额分别同比增长 11.3% 和 27.8%，纺织业收入增长 0.33%，利润总额下降 11.8%，化纤行业两者分别下降 25.1% 和 88.9%。

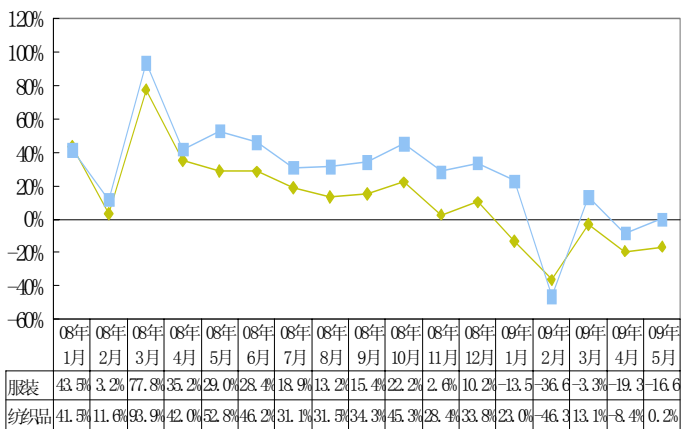
5 月纺织品服装出口降幅有所扩大

图表 1：近期服装纺织品出口增长情况



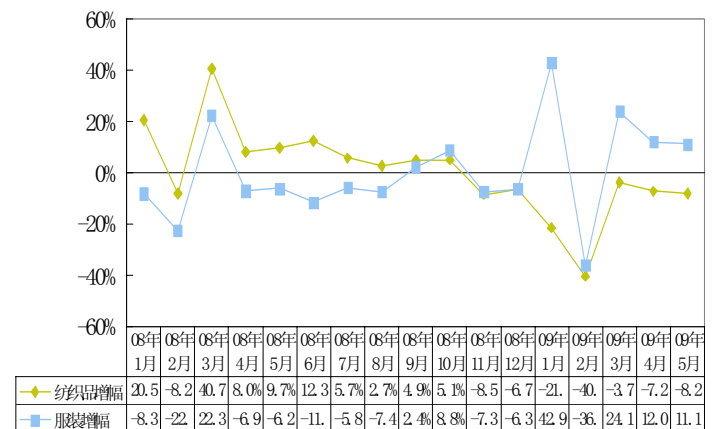
来源：第一纺织网、国金证券研究所

图表 2：08 年以来对欧盟出口



来源：第一纺织网、国金证券研究所

图表 3：08 年以来对美国出口



09 年前 2 月纺织行业出口下降非常明显，3 月出口出现反弹，但 4 月和 5 月出口有所回落，纺织品服装 5 月出口 119.14 亿美元，其中服装 68.86 亿美元、纺织品 50.28 亿美元，分别下降 14.95%、14.36% 和 15.72%，三者降幅较 4 月分别下滑了 1.8、2.1 和 1.6 个百分点：

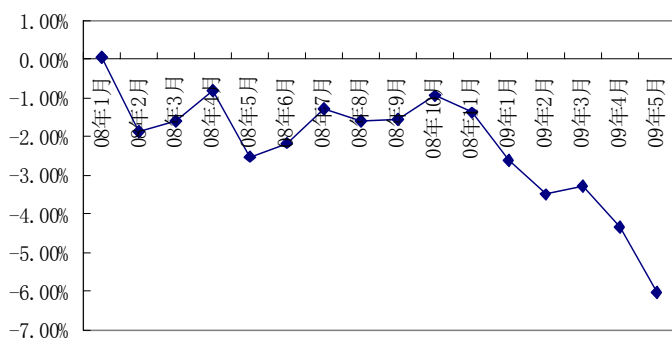
1、欧美经济并没有复苏迹象，需求仍处于下降过程中（图表 4、5），出口继续下滑是正常的；

2、美国最早受到经济危机影响，对美出口下滑开始于 07 年下半年，而欧盟下滑开始于 08 年下半年，预计未来对欧盟出口仍有下降空间，对美国有趋缓可能；

3、08 年 4 季度全球处于恐慌期，服装毕竟具有一定的刚性需求。我们认为出口最差的时期是 08 年 4 季度，未来将随着时间推移，逐渐有所好转。当

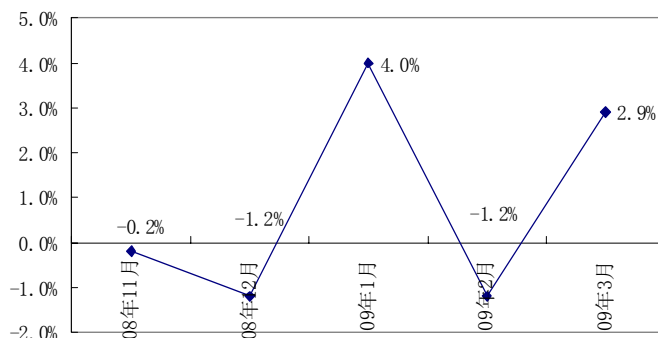
然，我们也不能对好转报以过高期望，欧美需求启动需要时间，我们并不打算改变之前对于 09 年的出口预期，即出口总额下降 10% 左右。

