

纺织服装：复苏开始

2010 年纺织服装行业投资策略报告

报告关键点：

- 预计2010年纺织服装出口增速为10%—15%
- 国内纺织服装零售市场稳步增长，促使上市公司业绩改善
- 维持行业“同步大市-A”投资评级

报告摘要：

- **预计2010年纺织服装出口增速为10%—15%：**我们认为，2010年是我国纺织服装出口的复苏之年，人民币升值压力以及贸易摩擦的加剧将阻碍我国纺织服装出口份额的上升，需求的回升是影响我国纺织服装出口复苏最重要的因素。通过分市场的分析，我们预计2010年我国对美国、欧盟、日本纺织服装出口增速分别为10%—20%、5%—10%、10%—15%左右，据此，我们预计2010年我国纺织服装出口增速在10%—15%之间。
- **国内纺织服装零售市场稳步增长，促使上市公司业绩改善：**对于国内需求，2009年纺织服装内需市场的回暖是超出我们此前预期的，但是我们在2009年中期策略报告中也指出，由于订货会等因素的存在，上市公司业绩对零售市场的反映一般滞后半年左右，因此，上市公司2009年下半年的业绩只是部分反映了零售市场回暖的因素。我们认为，2010年国内纺织服装零售市场仍将稳步恢复，这将进一步增强品牌运营商和经销商对市场的信心，有助于加快品牌运营商外延式扩张的步伐，改善经销商的订货情况，从而提高上市公司2010年的业绩。
- **维持行业“同步大市-A”投资评级：**整体而言，我们对于2010年纺织服装行业的观点是：国内外需求的稳步恢复促使纺织服装行业开始复苏，预计2010年我国纺织服装出口增速在10%—15%左右，国内市场稳步恢复使得上市公司业绩开始改善。但是目前纺织服装行业板块估值处于2000年以来的高位，我们维持整个行业“同步大市-A”投资评级。在投资标的的选择上，我们遵循以下两条主线：第一是看好订单和业绩明显改善的出口类企业，重点推荐：鲁泰A；第二是看好外延式扩张快速的品牌零售企业，重点推荐：报喜鸟。

纺织服装

上次评级

同步大市-A

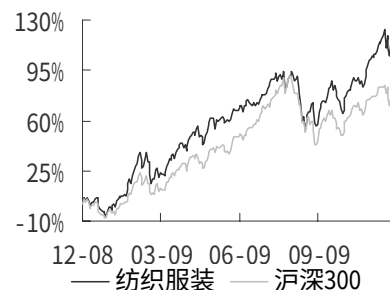
同步大市-A

报告日期

2009-12-16

首选股票	目标价	评级
002154 报喜鸟	24	增持-A
000726 鲁泰 A	13	增持-A

12 个月行业表现



研究员

赵梅玲

助理行业分析师

021-68765110

zhaoml@essence.com.cn

前期研究成果

纺织服装：静待出口回暖

2009-06-05

纺织服装：行业振兴规划短期难见成效

2009-02-06

纺织服装：行业调整需要时间

2008-12-25

1. 2010 年纺织服装行业投资策略概要

我们在纺织服装行业 2009 年中期策略报告“静待出口回暖”中强调，2009 年下半年纺织服装行业投资机会将围绕外部需求的变动展开，月度超预期的出口将构成行业交易性的投资机会。

2009 年下半年以来，在欧美零售市场需求好转，我国出口月度环比改善的情况下，纺织服装板块自 10 月以来演绎了一波比较抢眼的上涨行情，2009 年 7 月 1 日至 2009 年 11 月 30 日，申万纺织服装板块指数（801130.SI）累计上涨了 19.50%，而同期沪深 300 指数（000300.SH）累计仅上涨 10.90%，板块的市场表现印证了我们之前的判断。

如果说在 2009 年中期，我们对国外需求能否在下半年回暖存在较多的担心；站在目前的时点上，跟踪下半年以来国外零售市场的数据，观察消费者信心指数的变化，我们认为国外需求正走在复苏的道路上。本文中，我们将通过细分我国纺织服装出口国别结构，分别预测 2010 年我国对美国、欧盟和日本等纺织服装主要出口市场的出口增速，从而预测 2010 年我国纺织服装整体出口增速。

对于国内需求，2009 年纺织服装内需市场的回暖是超出我们此前预期的，但是我们在 2009 年中期策略报告中也指出，由于订货会等因素的存在，上市公司业绩对零售市场的反映一般滞后半年左右，因此，上市公司 2009 年下半年的业绩只是部分反映了零售市场回暖的因素。我们认为，2010 年国内纺织服装零售市场仍将稳步恢复，这将进一步增强品牌运营商和经销商对市场的信心，有助于加快品牌运营商外延式扩张的步伐，改善经销商的订货情况，从而提高上市公司 2010 年的业绩。

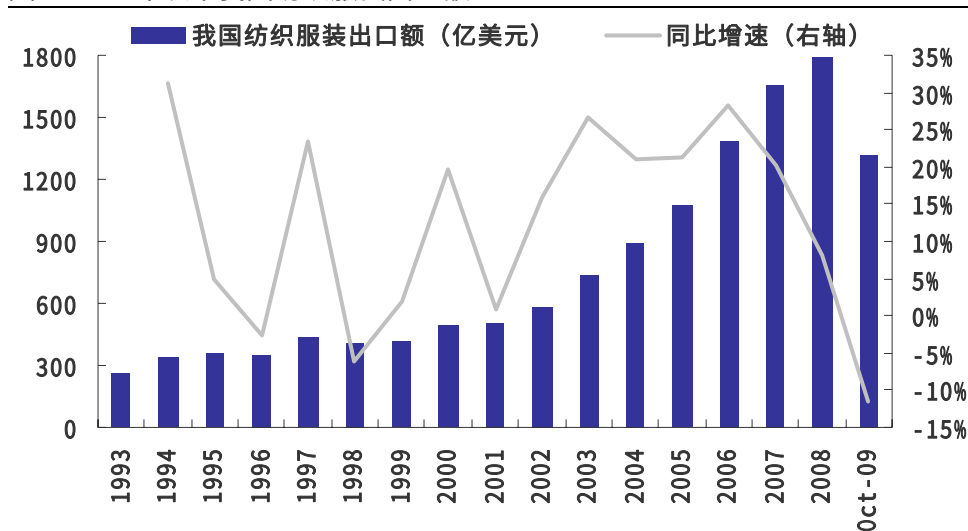
整体而言，我们对于 2010 年纺织服装行业的观点是：国内外需求的稳步恢复促使纺织服装行业开始复苏，预计 2010 年我国纺织服装出口增速在 10%—15% 左右，国内市场稳步恢复使得上市公司业绩开始改善。但目前纺织服装行业板块估值处于 2000 年以来的高位，我们维持整个行业“同步大市-A”投资评级。在投资标的的选择上，我们遵循以下两条主线：第一是看好订单和业绩明显改善的出口类企业，重点推荐：鲁泰 A；第二是看好外延式扩张快速的品牌零售企业，重点推荐：报喜鸟。

2. 预计 2010 年我国纺织服装出口增速将恢复至 10%—15%

2.1. 汇率、出口结构和国外需求

我们认为，2010 年是我国纺织服装出口的复苏之年，人民币升值压力以及贸易摩擦的加剧将阻碍我国纺织服装出口份额的上升，需求的回升是影响我国纺织服装出口复苏最重要的因素；而美国、欧盟和日本纺织服装消费的复苏又是其中最重要的决定力量。

图 1 1993 年以来我国纺织服装出口额



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

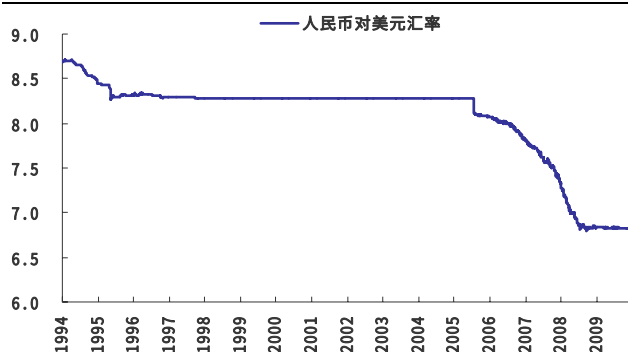
1993—2008 年，我国纺织服装行业出口经历了总量快速增长和结构良性调整，年度出口额由 260.86 亿元增加到 1792.92 亿元，年复合增长率达到 13.71%。2009 年 1—10 月，我国纺织服装累计出口 1316.87 亿美元，同比下降 11.51%。影响我国纺织服装出口有三大因素：(1) 汇率；(2) 出口结构；(2) 国外需求。

2.1.1. 汇率

在此，我不赘述汇率与进出口的关系。人民币汇率变动对纺织服装出口的影响突出地表现在以下两个年份：1994 年和 2008 年。

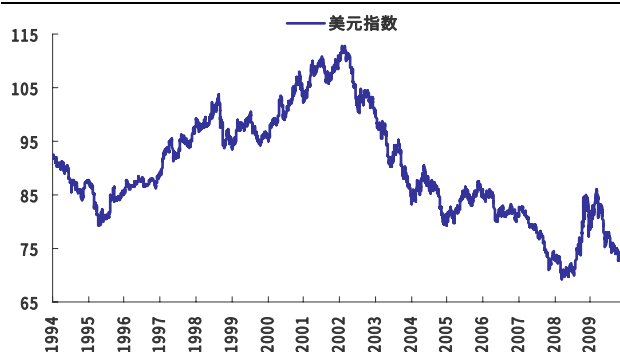
1993 年我国开始了人民币汇率改革，规定自 1994 年 1 月 1 日起，人民币官方汇率与市场汇率并轨，实行“以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制”，将人民币对美元汇率定为 8.70 元人民币兑换 1 美元。1994 年人民币对美元大幅贬值 33.15%。此次的汇率改革拉开了中国依靠出口拉动的外向型经济的序幕。作为重点出口行业，纺织服装行业 1994 年出口额为 342.25 美元，同比大幅增长 31.20%。

