

李冰山

86755-33367885

Charles.li@firstshanghai.com.hk

本報告將嘗試回答兩個問題：其一，中國服裝及鞋類消費的總體狀況是怎樣的？其二，我們是如何看待香港服裝及鞋類上市公司的？

對於第一個問題的回答我們已經略去關於人口狀況、城市化率、GDP 增長率、人均消費水平及物價水平等影響服裝及鞋類消費的宏觀因素，我們將側重在年齡結構、收入結構、性別及消費慣性等方面的分析。我們發現服裝和鞋類消費的一些**趨勢**：

- 衣著消費呈穩定增長態勢。
- 服裝消費占衣著消費比例上升。
- 休閒、運動服以及中高檔女裝成爲市場的焦點。
- 中高收入人群是消費的主力軍。
- 衣著消費尤其是鞋類消費具有極強的消費慣性。

對於第二個問題，我們考察了各個上市公司的品牌戰略、綜合商業模式、經營表現及估值等各個方面，我們更傾向於**選擇**：

那些有好的品牌策略、準確定位的商業模式以及財務表現優異的公司，我們在公司選擇的時候並未過多的考慮估值高低，因我們認爲好的企業而非估值低的企業方可真正的跨越時間的門檻。當然，對於估值的考慮往往會有助於我們發現錯誤定價的公司。

李寧（2331）和寶姿（0589）目前仍是我們香港服裝和鞋類上市公司的**首選**。

匯率：港元=1.03 人民幣

報告中的股票現價均以 06 年 8 月 11 日收盤價格爲准

目錄

摘要.....	錯誤! 尚未定義書籤。
趋势：侧重结构分析.....	4
衣着零售总额呈稳定增长态势.....	錯誤! 尚未定義書籤。
服装消费占衣着消费比例上升.....	錯誤! 尚未定義書籤。
休闲、运动服及中高档女装成为市场焦点.....	錯誤! 尚未定義書籤。
中高收入人群依然是消费主力军.....	6
消费惯性可能是决定消费支出的关键因素.....	錯誤! 尚未定義書籤。
一个比较：美国衣着消费状况.....	8
选择：综合诊断.....	10
单品牌VS多品牌.....	錯誤! 尚未定義書籤。
综合商业模式.....	錯誤! 尚未定義書籤。
财务表现.....	錯誤! 尚未定義書籤。
估值九字方格.....	錯誤! 尚未定義書籤。
在趋势中选择.....	錯誤! 尚未定義書籤。
首选：李宁（2331）及宝姿（0589）.....	15
成功的消费期望管理.....	錯誤! 尚未定義書籤。
品牌定位与衣着消费潮流吻合.....	錯誤! 尚未定義書籤。
均树立了经营门槛.....	錯誤! 尚未定義書籤。
典型的成长股.....	錯誤! 尚未定義書籤。
附录 1：李宁（2331）和宝姿（0589）评级变动.....	17
附录 2：Panel 检验结果.....	18

摘要

趨勢：側重結構分析

- 衣著消費呈穩定增長態勢。
- 服裝消費占衣著消費比例上升。
- 休閒、運動服以及中高檔女裝成爲市場的焦點。
- 中高收入人群是消費的主力軍。
- 衣著消費尤其是鞋類消費具有極強的消費慣性。

選擇：綜合診斷

- 品牌定位。
- 綜合商業模式。
- 財務表現。
- 估值九字方格。
- 李寧（2331）、寶姿（0589）、永恩（0210）、IT（0999）爲優先選擇物件。

首選：李寧（2331）及寶姿（0589）

- 李寧（2331）和寶姿（0589）目前是我們的首選。

圖表 1：香港服裝、鞋類上市公司

	代碼	52周升幅 (%)	市值 (億元)	05 P/E (倍)	05 P/S (倍)	05 P/B (倍)
利信达	0738	33.9	9	10.2	1.3	1.9
永恩	0210	71.6	71	27.8	2.7	9.5
寶姿	0589	51.4	59	36.0	7.0	7.8
思捷	0330	(0.2)	709	18.9	3.0	10.1
金利來	0533	(14.4)	9	6.9	1.5	0.6
佐丹奴	0709	(15.5)	70	16.3	1.6	3.3
堡獅龍	0592	(65.6)	9	8.2	0.4	1.5
旭日	0393	4.2	40	13.6	1.0	2.4
鱈魚恤	0122	(7.1)	3	1.2	0.8	0.7
李寧	2331	109.8	79	41.8	3.2	6.8
包浩思	0483	2.8	37	7.4	0.8	2.6
IT	0999	(28.5)	15	11.9	1.1	1.9
YGM	0375	(33.0)	11	6.5	1.0	1.5
JOYCE	0647	(44.3)	6	8.6	0.8	1.5
联洲国际	0048	59.9	37	15.7	1.0	2.1
平均	不可用	8.3	77.6	15.4	1.8	3.6

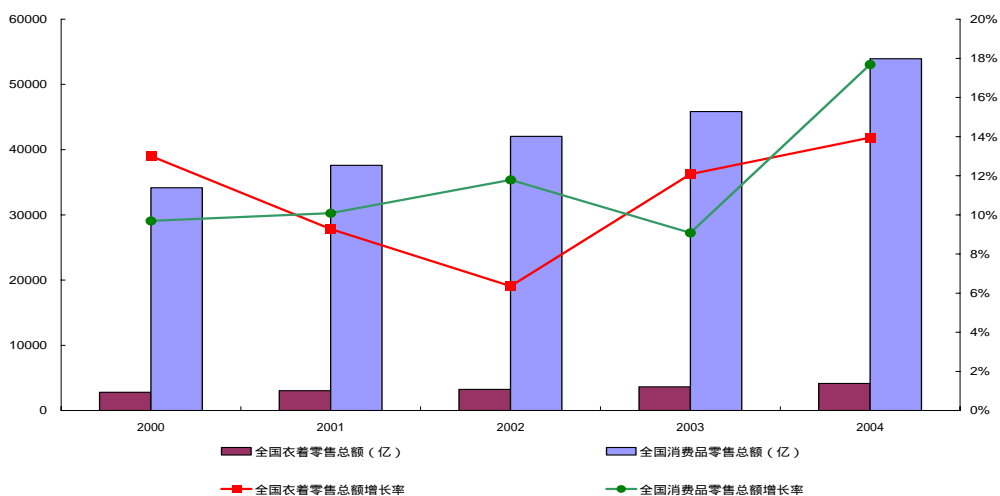
資料來源：彭博

趨勢：側重結構分析

衣著零售總額呈穩定增長態勢

國家統計局資料表明，中國的社會消費品零售總額 2000-2004 年的複合增長率達到 12.1%。同期衣著零售總額年均複合增長率為 10.3%。雖然衣著零售總額增長率較社會消費品零售總額增長率為低，但是仍呈穩定增長態勢。