图表 4：08 年以来美国服装零售每月同比增长



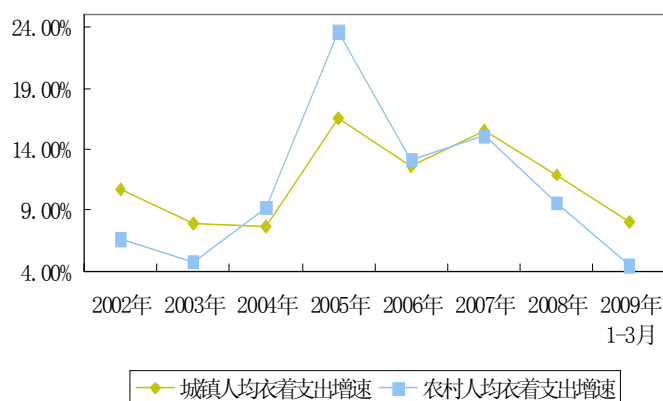
来源：据美国统计局和欧盟统计数据、国金证券研究所

图表 5：近期欧盟 27 国服装零售每月同比增长



国内服装零售没有明显起色

图表 6：人均衣着支出变化



来源：中经网数据、国金证券研究所

图表 7：衣着类指数变化

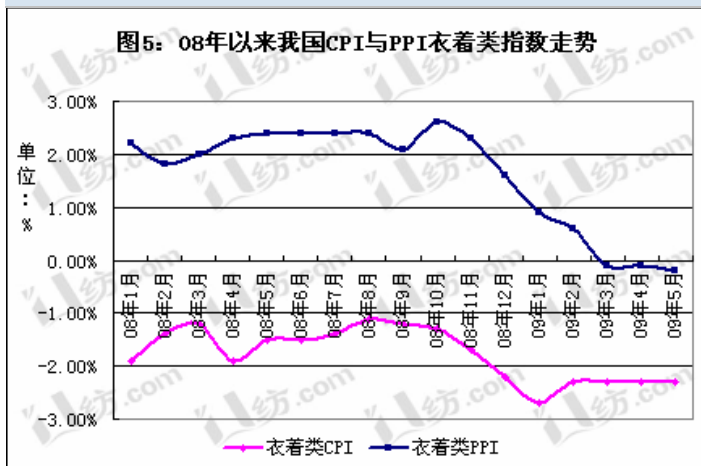
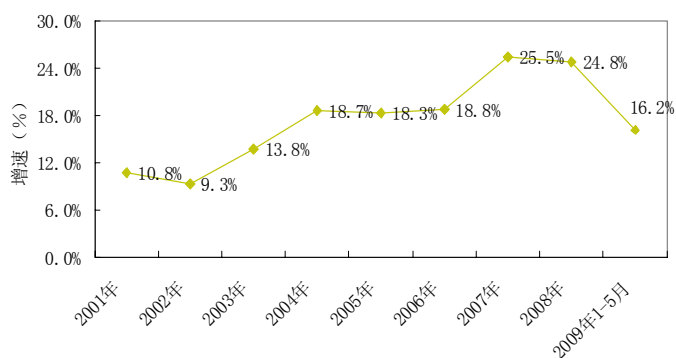


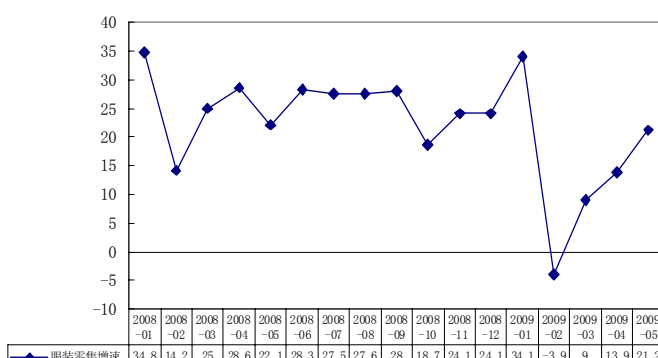
图5：08年以来我国CPI与PPI衣着类指数走势

图表 8：近年国内批发零售服装纺织品总额同比增幅



来源：国金证券研究所

图表 9：08 年以来批发零售服装纺织品总额同比增幅



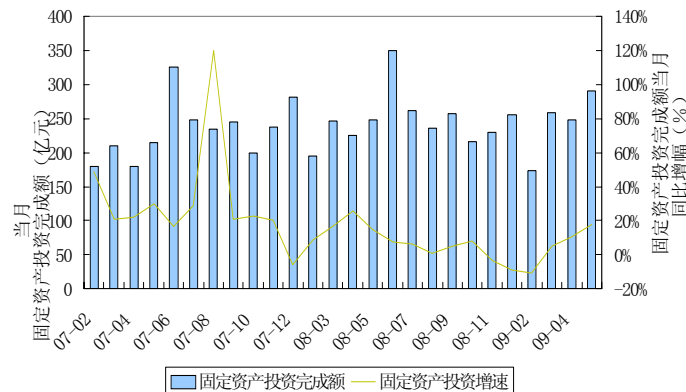
08 年下半年以来，国内服装零售市场结束了多年来持续旺销的局面，增速明显降低（图表 6-8），进入 09 年，从统计数据看，国内服装市场开始好转（图表 9），但我们需要提醒的是统计数据只包括收入，而自 08 年下半年以来，国内服装打折盛行，5 折甚至 1 折都很常见；新装上市也一改不打折的传

统，7-8 折比较普遍，虽然收入增幅回升，但零售企业利润增长有限，而且 08 年时市场普遍乐观，因此 09 年的订货同比依然增长，据我们了解，整个服装零售渠道的库存并没有明显改观，库存大和销售依赖打折是目前困扰国内服装市场的两大问题。

我们始终认为影响国内服装市场的因素是：居民消费意愿下降、品牌企业和零售渠道之前盲目乐观扩度扩张导致的资金紧张，近期销售收入增速有所恢复，对这些因素都没有产生明显作用，我们预计未来一段时间国内服装零售市场仍可能在相对低位徘徊，09 年零售总额增幅仍保持 10%左右预期不变。

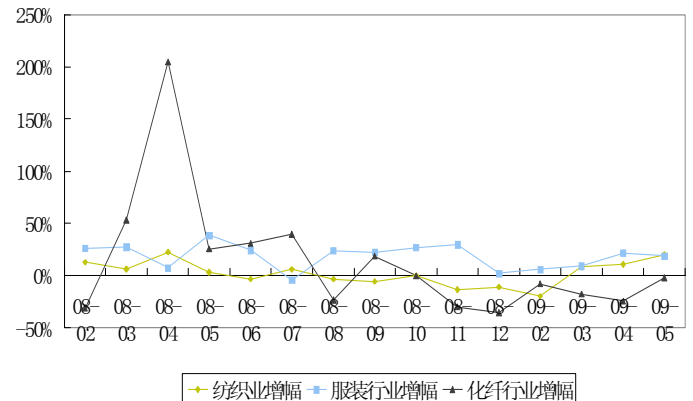
固定资产投资增速反弹，是行业复苏的第一抹曙光

图表 10：07 年以来逐月固定资产投资完成情况



来源：中经网数据、国金证券研究所

图表 11：三大子行业固定资产投资当月完成情况



图表 12：2000 年以来纺织全行业固定资产完成额变化情况

纺织行业固定资产投资完成额增长情况



来源：中经网数据、国金证券研究所

07 年纺织全行业完成固定资产投资额 2555.6 亿元，同比增长 24.9%，进入 08 年增速快速下滑，1-12 月全行业完成固定资产投资 2718 亿元，同比仅增长 6.36%，是 2000 年以来最低增幅（图表 12），进入 09 年，一季度仍惯性下跌，4 月开始明显反弹（图表 10-11），4 月和 5 月单月同比增速分别达到 10.4%和 17.8%，使得前 5 月累计完成额同比增长 6.51%，已经与 08 年相当，固定资产投资具有一定前瞻性，其触底反弹是行业复苏的第一个曙光。