图 2 人民币对美元汇率



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 3 美元指数



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

表 1 1980 年以来人民币汇率改革历程

时间	人民币汇率改革内容
1980 年	中国银行设立外汇调剂中心，外币持有者允许在外汇调剂中心向外币需求者出售。
1981—1984 年	人民币实行复汇率制，即同时实行贸易外汇内部结算价与官方汇率两种汇率牌价。人民币汇率由 1981 年的 1.50 元人民币兑换 1 美元贬值为 1984 年的 2.30 元人民币兑换 1 美元。
1985—1990 年	1985 年 1 月 1 日，取消贸易外汇内部结算价，重新实行单一汇率，人民币汇率定为 2.80 元人民币兑换 1 美元；同时形成官方汇率和调剂市场汇率并存的汇率制度。1990 年 11 月 17 日，人民币汇率调整至 5.22 元人民币兑换 1 美元。
1990—1993 年	从 1991 年 4 月 9 日起，官方汇率有管理的浮动，即人民币汇率由以前大幅度、一次性调整的方式转为逐步缓慢调整的方式。
1994 年 1 月 1 日	官方汇率与市场汇率并轨，实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制。并轨时人民币汇率为 8.70 元人民币兑换 1 美元。
1994—1996 年	实行人民币经常项目可兑换、对资本项目外汇进行严格管制的外汇管理体制。人民币汇率小幅升值至 8.30 元人民币兑换 1 美元。
1997—2003 年	人民币汇率保持窄幅波动，波幅不超过 120 个 BP。
2005 年 7 月 21 日	中国实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节的、有管理的浮动汇率制度；人民币汇率不再盯住单一美元，形成更富有弹性的人民币汇率机制。当日 19 时，人民币对美元汇率一次性升值 2.05%，调整至 8.11 元人民币兑换 1 美元。
2005 年 9 月 23 日	中国人民银行决定，我国即日起扩大银行间即期外汇市场非美元货币对人民币交易价的浮动幅度，由原来的±1.5%扩大至±3%。
2006 年 1 月 4 日	中国人民银行引入人民币汇率询价交易方式和做市商制度。
2007 年 5 月 18 日	中国人民银行宣布自 2007 年 5 月 21 日起，银行间即期外汇市场人民币对美元交易价浮动幅度由±0.3%扩大至±0.5%。

数据来源：安信证券研究中心

中国另一次重大的汇率制度改革发生在 2005 年。2005 年 7 月 21 日，人民币汇率实行“以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节的、有管理的浮动汇率制度”，人民币汇率不再盯住单一美元，形成更富有弹性的人民币汇率机制。当日 19 时，人民币对美元汇率升值 2.05%，调整至 8.11 元人民币兑换 1 美元。此次汇率制度改革展开了中国此后 3 年汇率升值的序幕，也基本结束了中国以纺织服装为代表的低端制造业出口快速增长的时代。

此轮汇率升值对纺织服装出口影响最突出地表现在 2008 年。2008 年，人民币对美元汇率升值 9.49%，而美元指数上涨了 8.39%，即人民币对非美元汇率升值了 15.84%。而 2008 年，我国纺织服装出口额为 1792.92 亿美元，同比仅增长 8.10%，较 2007 年的 20.12% 大幅下滑 12.02 个百分点，其中，汇率升值应是影响行业出口的重要因素之一。

每一次汇率制度的改革，对我国纺织服装出口总量和结构都产生重大影响。截至 2009 年 11 月，今年人民币对美元汇率仅升值 0.10%，而美元指数下跌 7.54%，2010 年人民币汇率升值压力将明显增加，并且随着美国经济的复苏，明年美元指数上升是大概率事件，因此，我们认为 2010 年我国纺织服装出口的复苏将面临人民币汇率升值的压力。

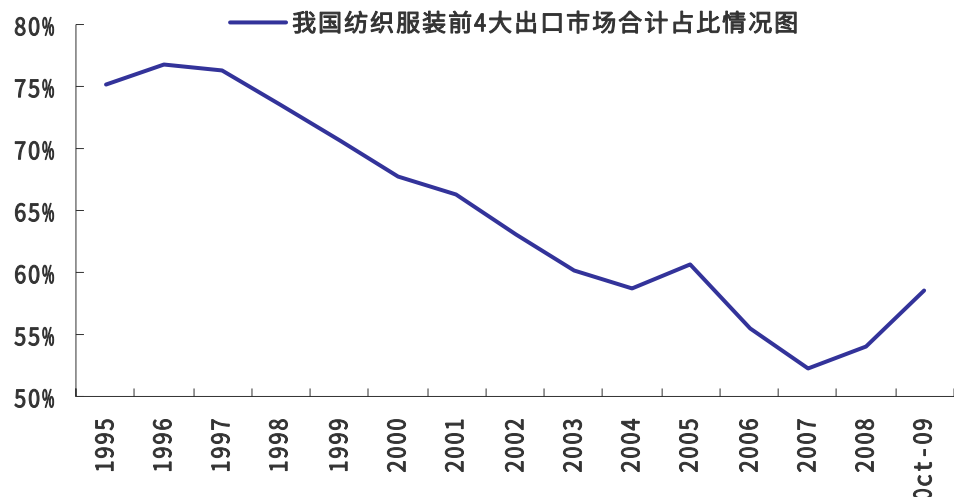
2.1.2. 出口结构

我们这里所说的出口结构，是指我国纺织服装出口的国别结构。自 1993 年有国别统计数据以来，我国的纺织服装出口结构发生了以下明显的变化：

(1) 前 4 大出口市场占我国纺织服装出口的比重稳步下降

我国纺织服装出口前 4 大出口市场为欧盟、美国、日本和香港。上述四大市场合计占纺织服装出口的比重是不断下降的，由 1996 年的 76.74% 的高点下滑至 2007 年的 52.23%。从 2009 年 1—10 月的累计出口数据来看，该比重回升至 58.62%。尽管上述 4 大市场合计占比在下降，但其对我国纺织服装出口的影响重大。

图 4 前 4 大市场合计占我国纺织服装出口比重图



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

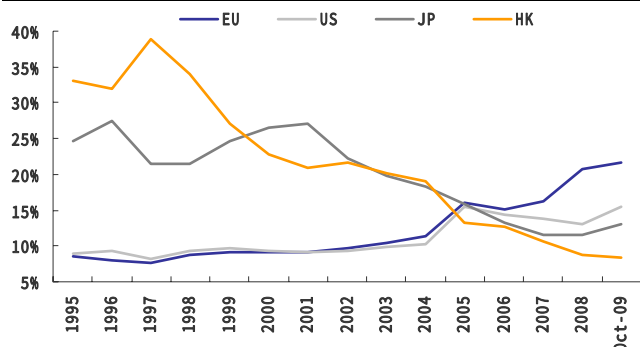
(2) 前 4 大出口市场中，欧盟和美国占比稳步提升，日本和香港占比不断下降

观察前 4 大市场占比的变化，我们发现 2005 年是明显的分界线。2005 年之前，日本和香港的出口占比远远超过欧盟和日本；而 2005 年之后，欧盟和美国的占比快速提升。这其中很重要的原因是：2005 年 1 月 1 日，全球（特别是欧盟、美国 and 加拿大）取消了所有的纺织品和服装贸易配额。从 2009 年 1—10 月的累计出口数据来看，欧盟、美国、日本和香港占我国纺织服装出口的比重分别为 21.67%、15.55%、13.04% 和 8.37%。

从欧盟和美国纺织服装进口数据来看，我国占其进口比重不断攀升，这与我国的出口结构也是吻合的。截至 2009 年 9 月，我国占美国纺织服装进口额的比重为 38.52%，

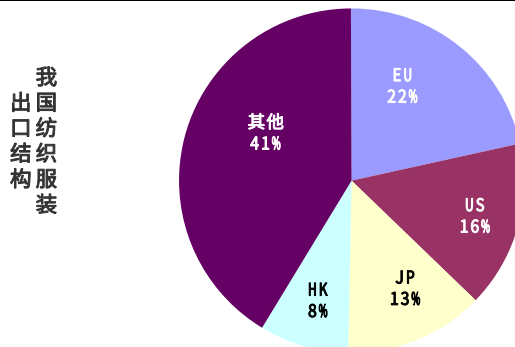
截至 2008 年，我国占欧盟纺织服装进口额的比重为 38.94%。欧盟和美国对我国纺织服装出口的影响越来越大。

图 5 1995 年以来我国纺织服装出口结构图



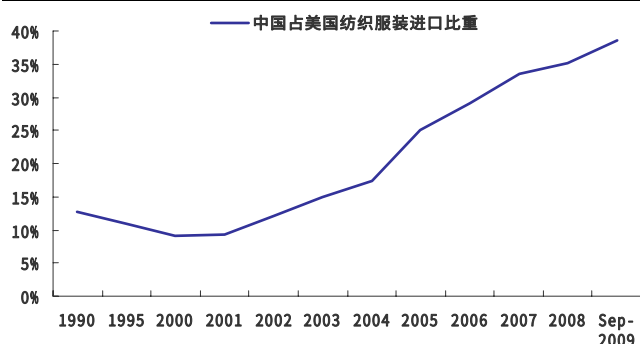
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 6 目前我国纺织服装出口结构图



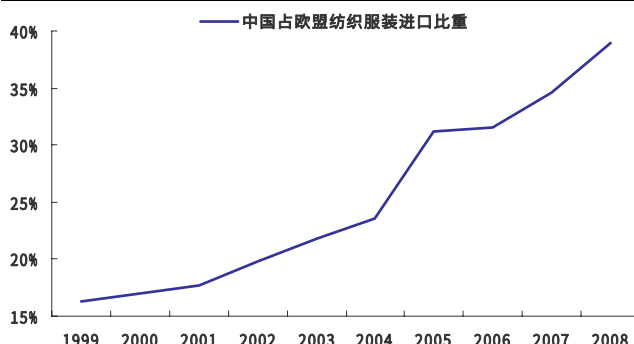
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 7 我国占美国纺织服装进口比重



数据来源：美国商务部，安信证券研究中心

图 8 我国占欧盟纺织服装进口比重

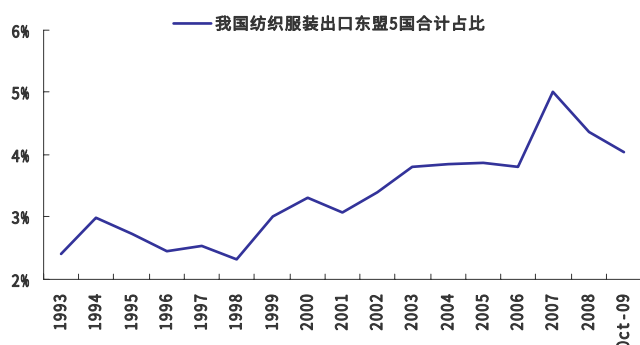


数据来源：ITCB，安信证券研究中心

(3) 东盟、中东将成为我国纺织服装出口新的增长地区

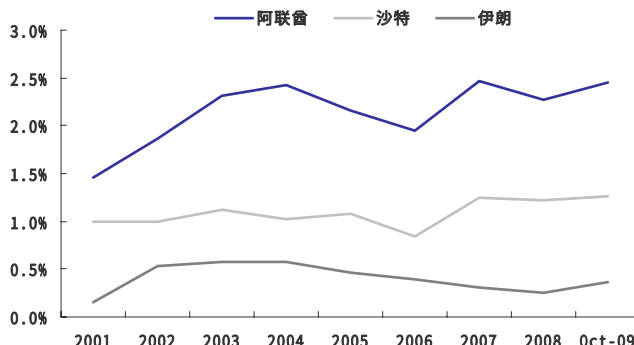
2005 年以来，东盟和中东地区占我国纺织服装出口比重上升较明显。我们将公布的我国对东盟 5 国（印尼、马来西亚、菲律宾、泰国、新加坡）的出口数据合计处理，1993—2008 年，我国对东盟地区纺织服装出口的年复合增长率为 18.33%，高于行业出口的平均水平。特别是 2007 年，我国对东盟 5 国纺织服装出口同比增长 58.37%，占比为 5.01%，为历史新高。这一方面是由于东盟国家利用劳动力优势，大力发展纺织服装制造业，但由于产业链不完整，需大量从中国等地区进口纺织品；另一方面，东盟国家近年来对欧美出口快速增长，使得我国前 4 大出口市场在我国出口中的占比降至历史低点，相应地对东盟国家出口的占比提高。

