

看好品牌服饰和细分纺织龙头

研究结论

- 国内纺织服装目前正在逐步复苏过程中：2009 年行业收入小幅增长收入小幅增长 盈利从第三季度转为正增长；行业 PMI 指数初步站稳景气值其中服装订单明显回升；固定资产投资从二季度开始稳定增长 行业出口底部已经探明，2009 年行业内销情况好于预期以及前期原料价格的低位和财务费用的下降成为行支撑行业走出谷底的重要因素。
- 我们对国内纺织服装行业的看法是：此轮调整最坏阶段已经过去，目前正处于底部回升阶段，虽然会有波动，但总体向好趋势渐明，我们预计 2010 年中期将成为行业上升的拐点。
- 我们认为未来内需将成为推动行业增长的更大动力，出口的黄金时期已经过去，后期行业发展重在结构调整和向产业链更高端、更下游环节转移，国内纺织服装行业由制造加工业型向技术创新型、品牌零售型转变是未来长期的大趋势，也是行业的出路所在。
- 我们初步预计 2010 年纺织服装行业出口增长在 5%左右，内销增长在 15%—20%之间，全行业收入和利润增长在 10%—15%之间。
- 我们认为纺织服装行业 2010 年的投资重点在于内销服饰品牌企业和中游的纺织细分龙头。国内品牌服饰消费经过 09 年的内部整顿和去库存，未来发展空间巨大。另外，受益于内销增长和出口复苏以及全球服装产能迁徙带来的纺织品就近采购增加，我们看好纺织中游的细分行业龙头。
- 品牌服饰领域我们建议重点关注报喜鸟、七匹狼、美邦服饰、罗莱家纺、星期六和探路者。细分纺织龙头企业我们重点关注山东如意、鲁泰、众和股份、浔兴股份和华孚色纺等。另外可积极关注多元控股型公司雅戈尔的战略价值以及非主业题材类公司金飞达的投资机会。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

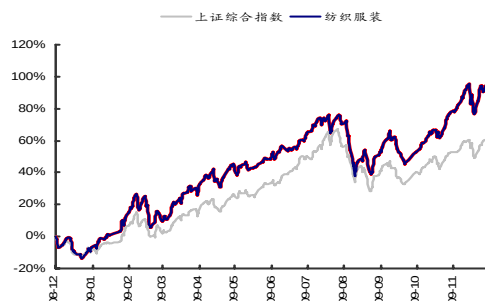
纺织服装行业首席分析师

8621-63325888 × 6076

shihongmei@orientsec.com.cn

行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国/A 股
行业	纺织服装
报告日期	2009 年 12 月 11 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	6.41	23.69	95.49
相对表现 (%)	4.39	13.71	36.51

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2008	2009E	2010E	股价	评级
山东如意	0.29	0.32	0.52	11.80	买入
报喜鸟	0.64	0.66	0.88	21.56	增持
七匹狼	0.54	0.70	0.90	22.20	增持
美邦服饰	0.88	0.57	0.83	22.75	增持
罗莱家纺	1.05	1.01	1.37	40.98	增持
雅戈尔	0.71	0.90	0.64	14.56	增持
鲁泰 A	0.54	0.63	0.67	11.99	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《夯实底部 复苏在望》	2009 年 10 月 19 日
《最黑暗的日子已经过去——纺织服装行业 08 年年报和 09 年一季报总结分析》	2009 年 5 月 10 日
《国务院发布纺织工业调整和振兴规划的简评》	2009 年 4 月 27 日
《纺织服装行业最新出口与经济运行数据分析》	2009 年 4 月 14 日
《纺织服装行业 09 年 3 月月报》	2009 年 3 月 30 日