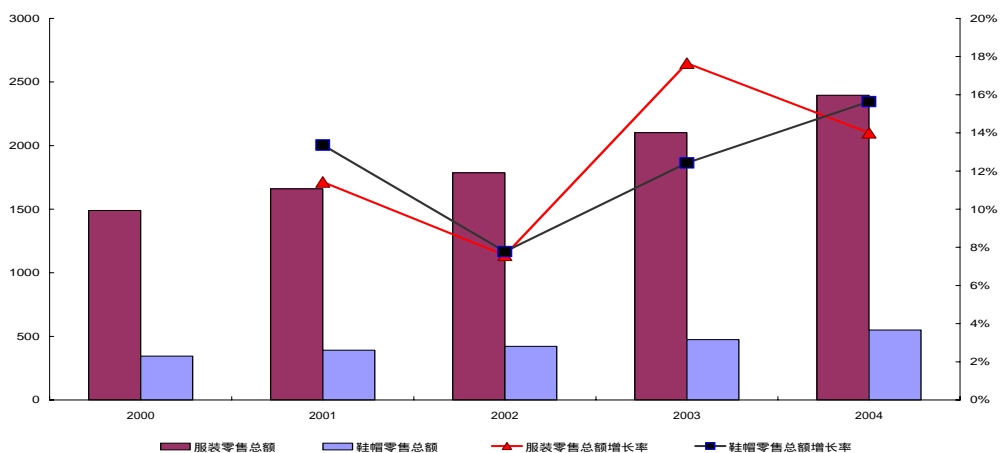
圖表 2：2000—2004 年全國消費品零售總額及衣著零售總額表現



資料來源：中國國家統計局

衣著中服裝和鞋類消費增長率在個別年份上互有差異，但總體趨勢一致。

圖表 3：服裝以及鞋類產品全國零售總額

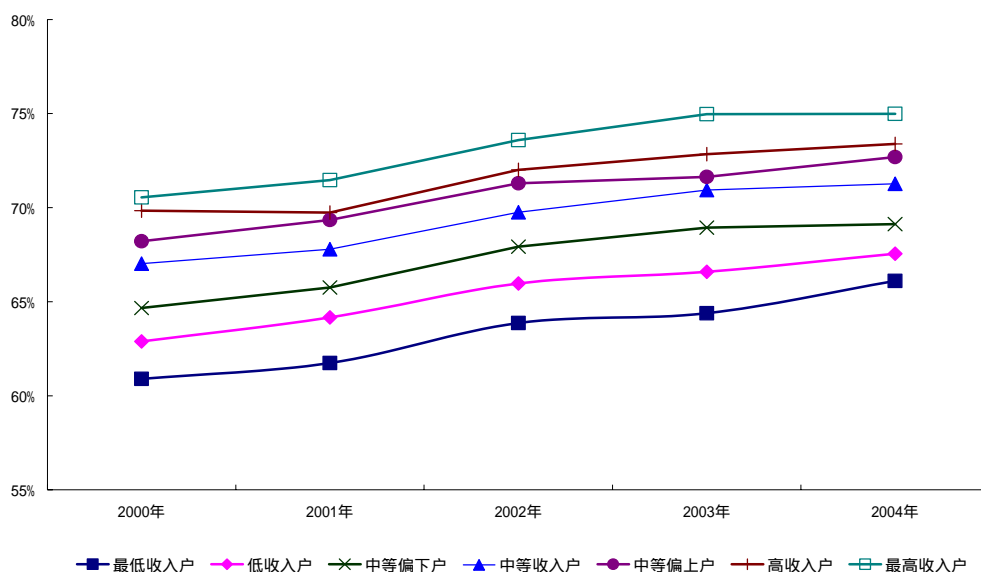


資料來源：中國國家統計局

服裝消費占衣著消費比例上升

根據對中國不同收入結構人群消費的分析，我們發現高收入人群服裝消費比例是高於低收入結構人群的消費比例。並且隨著居民收入上升，服裝消費占總體衣著消費比例上升。國家統計局資料顯示，服裝消費占衣著消費比例由2000年的67.4%上升到2004年的71.9%。