图 9 东盟 5 国合计占我国纺织服装出口比重



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 10 中东国家占我国纺织服装出口比重



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

注：上述东盟 5 国指：印尼、马来西亚、菲律宾、泰国、新加坡。由于国家统计局未公布对东盟其他 5 国纺织服装的出口数据，因此，我们仅以上述 5 国作粗略代替，我们认为在趋势上是一致的，不会影响我们据此作出的判断。

2009 年 8 月 15 日，在第八次中国-东盟经贸部长会议上，中国商务部长陈德铭与东盟 10 国经贸部长共同签署了《中国-东盟自由贸易区投资协议》。这标志着双方成功完成了中国-东盟自由贸易区协议的主要谈判，中国-东盟自由贸易区将如期在 2010 年全

面建成。届时，中国与东盟 90%以上的商品将实现零关税，这将有力地促进中国对东盟地区纺织服装的出口。

此外，我国对中东地区纺织服装出口增长也十分迅速。2001—2008 年，我国纺织服装出口阿联酋、沙特阿拉伯、伊朗的年复合增长率分别为 27.87%、23.68%、28.62%。截至 2009 年 10 月，上述 3 国的占我国纺织服装出口总额的比重分别为 2.46%、1.26%、0.36%。

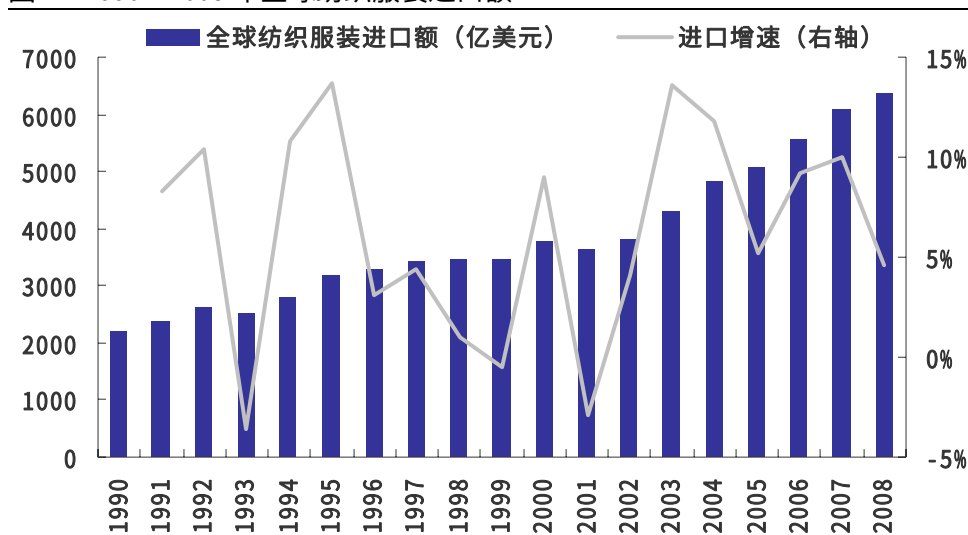
随着中国—东盟自由贸易区的建立，以及中东市场的开拓，我们认为未来上述地区将是我国纺织服装出口新的增长区域。

尽管我们认为纺织服装出口结构的变化是汇率、需求、和纺织服装贸易制度变化的结果，但是出口结构的变动将对未来我国纺织服装出口趋势产生直接的影响。短期而言，欧盟、美国、日本、香港作为我国纺织服装 4 大出口市场的格局不会改变。对于 2010 年，我们认为，在人民币汇率升值压力下，上述市场出口占我国纺织服装出口总额的比重不会有明显的提升。

2.1.3. 需求

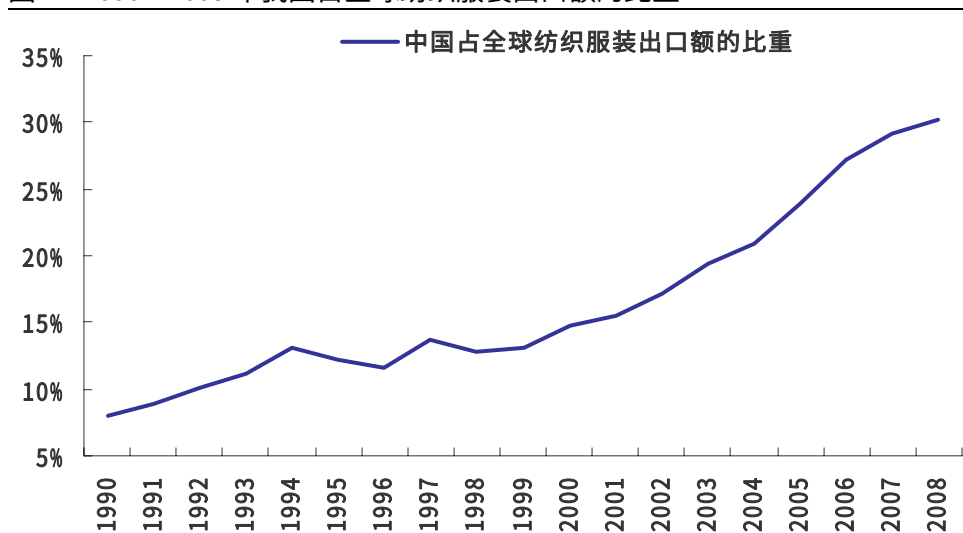
在 2008 年金融危机之前，我们认为，全球纺织服装需求的变动不是影响我国纺织服装出口的重要因素。但是此后，需求正成为越来越重要的变量，特别对 2010 年而言，我国纺织服装出口复苏的力度，很大程度上取决于全球纺织服装需求恢复的力度，特别是欧盟、美国和日本市场需求恢复的力度。

图 11 1990—2008 年全球纺织服装进口额



数据来源：WTO，安信证券研究中心

图 12 1990—2008 年我国占全球纺织服装出口额的比重



数据来源：WTO，安信证券研究中心

1990—2008 年，全球纺织服装出口额由 1990 年的 2200.75 亿美元增加到 2008 年的 6384.78 亿美元，年复合增长率为 6.10%；而中国占全球纺织服装出口额的比重由 1990 年的 7.95% 提高至 30.26%；份额提升的速度远远超出需求增加的速度。因此，需求的变化对于我们过去研究我国纺织服装出口增速而言，显得不那么重要。

但是，份额的上升伴随着越来越频繁的贸易摩擦，以及人民币升值的压力，未来份额上升的空间越来越小，需求的影响显得越来越重要。特别是前 4 大出口市场的需求变化对我们判断纺织服装出口趋势意义重大。

2.2. 我国纺织服装出口复苏看美日欧

从上述分析可以看出，欧盟、美国、日本和香港 4 大出口市场对我国纺织服装出口的影响重大。其中，对香港的出口主要是作为转口贸易，大部分最终也是出口到欧盟、美国和日本。因此，我们要预判 2010 年我国纺织服装出口增速，首先要预判我国纺织服装对上述 3 大市场的出口情况。

我们认为国外纺织服装消费处在复苏的道路上，因此，我们将最近的出口数据进行年化，据此判断 2010 年我国纺织服装出口增速应该是可行的。在数据处理上，为规避月度差异，我们对 2009 年 3 季度的月平均数据进行年化分析，尽管不能规避出口的季度差异，但是我们认为，2009 年 3 季度作为我国纺织服装出口回暖的开始，以该季度数据为基础进行年化分析，得出的出口增速不会偏差太大。

我们通过分市场分析，预计 2010 年我国对美国、欧盟、日本 3 大市场的出口增速分别为 10%—20%、5%—10%、10%—15% 左右，据此，我们判断 2010 年我国纺织服装出口增速在 10%—15% 左右。

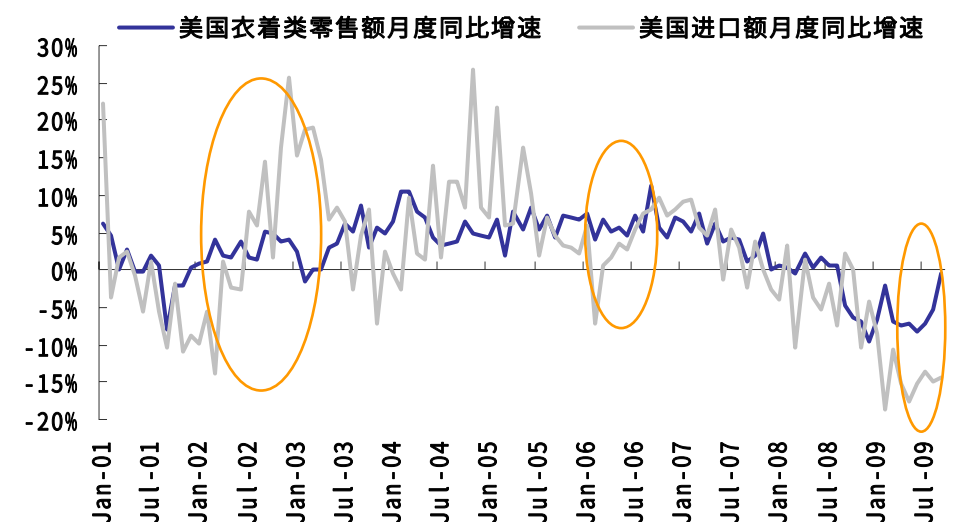
2.2.1. 预计 2010 年我国对美国纺织服装出口增速在 10%—20% 左右

美国纺织服装的消费，40% 依靠进口。2009 年以来，美国衣着类零售额月度同比增速自 6 月创下 -8.18% 的低点后，下半年降幅快速收窄，10 月份同比增速已达 1.52%。

而 2009 年 6 月以来，美国纺织服装进口额月度环比增长也十分明显。2009 年 6、7 两个月的环比增速都在 10% 以上，10 月份环比增速为 2.46%，表明美国纺织服装消费正处于复苏通道。