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

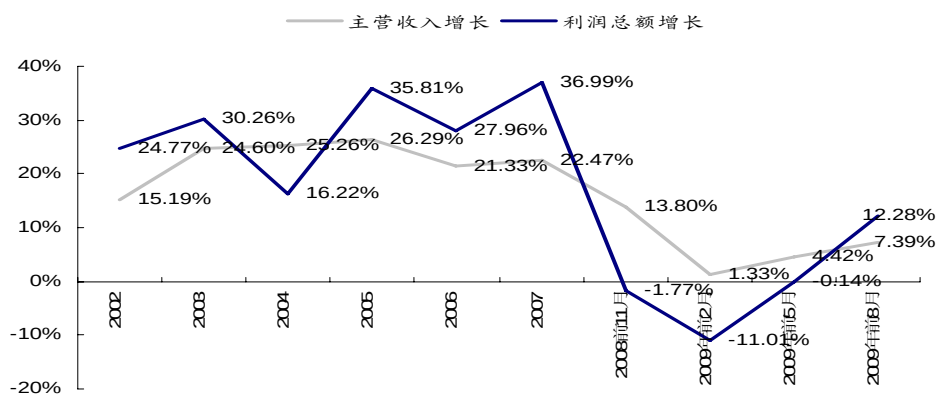
敬请参阅最后一页之重要声明。

行业当前形势：复苏进行时

收入小幅增长 盈利从第三季度转为正增长

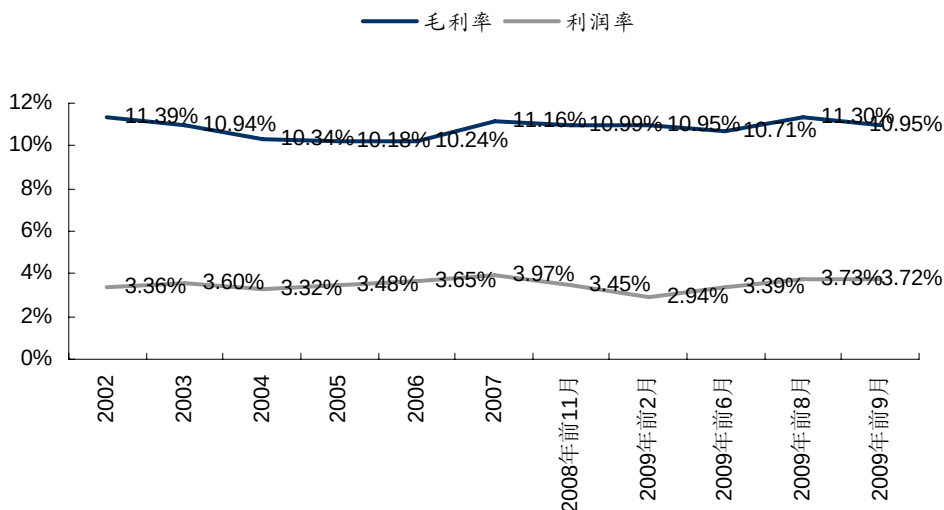
根据纺织工业协会统计中心的统计，2009年前8月纺织全行业收入和利润总额分别增长7.39%和12.28%，这是继行业08年全年盈利同比下降后，累计盈利再次转为增长。由于09年前5月全行业的利润总额同比仍是下降的，因此我们判断应该是从第三季度开始行业实现盈利同比增长的。我们认为行业收入的增长主要来自于内销收入的良好表现，而盈利增长超过收入增长的主要原因是原料成本下降、出口退税率累计多次下调后带来的毛利率同比上升和财务费用的同比下降。

图 1：近年来纺织全行业收入和利润变动情况



资料来源：东方证券研究所

图 2：近年来纺织全行业盈利能力变化

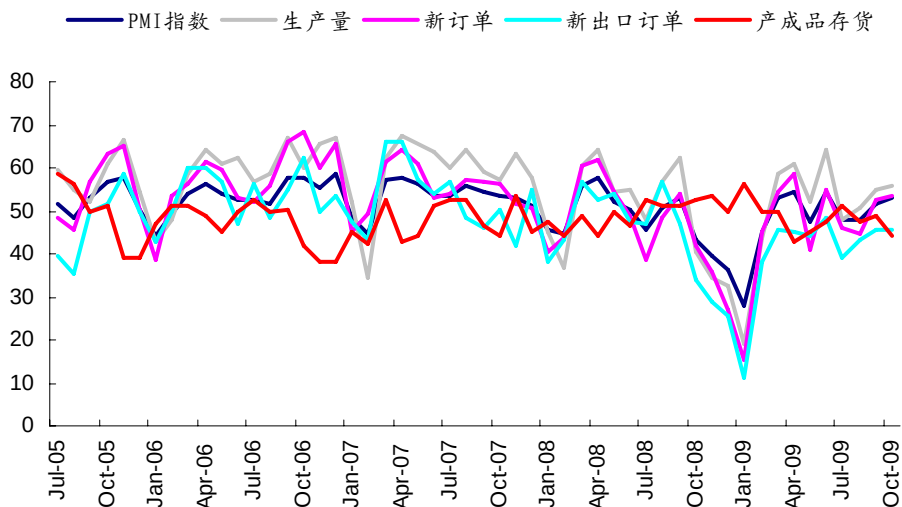


资料来源：东方证券研究所

PMI 指数初步站稳景气值 服装订单明显回升

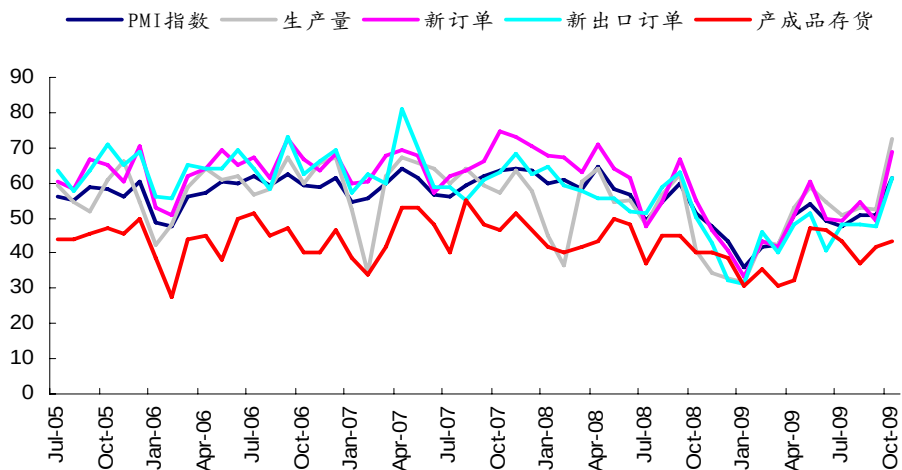
统计显示，作为行业景气度的一个直观反映指标，纺织和服装两个子行业的 PMI 指数均从 08 年 10 月开始快速下滑，并在 09 年 1 月出现 05 年以来的最低点，而从 09 年 3/4 月份开始又逐渐回升至 50 的临界值，目前国内纺织业和服装业 PMI 指数已经分别连续 2 个月和 3 个月站在 50 以上。特别是服装订单回升显著，10 月单月服装业新订单和新出口订单指数分别上升至 68.9 和 61.3。同时产品存货也在逐渐消化之中。