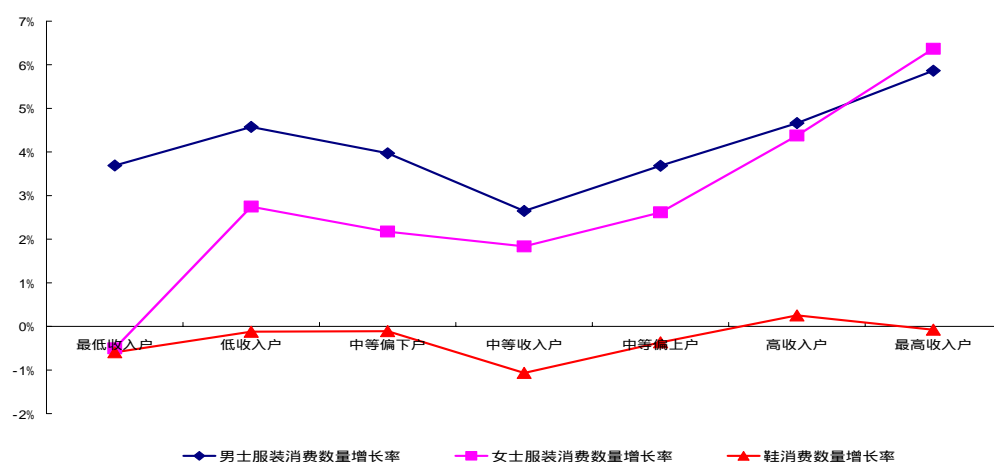
圖表 4：居民消費中服裝消費占衣著消費比例



資料來源：中國國家統計局

另外，從2000-2004年年均衣著產品消費數量複合增長率來看，服裝消費量的增長率明顯較鞋類消費量增長率高。

圖表 5：2000—2004 年居民衣著產品消費數量年均複合增長率



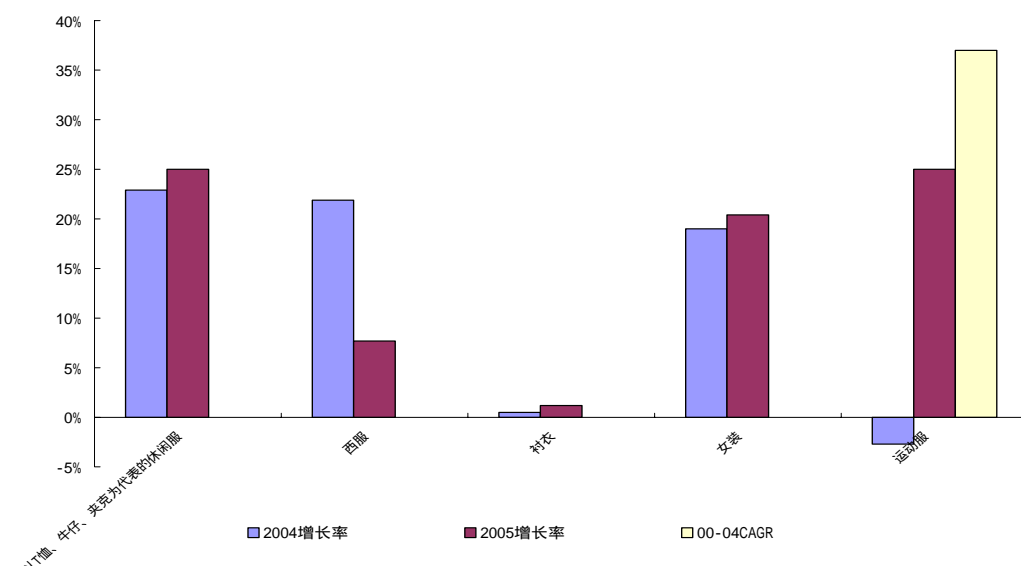
資料來源：中國國家統計局、中國經濟貿易年鑒

休閒、運動服及中高檔女裝成爲市場焦點

從功能角度看，我們發現職業裝的消費增長率呈明顯放緩態勢，但休閒服（T恤，牛仔，夾克等）和運動服的消費增速較快，休閒服 04、05 連續兩年的銷售增長率都超過 20%，運動服銷售 00-04 年年均複合增長率高達 37%，05 年銷量增長達 25%。襯衣的銷售 04、05 年均低於 2%。西服 05 年銷售增長率較 04 年大幅下降，僅爲 7.7%。據《中國服飾報》公佈的資料，2005 年，T 恤衫、牛仔服、夾克衫三類休閒服裝占服裝類商品的比重僅爲 7.5%，而全球的休閒服消費比例在 2000 年已達到 36%，因此，我們相信休閒服在未來依舊有較大增長空間。

另外，女裝銷售增長率表現亦很出色，連續兩年的銷售增長率在 20% 左右，同時，根據圖 4 可以看出高收入人群的女裝消費數量增長率遠遠高於低收入人群，據此推測，中高檔女裝是女裝增長的拉動點。

圖表 6：各類服裝產品 04、05 年銷售總量增長率

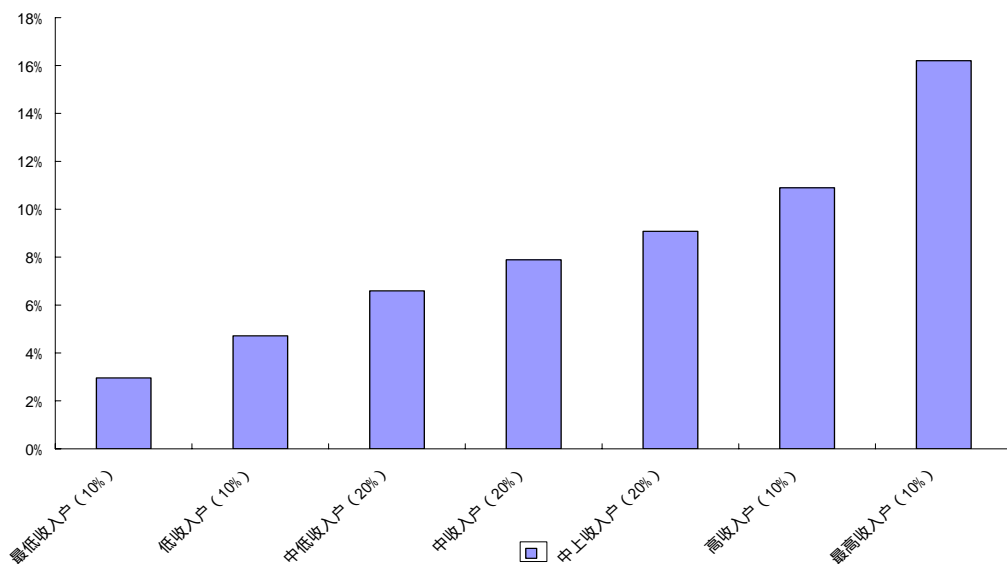


資料來源：中國經濟貿易年鑒、中國服飾報、ATK

中高收入人群依然是消費主力軍

我們發現高收入人群的消費支出增長速度遠遠快於低收入人群。最高收入人群 2000 — 2004 年的消費性支出複合增長率超過 16%，而最低收入人群同期的複合增長率不到 3%。

圖表 7：2000—2004 年中國各收入階層消費性支出複合增長率

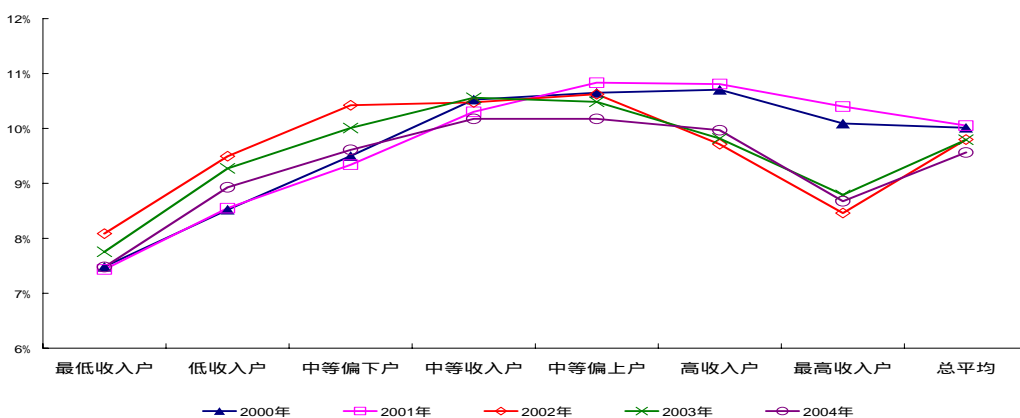


資料來源：中國國家統計局、中國經濟貿易年鑒

注：按照國家統計局等權威機構的普遍做法，將全社會人口按照比例進行收入區分，最低收入人群、低收入人群、高收入人群、最高收入人群各占人口比例為 10%，而中低收入、中等收入、中高收入人群則占人口比例各 20%。