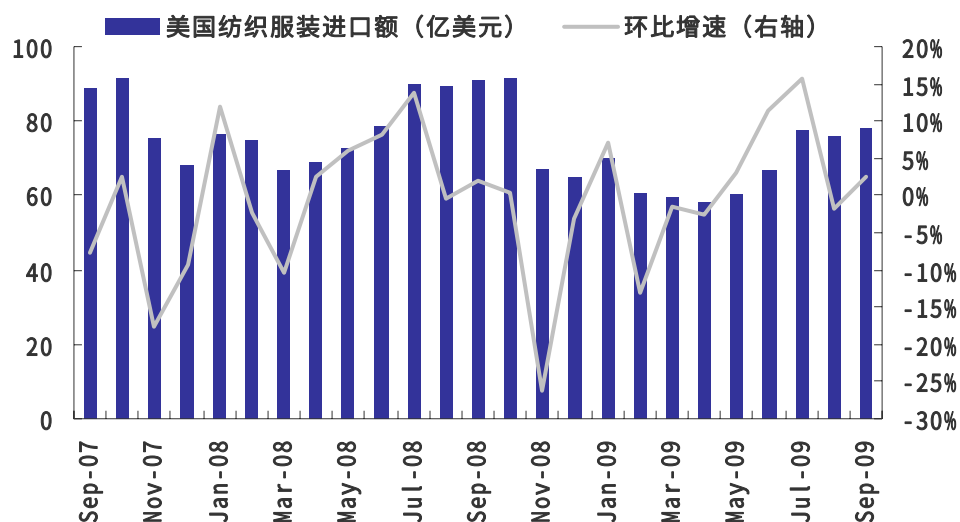
进一步，我们将美国纺织服装零售额和进口额的月度同比增速对比发现（见图 13），美国纺织服装进口的拐点往往出现在两者增速差最大的时候。我们观察 2002 年 1 季度，美国纺织服装零售额同比快速上升，而出口额却加速下滑，3 月份，两者的增速差到达 17.96 个百分点，此后的 1 年时间，美国纺织服装进口止跌进入快速上升阶段。类似的情形发生在 2004 和 2006 年的 1 季度，此后美国进口额也出现了明显的上升。而 2009 年 9 月，美国纺织服装零售额的快速恢复，与进口额的增速差为 14.13 个百分点，我们认为 2010 年美国纺织服装进口增速将有明显的提升。

图 13 美国纺织服装零售和进口额月度同比增速



数据来源：美国商务部，CEIC，安信证券研究中心

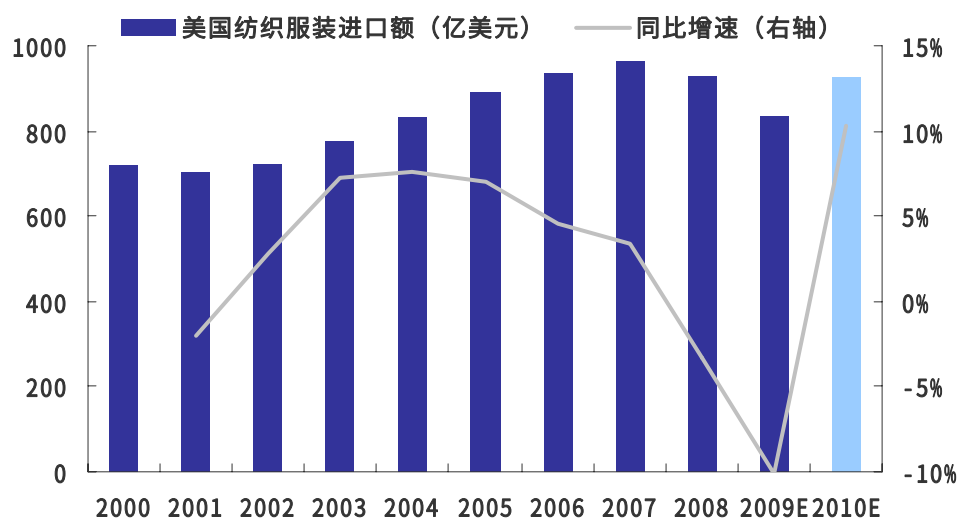
图 14 美国纺织服装进口额一月度数据



数据来源：美国商务部，安信证券研究中心

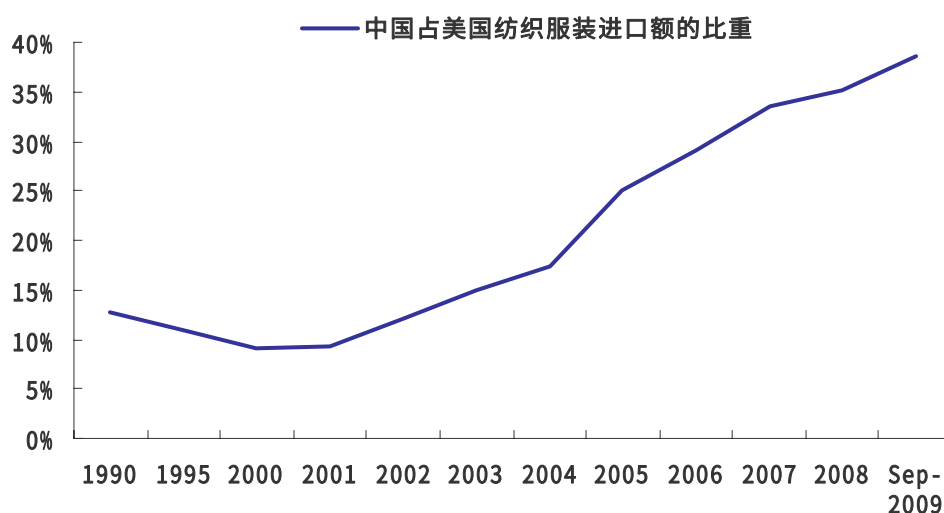
基于上述判断，我们对美国 2009 年 3 季度的纺织服装进口月度数据取均值，然后加以年化，得出 2010 年美国纺织服装进口额的同比增速在 10%—15%之间（详见图 15）。

图 15 美国纺织服装进口额一年度数据



数据来源：美国商务部，安信证券研究中心

图 16 中国占美国纺织服装进口额的比重



数据来源：美国商务部，安信证券研究中心

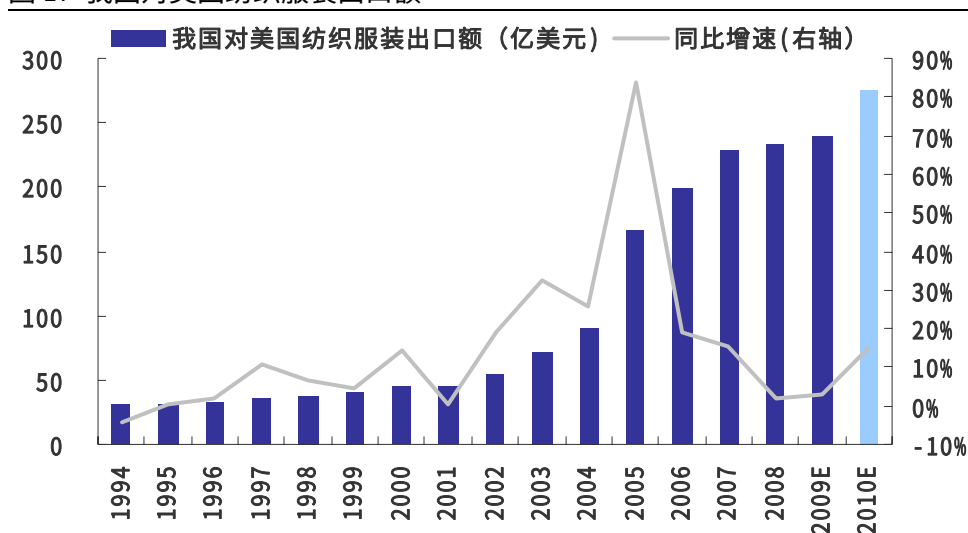
而我国占美国纺织服装进口的比重逐年提升，截至 2009 年 9 月，该比重已达 38.52%，比 2008 年提升了 3.45 个百分点。根据上述我们对于汇率和出口结构的分析，我们假定 2010 年我国占美国纺织服装进口的比重保持不变，将美国纺织服装进口增速和我国所占份额情况对我国对美国纺织服装出口的影响做了敏感性分析（详见表 2），我们认为 2010 年我国对美国纺织服装出口增速将在 10%—20% 左右（详见图 17）。

表 2 我国对美国纺织服装出口增速的敏感性分析表

		中国占美国进口份额									
		37.0%	37.5%	38.0%	38.5%	39.0%	39.5%	40.0%	40.5%	41.0%	41.5%
美国进口增速	6%	2.45%	4.30%	6.15%	8.00%	9.86%	11.71%	13.56%	15.41%	17.26%	19.11%
	7%	3.74%	5.61%	7.48%	9.35%	11.22%	13.09%	14.96%	16.82%	18.69%	20.56%
	8%	5.04%	6.92%	8.81%	10.69%	12.58%	14.47%	16.35%	18.24%	20.13%	22.01%
	9%	6.33%	8.23%	10.13%	12.04%	13.94%	15.85%	17.75%	19.65%	21.56%	23.46%
	10%	7.62%	9.54%	11.46%	13.38%	15.30%	17.23%	19.15%	21.07%	22.99%	24.91%
	11%	8.91%	10.85%	12.79%	14.73%	16.67%	18.61%	20.54%	22.48%	24.42%	26.36%
	12%	10.20%	12.16%	14.12%	16.07%	18.03%	19.99%	21.94%	23.90%	25.85%	27.81%
	13%	11.50%	13.47%	15.44%	17.42%	19.39%	21.37%	23.34%	25.31%	27.29%	29.26%
	14%	12.79%	14.78%	16.77%	18.76%	20.75%	22.74%	24.74%	26.73%	28.72%	30.71%
	15%	14.08%	16.09%	18.10%	20.11%	22.12%	24.12%	26.13%	28.14%	30.15%	32.16%

数据来源：安信证券研究中心

图 17 我国对美国纺织服装出口额



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

2.2.2. 预计 2010 年我国对欧盟纺织服装出口增速在 5%—10% 左右

对于欧盟和日本市场的分析，我们理应采用分析美国市场类似的数据处理方式，由于缺乏欧盟和日本纺织服装进口额的月度数据，我们只能根据中国对上述市场的出口数据进行分析。由于我国的出口数据没有经过季节调整，预测结果可能存在一定程度的误差，但我们认为这不会影响我们对于 2010 年出口趋势的判断。

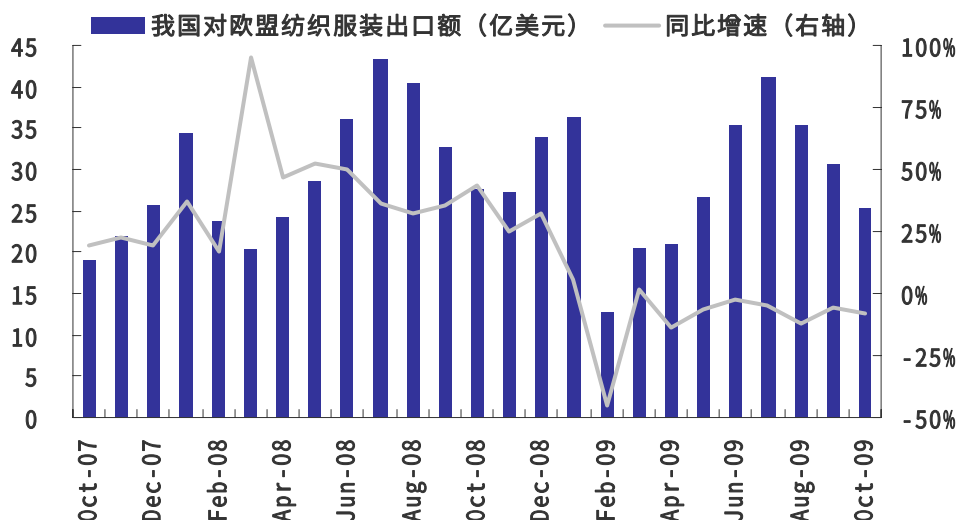
欧盟的经济信心指数自 2009 年 2 月的低点 60.80 快速反弹，到 2009 年 10 月，该指数已经反弹到 86.00，预示欧盟的经济正处于复苏通道（详见图 18）。2009 年 1—10 月，我国对欧盟纺织服装出口额为 285.31 亿美元，同比下降 8.21%，出口的月度同比增速已经稳定在 -6% 左右的水平。我们将 2009 年 9 月对欧盟的出口额年化，预计 2010 年我国对欧盟出口增速在 5%—10% 之间。（详见图 19）