图 3：纺织行业 PMI 指数变动



资料来源：东方证券研究所

图 4：服装行业 PMI 指数变动

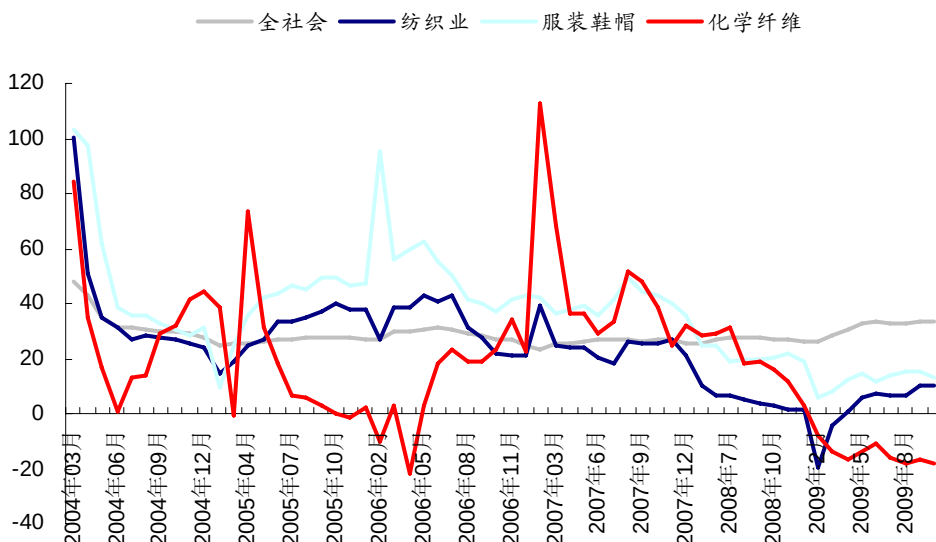


资料来源：东方证券研究所

固定资产投资二季度开始稳定增长 仍落后于全社会水平

从08年下半年开始，受全球经济危机的影响，国内纺织服装行业逐步陷入低迷，行业固定资产投资也从前些年的20%—30%的高速增长迅速滑落，08年全年全行业投资增长仅为6.36%。09年一季度行业投资增速进一步下滑，但从第二季度全行业投资又呈现正增长，目前继续维持稳定增长态势，统计显示，09年前10月全社会固定资产投资增速为33.10%，而纺织全行业的固定资产投资增速为8.09%左右。我们认为从二季度开始纺织服装行业投资增速由负转正，显示市场重拾信心，但仍明显落后于全社会平均水平，主要原因是纺织服装行业是以民营经济为主，国家投资很少，同时在目前的行业环境下和行业基础上，民营资金对行业的投资更趋理性。

图5：纺织各子行业固定资产投资增速与全社会平均水平比较



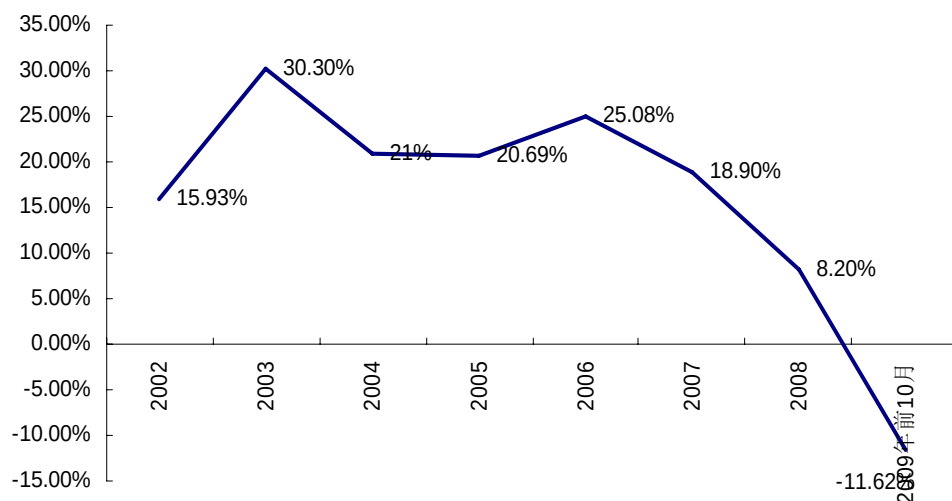
资料来源：东方证券研究所

行业出口底部探明 单月出仍存在波动

根据中国海关统计数据显示，2009年前10月我国纺织品服装出口同比下降11.62%，其中纺织品和服装同比分别下降12.9%和10.9%。结合各单月出口数据以及重点出口公司的调研信息，我们认为行业出口的底部已经探明，出口最困难时期已经过去，但未来仍可能存在一定反复。从地区构成看，09年我国纺织服装出口下降的主要原因是香港和欧洲出口分别下降了-19%和-15%，对另外两个传统地区——日本和美国仍保持了小幅增长。未来欧美经济及消费的复苏仍是影响行业出口的关键。

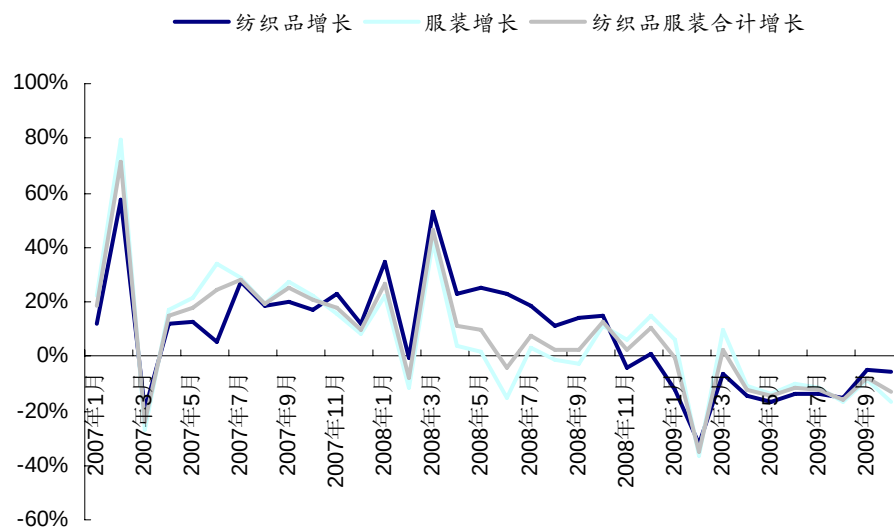
根据我们近期对主要出口企业的跟踪调研,基本情况如下:目前出口订单在前期数量增长的情况下,订单结构也有所改善,已经开始部分大单和长单,预示着出口向好趋势基本确立。