5 月全行业固定资产完成额 291 亿元，其中服装 100 亿、纺织业 170 亿元，三者分别同比增长 17.8%、19%和 20.1%，化纤 21.3 亿元，同比下降 2.3%。前 5 月全行业累计固定资产完成额为 972.6 亿元，其中服装 327.8 亿元、纺织业 560.1 亿元，三者分别同比增长 6.51%、14.4%和 6%，化纤 84.7 亿元，同比下降 13.7%。

化纤产品价格小幅波动

图表 13：主要化纤品种产量和价格变化

	涤纶		氨纶	粘胶	
主要用途	服装和工业用途		服装	服装	
07年产量（万吨）	1917.7		14.6	154.3	
产量同比增幅	18.8%		34.80%	27.8%	
08年产量（万吨）	2004.6		20.2	131.9	
产量同比增幅	4.1%		0.2%	-10.2%	
09年1-5月产量（万吨）	834.2		7.5	90.5	
产量同比增幅	9.1%		-4.0%	7.3%	
09年6月均价（元/吨）	涤纶短纤： 8488	涤纶FDY： 10579	46825	粘胶短纤： 16000	粘胶长丝： 31000
价格月度环比增幅	-5.82%	-3.20%	5.37%	5.95%	2.37%

来源：中国化纤经济信息网、国金证券研究所（上表价格均为月度均价）

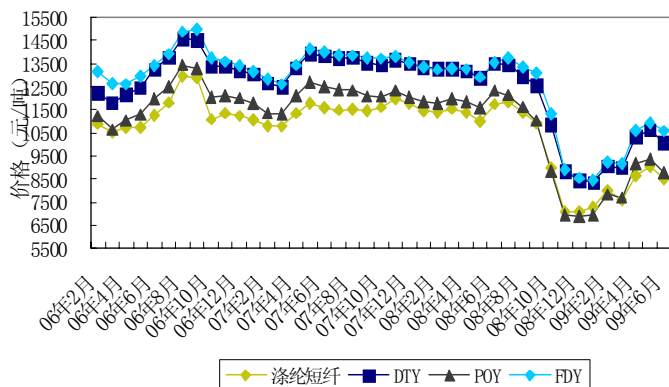
09 年以来，随着粘胶和氨纶价格的大幅反弹，产量快速提高，粘胶已经实现 7.3% 的增长，氨纶产量降幅明显收窄，产量过快增长在一定程度上制约未来价格反弹空间。

纺织原料价格详细波动情况见每周的纺织原料价格周报。

涤纶

涤纶价格随油价波动，我们仍然认为产能过大是困扰涤纶行业发展的主要原因，对未来涤纶行业前景始终持谨慎态度。

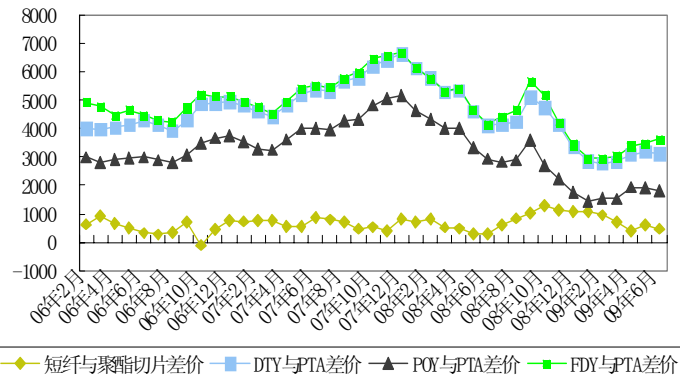
图表 14：涤纶长短丝价格



来源：中国化纤经济信息网、国金证券研究所

图表 15：涤纶长短丝与 PTA 价差

单位：元/吨



粘胶长短丝基本停止上涨

粘胶价格走势基本符合我们的预期（见之前的行业报告和简报）。粘胶价格从 09 年 2 月价格开始反弹，2 月上涨 1150 元，进入 3 月涨幅趋缓，较 2 月末上涨约 220 元，进入 4 月，上涨速度加快，单月上涨 1000 元，5 月上涨进一步提速，幅度达到 1900 元，月底达到 16000 元，6 月是化纤淡季，再加上前期上涨过快，6 月短纤基本稳定在 16000 元，近日小跌 50 元，降至 15950。长丝价格同样从 2 月开始反弹，此后逐步缓慢上涨，6 月基本维持在 31000 元（图表 16）。

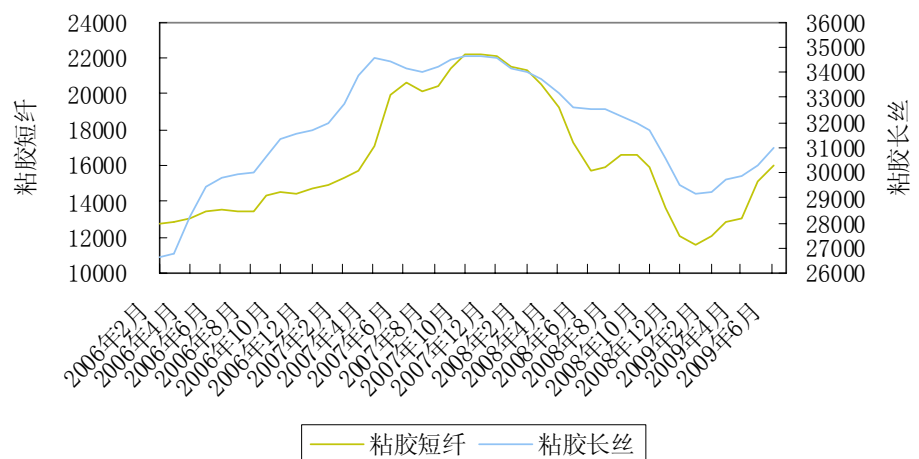
从出口情况看，粘胶短丝的出口从 08 年 3 月开始下降，一直到 09 年 3 月仍没有起色，3 月单月出口量 3243 吨，4 月出口终于开始上升，为 4878 吨（图表 17），5 月突然飙升到 9059 吨，已经接近 07 年高峰时水平。长丝出口在 3 月有明显反弹，单月 5783 吨，4 月仍有所上升，为 6099 吨，5 月达到

6357 吨（图表 18），粘胶长丝用途狭窄，需求稳中有降，出口转旺是价格平稳的主要原因之一。

粘胶纤维流通企业和用户在 10-12 月减少采购量后，库存减少，进入 09 年有补库的需要，导致销量有所上升，再加上粘胶企业全面亏损，粘胶价格有反弹需要，上述两点是今年 4 月前价格反弹的主要原因，4 月后流通领域囤货和市场对行业复苏的期望成为推动价格上涨的最主要因素。