图 18 欧盟经济信心指数



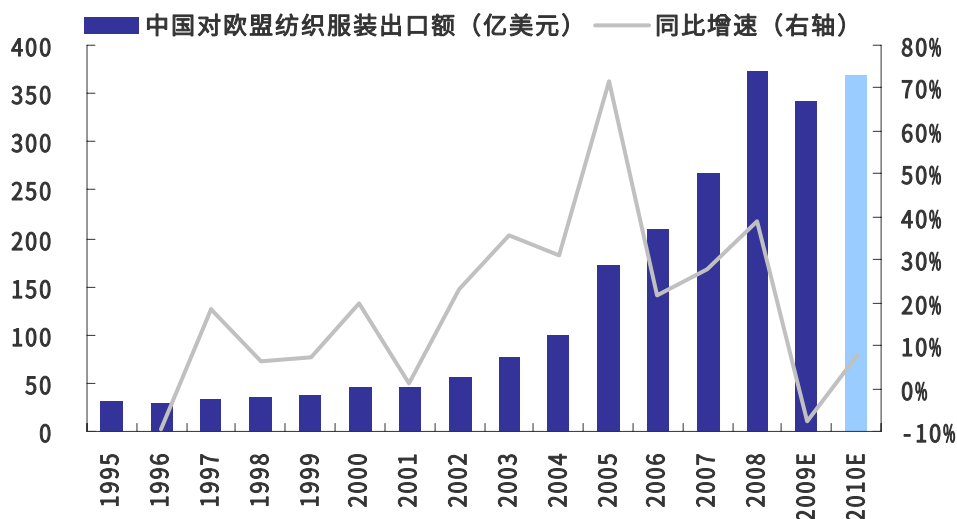
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 19 我国对欧盟纺织服装出口额一月度数据



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 20 我国对欧盟纺织服装出口额一年度数据



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

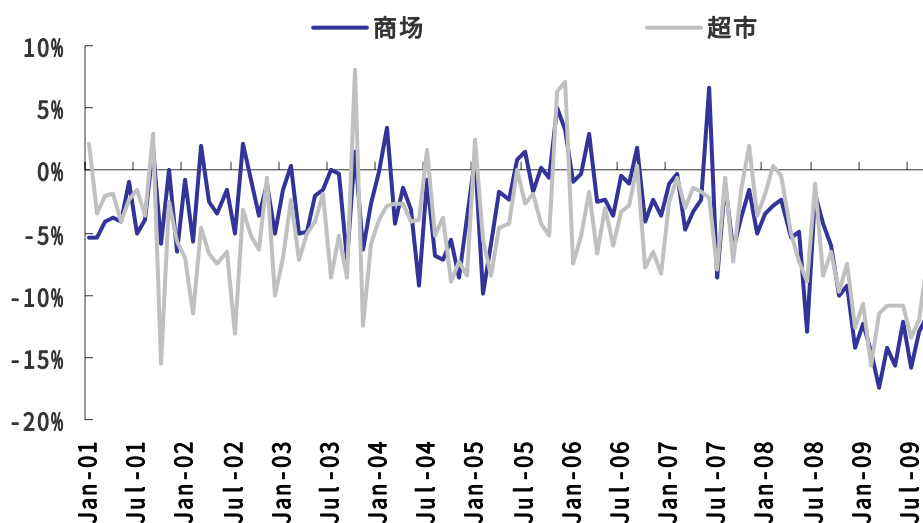
2.2.3. 预计 2010 年我国对日本纺织服装出口增速在 10%—15%左右

日本国内纺织服装零售市场于 2009 年 1 季度企稳, 9 月开始降幅明显收窄, 商场和超市 9 月份服装零售额同比增速分别为 -11.58% 和 -7.25%, 分别比上个月收窄 1.37 和 4.76 个百分点 (详见图 21)。而日本家庭消费信心指数自 2009 年 3 月份开始快速回升, 目前已恢复至 2007 年底的水平 (详见图 22)。

而从我国对日本纺织服装出口的月度数据来看, 2009 年 6 月以来, 出口月度同比和环比增速明显改善, 9 月份我国对日本纺织服装出口额为 24.33 亿美元, 同比增长 5.30%, 为近 2 年来当月出口最高额。(详见图 23)

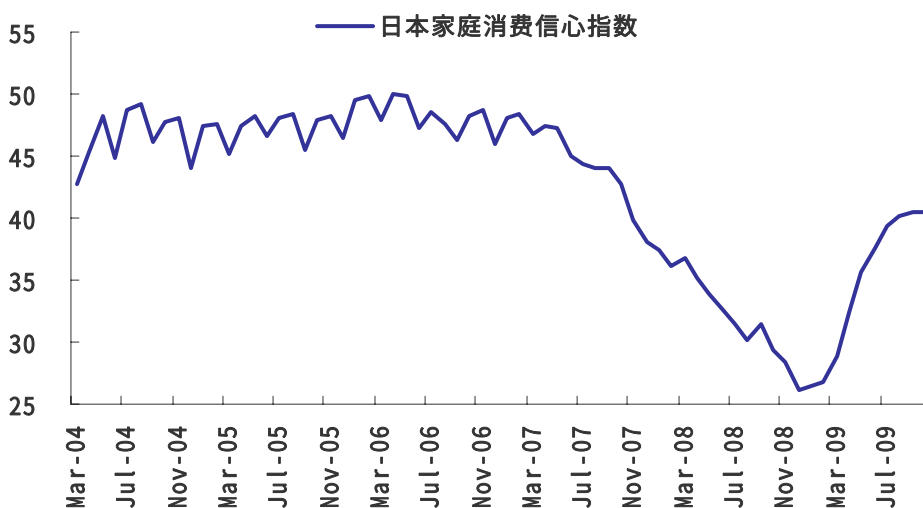
我们将 2009 年 3 季度对日本纺织服装出口的月度数据取均值, 然后加以年化, 预计 2010 年我国对日本出口增速在 10%—15% 之间。

图 21 日本国内纺织服装零售情况



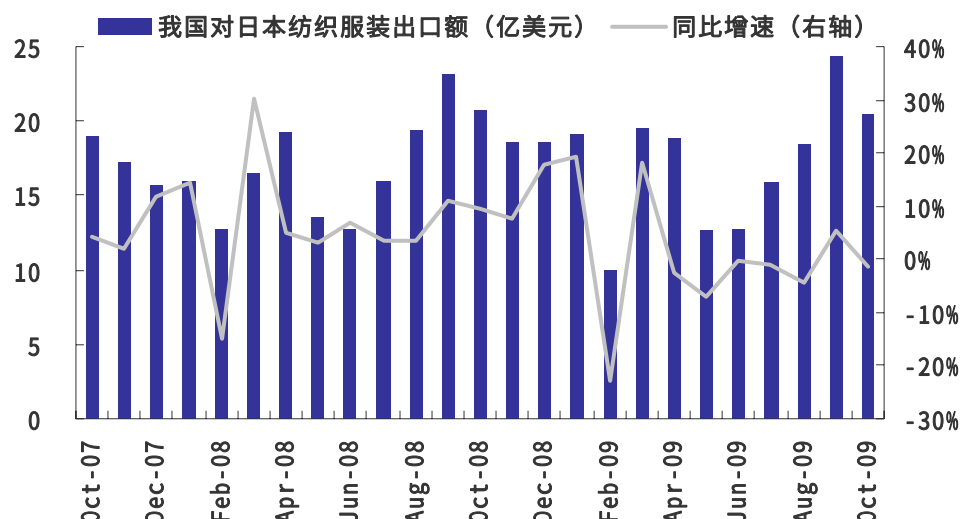
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 22 日本消费者信心指数



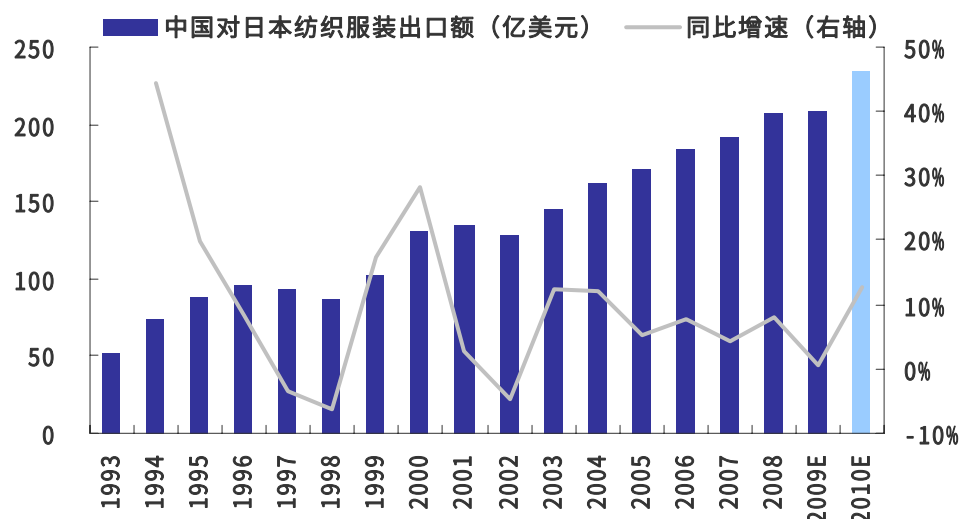
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 23 我国对日本纺织服装出口额—月度数据



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 24 我国对日本纺织服装出口额—年度数据



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

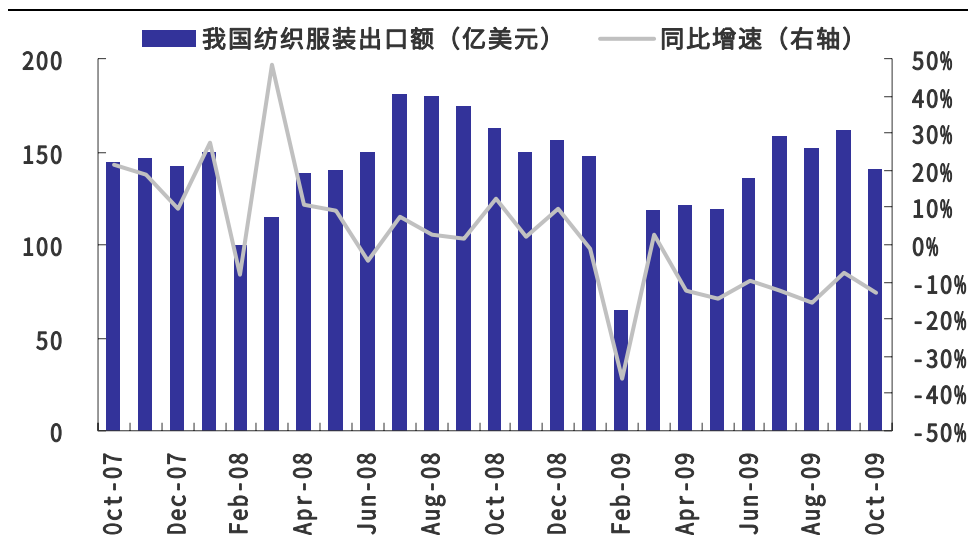
2.2.4. 预计 2010 年我国纺织服装出口增速在 10%—15%左右

以上通过分市场的分析，我们预计 2010 年我国对美国、欧盟、日本纺织服装出口增速分别为 10%—20%、5%—10%、10%—15%左右，由于上述 3 大市场占我国纺织服装出口的份额在 50%以上，很大程度上决定了我国纺织服装出口的方向。