另外，中等收入人群以及中等偏上收入人群的衣著支出占到總支出的比例最大，該等比例普遍在 10% 左右；而低收入人群的衣著支出比例最低，不足 8%；而最高收入人群的衣著支出比例介於兩者之間。可見，中等及以上收入人群依然是衣著消費的主力軍。

圖表 8：各收入階層人群衣著支出比例



資料來源：中國國家統計局、中國經濟貿易年鑒

消費慣性可能是決定消費支出的關鍵因素

我們在分析中發現一個現象，一是鞋類消費的支出比例是下降的，二是鞋的消費數量變化不大，有些時候甚至出現負增長。

通過對全國 31 個省市的五年資料進行 panel 回歸，我們發現衣著的消費有著比較明顯的消費慣性（即本期的消費對上一期的消費行為具有明顯的依賴），而鞋類產品消費慣性更加明顯。

回歸結果如下：

服裝消費慣性： $Y=0.035963GZ+0.009312QT+0.169437 Y1+ C$

鞋的消費慣性： $Y=0.001514GZ+0.998520 Y1-2.898559$

對於服裝：Y 表示本期服裝消費支出，GZ 表示本期工資，QT 表示本期其他收入，Y1 表示上期服裝消費支出，C 表示消費基數，其具體數值由地區決定，如表 9 所示；對於鞋：Y 表示本期鞋的消費支出，GZ 表示本期工資，Y1 表示上期鞋的消費支出，末項表示消費基數。

圖表 9：服裝產品消費慣性中固定支出 C 的具體數值

北京	136.0819	黑龍江	116.8982	湖北	174.4936	雲南	146.9038
天津	71.96221	江蘇	99.85572	湖南	145.9458	西藏	339.7936
上海	-0.622039	浙江	150.3796	廣東	-46.1465	陝西	122.003
河北	140.2442	安徽	152.9764	廣西	14.71684	甘肅	160.9612
山西	201.0633	福建	80.36465	海南	-23.18341	青海	149.7481
內蒙古	242.726	江西	80.04302	重慶	187.6673	寧夏	168.0524
遼寧	167.6235	山東	187.096	四川	121.1877	新疆	217.3795
吉林	199.7842	河南	174.473	貴州	128.9626		

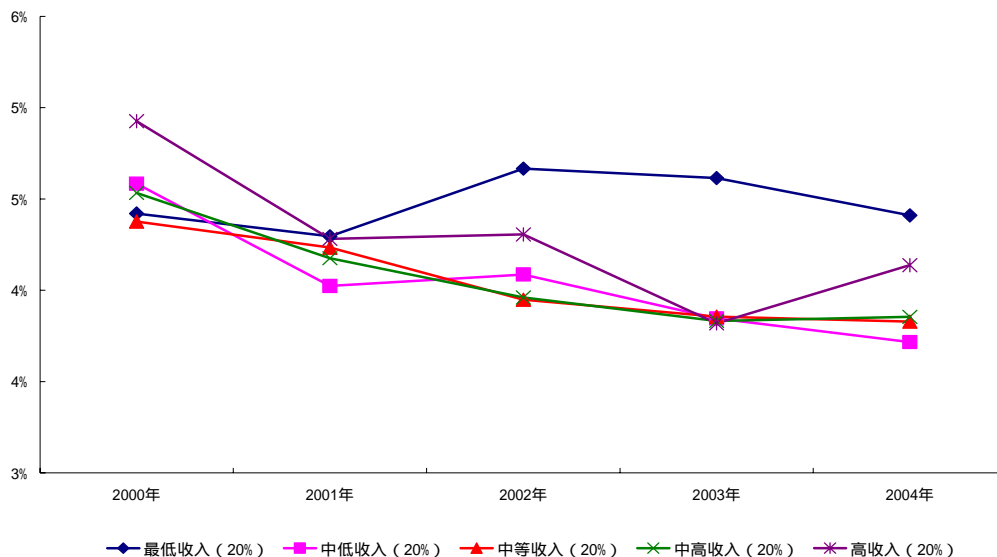
資料來源：中國國家統計局、中國經濟貿易年鑒、第一上海

回歸結果表明：1、衣著產品的消費可能更多的是由消費習慣決定的，人們並不會因為工資的提高而顯著提高消費層次，鞋類消費最為明顯，這可以部分解釋鞋類消費量變化不大的現象；2、其他收入等一次性收入基本上不會改變消費者的消費習慣，而增長相對穩定的工資才是收入中能夠改變消費習慣的決定力量；3、鞋的消費慣性較大的原因可能是因為鞋的消費尚處於基礎消費品階段，中國消費者目前可能更注重外在表現，而鞋恰恰是容易被忽視的衣著部分。

一個比較：美國衣著消費狀況

由圖表 10 我們看出 2000-2004 年，美國各個收入人群的衣著消費比例均有所下降，這種趨勢與我國相似。但是在衣著消費比例上，美國低收入人群的衣著消費比例最高，而我國低收入人群衣著消費比例卻最低，我們認為這可能是由於中美兩國消費習慣上的差異以及所處經濟環境差異所引起的。根據美國勞工統計局資料，美國 2004 年最低收入人群的人均年收入為 9168 美元，但是消費性支出卻高達 17837 美元；同年中國最低收入人群的人均年收入為 3891 元，消費性支出為 3399 元。

