



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

业绩预览

研究报告

2010 年 3 月 15 日

纺织服装

研究部

郭海燕

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010008

guohy@cicc.com.cn

黄芳

联系人

huangf@cicc.com.cn

纺织服装行业 2009 业绩预览

子行业格局大不同

2009 年业绩预测:

纺织服装行业 2009 年保持较高增速。我们重点跟踪的公司中, 2009 年经营性业绩

- 1) **增长达到 30% 以上的公司有:** 中国利郎 (84%), 申洲国际 (66%), 李宁 (30%), 魏桥纺织 (由于去年收购的热电厂并表效应净利润增长 39%, 实际主营业务利润下降 20% 以上);
- 2) **增长 20~30% 的公司有:** 七匹狼 (25%), 百丽 (22%), 中国动向 (经常性净利润增长 20%);
- 3) **增长 10~20% 的公司有:** 雅戈尔 (纺织+地产业务增长 15%, 包含股权收益净利润增长 80% 以上), 宝姿 (13%);
- 4) **略有增长的是:** 鲁泰 A (5%), 华润创业 (经常性净利润增长 4%)。

近期投资策略及建议:

- **男装行业**是所有子行业中增速最快的板块, 2009 年中国利郎净利润可增长 80% 以上, 七匹狼增速也达到 25%, 2010 年仍可保持 30% 以上增速。男装行业的特点是市场很大品牌尚小, 行业竞争远没有运动板块激烈, 业内品牌仍然处于高速发展阶段。**七匹狼和中国利郎分别是我们 A 股和港股的首选**, 主打二三线市场中档商务休闲男装, 具有良好的品牌知名度和美誉度, 性价比高, 当前门店数量只有 2~3000 家, 有很大上升空间。**中国利郎** 2009 年达到近 20% 同店增长, 是同业上市公司中内生增长最快的品牌, 未来在内生增长与外延扩张双驱动下有望保持 35% 快速成长, 优于其他品牌。
- **运动行业** 2009 年下半年业绩增速放缓, 经常性利润增速由上半年的 40% 下降至下半年 15~20%, 预计 2010 年业绩增速将前低后高, 全年增速与 09 年大抵类似, 20~30%。**李宁** 前几年费用率打到最高, 净利率提升空间较大, 全年业绩增长可达 30%; **中国动向** 由于有效税率提高, 净利润增速在 20% 左右, 高分红可能成为年报亮点 (派息比率高于 08 年 60% 水平)。2009 年下半年增速下滑早在半年前订货会已有体现, 主要由于 2008 年奥运期间销售高基数及渠道库存过多造成。自 2009 年四季度开始, 运动品牌同店增长有所恢复, 但仍徘徊于低单位数水平。**行业竞争加剧和门店饱和问题导致所有运动品牌压力很大, 即使是好公司短期之内也难以业绩爆发脱颖而出。长期投资者仍可逢低吸纳行业龙头 (如李宁, 中国动向), 待行业大浪淘沙之后有望获取超额收益。宝胜国际** 2010 年业绩由负转正, 业绩惊喜估值提升成为较好投资机会。经过 08~09 年磨砺, 公司开始内部整顿, 集中采购、中央决策将带来竞争力的显著提升。作为 Adidas, Nike, 李宁, Kappa 等品牌在国内最大分销商之一, 公司具有丰富渠道资源和宝贵零售经验, 在行业整合过程中提升议价能力, 改善利润率水平, 与运动领先品牌共同成长。
- **女鞋行业** 随经济复苏下半年业绩增速好于上半年, 全年增长 10~20%。**百丽国际** 一支独秀, 旗下六大品牌占据国内主要零售渠道 1/4 市场份额, 在子行业年增长 10% 的情况下保持 20% 的业绩增速实属难得。百丽作为港股消费品最大市值公司, 一直享有流动性溢价, 投资者可享受估值平移带来的较为稳定的投资回报。**星期六** 是 A 股唯一女鞋品牌, 基本面扎实, 业绩增速 10%, 符合行业平均水平, 但估值偏贵, 短期股价上涨动力不足。
- **上游纺织服装制造业** 在全球经济危机中, 个体公司差异巨大。**申洲国际** 保持订单饱满, 市场份额大大提升, 业绩增长 60% 以上; **鲁泰 A** 09 年经营状况逐季好转, 净利润增速由上半年 -20% 扭转至全年 +5%; **魏桥纺织** 产品附加值低竞争力较弱, 主营业务大幅萎缩 20% 以上。今年整体行业处于复苏之中, 我们对行业保持谨慎态度, 上市公司经营分化继续。原材料涨价、劳工成本上升和人民币升值将对弱势企业造成严重打击。我们看好技术优势、产品优势强的公司, 在我国纺织业由粗放型向技术型转型的过程中可保持持续增长。推荐**申洲国际、鲁泰 A**。