我们在之前一直预计粘胶短纤涨至 16000 元后涨幅趋缓，同时预计化纤淡季的 6-8 月价格窄幅波动，9 月后将根据国内外市场复苏情况决定价格走势，我们仍维持该预期不变。

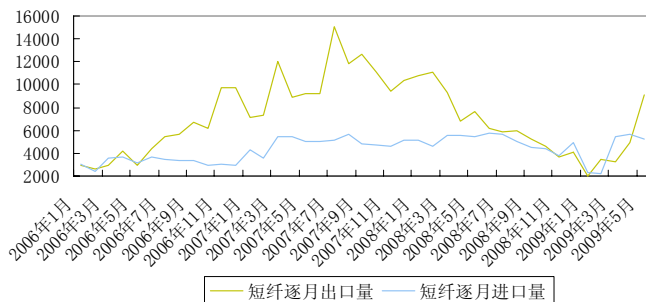
图表 16：粘胶长短丝价格走势



来源：中国化纤经济信息网、国金证券研究所

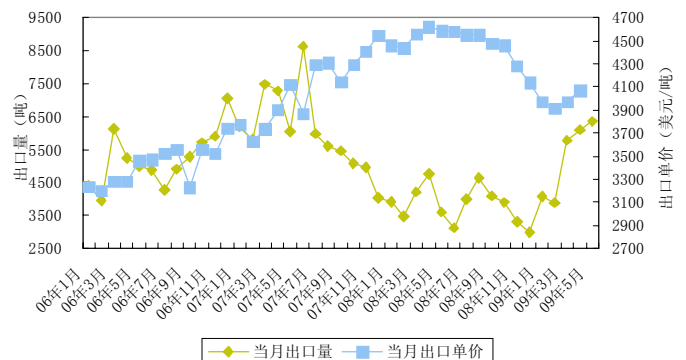
图表 17：粘胶短纤进出口情况

单位：吨



图表 18：粘胶长丝出口情况

单位：吨



来源：中国化纤经济信息网、国金证券研究所（注：长丝进口量很少，国际产能已基本转移至中国，国外主要生产国是印度）

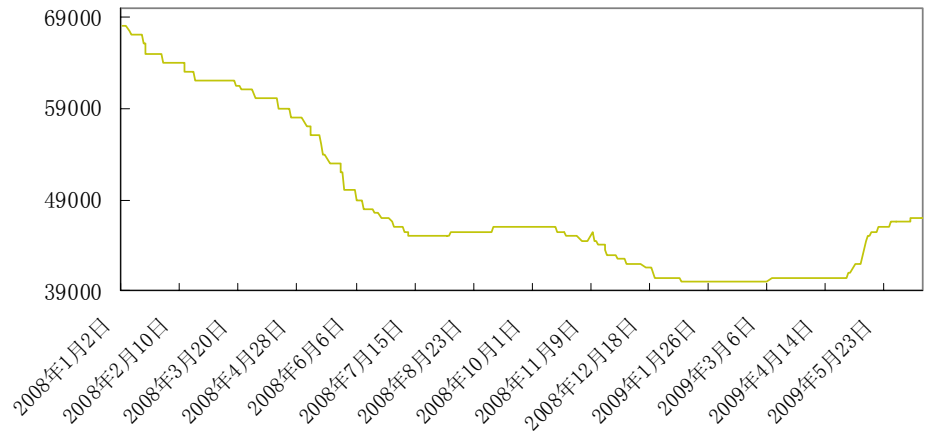
氨纶价格有所反弹

氨纶价格自 07 年 4 月以来不断下降，11 月时 40D 氨纶均价尚有 43000 元（图表 19），09 年 1 月跌至 40000 元，2 月氨纶价格一直稳定在 40000 元，从 3 月开始，价格小幅反弹，4 月仍维持在 41000，进入 5 月价格开始飙升，一个月内上涨 5500 元，达到 46500 元/吨，6 月继续有所上涨，目前为 47000 元。对生产企业而言，45000 元左右的价格是理论盈利的下限，全行业亏损是价格反弹的最主要原因。

由于原油涨价，氨纶原料 PTMEG 和 MDI 近期价格有所上升（图表 20）；而且今年以来氨纶产量下降（图表 13），因此未来氨纶仍有涨价可能，而且氨纶和粘胶短纤一样，流通企业作用巨大，未来价格可能涨至 50000 元以上。

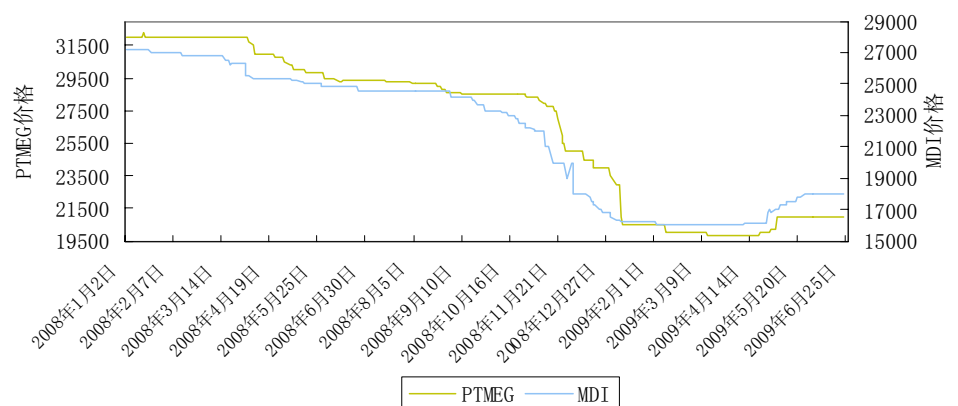
氨纶和粘胶短纤一样，流通领域对于市场价格影响力巨大，未来价格走势如果超过我们预期是有可能的。和粘胶一样，9 月是关键的时间，如果国内外市场继续有所好转，价格将可能继续上涨，至少不会下跌。