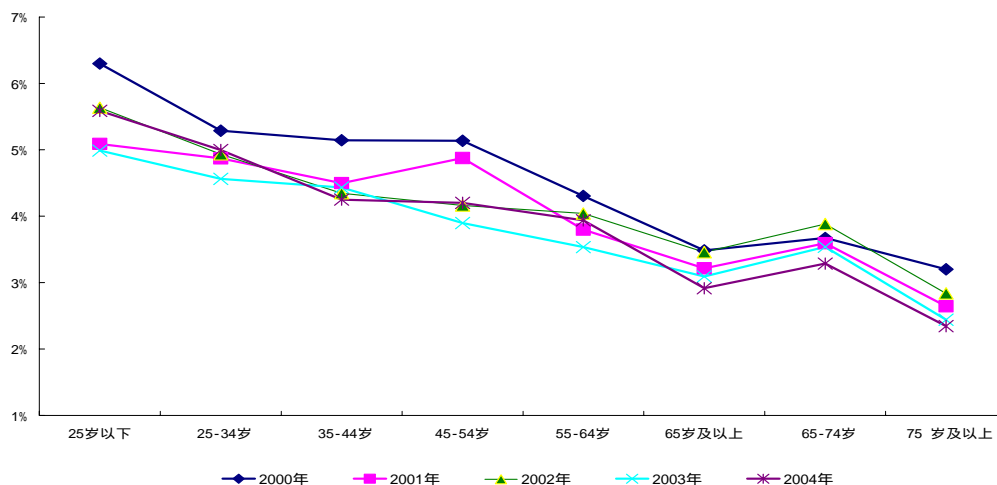
圖表 10：美國各收入階層衣著消費比例



資料來源：美國勞工統計局

從圖表 11 中我們能夠清晰的看到，隨著年齡增長，衣著消費比例有顯著下降，25 歲以下年輕人的衣著消費比例最高，超過 5%，比平均衣著支出比例高出 1 個百分點。

圖表 11：美國各年齡層次衣著消費比例



資料來源：美國勞工統計局

選擇：綜合診斷

我們選擇 15 家比較有代表性的服裝、鞋類上市公司進行比較分析，這 15 家公司並非所有公司以中國為主要市場，而我們可能更為關注那些以中國為主要市場（如李寧（2331）及在中國市場有增長潛力的公司（如 IT（0999））。

單品牌 VS 多品牌

在 15 家服裝、鞋類上市公司中，大都採用多品牌運營策略，這種多品牌策略一般是應用在不同的層面之上：1、不同的檔次覆蓋；2、不同的年齡覆蓋；3、不同的產品覆蓋；4、不同的市場覆蓋。

我們認為單一品牌的優勢在於品牌定位比較清晰，社會認知度較高，缺點在於經營風險較大，品牌定位及發展戰略如果出現問題，可能會將此品牌毀掉，因此，這類戰略比較適合於擁有足夠市場影響力的公司。而多品牌的優勢在於覆蓋面較廣，業務風險相對較低，但是缺點在於品牌感模糊，對管理水平要求較高。

我們發現運營狀況較好的企業很少同時經營超過 3 個以上品牌，也很少在不同層面上運用多品牌策略。

圖表 12: 香港上市服裝公司品牌狀況概覽

品牌定位	利信	永恩	思捷	寶姿	鱈血	佐奴	旭日	優龍	李寧	金來	包浩	IT	YMI	JOKE	聯洲國際
高端 (700元以上)				BWV FORS											
中端 (300-700元)	萊斯丹		ESPIRT		鱈血 Lacoste					金來		http://www.izze		come des grocons	
低端 (300元以下)	Atirori	Q&E	達芬尼			Gordro bluestar excharp	真衛斯 Git		李寧		TOMH				etro等

Ashworth 阿華威 MICHEL RENE 馬龍 Aquescutum
 D&G, MiuMiu, JeanPaulGaultier, AlexanderMcQueen, Cacharel, A.P.C., AmaSui
 Comtesse, Cerruti 1881, Carrera, Esprit, Pierre Cardin, Goldpfeil, Egara, Stefanie Graf, Mexx, Junghans, Joop, Dugana
 Anarett Lorica Field Argenta

資料來源：公司資料、第一上海

綜合商業模式

香港服裝及鞋類上市公司商業模式比較多元化，品牌戰略以採用多品牌為主，功能方面以休閒為主，產品結構以服裝為主，價格策略普遍為中端，人口結構以中青年為主，性別定位大多為男女均有。

圖表 13: 香港上市服裝、鞋類公司綜合商業模式概覽

	品牌战略	功能	销售地区	产品结构	开店方式	价格策略	人口结构	盈利方式
利信达 (0738)	多	职业/休闲	国内/香港	鞋	自营/加盟	中低	女, 中少	自有/OEM
永恩 (0210)	多	休闲/职业	国内/美国	鞋	自营	中低	女, 中少	自有/OEM
思捷环球 (0330)	单	休闲	欧洲	服装	自营/加盟	中	男女, 中少	自有
佐丹奴 (0709)	多	休闲	国内/亚洲	服装	自营/加盟	低	男女, 少	自有/OEM
旭日 (0393)	多	休闲	国内/澳洲	服装	自营/加盟	低	男女, 少	自有
堡狮龙 (0592)	单	休闲	国内/香港	服装	自营/加盟	低	男/女, 少	自有
鳄鱼恤 (0122)	多	职业/休闲	国内/香港	服装/鞋	加盟	中	男, 中	自有
金利来 (0533)	多	职业	国内/新加坡	服装/鞋	自营	中高	男, 中	自有
李宁 (2331)	多	运动	国内	服装/鞋	自营/加盟	中低	男女, 少中	自有
宝姿 (0589)	多	职业/休闲	国内/香港	服装	自营	高	女, 中	自有/OEM
包浩思 (0483)	多	休闲	香港/台湾	服装	自营	中	男女, 少中	自有/OEM
IT(0999)	多	休闲/职业	香港	服装	自营	中高	男女, 少中	自有/外来
YGM (375)	多	休闲/职业	中国/亚洲	服装	加盟	中高	男女, 少中	自有/外来
JOYCE(0647)	多	休闲/职业	香港/国内	服装	自营	中高	男女, 中	自有/外来
联州国际 (0048)	多	休闲/职业	香港/国内	服装/鞋/珠宝	加盟	中高	男女, 中	自有/外来