同时，我们考察了 2009 年以来我国纺织服装出口的月度数据，目前单月出口同比增速维持在 -10%左右，我们依然将 2009 年 3 季度的月度数据取均值，然后加以年化，得出 2010 年我国纺织服装出口增速对 15%—20%之间。

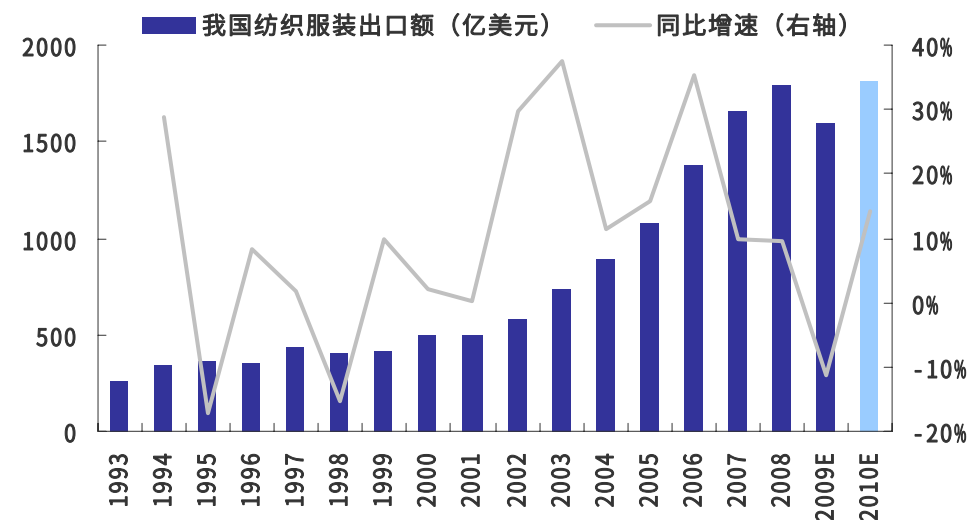
我们假设在人民币升值压力下，2010 年我国出口结构保持不变，综合考虑我们对上述 3 大出口市场的预判，以及对我国出口年化分析得出的结果，我们预计 2010 年我国纺织服装出口增速在 10%—15%左右。（详见图 26）

图 25 我国纺织服装出口额一月度数据



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 26 我国纺织服装出口额一年度数据



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

3. 国内纺织服装消费保持稳定增长

2009 年纺织服装内需市场的回暖是超出我们此前预期的，但是在 2009 年中期策略报告中也指出，由于订货会等因素的存在，上市公司业绩对零售市场的反映一般滞后半年左右，因此，上市公司 2009 年下半年的业绩中只是部分反映了零售市场回暖的因素。我们认为，2010 年国内纺织服装零售市场仍将稳步恢复，这将进一步增强品牌运营商和经销商对市场的信心，有助于加快品牌运营商外延式扩张的步伐，改善经销商的订货情况，从而提高上市公司 2010 年的业绩。

3.1. 国内纺织服装消费稳定增长

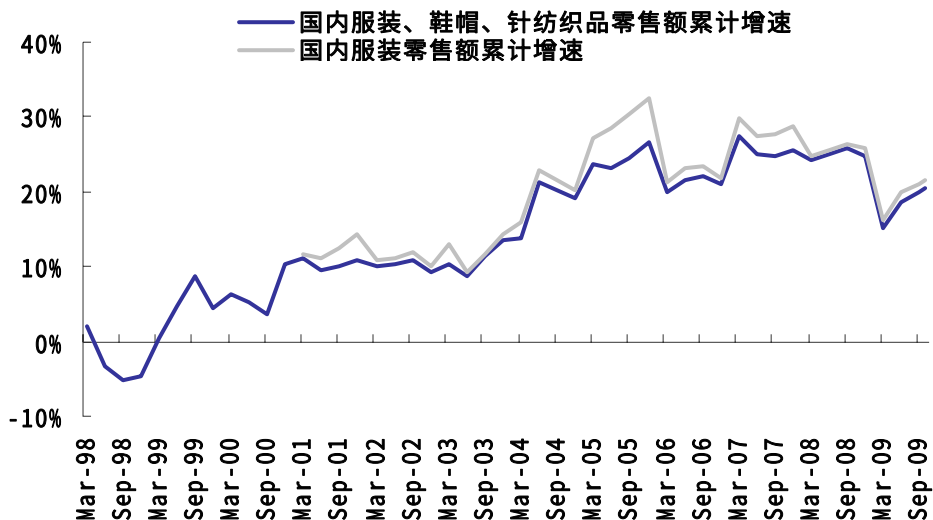
经历 2008 年金融危机对消费信心的短暂冲击后，2009 年国内纺织服装零售自 3 月份开始快速恢复，目前已恢复至金融危机前的水平，2009 年 10 月，规模以上企业服装、鞋帽、针织品的零售额为 426.30 亿元，同比增长 25.68%；2009 年 1—10 月累计零售额为 3607.80 亿元，同比增长 20.61%。

国内大型商场的服装零售也处于类似的恢复通道。根据全国商业信息中心统计，2009 年 9 月，全国重点大型百货商场服装零售额为 93.16 亿元，同比增长 17.84%；2009 年 1—9 月累计零售额为 830.44 亿元，累计增长 12.36%。

2009 年纺织服装内需市场的回暖是超出我们此前预期的，一般纺织服装作为必需消费

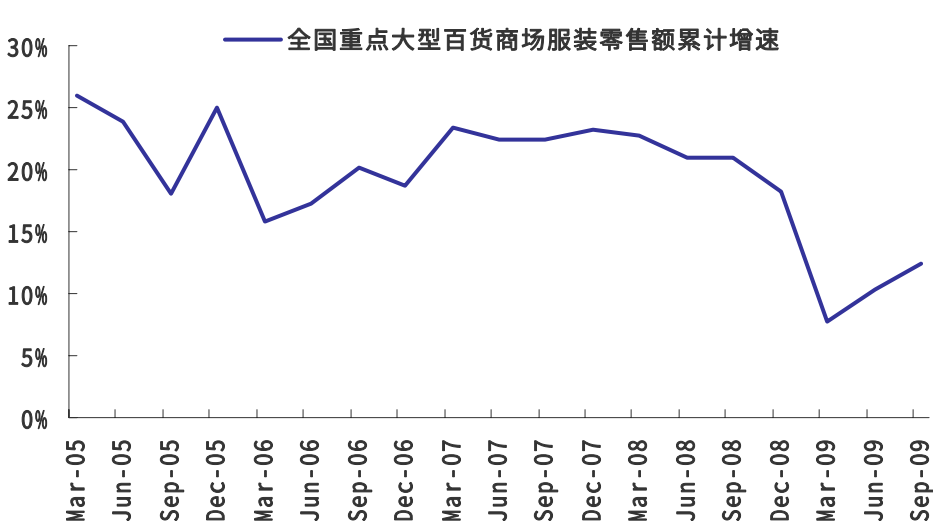
品，应与收入水平的提高而稳步增长。2008 年 4 季度至 2009 年 1 季度国内纺织服装消费的快速下滑更多的是对消费信心的冲击，这是 2 季度以来代表国内一般纺织服装消费的限额以上企业服装、鞋帽、纺织品类零售额增速快速恢复的主要原因。随着我国人均收入水平和消费支出的稳步提升，以及国家持续的消费刺激政策不退出，2010 年国内纺织服装消费仍将保持稳定增长。

图 27 国内纺织服装零售情况



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 28 国内大型百货商场服装零售情况



数据来源：全国商业信息中心，安信证券研究中心

3.2. 上市公司业绩开始改善

品牌服装作为可选消费品，在金融危机中所受的冲击相对较大，恢复的时间也较长，商场服装消费大多属于品牌服装消费，尽管 2009 年 2 季度以来，商场的消费也出现明显的回升，但是零售增速离 2008 年 20% 左右的水平还有一定的差距。

而国内上市的内销服装企业基本属于品牌服装企业，同时，由于订货会等因素的存在，上市公司业绩对零售市场的反映一般之后半年左右，因此，上市公司 2009 年下半年的业绩只是部分反映了零售市场回暖的因素。我们从表 3 可以看出，大部分上市公司自 2009 年 3 季度开始收入和利润情况才有明显的改善。

我们认为，2010 年品牌服装零售市场将高于一般服装零售市场的恢复速度，这将进一步增强品牌运营商和经销商对市场的信心，有助于加快品牌运营商外延式扩张的步伐，改善经销商的订货情况，从而提高上市公司 2010 年的业绩。

表 3 品牌服装上市公司 2009 年单季度盈利状况表

	营业总收入			净利润			毛利率		
	1Q2009	2Q2009	3Q2009	1Q2009	2Q2009	3Q2009	1Q2009	2Q2009	3Q2009
七匹狼	21.84%	-12.03%	94.60%	18.34%	-4.51%	113.86%	36.90%	40.23%	39.89%
报喜鸟	80.75%	3.02%	17.47%	63.02%	32.12%	121.86%	49.15%	49.45%	52.23%
美邦服饰	13.96%	7.54%	3.30%	9.42%	93.74%	-57.62%	44.84%	46.54%	40.40%

数据来源：WIND 资讯，安信证券研究中心

4. 维持行业“同步大市-A”投资评级

整体而言，我们对于 2010 年纺织服装行业的观点是：国内外需求的稳步恢复促使纺织服装行业开始复苏，预计 2010 年我国纺织服装出口增速在 10%—15% 左右，国内市场稳步恢复使得上市公司业绩开始改善。

观察纺织服装行业的估值情况，截至 2009 年 11 月 30 日，纺织服装板块是沪深 300 指数 PE (TTM) 估值水平的 1.78 倍，而 2000 年以来的历史平均水平为 1.35 倍，目前处于最高位。

尽管市场对 2010 年纺织服装出口和内需的恢复抱有很高的预期，但是目前整个纺织服装板块的估值偏高，因此，我们维持整个行业“同步大市-A”投资评级。在投资标的的选择上，我们遵循以下两条主线：第一是看好订单和业绩明显改善的出口类企业，重点推荐：鲁泰 A；第二是看好外延式扩张快速的品牌零售企业，重点推荐：报喜鸟。