图 6: 纺织服装年度累计出口增速变动

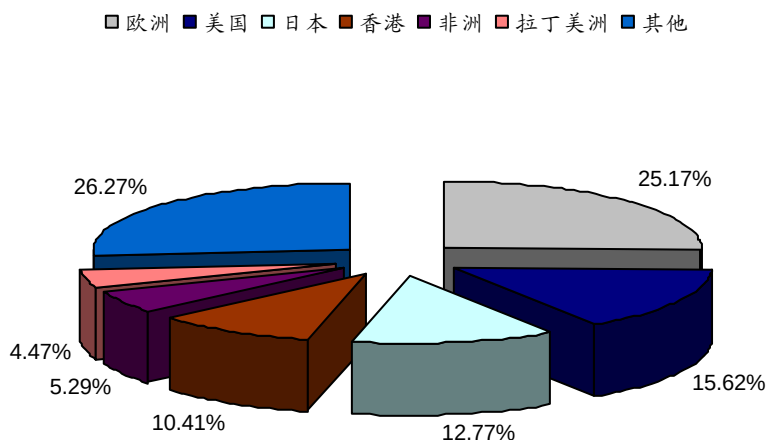


资料来源: 东方证券研究所

图 7: 纺织服装 07 年以来单月出口增速变动



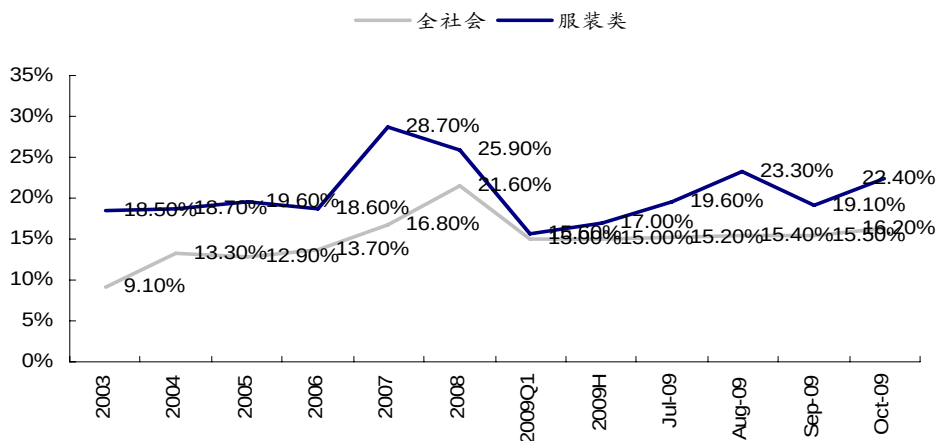
资料来源: 东方证券研究所

图 8：我国纺织服装前 10 月出口地区构成


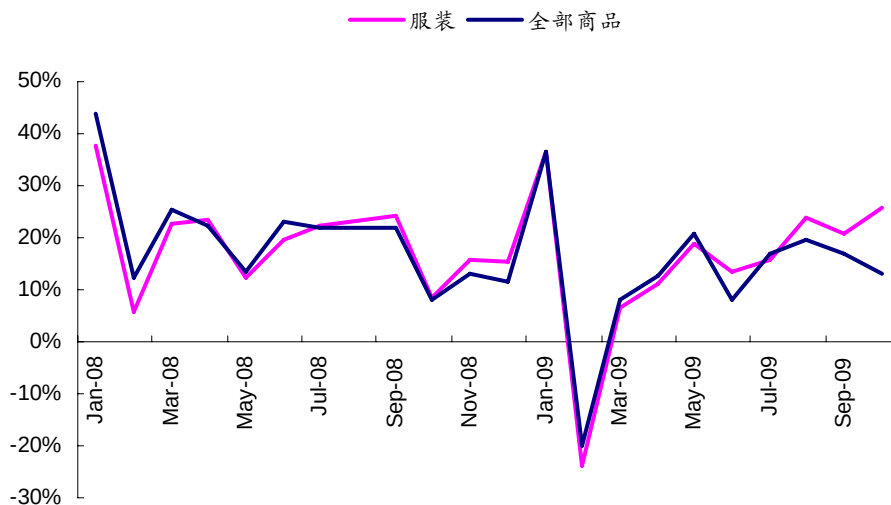
资料来源：东方证券研究所

内销数据好于预期

从国内服装零售市场看，其受全球经济危机的影响相对滞后。09 年前 10 月国内服装类商品的零售总额增速为 17.5%，高出全社会消费品零售总额 2.2 个百分点，低于前些年 20% 以上的水平，但好于预期。09 年前 10 月全国百家重点商场服装类商品销售额同比增长 14% 左右，前者反映的是整体服装销售的增长（包括了大量的批发销售），后者更多地反映了中高档服装的销售情况。