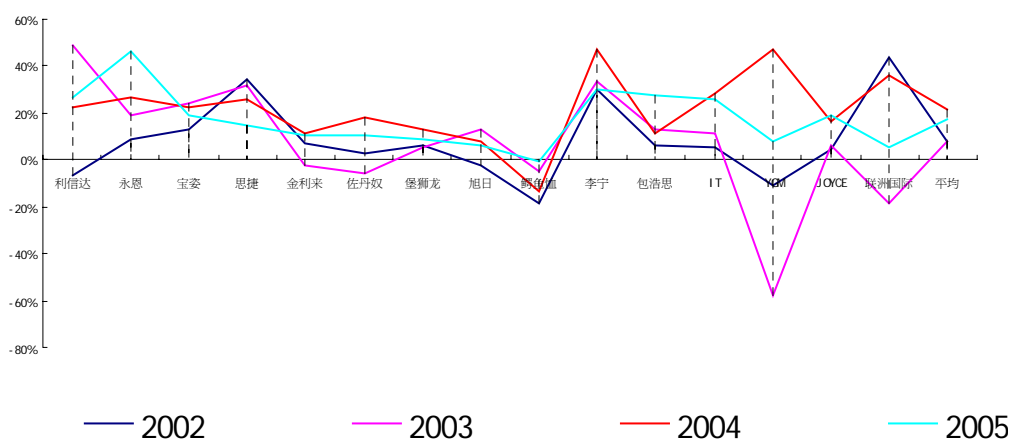
資料來源：公司資料、第一上海

我們發現以中高收入人群及女士為目標消費群體的公司經營表現相對優異，比如永恩 (0210)、寶姿 (0589) 及利信達 (0738)，這與我們之前的分析比較吻合。另外，主要定位鞋類產品的公司並不是很多，僅有利信達 (0738) 及永恩 (0210) 兩間，從過去五年的趨勢來看，鞋類消費占總體衣著消費的比例是持續下降的，因此鞋類公司發展所承受的壓力可能會高於服裝類公司，然而，鞋類消費的慣性要遠高於服裝類，所以，消費者對鞋類產品的品牌忠誠度可能會高於服裝產品，同時穩定的價格策略對於鞋類公司來說顯得尤為重要。

財務表現

過去四年，香港服裝、鞋類上市公司平均收入增長率在 04 年達到高峰，05 年收入增長率普遍呈下降趨勢，只有永恩（0210）等少數公司 05 年收入增長率超過 04 年水平。另外，大部分公司收入增長率波動較大，只有永恩（0210）、寶姿（0589）、思捷（0330）、李寧（2331）、包浩思(0483)及 IT（0999）等幾間公司收入增長率維持穩定。

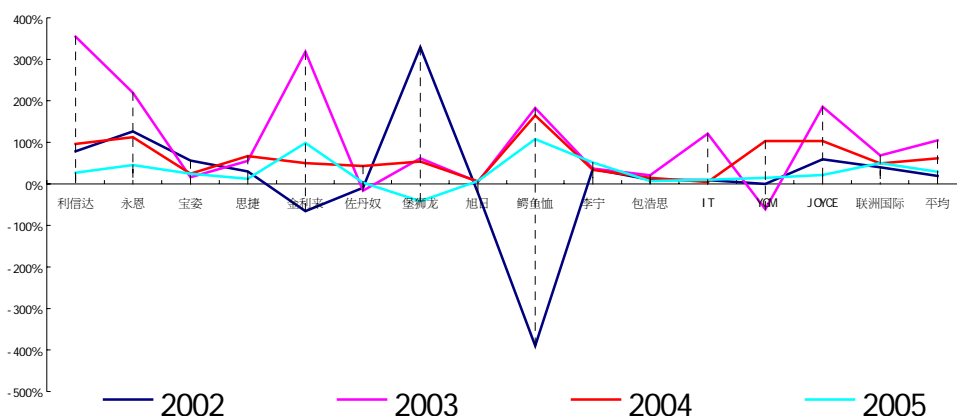
圖表 14：服裝、鞋類上市公司收入增長率（02-05）



資料來源：各上市公司年報

有意思的是，香港服裝、鞋類上市公司平均淨利增長率在 03 年就已經達到高峰，之後兩年持續下降，在 05 年只有李寧（2331）等四間企業淨利增長率超過 04 年。

圖表 15：服裝、鞋類上市公司淨利增長率（02-05）



資料來源：各上市公司年報

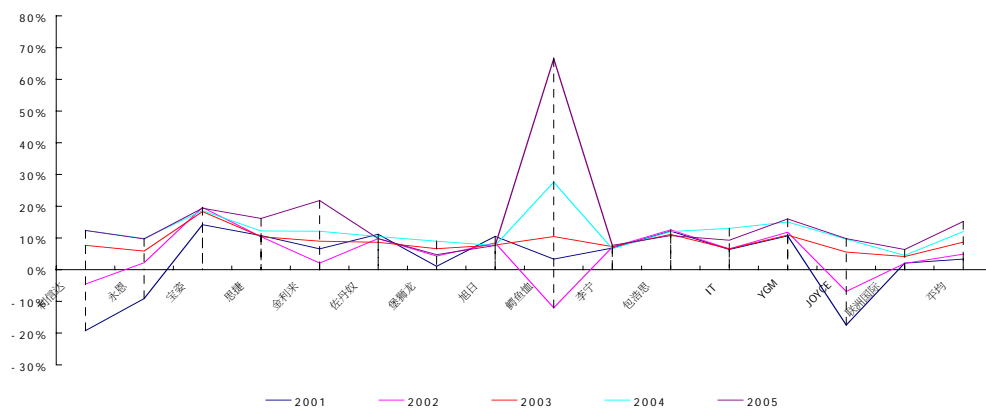
香港服裝、鞋類上市公司平均毛利率和淨利率於01-05年呈逐年上升趨勢，反映該類企業的總體盈利能力有所上升。

圖表 16: 服裝、鞋類上市公司毛利率 (01-05)



資料來源：各上市公司年報

圖表 17: 服裝、鞋類上市公司淨利率 (01-05)



資料來源：各上市公司年報

估值九字方格

我們分別考慮 15 個服裝、鞋類上市公司 P/E、P/B 以及 P/E、P/S 的高、中、低三種情形，並以兩個九字方格來列示。從中可以看出，P/E 和 P/B 具有明顯的正相關性，即高 PE 公司一般具有高 P/B，低 P/E 公司具有低 P/B，只有 1/5 的公司沒有落在 P/E 和 P/B 九字方格對角線上。