图表 1：重点追踪公司 2009 业绩预览

公司	代码	年报公布日期	CICC 预测				市场预测				CICC v.s 市场预测	
			2009收入	2008收入	%	2009EPS	2008EPS	%	2009收入	2009EPS	2009收入	2009EPS
李宁	2331.HK	3/17/2010	8,473	6,690	27%	0.89	0.70	28%	8,302	0.88	2%	2%
中国动向	3818.HK	3/24/2010	4,039	3,322	22%	0.26	0.24	7%	4,032	0.26	0%	1%
百丽	1880.HK	3/24/2010	20,077	17,856	12%	0.29	0.24	22%	20,016	0.29	0%	1%
中国利郎	1234.HK	3/22/2010	1,541	1,136	36%	0.23	0.12	84%	1,567	0.23	-2%	0%
宝姿	589.HK	3/30/2010	1,615	1,489	9%	0.85	0.75	13%	1,632	0.83	-1%	2%
魏桥纺织	2698.HK	3/29/2010	11,976	16,453	-27%	0.69	0.50	39%	11,976	0.69	0%	1%
申洲国际	2313.HK	3/27/2010	6,080	4,823	26%	0.93	0.56	66%	5,655	0.82	8%	13%
华润创业	291.HK	3/31/2010	72,684	64,628	12%	0.78	0.75	4%	71,113	n.a.	2%	n.a.
七匹狼	002029.CH	4/16/2010	1,987	1,653	20%	0.68	0.54	25%	1,972	0.69	1%	-2%
雅戈尔	600177.CH	3/22/2010	12,751	10,780	18%	0.65	0.57	15%	12,274	n.a.	4%	n.a.
鲁泰	000726.CH	3/18/2010	4,071	3,921	4%	0.54	0.60	-10%	4,049	0.55	1%	-1%

资料来源：公司数据，彭博资讯，Wind，中金公司研究部 注：雅戈尔每股收益为纺织加房地产部分

图表 2：上下半年业绩拆分

公司	代码	收入(百万元)								EPS								2010P/E
		1H09	%	2H09	%	2009	%	2010	%	1H09	%	2H09	%	2009	%	2010	%	
李宁	2331.HK	4,052	32%	4,422	22%	8,473	27%	10,256	21%	0.45	42%	0.44	17%	0.89	30%	1.16	30%	19.6
中国动向	3818.HK	1,868	34%	2,170	13%	4,039	22%	4,851	20%	0.13	10%	0.13	5%	0.26	7%	0.31	18%	15.4
百丽	1880.HK	9,310	13%	10,767	12%	20,077	12%	23,238	16%	0.13	15%	0.16	29%	0.29	22%	0.36	23%	22.4
中国利郎	1234.HK	600	24%	941	44%	1,541	36%	2,087	35%	0.10	25%	0.13	39%	0.23	84%	0.31	35%	16.8
宝姿	589.HK	731	6%	884	11%	1,615	9%	1,810	12%	0.37	13%	0.47	13%	0.85	13%	0.96	13%	18.3
魏桥纺织	2698.HK	6,380	-28%	5,596	-26%	11,976	-27%	12,601	5%	0.33	45%	0.36	34%	0.69	39%	0.65	-6%	7.3
申洲国际	2313.HK	2,756	31%	3,324	22%	6,080	26%	7,568	24%	0.46	118%	0.47	35%	0.93	66%	1.13	21%	8.4
华润创业	291.HK	35,047	10%	37,637	15%	72,684	12%	93,277	28%	0.40	-5%	0.38	17%	0.78	4%	0.83	6%	34.8
宝胜国际	3813.HK	534	27%	608.4	13%	1,142	19%	1,426	25%	0.00	-93%	0.00	0%	0.00	-105%	0.01	1523%	13.7
七匹狼	002029.CH	880	4%	1,108	37%	1,987	20%	2,198	11%	0.33	11%	0.34	43%	0.68	25%	0.88	31%	27.6
雅戈尔	600177.CH	5,747	5%	7,004	31%	12,751	18%	14,348	13%	0.25	-29%	0.40	89%	0.65	15%	0.75	16%	19.5
鲁泰	000726.CH	1,842	-1%	2,228	8%	4,071	4%	4,489	10%	0.26	-32%	0.27	30%	0.54	-10%	0.63	16%	17.4
报喜鸟	002154.CH	392	35%	705	9%	1,096	17%	1,323	21%	0.21	-22%	0.55	145%	0.76	55%	0.82	8%	24.4
富安娜	002327.CH	323	n.a.	469	n.a.	792	16%	1,042	32%	0.44	n.a.	0.67	-21%	1.11	30%	1.08	-3%	33.8
罗莱	002293.CH	408	7%	737	37%	1,145	24%	1,299	13%	0.48	0%	0.86	46%	1.34	25%	1.41	5%	30.0
美邦	002269.CH	1,822	11%	3,413	20%	5,236	17%	6,318	21%	0.23	-24%	0.37	12%	0.60	-5%	0.72	20%	32.3
星期六	002291.CH	426	n.a.	453	n.a.	880	14%	1,160	32%	0.33	n.a.	0.31	-52%	0.64	0%	0.67	5%	32.8