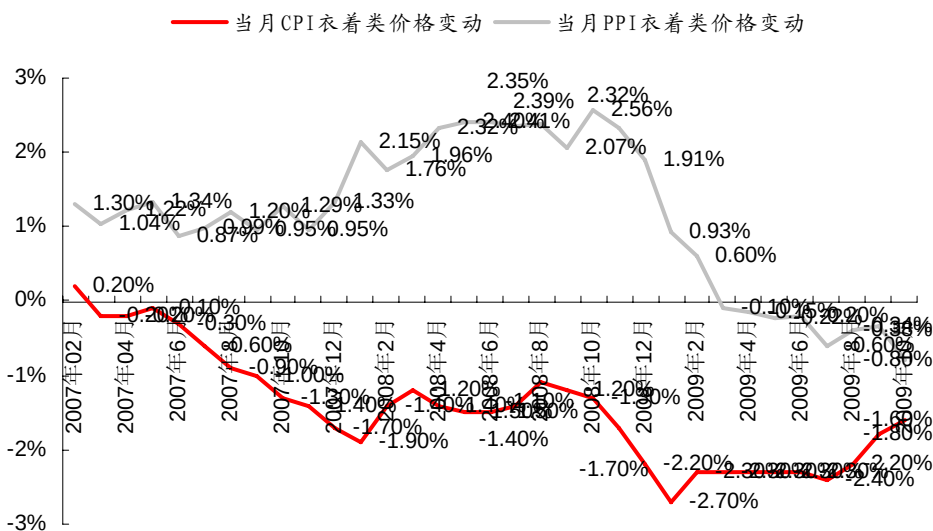
图 9：服装类消费品零售总额增速与全社会消费品零售水平的比较


资料来源：东方证券研究所

图 10：全国百家重点商场零售额增速变动


资料来源：中华商业信息网

我们认为 09 年服装内销好于预期的主要原因是包括财富效应、市场促销频繁和统计口径等因素。另外，09 年前 10 月数据显示行业 CPI 和 PPI 缺口缩小，前期原料价格的下降对行业盈利能力有所支撑。

图 11：纺织行业 CPI 和 PPI 变动情况


资料来源：wind 资讯

原料价格上涨超预期

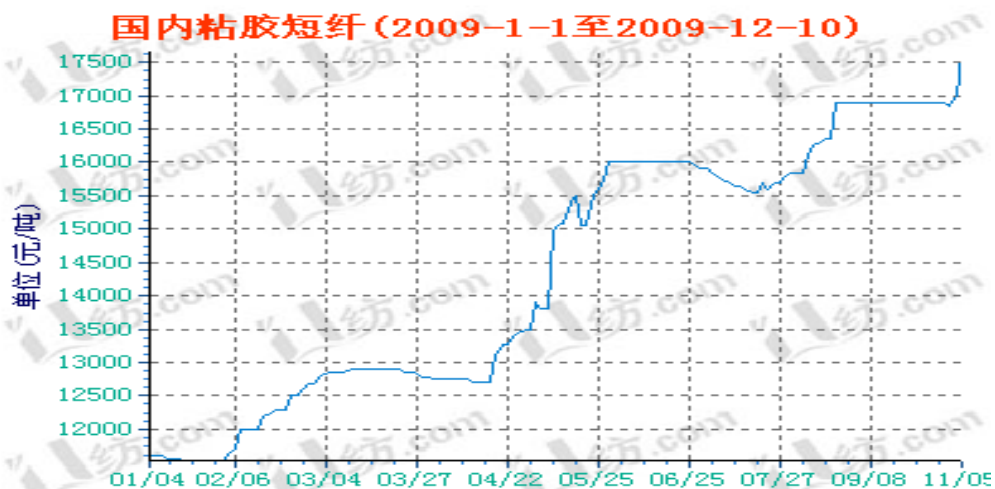
2009 年纺织原料以棉花为源头，上演了一段波澜壮阔的上涨行情，截止 11 月底与 09 年初相比，主要原料棉花、棉短绒、棉浆粕、粘胶短纤、粘胶长丝和氨纶价格分别上涨了 35%、157%、103%、63%、12%和 19%。我们认为本轮原料价格上涨主要原因在于减产预期、前期纺织企业普遍库存较低以及市场资金充足和预期行业复苏等因素，当然也有一定的经销商炒作因素。总体而言呈现较为明显的上游成本推动特征，涨价幅度越往纺织产业链下游越小。截止 11 月底与 09 年初相比主流纱线品种的涨幅只有 20%左右。

图 12：2009 年棉花价格变动



资料来源：第一纺织网

图 13：2009 年粘胶短纤价格变动



资料来源：第一纺织网

图 14：2009 年粘胶长丝价格变动



资料来源：第一纺织网

基于行业后期的复苏预期，我们预计公司后期原料价格仍有望保持稳定上升的态势，但考虑到国家的调控政策以及全球棉花供需基本平衡以及纺织服装下游逐步复苏的特征，主要原料棉花（占行业原料成本的 60%以上）的价格出现暴涨的可能性很小。我们认为后期原料价格的稳定上行对于中游的纺纱和坯布生产企业压力较大，对具有技术研发优势的面料企业和下游品牌零售企业影响不大（向下议价能力较强）。

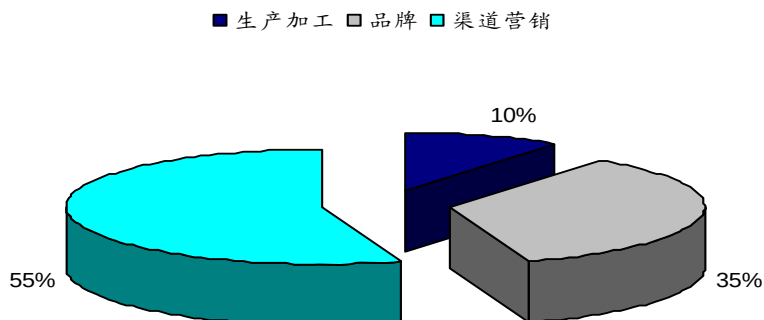
行业未来发展形势及投资策略

我们对国内纺织服装行业的看法是：此轮调整最坏阶段已经过去，2010 年中期将成为行业复苏的拐点。综合行业各项经济指标和上市公司前三季度情况，我们认为 09 一季度是行业此轮调整最困难的时期，目前最坏阶段已经过去，后期随着国外实体经济的逐步恢复和国内对消费的持续推动，行业将慢慢复苏。目前正处于底部回升阶段，虽然会有波动，但总体向好趋势渐明，我们预计 2010 年中期将成为行业上升的拐点。