但 P/E 和 P/S 的相關性顯然沒有 P/E 和 P/B 的相關性高，接近 1/2 的公司沒有落在 P/E 和 P/S 九字方格對角線上。

九字方格的意義在於可以便於發現錯誤定價的公司，若公司非落在對角線上，定價錯誤的幾率可能比較大。P/E 反映投資者對盈利增長的信心，P/B 反映投資者對資產盈利能力的信心，而 P/S 反映的是投資者對收入增長的信心。如李寧（2331）的盈利增長很快已經透過高市盈率得到反映，但 P/S 卻處在“中”的位置，若發現李寧（2331）的收入維持高速增長，則估值有提升的機會。

圖表 18：服裝、鞋類公司 P/E 及 P/B 九字方格

	高P/B公司	中P/B公司	低P/B公司
高P/E公司	永恩 寶姿 李寧		
中P/E公司	思捷	佐丹奴、IT 旭日 聯洲國際	
低P/E公司		包浩思 JOYCE	利信達、鱷魚恤 金利來、YGM 堡獅龍

圖表 19：服裝、鞋類公司 P/E 及 P/S 九字方格

	高P/S公司	中P/S公司	低P/S公司
高P/E公司	寶姿	永恩 李寧 思捷	
中P/E公司		佐丹奴 旭日	IT 聯洲國際
低P/E公司		利信達 金利來	堡獅龍、YGM 鱷魚恤、JOYCE 包浩思

資料來源：第一上海

資料來源：第一上海

在趨勢中選擇

綜合品牌定位、商業模式選擇、財務表現及綜合估值等各方面，我們認為香港上市之服裝、鞋類公司中，李寧（2331）、寶姿（0589）、思捷（0330）、永恩（0210）、IT（0999）、包浩思（0483）以及利信達（0738）較有機會。若將範圍進一步縮小至以中國為主要市場之公司，則可選公司僅余李寧（2331）、寶姿（0589）、永恩（0210）、IT（0999）及利信達（0738），如果再考慮規模因素，李寧（2331）、寶姿（0589）、永恩（0210）、IT（0999）將會是我們的優先選擇物件。

在上面的選擇中，我們非常認真的考慮了第一部分對於服裝和鞋消費趨勢的分析，因若品牌定位及商業模式選擇與趨勢相背，所遭遇的挑戰將更多，畢竟順水行舟比逆水要來的容易。

首選：李寧（2331）及寶姿（0589）

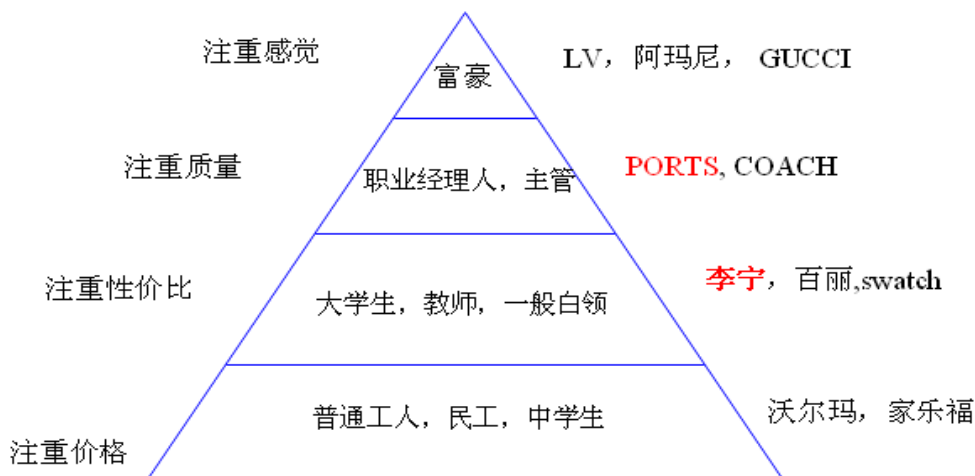
李寧（2331）和寶姿（0589）目前仍是我們的首選，我們給予兩間公司的評級均為“買入”，目標價分別為 10 港元和 13.8 港元。

我們這裏想重點提一下我們長期看好李寧（2331）和寶姿（0589）的主要原因：兩間公司均無長期負債，手頭握有大量現金，2005 年底兩間公司帳上現金分別為 3.5 億和 7 億；兩間公司對品牌的定位準確，且在經營過程中無比專注；比較高的增長率和出色的盈利能力。

成功的消費期望管理

我們嘗試在消費金字塔中列出李寧（2331）和寶姿（0589）的位置，我們稱寶姿時裝是“觸手可得的奢侈品”，這是一個准奢侈品的概念，雖然離真正的奢侈品仍有一段距離，但畢竟已與普通消費拉開距離；而李甯則成為中國二三線城市消費者在選擇運動產品時的第一選擇。兩者取得成功的關鍵都在於對消費者的期望進行了到位的管理，兩個公司都在廣告、店面設計和產品設計等方面做足功夫，從而滿足了中國特定環境下目標消費群體不斷上升的消費期望，進而創造了高的知名度、美譽度和忠誠度。

圖表 20：李寧（2331）和寶姿（0589）在消費金字塔中的位置



資料來源：第一上海

品牌定位與衣著消費潮流吻合

李寧（2331）的目標消費群為 16-26 歲青年人群，主要是中學生和大學生，寶姿（0589）目標消費群為 25-35 歲職業女性和 28-38 歲成功男性。李寧（2331）主要在運動產品層面上發展，而寶姿主要在高檔產品層面上進行品牌運營。根據前面對趨勢的分析，我們認為兩個公司的品牌定位均和衣著消費潮流相吻合。

圖表 21: 李寧品牌定位



資料來源：第一上海

圖表 22: 寶姿品牌定位



資料來源：第一上海

均樹立了經營門檻

我們看好兩間公司還有一點非常重要的原因，就是兩間公司都樹立了比較高的經營門檻。李寧的門檻在於規模，我們估計李寧 06 年銷售額可突破 4 億美元，在中國穩穩地坐在前三甲位置；而寶姿的門檻在於品牌，公司通過自己開店、將店開在高檔位置，在頂級時尚雜誌和航空雜誌上做廣告等手段，經過十數年培養，在中國已經將自己和奢侈品劃上了等號。