资料来源：公司数据，中金公司研究部 注：宝胜国际货币为美元，华润创业为港币，其余均为人民币

图表 3: 运动服运营表现

		李宁	中国动向	安踏	特步	361度	匹克	百丽 鞋类	运动
08年末销售规模	收入 (百万元)	6,690	3,322	4,627	2,867	3,447	2042.04	9,664	8,192
	净利润 (百万元)	721	1,368	895	508	632	376	2010	
09上半年业绩	收入 (百万元)	4,052	1,868	2,817	1,677	-	1357.26	5,316	3,994
	净利润 (百万元)	473	722	608	306	-	267	1136	
	毛利率	47.8%	62.2%	41.5%	38.6%	34.6%	38.1%	64.5%	36.3%
	经营利润率	16.9%	45.5%	24.2%	19.8%	21.4%	22.0%	20.6%	5.5%
	净利润率	11.7%	38.6%	21.6%	18.3%	18.3%	19.7%	12.2%	
	营销费用率	15.4%	5.8%	11.2%	11.6%	9~10%	~10%	-	
	有效税率	25.4%	20.1%	14.3%	7.4%	12.7%	10.2%	11.6%	
门店数量	2008年6月底	5,853	2,487	5,193	4,733	4,632	-	5,198	2,956
	2008年12月底	6,245	2,808	5,667	5,056	-	5,179	6,050	3,119
	2009年6月底	6,809	3,315	6,129	5,405	6,055	5,677	6,331	2,773
	2009年12月底	7100(E)	3,511	6,591	>6000	6,559	-	6,750	2,862
同店增长	1Q 09	-	6%	-	-	-	-	8%	-6%
	2Q 09	-	2%	-	-	-	-	6%	-8%
	1H 09	0%	4%	高单位数	5%	23%	双位数	7%	-7%
	3Q 09	-8.2%	-11%	中单位数	-	15~18%	17%	9%	-13%
	4Q 09	3.8%	1%	高单位数	高单位数	17%	-	10.0%	3%
折扣率	1H 09	82%	85%	80%	80%	85%	-	-	-
	3Q 09	78%	82%	80%	-	-	-	-	-
	4Q 09	-	83%	-	-	-	-	-	-
订单增速	1Q 09	37.0%	> 30%	40%~45%	40.0%	-	-	-	-
	2Q 09	31.6%	31.0%	30.0%	30.0%	-	-	-	-
	3Q 09	12.7%	8.0%	5~10%	10.0%	-	-	-	-
	4Q 09	14.5%	21.0%	20~25%	16.0%	-	-	-	-
	2009	~25%	20~25%	~25%	~20%	-	-	-	-
	1Q 10	11.6%	15.8%	18.0%	21.9%	30.0%	-	-	-
	2Q 10	15.4%	22.0%	16.0%	20.0%	30.0%	35.0%	-	-
	3Q 10	-	-	18.0%	23.0%	23.0%	34.0%	-	-