图 29 纺织服装行业目前的 PE 估值情况



数据来源：WIND 资讯，安信证券研究中心

行业重点公司财务和估值汇总表

日期： 2009-12-04

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			ROE(%)			现价	目标价
				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E		
纺织品														
002036	宜科科技	中性-B	中性-B	0.09	0.10	0.13	90	77	59	5.1%	5.0%	7.0%	7.70	6.00
600510	黑牡丹	增持-A	增持-A	0.00	0.46	0.53	2737	27	24	0.4%	10.0%	11.0%	12.59	14.00
服装服饰														
002003	伟星股份	增持-A	增持-A	0.78	0.92	1.19	27	23	18	16.1%	16.0%	18.0%	21.26	23.00
002154	报喜鸟	增持-A	增持-A	0.67	0.88	1.14	32.3	24.5	19.0	12.3%	14.4%	16.1%	21.71	24.00
002239	金飞达	中性-A	中性-A	0.25	0.16	0.20	52	81	65	9.8%	7.0%	7.0%	12.94	7.00
002029	七匹狼	增持-A	增持-A	0.54	0.72	0.85	42	32	27	12.8%	15.0%	16.0%	22.68	22.00
002291	星期六	无-A	中性-A	0.48	0.59	0.78	52	42	32	29.9%	24.0%	24.0%	24.72	23.00

鲁泰 A:订单充足，成本锁定

评级： **增持-A**

上次评级：

目标价格： **13.00 元**

期限： 6 个月 上次预测：

现价： 11.63 元

报告日期： **2009-12-04**
市场数据

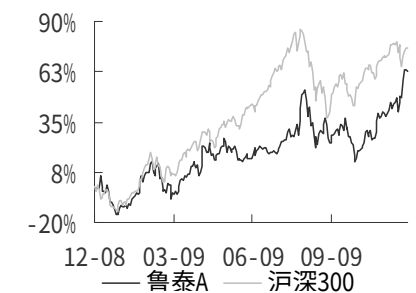
总市值(百万元)	11,570.28
流通市值(百万元)	5,267.83
总股本(百万股)	994.86
流通股本(百万股)	452.95
12 个月最高/最低	6.02/12.07 元
十大流通股东(%)	16.54%
股东户数	131,334

报告关键点：

- 产品80%以上出口，2010年受益出口复苏
- 棉花成本锁定，订单价格有提升空间
- 首次给予“增持-A”投资评级

报告摘要：

- 产品80%以上出口，2010年受益出口复苏：**公司是国内色织布龙头，目前拥有色织布产能1.3亿米，衬衫产能1500万件，产品80%以上出口海外市场。依据我们对2010年纺织服装出口增长10%—15%的判断，我们认为明年公司将受益于出口复苏。2009年4季度以来公司订单量明显增加，目前色织布订单已经接至2010年2月份，目前的接单量已超产能10%，印证了我们对于出口复苏的判断。
- 棉花成本锁定，订单价格有提升空间：**公司接单量改善的同时，订单价格也在稳步恢复，公司于2009年10月将订单价格上提5%，目前订单价格已接近2008年平均水平。公司总成本的60%左右来自于长绒棉，而国内336级长绒棉现货价格已由年初的15000元/吨上涨至12月初的21830元/吨，上涨幅度达45%。公司长绒棉采购中，30%—40%由新疆子公司供应，30%左右从新疆当地棉商处采购，30%左右从国外采购，目前公司2010年全部用棉已储备完毕，储棉均价在17000元/吨，比目前市场现货价低20%左右。目前快速上涨的棉价使得棉纺企业必将通过提高订单价格来转移成本，公司作为色织布行业龙头，有较强的提价能力，公司2010年订单价格有进一步提升的空间，而同时长绒棉成本相对固定，因此公司产品毛利率有上升的空间。
- 首次给予“增持-A”投资评级：**作为纺织服装出口复苏的受益者，2010年公司棉花成本锁定，订单价格提升将带动产品毛利率的提升，从而改善公司2010年业绩。我们预计公司2009—2011年EPS分别为0.55元、0.65元、0.68元，对应的动态PE分别为21倍、18倍和17倍，首次给予“增持-A”投资评级，6个月目标价为13元。

12 个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	14.46	10.26	(18.54)
绝对收益	18.43	26.96	62.55

研究员
赵梅玲 助理行业分析师
 021-68765110 zhaoml@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,810.7	3,921.8	4,018.0	4,631.1	5,369.4
Growth(%)	26.9%	2.9%	2.5%	15.3%	15.9%
净利润	459.7	512.9	551.2	642.2	678.0
Growth(%)	35.2%	11.6%	7.5%	16.5%	5.6%
毛利率(%)	25.9%	25.6%	27.7%	28.1%	28.0%
净利润率(%)	12.1%	13.1%	13.7%	13.9%	12.6%
每股收益(元)	0.46	0.52	0.55	0.65	0.68
每股净资产(元)	2.52	3.80	4.18	4.61	5.07
市盈率	25.2	22.6	21.0	18.0	17.1
市净率	4.6	3.1	2.8	2.5	2.3
净资产收益率(%)	19.3%	13.6%	13.5%	14.3%	13.7%
ROIC(%)	15.3%	11.7%	11.7%	13.4%	14.3%
EV/EBITDA	13.8	14.0	14.8	12.4	10.6
股息收益率	1.4%	1.6%	1.7%	1.9%	2.1%

前期研究成果

财务报表预测和估值数据汇总
单位 百万元 模型更新时间 2009-12-4

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,810.7	3,921.8	4,018.0	4,631.1	5,369.4	成长性					
减: 营业成本	2,825.0	2,917.9	2,906.5	3,329.0	3,863.6	营业收入增长率	26.9%	2.9%	2.5%	15.3%	15.9%
营业税费	2.8	3.6	3.6	4.2	4.8	营业利润增长率	34.3%	10.4%	14.1%	19.6%	16.1%
销售费用	117.3	123.7	140.6	162.1	187.9	净利润增长率	35.2%	11.6%	7.5%	16.5%	5.6%
管理费用	243.0	231.5	301.3	347.3	402.7	EBITDA 增长率	24.5%	3.7%	-7.7%	14.4%	12.2%
财务费用	109.8	39.1	20.5	17.4	13.0	EBIT 增长率	28.3%	-2.9%	10.0%	18.5%	15.2%
资产减值损失	21.1	25.4	-6.9	13.1	16.4	NOPLAT 增长率	29.0%	-6.7%	4.8%	15.5%	4.7%
加: 公允价值变动收益	6.7	-25.9	-19.2	-	-	投资资本增长率	22.0%	4.8%	0.6%	-1.7%	-1.1%
投资和汇兑收益	8.6	4.7	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	16.1%	50.9%	9.9%	10.4%	9.9%
营业利润	506.9	559.5	638.1	763.0	885.9	利润率					
加: 营业外净收支	17.4	49.2	1.0	-1.0	1.0	毛利率	25.9%	25.6%	27.7%	28.1%	28.0%
利润总额	524.3	608.6	639.1	762.0	886.9	营业利润率	13.3%	14.3%	15.9%	16.5%	16.5%
减: 所得税	40.6	93.8	76.7	106.7	195.1	净利率	12.1%	13.1%	13.7%	13.9%	12.6%
净利润	459.7	512.9	551.2	642.2	678.0	EBITDA/营业收入	23.4%	23.6%	21.3%	21.1%	20.5%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	16.2%	15.3%	16.4%	16.9%	16.7%
货币资金	330.8	1,141.1	-	71.9	581.9	运营效率					
交易性金融资产	9.4	-	-	-	-	固定资产周转天数	294	331	329	276	228
应收帐款	208.0	200.4	202.5	233.5	270.7	流动营业资本周转天数	62	69	81	83	80
应收票据	140.6	115.8	165.1	190.3	220.7	流动资产周转天数	168	217	210	149	163
预付帐款	131.9	86.7	43.1	-6.9	-64.8	应收帐款周转天数	12	12	13	12	12
存货	997.0	1,370.1	1,361.7	1,559.6	1,810.1	存货周转天数	89	114	129	120	119
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	514	595	576	451	411
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	407	445	446	385	327
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	19.3%	13.6%	13.5%	14.3%	13.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.2%	7.3%	9.8%	11.2%	10.8%
固定资产	3,488.6	3,728.7	3,616.4	3,473.5	3,313.3	ROIC	15.3%	11.7%	11.7%	13.4%	14.3%
在建工程	351.1	161.8	97.7	59.2	36.1	费用率					
无形资产	139.4	227.3	212.2	198.2	185.1	销售费用率	3.1%	3.2%	3.5%	3.5%	3.5%
其他非流动资产	72.8	60.1	64.7	63.7	63.0	管理费用率	6.4%	5.9%	7.5%	7.5%	7.5%
资产总额	5,869.6	7,091.9	5,763.5	5,843.0	6,416.0	财务费用率	2.9%	1.0%	0.5%	0.4%	0.2%
短期债务	2,128.9	1,974.3	444.1	-	-	三费/营业收入	12.3%	10.1%	11.5%	11.4%	11.2%
应付帐款	329.3	395.4	406.1	465.2	539.8	偿债能力					
应付票据	152.6	326.9	318.5	364.8	423.4	资产负债率	57.3%	46.7%	27.9%	21.5%	21.5%
其他流动负债	294.5	250.6	256.7	256.7	256.7	负债权益比	134.3%	87.6%	38.7%	27.5%	27.3%
长期借款	344.8	298.5	298.5	298.5	298.5	流动比率	0.60	0.97	1.36	2.16	2.64
其他非流动负债	13.4	12.8	12.4	12.4	12.4	速动比率	0.26	0.49	0.26	0.43	0.86
负债总额	3,364.8	3,310.9	1,609.5	1,258.5	1,377.0	利息保障倍数	5.62	15.31	32.20	44.92	69.11
少数股东权益	238.8	239.8	251.0	264.1	277.9	分红指标					
股本	844.9	994.9	994.9	994.9	994.9	DPS(元)	0.16	0.19	0.19	0.23	0.24
留存收益	1,423.8	2,549.8	2,908.1	3,325.5	3,766.2	分红比率	34.2%	36.6%	35.0%	35.0%	35.0%
股东权益	2,504.8	3,781.0	4,153.9	4,584.5	5,039.0	股息收益率	1.4%	1.6%	1.7%	1.9%	2.1%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	483.7	514.8	551.2	642.2	678.0	EPS(元)	0.46	0.52	0.55	0.65	0.68
加: 折旧和摊销	282.7	338.2	196.9	198.5	199.2	BVPS(元)	2.52	3.80	4.18	4.61	5.07
资产减值准备	21.1	25.4	-6.9	13.1	16.4	PE(X)	25.2	22.6	21.0	18.0	17.1
公允价值变动损失	-6.7	25.9	-19.2	-	-	PB(X)	4.6	3.1	2.8	2.5	2.3
财务费用	86.8	104.7	12.1	20.5	17.4	P/FCF	447.2	307.3	-12.0	40.8	15.8
投资收益	-8.6	-4.7	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	3.0	3.0	2.9	2.5	2.2
少数股东损益	24.0	1.9	11.2	13.1	13.8	EV/EBITDA	13.8	14.0	14.8	12.4	10.6
营运资金的变动	-383.9	-131.5	24.7	-124.1	-157.9	CAGR(%)	10.7%	10.4%	11.4%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	495.1	782.0	773.4	755.2	757.5	PEG	2.4	2.2	1.8	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-879.7	-416.0	-16.3	2.9	2.9	ROIC/WACC	1.6	1.2	1.2	1.4	1.5
融资活动产生现金流量	375.7	316.0	-1,695.8	-686.2	-250.3	REP	1.6	2.2	2.1	1.8	1.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