典型的成長股

李寧（2331）和寶姿（0589）均是典型的成長股，我們預測李寧 05-08 年收入和淨利潤 CAGR 分別為 31% 和 35%，寶姿 05-08 年收入和淨利潤 CAGR 分別為 19% 和 36.6%。

關於兩公司詳細的經營和盈利能力的分析內容，請參考我們過去的研究報告。

圖表 23: 李寧盈利預測摘要

截止 12 月 31 日財政年度	2004 实际	2005 实际	2006 预测	2007 预测	2008 预测
收入 (百万人民币)	1878	2451	3256	4256	5472
变动 (%)	47	30	33	31	29
净利润 (百万人民币)	133	187	261	354	460
每股收益 (人民币)	0.13	0.18	0.25	0.34	0.45
变动 (%)	42	40	40	36	30
市盈率 (倍)	61.9	44.2	31.7	23.3	17.9
每股派息 (人民币)	0.05	0.07	0.10	0.14	0.18
息率 (%)	0.6	0.9	1.3	1.7	2.2

資料來源：公司資料、第一上海

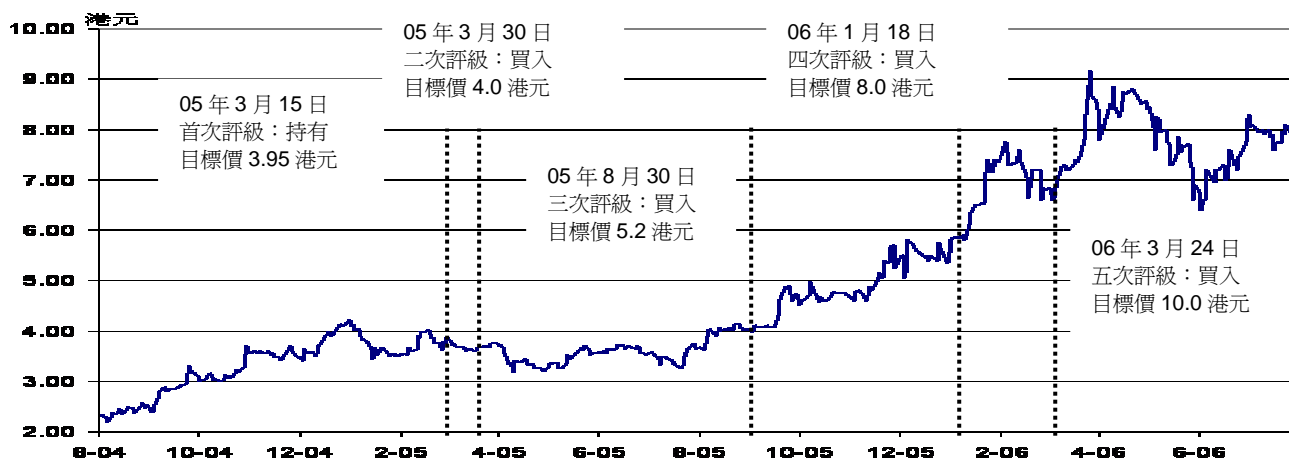
圖表 24: 寶姿盈利預測摘要

截止 12 月 31 日財政年度	2004 实际	2005 实际	2006 预测	2007 预测	2008 预测
收入 (百万人民币)	714	852	1059	1268	1436
变动 (%)	22	19	24	20	13
净利润 (百万人民币)	137	165	243	316	421
每股收益 (人民币)	0.25	0.30	0.44	0.57	0.76
变动 (%)	28	20	47	30	33
市盈率 (倍)	44.3	36.8	25.0	19.2	14.4
每股派息 (人民币)	0.13	0.18	0.26	0.34	0.46
息率 (%)	1.14	1.66	2.40	3.13	4.16

資料來源：公司資料、第一上海

附錄 1：李寧（2331）和寶姿（0589）評級變動

李寧（2331）評級變動



寶姿（0589）評級變動



附錄 2 : Panel 檢驗結果

服裝：

Sample: 2001 2004

Included observations: 4

Number of cross-sections used: 31

Total panel (balanced) observations: 124

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GZ?	0.035963	0.003450	10.42351	0.0000
QT?	0.009312	0.003941	2.362814	0.0203
YF1?	0.169437	0.060440	2.803396	0.0062

Fixed Effects

_1--C	136.0819
_2--C	71.96221
_3--C	140.2442
_4--C	201.0633
_5--C	242.7260
_6--C	167.6235
_7--C	199.7842
_8--C	116.8982
_9--C	-0.622039
_10--C	99.85572
_11--C	150.3796
_12--C	152.9764
_13--C	80.36465
_14--C	80.04302
_15--C	187.0960
_16--C	174.4730
_17--C	174.4936
_18--C	145.9458
_19--C	-46.14650
_20--C	14.71684
_21--C	-23.18341
_22--C	187.6673
_23--C	121.1877
_24--C	128.9626
_25--C	146.9038
_26--C	339.7936
_27--C	122.0030
_28--C	160.9612
_29--C	149.7481
_30--C	168.0524
_31--C	217.3795

Weighted Statistics

R-squared	0.998377	Mean dependent var	1228.245
Adjusted R-squared	0.997782	S.D. dependent var	961.2522
S.E. of regression	45.27340	Sum squared resid	184471.2
F-statistic	27679.50	Durbin-Watson stat	2.386437

鞋子：

Dependent Variable: XZ?

Method: GLS (Cross Section Weights)

Date: 08/03/06 Time: 10:30

Sample: 2001 2004

Included observations: 4

Number of cross-sections used: 31

Total panel (balanced) observations: 124

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.898559	3.162626	-0.916504	0.3612
GZ?	0.001514	0.000404	3.744132	0.0003
XZ1?	0.998520	0.024932	40.05040	0.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.988376	Mean dependent	202.1121
		var	
Adjusted R-squared	0.988183	S.D. dependent var	138.8556
S.E. of regression	15.09415	Sum squared resid	27567.84
F-statistic	5144.070	Durbin-Watson stat	2.722127
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted
Statistics

R-squared	0.869062	Mean dependent	141.8013
		var	
Adjusted R-squared	0.866898	S.D. dependent var	41.42881
S.E. of regression	15.11456	Sum squared resid	27642.44
Durbin-Watson stat	2.862858		

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人傳閱。未經批准,不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用,並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向,財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠,但第一上海不能擔保其準確性或完整性,而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資專案。