未来内需是推动行业增长的更大动力，出口黄金时期已经过去，后期行业发展重在结构调整和升级。

我们认为本轮纺织服装行业的调整的直接导火索是全球经济危机对消费和出口的影响，但另一方面行业经过前期长期持续高投资带来的产能过剩集中于产业链初加工环节以低人力成本以及牺牲部分环境资源等为代价的增长模式实际也到了一定的瓶颈阶段。

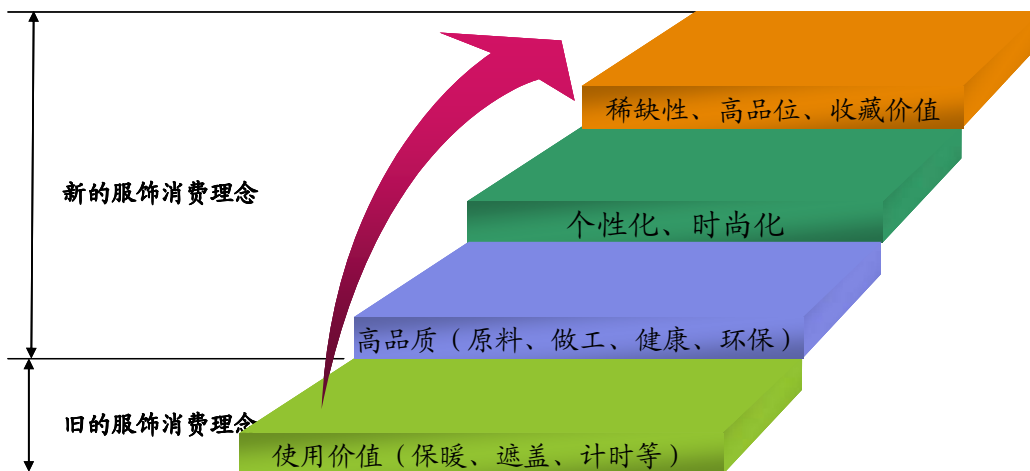
图 15：纺织服装产业价值链分布



图

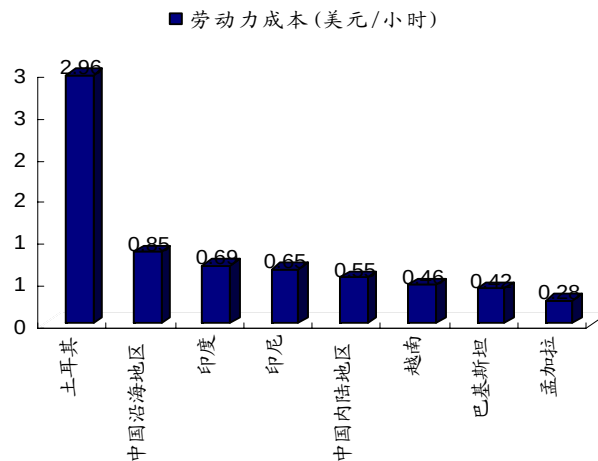
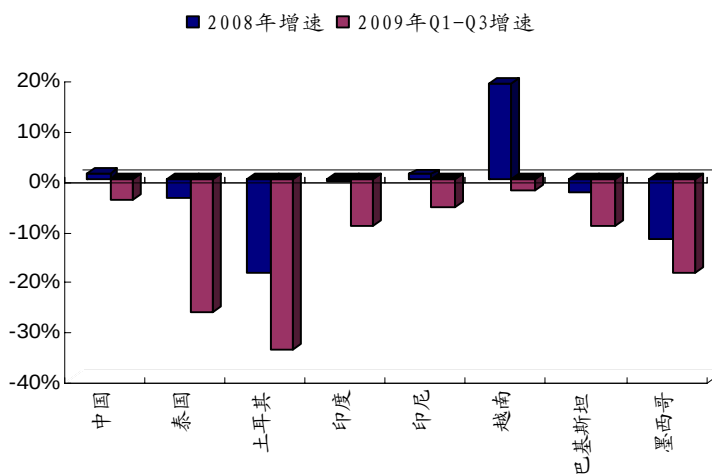
考虑到国内庞大的人口基数以及国民经济的持续增长和城市化的推进，未来国内服饰消费（特别是品牌服饰的消费）有望持续增长，内销将取代出口成为推动行业增长的最大动力。

图 16：国内服饰消费的升级路线图



资料来源：东方证券研究所

由于在成本方面的国际比较优势逐步削弱（具体见图 17）——周边国家印度、越南、巴基斯坦等纺织服装业正处于欣欣向荣的阶段（以美国为例，08/09 年尽管国际经济环境低迷，但越南、印尼等国家对美国的出口情况也没有明显下降，具体见图 18），国内在劳动力福利和环境保护方面的日益加强，以及本次经济危机对欧美消费习惯和理念的影响，我们认为国内纺织服装出口的黄金时期已经过去，未来行业的增长更多地来自内需，行业的发展重在结构调整和向产业链更高端、更下游环节转移，国内纺织服装行业由制造加工业型向技术创新、品牌零售转变是未来长期的大趋势，也是行业的出路所在。

图 17：2007 年各国纺织产业劳动力成本比较

 资料来源: [werner international](#)
图 18：美国纺织服装主要进口地区波动情况


资料来源: 美国商务部纺织品服装办公室

我们预计 2010 年行业出口增长在 5%左右，内销增长在 15%——20%之间，全行业收入和利润增长在 10%——15%之间。

我们认为纺织服装行业 2010 年投资重点在于行业复苏背景下的内销服饰品牌企业和中游的纺织细分龙头。国内品牌服饰消费经过 09 年的内部整顿和去库存，未来发展空间巨大。建议重点关注报喜鸟、七匹狼、美邦服饰、罗莱家纺和星期六。受益于内销增长和出口复苏以及全球服装产能迁徙带来的纺织品就近采购增加，我们看好纺织中游的细分行业龙头，重点关注山东如意、鲁泰、众和股份、浔兴股份和华孚色纺等。另外可适当关注非主业题材类股票的投资机会，如金飞达等。