图表 19：一年来氨纶价格波动



来源：第一纺织网、国金证券研究所

图表 20:PTMEG 和 MDI 价格走势



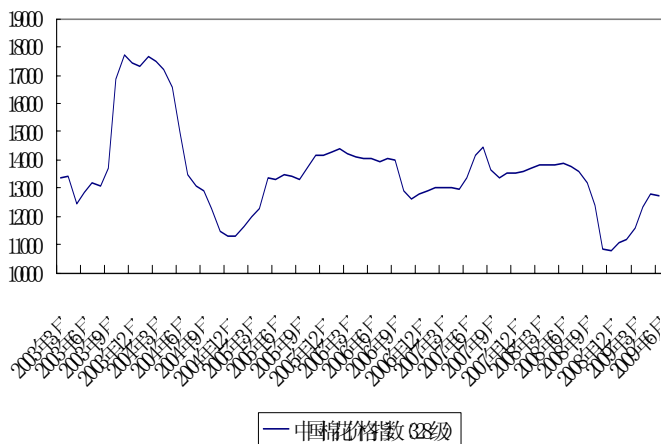
来源：中国化纤经济信息网、国金证券研究所

国家政策调控，棉价相对平稳

棉价从 08 年 12 月开始小幅反弹，元旦过后中国 328 级棉花价格指数为 10966，4 月上涨速度加快（图表 21），4 月 1 日为 11721，月底达到 12696，5 月后基本平稳，目前稳定在 12780 元。国家在 5 月下旬出台国储棉抛售办法，计划抛售 152.3 万吨，价格在 12500-12900 元，这成为棉价停止上涨、转而平稳的决定性因素。

国储棉的抛售价格也表明了国家对棉价的预期，未来国家仍可以通过诸如：继续抛储、增加进口配额、调节进口滑准税等手段调控棉价，因此我们预计未来棉价可能在 12500-13000 元之间波动概率比较大。

图表 21: 中国 328 级棉花价格指数



来源：第一纺织网、国金证券研究所

图表 22: cotlook A 指数



图表 23: 国内外棉价差

棉329与CotlookA港口提货价差 (2006-1-1至2009-6-2)



来源：第一纺织网、国金证券研究所

我们可以确定 08 年 4 季度是行业最差时期，但复苏道路并不平坦。从目前的统计数据来看，欧美需求继续下滑，我国纺织品服装出口依然比较低迷；内销虽然收入增幅回升，但建立在零售终端大力促销的基础上，国内外需求尚未企稳；上半年纺织原料价格上涨，尽管原料企业有盈利的需要，但原料涨价仍在一定程度上制约未来行业的反弹和企业利润的好转。

市场一般预计 4 季度美国经济开始企稳，这样最快到 2010 年一季度出口开始复苏；内销方面，零售渠道仍然受制于大量库存积压，考虑到资金回笼周期，也可能需要到 2010 年 2 季度才可能好转。总之，行业复苏可能需要到 2010 年。

目前的情况，只有固定资产投资完成额是亮点，它增速的快速反弹让我们看到行业复苏的曙光。

我们仍维持 09 年行业效益增长预期不变，即全行业收入增长 5% 左右，出口下降 10% 左右，内销收入增长 10% 左右，行业利润总额下降 5% 左右。

尽管国内外市场尚未复苏，行业复苏时间可能延后，但毕竟行业最差时期已经过去，我国纺织行业全球市场竞争力最强、宏观经济发展城镇化进程继续给国内纺织企业带来源源不断的需求，我们非常看好纺织行业中长期发展前景。

上半年涨跌幅较大的纺织个股情况

纺织行业历来精彩纷呈，故事不断，个股表现非常活跃。09 年至今，上证指数上涨 55.53%，深证成指上涨 71.61%，纺织个股涨幅超过上证指数的占全部纺织股的 77%，超过深证成指的达到 65%。

上半年涨幅前十名的公司，基本是新能源、重组和券商概念股，而后十名中包括美邦、鲁泰和烟台氨纶这样业绩优良的企业，七匹狼、伟星、报喜鸟等质地非常优秀、业绩能够持续快速增长的公司排名也靠后。

图表 24：今年上半年纺织个股涨幅最前和最后 10 名

涨幅前10名公司			涨幅后10名公司		
股票代码	股票名称	1月1日至6月25日涨幅(%)	股票代码	股票名称	1月1日至6月25日涨幅(%)
002083	孚日股份	181.4	600272	开开实业	47.8
600884	杉杉股份	179.1	600630	龙头股份	46.2
000615	湖北金环	174.2	000726	鲁泰A	41.7
600667	太极实业	170.4	600810	神马实业	32.3
002072	德棉股份	138.1	002254	烟台氨纶	28.2
002193	山东如意	129.1	600107	美尔雅	26.0
600070	浙江富润	124.9	600540	新赛股份	24.3
000687	保定天鹅	120.4	600359	新农开发	14.3
000982	中银绒业	117.9	600439	瑞贝卡	8.9
000850	华茂股份	117.2	002269	美邦服饰	-1.4

来源：聚源数据、国金证券研究所（剔除 ST 类股）

行业投资策略：行业最差情况出现，前途光明，道路曲折

我们建议重点关注七匹狼、安踏、伟星、宝姿、报喜鸟。

出口最差情况出现，但很难找到何时投资标地

如果未来出口形势好转，鉴于纺织行业集中度过低，出口企业众多，众多中小型企业将抢夺新增订单，目前成为曙光的固定资产投资增长反而变成障碍，上市公司的业绩恢复性增长幅度可能低于行业平均和市场预期，只存在交易性机会；

原预期纺织原料低价运行，一旦出口有所好转，企业能最大程度享受收入增长带来的利润提高，但目前棉花和粘短涨价，涤纶也随油价上涨，低价原料的预期已打折扣，如原料继续高位运行，未来业绩反弹力度将减弱；

今年以来出口型企业，如金飞达、大杨创世、金鹰股份、孚日等涨幅较大，但上涨原因基本是新能源、绝对股价低等因素，因此在面临出口反弹时，这些企业股价上涨动力可能受到压制。

行业整合或给品牌服装企业带来投资机会

尽管面临经济危机，但我们认为 09 年国内品牌服装企业效益仍能增长，仅仅是增幅下降而已。而行业整合加剧为品牌企业上市公司未来更好发展打下基础，我们预计 2010 年品牌服装上市公司（七匹狼、安踏、宝姿和报喜鸟等）业绩增速将超过 09 年，取得 30% 的增速是有可能的（见各公司研究报告）；伟星主要客户是大型品牌服装企业，因此也能充分享受到这些企业业绩提高的好处。目前上述公司动态市盈率 20 倍左右，具有中长期投资价值。