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 4: 2009 出口企业排名

排名	企业名称	出口金额 (百万美元)	同比
1	申洲国际(2313.HK)	680.73	26.9%
2	魏桥纺织(2698.HK)	554.96	-27.9%
3	德永佳集团(321.HK)	531.26	6.9%
4	广东溢达纺织有限公司	438.41	1.9%
5	广东省中山丝绸进出口集团有限公司	425.34	-17.7%
6	青岛即发进出口有限公司	392.33	18.4%
7	昌吉德鲁克经贸有限责任公司	376.76	65.8%
8	珲春中俄互市贸易服务有限公司	315.23	44.9%
9	4423945020	300.9	-
10	鲁泰A(000726.CH)	297.46	1.2%

资料来源: 第一纺织网, 中金公司研究部

图表 5：中国动向税率和一次性收益对业绩影响调整

(百万人民币)	1H08A	1H09A	(+/-)	2H08A	2H09E	(+/-)	2008A	2009E	(+/-)
销售收入	1,399	1,868	33.5%	1,923	2,170	12.9%	3,322	4,039	21.6%
毛利	855	1,163	36.0%	1,089	1,256	15.4%	1,944	2,419	24.5%
营业利润	612	850	38.8%	719	833	15.9%	1,331	1,683	26.4%
税前利润	816	904	10.7%	800	919	15.0%	1,616	1,823	12.8%
税前经营性利润	670	904	34.8%	800	919	15.0%	1,470	1,823	24.0%
净利润	657	722	9.9%	711	743	4.6%	1,368	1,465	7.2%
经营性净利润	511	722	41.3%	711	743	4.6%	1,222	1,465	20.0%
每股收益 (人民币)	0.12	0.13	9.9%	0.12	0.13	4.6%	0.24	0.26	7.2%
毛利率	61.1%	62.2%	1.1%	56.6%	57.9%	1.3%	58.5%	59.9%	1.4%
营业利润率	43.7%	45.5%	1.7%	37.4%	38.4%	1.0%	40.1%	41.7%	1.6%
净利润率	36.5%	38.6%	2.1%	37.0%	34.3%	-2.7%	36.8%	36.3%	-0.5%
实际有效税率	19.5%	20.1%	0.6%	11.1%	19.1%	8.0%	15.4%	19.6%	4.2%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 6：魏桥纺织业绩拆分

(百万人民币)	2007A	2008A	2009E	2010E
销售收入	18,590	16,453	11,976	12,601
核心业务营业利润	2,195	953	704	809
销售电力及蒸汽收益	43	305	976	800
汇兑差额	226	158	-	-
拨回未动用福利拨备	534	-	-	-
息税前利润	2,999	1,417	1,680	1,608
财务费用	-726	-697	-559	-559
税前利润	2,263	721	1,121	1,049
所得税	-395	-125	-291	-273
净利润	1,868	596	829	776
核心业务营业利润率	11.8%	5.8%	5.9%	6.4%
实际有效税率	17.4%	17.3%	26.0%	26.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 7: 可比公司估值