重点公司分析

山东如意 (002193)

公司主营精纺呢绒的设计、生产与销售，是国内毛纺面料行业的精品企业，其研发实力在业内名列前茅，产品以中高档为主，同类产品单价明显高于行业平均水平，同时公司盈利能力远高于行业平均水平和其他竞争对手。

我们认为随着国民经济的持续增长和城市化的推进，消费升级是一个持续的大趋势，在服装方面表现为品牌消费的比重日益提高，因此未来对中高檔面料的消费会进一步增加。而公司长期以来专注主业，技术和品牌竞争力不断增强，未来最能充分分享未来服装消费升级中带来的中高檔面料需求增长，同时在未来的行业整合中也将获得更多的机会。

公司 IPO 投资的产能扩张项目及老厂房搬迁目前已经进入尾声，2010 年公司产能理论上将实现 100% 的增长。从短期看，募集资金项目的投产将成为公司收入增长的动力之一，而从中期看我们判断在后续行业整合的过程中公司面临较多的发展机会，通过横向的并购整合扩大中档产品领域的产能从而迅速做大销售和盈利规模也许会成为公司未来发展的路径之一。

除了产能扩张外，我们认为以“如意纺”为主的新技术应用也将成为公司后续业绩增长的重要动力。新技术的产业化一方面通过低支高纺和高档甚至奢侈品面料的开发，公司可以获得更高的毛利率；另一方面，通过多纤维的混纺，公司可以开发出更多不同风格的面料，其下游应用也可突破以西服为主的应用局限，进入女装甚至休闲装领域。

公司关联方山东如意科技集团目前业务覆盖服装、印染、兔毛纱、针织品、牛仔布、棉纺（紧密纺、色纺）、化纤等各个领域。2008 年销售收入和利润总额分别为公司的 16 倍和 13 倍。“小公司、大集团”的模式后续值得关注。

基于行业发展、公司产能扩张和产品结构调整，我们预计公司 2009——2010 年的盈利增速分别为 10%、63% 和 30% 左右。参考同行业的平均市盈率，同时考虑公司作为技术壁垒较高的子行业中的优势企业，未来又具有较快的成长速度，再加上后续可能的资产整合预期，我们维持“买入”评级。

报喜鸟(002154)

公司主要从事中高檔男装的生产与销售，其产品在国内外具有较高的市场知名度。与国内大多数品牌服装企业前期更注重渠道快速扩张的成长路径略有不同，公司在渠道建设方面一直追求数量扩张和质量提升双向并举，同时在品牌经营方面一直坚持“高端定位、精耕细作”的作风，公司前些年的增长除了来自渠道数量扩张外，产品价格持续提升带来的盈利能力上升是更重要的因素。但未来公司在品牌稳固的基础上将适度加快渠道扩张的步伐，更多地通过销售收入增长实现盈利的增长。

公司当前“多品牌、业务多元”的发展战略日益清晰和坚定，未来各品牌的梯度成长和各业务的相互补充有利于公司从一家小而精致的品牌公司成长一家更规模化和更具影响力的服饰零售企业。

报喜鸟品牌业务：该业务一直是公司收入和盈利增长的主要来源，公司未来对该业务除了在价格方面继续推行稳步提升的策略外，将适度加快渠道扩张的步伐。同时公司还将对经销商进行分级和优胜劣汰，分区域制定网点拓展思路和合理调整拓展策略。我们认为在目前的品牌基础和较小的销售

规模基数上，公司适度加快渠道的扩张是合理的，也将会充分体现为销售收入和盈利的增长。同时对经销商的整合和网点分区域拓展也有利于提高公司对渠道的控制能力和渠道的运行效率。

圣捷罗品牌业务：该品牌是公司未来重点发展的子品牌，由于该品牌目前在加盟商层面已经树立了盈利效应，未来的主要策略是通过快速的渠道扩张做大销售规模，以量带动品牌影响力和盈利能力。初步预计 2010 年该业务可实现盈亏平衡，2011 年开始将逐步贡献盈利。

上海宝鸟业务：该公司未来发展的重点还是做大做强职业服团购业务，09 年在营销力量方面进行了着力配置。据悉目前公司在职业服团购订单情况良好，再加上出口业务的逐步回升（产量利用率提高带来单位成本下降），我们预计该公司 2010 年的经营情况将明显好于 2009 年

公司近期已经成功增发募集资金 8 亿元，计划新开店 178 家，我们认为本次增发将大大加快公司渠道扩张的步伐，通过提高直营、联营和大店的数量、平衡各区域网点布局，对于提高公司对销售终端的控制能力和信息反馈速度，提升品牌影响力、巩固强势地区，提升弱势地区，进一步提升盈利能力具有十分重要的意义。

我们认为公司未来的盈利增长主要来自于报喜鸟品牌渠道扩张的适度加快、上海宝鸟团购业务的做强做大以及圣捷罗子品牌的逐步成熟。我们预计公司 2009——2011 年盈利增速分别为 56%、33% 和 29%。

公司的投资风险主要在于宏观经济波动和新品牌培育过程中的不确定性。

七匹狼（002029）

公司是国内休闲服行业的龙头企业，公司的优势在于身处快速成长的子行业，同时较早上市带来的品牌和融资扩张能力，领先行业的发展思路——跳出生产企业的经营模式，以品牌和渠道建设双轮驱动公司经营。