我们首选七匹狼和安踏是基于目前消费低迷状况将持续到 2010 年，如果服装消费在今年年底前开始复苏并反弹，则经营相对激进的美邦将成为投资首选。

图表 25：下半年季度投资策略简析

		分析
近期品牌服装企业业绩增长基础		市场不景气，行业整合加剧，许多中小品牌企业倒闭，给大品牌提供了更多的店铺资源、人力资源和顾客群 生产成本有所降低；人工成本相对稳定 同店增长明显放缓，店铺数量增加成为业绩增长主要模式，如何在风险可控情况下增加店铺是关键
中长期品牌服装企业业绩增长基础		根据欧美国家的历史，一旦经济复苏，品牌服装企业效益往往出现报复式上涨（具体分析见09年纺织行业报告）。出现报复式上涨的主要原因在于：经济危机时企业收缩，成本和费用下降，一旦经济好转，收入上升，毛利润的增加额可等于利润总额增加额，而且净利润基数相对较低，因此出现50%以上的业绩增长，净利润增幅远超过收入增幅
近期选择品牌服装企业标准	09-10年经营谨慎 06年—08年没有过度扩张 省级或者地区级代理占比较高	近期以降低库存、缓解代理商资金压力为主要经营目标。因此，09年秋冬装订货会情况一般应当理解为品牌企业为2010年以后的发展打下基础 没有大的并购发生，并购新的品牌需要整合，经济危机可能明显增加整合费用 没有创立新品牌，市场低迷时，消费者对新品牌接受程度减弱 省级或地区级代理，特别是省级代理实力资金和资源实力强，能在相当程度上帮助品牌企业抵御经营风险 省代或地区代可以通过2级3级代理扩张，一方面降低逆市扩张风险，另一方面可以降低库存
近期投资品牌服装企业风险	近期仍有不利消息	09年中报很难超市场预期 商业地产租金和价格仍在提高 5月下旬以来服装销售放缓，实体经济仍需要观察市场变化，根据6-8月销售情况预判复苏能否来临
投资建议		行业整合给大品牌带来市场机会，而省级或地区级代理制度可以在较低风险情况下，充分利用这些市场机会。因此，A股我们首选七匹狼，港股，我们首选安踏

来源：国金证券研究所

七匹狼：买入

- 08年下半年国内服装零售市场增速开始放缓，09年初仍比较低迷，4-5月市场开始回暖，5月下旬回暖出现波折，复苏速度减缓。服装市场的相对低迷，导致许多中小品牌倒闭，行业整合加剧，我们认为公司能够在风险相对可控的情况下，最大程度享受行业整合带来的发展机会：
 - ◆ 行业整合给市场提供了更多的代理商资源、店铺资源和顾客资源；
 - ◆ 省级代理制和相对谨慎的经营是我们看好公司的最主要理由。09年公司经营策略为谨慎扩张，以降低库存和增加新代理商为主要目标。公司采用省级代理制，可以通过省代招募新的2、3级代理商扩张，以实现09年经营目标，并有可能在2010年取得更快业绩增长。
- 面对市场相对低迷，我们赞同公司采取的一系列经营措施，这些举措为今后业绩恢复快速增长打下基础：
 - ◆ 公司采取各种措施扶持、推动省代发展市场。在资金方面，通过适当延长信用期缓解省代经营压力；保持和省代密切联系和沟通，保持经营策略的一致性；有保有压，强制要求省代完成各季订货任务；在一些经营不好的地区，通过直营店扩张，从另一个侧面逼迫当地代理改善经营；

- ◆ 经过多年运作，已经建立了红狼、蓝狼、绿狼、Septwolves 系列化产品体系，其中 Septwolves 侧重高端，代表七匹狼的形象，红蓝绿产品价格依次递减，覆盖所有目标客户群体。此外，开始尝试运作童装和女装，这样，从出生到年老，公司服装都能满足消费者需求；
- ◆ 除了粘胶以外，目前其它纺织原料价格相对稳定在低位，再加上未来市场复苏仍有不确定性，我们预计 2010 年公司可能降低零售终端售价，这样一方面刺激销售，另一方面可以适当减轻代理商资金压力；
- ◆ 经过多年运作，公司初步建立了直营店经营体系，引进了许多高水平职业经理人、培训了大量员工。在目前市场情况下，公司一方面通过省代招聘 2 级 3 级代理实现扩张，另一方面利用自身资金优势，通过直营店稳步扩张；
- ◆ 公司资产负债表显示，08 年底货币资金 5.98 亿元、09 年一季度 7.63 亿元，大量现金保证公司度过市场“冬天”，保证直营体系的稳步建设。
- 我们预计通过招募新代理商，即使在市场仍没有复苏的情况下，2010 年公司业绩增速也将明显高于 09 年，预计 09-2011 年净利润分别为 1.79 亿元、2.43 亿元和 3.28 亿元，分别同比增长 17.1%、35.6%和 35.1%，盈利预测基本不变，维持买入建议不变。

安踏：买入

- 公司 08 年实现了强劲的业绩增长，实现主营业务收入 46.27 亿元、净利润 8.95 亿元，分别同比增长 45.4%和 66.4%，每股收益高于我们预期 0.04 元，主要是收入和毛利率较高所致：
 - ◆ 鞋类和服装销售保持高速增长，其中鞋类收入达到 25.22 亿元，同比增长 56.9%，毛利率由 07 年的 33.4%提升至 41.3%；服装收入达到 19.32 亿元，同比增长 52.9%，毛利率由 07 年的 33.6%提升至 38%。两大类产品毛利率提升是公司净利润增幅远超过收入增幅的主要原因；
 - ◆ 十几年来，公司在运动体育领域不断耕耘，在 2、3 线城市中建立了广泛的销售网络、在消费者心目中建立了良好的品牌形象，再加上 08 年奥运会举办对体育运动品牌销售的明显拉动作用，使得公司 08 年业绩高速增长。08 年公司新增店铺数量 951 家，达到 5667 家；店铺面积由 43.38 万平方米增至 57.12 万平方米，两者增幅分别达到 20.2%和 31.67%；
 - ◆ 08 年公司积极进行市场营销，继续坚持赞助体育赛事和体育明星，使得营业费用占收入比例由 07 年的 14.25%提升至 16.39%。08 年下半年根据市场发展，开始推进儿童体育用品销售，下半年开设 81 家店铺，为了适应时尚体育用品巨大的市场需求，从 08 年下半年开始推进时尚鞋销售，开设 33 家时尚鞋店。新增的产品系列一方面增加营业费用，相应导致管理费用增加，管理费用占比由 07 年的 3.43%增至 3.89%。费用的增长明显促进了公司整体效益的提高。
- 在目前的经济危机中，如何预判企业未来业绩增长难度明显提高：
 - ◆ 运动品牌由于其功能性强、价格适中、目标消费群体多样（覆盖男女老幼、适合年龄段较大）、穿着场合较多、符合当今运动休闲的流行趋势，以及奥运会的拉动作用，使得需求增长较快；同时，由于运动品牌非常强调功能性，导致竞争激烈程度逊于休闲品牌，中国市场已经形成阿迪、耐克领先，李宁次之，安踏居中，361 和特步等其它品牌中低端的竞争格局。因此，我们认为服装品牌种类中，运动体育用品增长最快，即使面对经济危机，运动体育品牌的增长也将快于休闲服；
 - ◆ 在目前的运动品牌中，阿迪、耐克、李宁和安踏都已经在消费者心中建立了良好的市场形象，大家都通过赞助体育比赛和明显、不断研发具有新技术和新功能的产品、通过经销商和自营体系销售产品。经济