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			09年底-11年底 净利润CAGR	PEG
					2009E	YoY	2010E	YoY	2011E	YoY	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E		
服装纺织																		
运动	2331.HK	李宁	26.50	27,762	934	29.6%	1,216	30.1%	1,482	21.9%	1.01	1.35	1.72	26.1	19.6	15.4	25.9%	0.76
	3818.HK	中国动向	5.48	31,052	1,465	7.2%	1,729	18.0%	2,047	18.4%	0.29	0.35	0.44	18.6	15.4	12.4	18.2%	0.85
	2020.HK	安踏	11.80	29,407	1,251	39.8%	1,420	13.5%	1,715	20.8%	0.57	0.66	0.84	20.7	17.8	14.1	17.1%	1.04
	1368.HK	特步	5.29	11,499	616	21.2%	749	21.5%	909	21.4%	0.32	0.40	0.51	16.4	13.2	10.4	21.5%	0.62
	1361.HK	361度	6.08	12,558	830	31.3%	1,070	28.9%	1,197	11.9%	0.46	0.60	0.71	13.3	10.1	8.6	20.1%	0.50
	1968.HK	匹克	5.24	10,993	606	61.2%	785	29.5%	1,032	31.5%	0.33	0.43	0.60	16.0	12.0	8.7	30.5%	0.40
	3813.HK	宝胜国际	1.39	5,964	-29	-105.3%	437	1525.1%	593	35.8%	-0.01	0.10	0.14	n.a.	13.7	10.1	n.a.	n.a.
鞋类	1880.HK	百丽	9.30	78,438	2,452	22.0%	3,008	22.7%	3,584	19.1%	0.33	0.41	0.52	28.1	22.4	17.9	20.9%	1.07
	210.HK	达芙妮	6.43	10,532	590	19.6%	708	20.0%	870	23.0%	0.36	0.43	0.53	17.9	14.9	12.1	21.5%	0.69
	1836.HK	九兴控股	15.24	12,106	862	-11.0%	969	12.4%	1,108	14.4%	1.09	1.22	1.40	14.0	12.5	10.9	13.4%	0.93
	002291.CH	星期六	22.15	4,762	114	10.6%	145	27.5%	186	28.0%	0.64	0.67	0.86	34.6	32.8	25.6	27.7%	1.18
男装	1234.HK	利郎	6.00	7,200	283	83.8%	382	35.0%	511	33.8%	0.26	0.36	0.50	23.2	16.8	12.0	34.4%	0.49
	891.HK	利邦	4.76	7,493	154	56.7%	228	48.2%	293	28.7%	0.11	0.17	0.23	42.9	28.3	21.0	38.1%	0.74
	002029.CH	七匹狼	24.36	6,891	191	25.1%	250	30.6%	302	20.7%	0.68	0.88	1.07	36.0	27.6	22.8	25.6%	1.08
	600177.CH	雅戈尔	14.70	32,731	2,872	81.4%	3,104	8.1%	3,357	8.2%	1.29	1.39	1.51	11.4	10.5	9.7	8.1%	1.30
	600177.CH	雅戈尔(经营性)	14.70	32,731	1,447	14.7%	1,679	16.0%	1,932	15.1%	0.65	0.75	0.87	22.6	19.5	16.9	15.6%	1.25
	002154.CH	报喜鸟	20.03	5,802	190	54.7%	238	25.0%	299	26.0%	0.76	0.82	1.03	26.4	24.4	19.4	25.5%	0.96
女装	589.HK	宝姿	20.25	11,445	475	12.8%	538	13.1%	611	13.7%	0.96	1.11	1.32	21.2	18.3	15.3	13.4%	1.37
	330.HK	思捷环球	57.40	73,411	4,933	4.0%	5,859	18.8%	7,013	19.7%	3.86	4.58	5.48	14.9	12.5	10.5	19.2%	0.65
休闲装	002269.CH	美邦服饰	23.27	23,386	603	2.6%	724	20.0%	883	22.0%	0.60	0.72	0.88	38.8	32.3	26.5	21.0%	1.54
羽绒服	3998.HK	波司登	1.64	12,747	908	21.4%	966	6.4%	1,080	11.8%	0.13	0.14	0.17	12.3	11.3	9.7	9.0%	1.25
家纺	002293.CH	罗莱家纺	42.41	5,953	152	35.2%	198	30.0%	260	31.0%	1.34	1.41	1.85	31.6	30.0	22.9	30.5%	0.98
	002327.CH	富安娜	36.38	3,747	85	29.8%	111	30.0%	135	22.0%	1.11	1.08	1.31	32.8	33.8	27.7	25.9%	1.30
纺织	2698.HK	魏桥纺织	5.53	6,605	829	39.1%	776	-6.4%	864	11.3%	0.79	0.76	0.88	7.0	7.3	6.3	2.1%	3.50
	2313.HK	中洲国际	11.02	13,720	1,162	66.2%	1,406	21.0%	1,755	24.8%	1.06	1.31	1.72	10.4	8.4	6.4	22.9%	0.37
	321.HK	德永佳	7.66	10,221	986	14.6%	1,138	15.4%	1,303	14.5%	0.74	0.85	0.98	10.4	9.0	7.8	15.0%	0.60
	551.HK	裕元集团	24.35	40,151	3,602	-4.5%	3,622	0.6%	3,951	9.1%	2.18	2.20	2.40	11.1	11.1	10.2	4.7%	2.34
	000726.CH	鲁泰A	10.89	9,204	537	4.7%	622	15.8%	715	15.0%	0.54	0.63	0.72	20.2	17.4	15.2	15.4%	1.13
	002003.CH	伟星股份	20.99	4,296	175	11.9%	238	36.0%	321	34.9%	0.87	1.16	1.57	24.1	18.0	13.4	35.4%	0.51
	600439.CH	瑞贝卡	11.81	7,281	124	-43.7%	254	105.0%	341	34.0%	0.20	0.41	0.55	58.7	28.6	21.4	65.7%	0.44

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，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、发表或引用。