报喜鸟:公开增发促扩张

报告关键点：

- 公开增发促扩张
- 外延式扩张加快，订货会情况良好，明年业绩有保障
- 目前估值合理，下调评级至“增持-A”

报告摘要：

- 公开增发促扩张：**2009年11月24日，公司以19.80元/股的价格公开增发4008万股，共募集资金近8亿元（含发行费用）用于新开178家店铺，包括18家报喜鸟品牌形象中心店、80家报喜鸟品牌销售中心店和80家圣捷罗时尚店。本次募集资金项目建设期为18个月，相当于每年将新增65家报喜鸟品牌店和53家圣捷罗时尚店，增速分别为10%和100%左右，店铺扩张速度较往年明显加快（往年报喜鸟品牌店铺增速约为5%—8%左右）。我们看好2010年国内纺织服装零售市场的恢复，认为明年加快外延式扩张的品牌服装企业将从国内零售市场的恢复中受益，公司募集资金项目的实施适逢其时。
- 外延式扩张加快，订货会情况良好，明年业绩有保障：**公开增发募集资金项目完成后，公司店铺数量将在目前基础上增加25%左右，新增店铺平均面积在260平方米以上，因此，募集资金项目的实施不仅有助于增加店铺数量，也将提高单店面积，外延式扩张的加快将提高未来两年的收入水平，而公司2010年春夏订货会订货额同比增长20%左右，也好于同类上市公司。公司产品一直保持良好的提价能力，终端产品坚持不降价，即使在2008年4季度至2009年1季度国内品牌服装零售市场不景气的情况下，公司产品的毛利率依然稳步提升，2009年3季报显示，公司产品的综合毛利率为50.59%。我们认为公司产品毛利率有进一步提升空间，同时公司本部在2009—2011年享受15%的优惠所得税率，使得我们预计公司明年业绩增速将在30%以上。
- 目前估值合理，下调评级至“增持-A”：**在公开增发募集项目带动下，我们看好公司未来两年公司加快外延式扩张带来业绩的增长，我们预计公开增发全面摊薄后，公司2009—2011年EPS分别为0.67元、0.88元、1.14元，目前股价对应的动态PE为32.3倍、24.5倍、19.0倍，目前估值处于合理区间，因此下调公司评级至“增持-A”，6个月目标价调整为24元。

评级：
增持-A

上次评级： 买入-A

目标价格： **24.00 元**

期限： 6个月 上次预测： 20.00 元

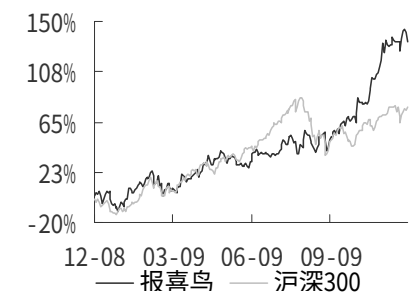
现价： 21.68 元

报告日期： **2009-12-04**

市场数据

总市值(百万元)	6,280.26
流通市值(百万元)	2,221.77
总股本(百万股)	289.68
流通股本(百万股)	102.48
12个月最高/最低	10.92/22.95 元
十大流通股东(%)	26.63%
股东户数	6,806

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	7.14	33.95	49.04
绝对收益	12.63	52.36	132.78

研究员

赵梅玲
助理行业分析师

021-68765110

zhaoml@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	468.5	937.9	1,172.6	1,480.1	1,871.8
Growth(%)	35.8%	100.2%	25.0%	26.2%	26.5%
净利润	82.9	122.9	194.7	255.9	330.0
Growth(%)	96.7%	48.2%	58.4%	31.4%	29.0%
毛利率(%)	46.8%	48.7%	49.4%	49.8%	50.2%
净利润率(%)	17.7%	13.1%	16.6%	17.3%	17.6%
每股收益(元)	0.29	0.42	0.67	0.88	1.14
每股净资产(元)	1.85	2.29	5.45	6.16	7.07
市盈率	75.7	51.1	32.3	24.5	19.0
市净率	11.7	9.5	4.0	3.5	3.1
净资产收益率(%)	15.4%	18.6%	12.3%	14.4%	16.1%
ROIC(%)	77.9%	44.0%	38.6%	37.1%	46.2%
EV/EBITDA	16.7	19.7	21.3	16.0	12.0
股息收益率	0.3%	0.2%	0.6%	0.8%	1.1%

前期研究成果

报喜鸟：业绩再超预期

2009-10-28

报喜鸟：中报增长平稳，所得税率下降增厚全年业绩

2009-08-26

报喜鸟：收购宝鸟，业绩初显

2009-04-27

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-12-4**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	468.5	937.9	1,172.6	1,480.1	1,871.8	成长性					
减: 营业成本	249.3	481.2	593.9	742.9	931.5	营业收入增长率	35.8%	100.2%	25.0%	26.2%	26.5%
营业税费	4.0	7.0	8.7	11.0	13.9	营业利润增长率	87.9%	60.4%	39.0%	32.3%	28.8%
销售费用	72.0	168.9	211.1	266.4	336.9	净利润增长率	96.7%	48.2%	58.4%	31.4%	29.0%
管理费用	38.8	106.7	129.0	162.8	205.9	EBITDA 增长率	79.0%	84.6%	23.8%	29.2%	28.0%
财务费用	-0.8	7.6	-4.8	-11.3	-13.8	EBIT 增长率	86.2%	69.0%	30.2%	30.1%	29.1%
资产减值损失	3.1	-0.7	2.3	0.8	1.3	NOPLAT 增长率	94.5%	59.1%	46.4%	29.5%	29.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	181.4%	66.9%	34.8%	3.7%	10.5%
投资和汇兑收益	2.2	-	-	-	-	净资产增长率	196.8%	23.4%	138.2%	13.0%	14.8%
营业利润	104.2	167.2	232.4	307.4	396.0	利润率					
加: 营业外净收支	-3.3	-1.3	3.0	2.0	3.0	毛利率	46.8%	48.7%	49.4%	49.8%	50.2%
利润总额	101.0	165.9	235.4	309.4	399.0	营业利润率	22.2%	17.8%	19.8%	20.8%	21.2%
减: 所得税	18.0	42.8	40.5	53.2	68.6	净利润率	17.7%	13.1%	16.6%	17.3%	17.6%
净利润	82.9	122.9	194.7	255.9	330.0	EBITDA/营业收入	23.5%	21.7%	21.5%	22.0%	22.2%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	22.1%	18.6%	19.4%	20.0%	20.4%
货币资金	288.5	196.2	893.3	1,057.8	1,230.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	63	92	118	113	104
应收帐款	85.3	140.4	186.3	235.2	297.4	流动营业资本周转天数	77	44	44	39	26
应收票据	0.2	-	0.6	0.8	1.0	流动资产周转天数	327	244	331	395	374
预付帐款	106.6	48.8	78.5	115.6	162.2	应收帐款周转天数	48	38	43	44	44
存货	109.8	293.6	318.9	359.0	425.2	存货周转天数	77	79	96	84	77
其他流动资产	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	413	385	518	572	537
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	155	152	179	165	140
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	15.2	-	-	-	-	ROE	15.4%	18.6%	12.3%	14.4%	16.1%
投资性房地产	19.6	121.2	157.5	196.9	246.2	ROA	10.7%	10.0%	9.1%	10.0%	10.9%
固定资产	137.5	343.4	423.4	503.2	577.8	ROIC	77.9%	44.0%	38.6%	37.1%	46.2%
在建工程	9.3	9.7	8.8	8.3	8.0	费用率					
无形资产	0.7	39.7	37.2	34.8	32.6	销售费用率	15.4%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
其他非流动资产	4.4	34.4	44.9	45.2	45.4	管理费用率	8.3%	11.4%	11.0%	11.0%	11.0%
资产总额	777.1	1,227.4	2,149.5	2,556.9	3,026.5	财务费用率	-0.2%	0.8%	-0.4%	-0.8%	-0.7%
短期债务	70.0	165.0	66.0	65.3	64.5	三费/营业收入	23.5%	30.2%	28.6%	28.2%	28.3%
应付帐款	80.1	123.6	162.7	203.5	204.2	偿债能力					
应付票据	28.8	42.9	56.9	71.2	89.3	资产负债率	30.9%	46.0%	26.5%	30.2%	32.3%
其他流动负债	60.5	218.2	348.2	496.2	683.4	负债权益比	44.6%	85.1%	36.1%	43.3%	47.8%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.46	1.23	2.66	2.33	2.20
其他非流动负债	-	12.9	15.0	15.0	15.0	速动比率	1.99	0.69	2.07	1.85	1.75
负债总额	239.9	564.5	570.7	773.1	978.3	利息保障倍数	-131.51	22.91	-47.70	-26.32	-27.70
少数股东权益	-	-	0.3	0.6	1.0	分红指标					
股本	96.0	192.0	289.7	289.7	289.7	DPS(元)	0.07	0.03	0.13	0.18	0.23
留存收益	441.3	470.9	1,288.9	1,493.6	1,757.5	分红比率	26.0%	7.8%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	537.3	662.9	1,578.8	1,783.8	2,048.2	股息收益率	0.3%	0.2%	0.6%	0.8%	1.1%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	82.9	123.1	194.7	255.9	330.0	EPS(元)	0.29	0.42	0.67	0.88	1.14
加: 折旧和摊销	6.9	34.6	24.0	28.9	33.8	BVPS(元)	1.85	2.29	5.45	6.16	7.07
资产减值准备	3.1	-0.7	2.3	0.8	1.3	PE(X)	75.7	51.1	32.3	24.5	19.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.7	9.5	4.0	3.5	3.1
财务费用	0.4	0.4	8.9	-4.8	-11.3	P/FCF	-91.8	325.3	-81.9	27.3	24.5
投资收益	-2.2	-	-	-	-	P/S	13.4	6.7	5.4	4.2	3.4
少数股东损益	-	0.2	0.3	0.3	0.4	EV/EBITDA	16.7	19.7	21.3	16.0	12.0
营运资金的变动	-19.6	7.6	76.3	76.0	29.4	CAGR(%)	45.6%	39.0%	24.9%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	71.5	172.1	292.8	350.6	381.1	PEG	1.7	1.3	1.3	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-201.5	-283.3	-106.1	-106.1	-106.1	ROIC/WACC	7.8	4.4	3.9	3.7	4.7
融资活动产生现金流量	313.0	-8.4	626.7	-40.6	-52.9	REP	0.8	1.8	2.1	2.0	1.4

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

南方

021-68765206

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

李瑾

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

lijin@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

张勤

021-68763879

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

上海

上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 2008 室

邮编: 200120

电话: 021-68801200

北京

北京市西城区金融大街 28 号院盈泰中心二号楼三层

邮编: 100032

电话: 010-66578819

深圳

深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 35 层

邮编: 518026

电话: 0755-82825555