危机下，企业的内部管理水平、反应速度、成本控制、零售终端管理和员工的积极性都可能成为影响业绩的关键因素，而之前，中国的运动服装市场从未经历过类似危机，因此，我们不能简单通过产品档次高低、历史业绩数据预判企业竞争实力和未来增长前景。

- 在国内众多运动品牌中，我们认为公司未来增长潜力较大，在目前经济状况下，安全性较高：
 - ◆ 经济危机中，价格高的产品需求受到冲击较大；而且高端产品为保持品牌形象，打折力度受限，导致经销商库存难以通过大幅打折而短期内降低。公司产品定位中端，价格适中，具有一定竞争优势；
 - ◆ 国内的高档体育品牌对经销商的批发价较高，而公司批发价只相当于最终售价的 4.1-4.3 折，经销商盈利空间大，一方面可以增强经销商经营安踏的信心和积极性，另一方面打折空间大，有利于降低和控制库存，缓解资金压力；
 - ◆ 公司经营一直相对谨慎，没有进行并购，也就不会形成资金黑洞；
 - ◆ 公司没有自营店，施行省代制，尽管不能享受零售阶段利润、对终端管理能力稍弱，但危机时，省代规模较大，可以在一定程度上和品牌企业共渡难关，同时也不会形成自营和代理之间的矛盾。
- 我们假定国内服装市场 09 年底或者 2010 年上半年企稳并开始复苏，预期公司业绩继续保持增长：
 - ◆ 公司 09 年上半年订单增速保持在 30%以上，3 季度的订单增速开始降低；公司 09 年店铺数量可能达到 6200,增长 9.4%，而平均店铺面积和产品售价保持增长，我们预期 09 年收入增幅可以保持在 20%；
 - ◆ 公司积极面对经济危机，可能采取的步骤包括，适当降低对经销商批发价，由于服装和鞋类原料降价，实际相当于公司将成本下降带来的收益让利于经销商，从而维持毛利率不变；
 - ◆ 我们认可公司 08 年推出的儿童体育用品系列和时尚鞋产品，虽然 09 年实际收益可能不大，但符合市场发展趋势，未来可能成为公司利润新的增长点。

宝姿：买入

- 公司主要从事“宝姿”品牌女装、男装等服饰产品的生产和销售，宝姿品牌多年来一直是中国消费者最喜欢的高档服装品牌，是高档百货商场引进品牌的首选，宝姿对百货商场的选择已经成为其它品牌是否进入的标准；
- 基于经营宝姿品牌的丰富经验和能力，从 02 年开始，公司获得宝马授权，全面代理宝马服装品牌在中国的销售，经过 7 年努力，宝马品牌已得到中国消费者认可，业绩快速提高，成为公司利润增长点。08 年后，由于宝马的成功，公司获得了 Ferrari 和 Vivienne Tam 两个品牌的授权，还获得 Armani Collezione 品牌的非独家代理权。未来代理品牌的业绩贡献将逐渐增大；
- 我们认为未来公司业绩有望获得持续平稳增长，预计 09-2011 年分别实现净利润 4.98、5.85 和 6.93 亿元，对应的 EPS 分别为 0.888 元、1.042 元和 1.235 元，分别同比增长 18.1%、17.4%和 18.5%：
 - ◆ 我们认为在目前经济形势下，高档品牌受到冲击较小，这主要是因为高收入人群的收入未受到明显影响，而高档品牌促销刺激了消费所致，宝姿品牌优势明显，经营受到冲击不大；
 - ◆ 宝姿高端定位、全国销售网络建成，未来利润更多依靠提高同店增长率实现；
 - ◆ 宝马品牌逐渐成熟，利润贡献逐渐增大。
- 通过比较分析，我们认为给予公司 20-23 倍动态市盈率是合理的，对应的股价为 20.18-23.21 港元，目前股价 18.80 港元，建议买入。

伟星：买入

- 未来纺织品服装出口下降、国内服装消费增速下滑，市场一度担心公司发展前景，我们始终认为公司不同于传统的生产型企业，其竞争优势能够保证公司业绩持续增长。公司领先的经营模式、完善的管理体制和流程、全方位覆盖市场而且强大的销售网络是我们始终看好公司未来的根本原因。在目前市场不景气的情况下，这些因素仍将发挥作用，它们是公司业绩增长的核心基础；
- 公司主要客户是美邦、报喜鸟等知名服装品牌企业，内销占比约 60%（公司产品直接出口 15%左右，间接出口 25%左右），能够最大程度享受国内品牌服装企业发展带来的收益；
- 09 年公司仍然坚持以“可持续发展”为核心的发展战略，继续坚持“‘稳’字头、‘好’字优先、效益至上、好中求快”的总体思路。我们对公司的上述经营策略非常赞同，市场相对低迷时稳妥为先，但不放弃发展，特别在当前行业整合加剧的时候，发展大客户，强强合作是市场致胜之路。我们认为经过此次危机洗牌后，完全无序竞争的纺织市场有望逐步回归理性，这样特别有利于公司这样的龙头企业发展；
- 公司 08 年和 09 年一季度业绩符合预期，我们维持未来业绩预期不变。尽管近期股价持续上涨，但目前股价对应的 09 年动态市盈率不到 17 倍，仍具有投资价值，维持买入建议。

报喜鸟：买入

- 面对经济危机和国内服装市场增速放缓，公司经营谨慎中保持积极：
 - ◆ 我们赞同公司的经营策略，市场低迷时适当保守经营、现金为王是可取的，让品牌经营商、经销商“活着”比什么都强；行业整合加剧，许多中小品牌的经营困境为公司这样的优秀企业提供代理商资源、店铺资源和顾客资源，保持一定的积极进取，可以为将来市场增速恢复做好准备；
 - ◆ 采取谨慎开店策略，选择好的地点，“该出手时就出手”；时尚系列 09 年经营目标是树立市场形象，提高知名度。开设店铺的原则是选择位置的专卖店或者商场，而租金和成本合适；
 - ◆ 目前由于澳元汇率变动，国内羊毛价格大幅降低，而人工成本稳定，经我们综合测算，公司生产成本下降约 10%。为维护品牌形象，我们预期公司终端零售吊牌价不会降低，但公司对经销商折扣可能有所下滑，维持毛利率稳定，将成本下降带来的收益让利给经销商，以利于经销商度过难关；
 - ◆ 我们预期西装产品收入较 08 年增长 10%左右，考虑到新品牌的推出，其它服装产品收入增速为 15%；
 - ◆ 公司将适当控制形象投入，我们预期 09 年费用占比将较 08 年降低。
- 从我们了解的情况看，尽管目前国内服装市场虽然相对低迷，但仍保持增长，那些经营时间长、已经在消费者心中建立良好品牌形象的企业销售情况较好，而竞争力不强的中小品牌开始倒闭，一方面提供更多店铺和人力资源，另一方面这些品牌的顾客向大品牌回流，因此 09 年公司业绩增长是有可能的；
- 公司目前保守经营，一旦市场转暖复苏，业绩有恢复性上涨的可能性，增速有超过我们预期的可能，我们维持买入建议。

上半年我们关注的一些主要行业问题

出口和内销复苏何时到来

出口下降主要是由于欧美经济危机影响，在欧美消费市场企稳前谈论出口复苏似乎有点过早，我们不能简单依靠 3 月一个月的出口数据来判断复苏的到

来，从几十年出口情况和出口订单运作流程周期来看，3 月 4 月出口环比增长等于是“公理”，没有必要对此大惊小怪。

我们同样不能简单通过一些短期数据判断内销复苏，零售渠道的去库存化不同于原料企业，是一个比较漫长的过程，原料具有同质性，只要降低产量即可在较短时间内消化库存，而服装零售具有季节性，每个季节有每个季节的服装款式，而且流行一直在变，“一波未平，一波又起”，一个季节造成的库存积压往往需要一年以上的的时间化解。

我们更倾向于行业 2010 年复苏，尽管出口复苏时间可能稍早，但内销复苏更可能带来相关企业业绩的快速上涨。

粘胶和氨纶价格波动更多受制于流通领域

■ 我们认为化纤价格中长期走势由供需决定，短中期走势由流通领域决定：

- ◆ 流通领域的囤货和情绪。超过 70% 的化纤经由流通领域销售，流通领域具有化纤价格的决定权。而流通领域历来喜欢低价囤货，一旦经销商预期现货价格有上涨可能，囤货将明显增加；而一旦预期市场转淡，经销商清库存速度超过生产企业，从而助长助跌；今年以来市场资金充裕，客观刺激了经销商囤货行为。粘胶短纤价格当年涨至 22300 元，跌至 11530 元，氨纶涨至 96000 元，跌至 40000 元，流通领域“功不可没”；
 - ◆ 目前没有流通领域的库存统计数据，全市场只有产品价格这唯一公开指标，在一定程度上导致上涨和下跌超过理性预期；
 - ◆ 从产业链情况看，从化纤到服装，还有纺纱、织布和印染三大生产环节，其中纺纱和织布品种不多，都可以进行囤货，也在一定程度上导致涨跌过头；
 - ◆ 粘胶和氨纶的供需情况决定价格的中长期走势，但短中期走势由流通领域决定。根据第一纺织网统计，08 年底粘胶短纤产能 145 万吨，产能约 115-120 万吨，09 年产能再增加约 20 万吨；08 年氨纶全国产能约 30 万吨，但产量 20 万吨，两纤维严重供过于求；目前出口和内销只是略有好转，下半年也难以出现明显复苏，这些都不妨碍价格上涨。我们不能仅仅依靠供需判断价格走势；
 - ◆ 4 月时棉价快速上涨，可能拉动粘胶原料棉短绒价格，从而形成短纤涨价预期，此外，3 月出口数据好转，4 月下旬国内服装销售有所恢复，进一步强化涨价预期，这是粘胶短纤近期涨价的直接导火索；
 - ◆ 近期由于原油涨价，导致氨纶原料 PTMEG 和 MDI 涨价，氨纶涨价预期形成，此外，当时氨纶全行业亏损及下游需求有所好转，进一步助涨价格，这是氨纶涨价直接原因；
 - ◆ 我们强调流通领域的作用，但生产企业的产能扩张冲动、涨价冲动，客户买涨不买跌的心理因素，08 年 4 季度整体市场恐慌情绪的消除，出口和内销有所好转等等都对化纤价格走势产生影响，但仔细分析流通领域的市场行为有助于理解化纤价格暴涨暴跌。
- 由于短中期价格走势由流通领域决定，我们认为判断价格的上涨幅度和周期是比较困难的：
- ◆ 5 月是化纤传统旺季，预期粘胶短纤和氨纶价格仍可能继续上涨，不能排除短纤涨至 16000 元、氨纶涨至 55000 元的可能性；
 - ◆ 6-8 月是传统淡季，但流通领域对此有心理准备，预计期间价格涨幅趋缓，小幅调整，但大幅下跌的可能性较小；
 - ◆ 9 月是传统旺季，化纤价格有旺季变盘规律，价格容易剧烈波动，我们认为 9 月的价格有下跌可能；
 - ◆ 从品种来看，氨纶涨价不到一个月，未来上涨时间可能长于粘胶短纤；

- ◆ 我们更多理性判断未来价格走势，未来如果粘短和氨纶价格波动超过我们预期并不奇怪，但涨得越多往往预示着下跌更猛。

国家行政政策对纺织行业作用不大

上半年，国家出台了纺织行业振兴规划、上调了出口退税率等一系列措施希望扭转行业效益下滑势头。

我们一直认为上调退税率作用相对不大，对于企业而言，能够获得已签但尚未交货订单的一次性收益，并可能根据上调幅度同意外商降价要求，从而获得一部分订单，但面对欧美需求下降，新增订单数量有限，外商实际收益最大。更多作用在于保障就业，给企业以信心。

纺织行业是市场充分竞争行业，行政手段短中期作用有限，中长期更多是提出了行业发展蓝图，指明了前进的方向而已，实际效果有限。

纺织行业发展 30 年，从未经历过大的调整，过度无序竞争、同归于尽式的价格战是所有纺企挥之不去的梦魇，我们希望国家不要过度干涉行业早该进行的整合，而应在劳动合同法、环保、中小企业贷款、企业剩余资金流动等方面给予帮助和扶持。

公司投资评级的说明:

- 强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;
- 持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;
- 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;
- 卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明:

- 增持: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上;
- 持有: 预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%;
- 减持: 预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议, 箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于行业基本面, 评判未来两年后行业综合竞争力与全市场所有行业均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化平均市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中, 在扣除沪深市场所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明:

本报告版权归“国金证券研究所”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“国金证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。