公司近年来业绩一直保持高速增长，但从 08 年第四季度公司产品的终端销售开始感受到来自宏观经济预期下调和行业低迷的压力，公司 2009 年秋冬和 2010 年春夏订货会均较为平淡。2009 年监管销售收入增长一般，但受益于原料成本下降和产品结构调整，公司主营毛利率明显上升，经营业绩依然保持良好的增长，近一年来公司一直致力于渠道的去库存化以及内部的管理整合（品牌内容丰富和内涵提升、渠道扁平化、供应链提升等）。

我们认为公司前些年业绩的高速增长来自于良好的宏观和行业形势以及公司正确的经营策略（以快速的渠道扩张带动销售收入和盈利的增长），而近期在渠道扩张方面的谨慎策略以及偏重于内部管理提升的策略也有助于行业复苏后的业绩弹性增长。

公司未来的增长来自于行业复苏后、渠道加快扩张、品牌系列的日益丰富（除原有红狼和绿狼外，定位更高端的圣沃斯子品牌和定位更年轻、休闲的子品牌蓝狼系列）。09 年中报目前公司尚有 2 亿左右的募集资金还未使用。

我们预计公司 2009——2011 年的盈利增长分别为 29%、28%和 29%。其中 2011 年业绩的可能超预期（主要跟踪 2010 年 4 月和 9 月的订货会）。目前维持“增持”评级。

对于公司这样的成长型白马企业，我们认为判断其投资价值不仅在于某一年度的盈利，更应关注其在品牌建设方面的创新性、可延展性和渠道扩张方面的可持续性。

公司的投资风险主要在于国内服装消费复苏过程中的波动。

美邦服饰 (002269)

公司是国内休闲服行业的优势企业，公司的成功来源于不仅在于其不走寻常路的经营模式，**其在内部流程管理、品牌建设、和供应链管理等方面的出色运作也是其走在众多休闲品牌前列的重要因素之一。**

公司2009年前三季度业绩不尽如人意的主要原因是加盟店扩张步伐显著放缓同时新开直营店和新品牌投入较多导致期间费用急剧增加。我们判断，公司09年直营店同店增长在10%以上，加盟店销售从7/8月份开始渐有起色，10月份同店增长20%以上。我们认为随着四季度销售旺季的来临和期间费用的减少，公司业绩环比将明显改善，预计09年全年盈利同比基本持平或略有增加。

随着渠道终端去库存的完成以及内销的持续复苏，公司08年和09年新开的直营店将充分发挥效益，09年底储备大量加盟新店以及后续加快的扩张步伐将为公司提供相对于同行更好的业绩弹性。

公司新品牌 Me&City 的业务仍在持续推进之中，目前基本都为直营，预计2010年秋冬开始将加快推进加盟店的扩张。我们判断该品牌能在2010年实现盈亏平衡，2011年开始将逐步贡献业绩。

公司09年全面引入德国的SAP系统，并签定了相对于国内竞争对手的排他性合作协议。预计该项目总投入在1.5亿元左右。初步预计2010年底系统上线。我们认为该系统的导入和运行将进一步提升公司供应链的运营效率，拉开与竞争对手之间的差距，其作用最终也会体现在公司的业绩上。

我们认为2009年的平淡只是公司成长过程中的一个插曲，公司目前的经营策略和品牌基础依然预示着公司有望成为一个成功的品牌服饰企业，其后续增长空间依然值得期待。**2010年开始公司的业绩增长主要来自于加盟渠道扩张的恢复、销售费用比率的下降和新品牌逐步步入正轨。**我们预计公司2010年和2011年的盈利增速分别为44%和31%，近日公司公告拟参股发起设立基金管理公司，我们认为该投资如果获批对公司来说将是锦上添花的事情。目前对公司维持“增持”评级。

公司后续股权激励的推出基本是大概率事件，这对于稳定公司核心骨干队伍和提升公司业绩具有十分积极的作用。公司的投资风险国内服装消费复苏过程中的波动及新品牌发展的不确定性。

罗莱家纺 (002293)

公司是国内家纺行业的第一品牌，近年来随着公司营销渠道的快速扩张、品牌的日益丰富（多矩阵品牌策略的实施）和产品售价稳步提高，公司销售规模、经营业绩和主营毛利率均呈现出持续增长的态势。

公司09年三季报业绩超越市场预期——第三季度营业收入和净利润同比分别增长26%和51%，同时公司10月召开的2010年春夏订货会情况喜人，2010年春夏订货会的成功也奠定了公司明年中期业绩增长的良好基础。

公司IPO超额募集资金近3亿元，为公司后续业务运作提供了较大的空间。其中6000万元左右已经公告用于信息化建设项目，我们认为新信息系统的建设和完成对公司提升供应链的运行效率和在整个行业的竞争力具有深远的意义。对于另外剩余的2亿多元超募资金，我们预计后期在合适的

时机用于行业内收购整合的概率较大。我们认为可能的收购对于公司进一步丰富品牌系列、稳固行业龙头地位和获取新的盈利增长点具有十分重要的作用。

公司网购业务未来值得期待。我们认为床上用品作为标准产品和时尚性相对较弱的产品，比服装更容易推广网购业务。而公司具有优良的品牌基础和强大的生产能力，发展该业务具有先天优势。

随着国民经济的持续增长带来的人均消费支出不断提升、消费习惯不断完善和城市化的不断推进，未来我国家纺行业仍将保持持续稳定增长。我们认为随着行业竞争的日趋激烈和优势企业的快速发展，未来家纺行业存在一个优胜劣汰和集中度相对提高的过程。在这一过程中，谁能够脱颖而出，谁就能成为最终的胜利者。我们认为公司凭借其现有的龙头地位和在产品研发和产业集群配套方面的比较优势最终胜出的可能性较大。

我们预计公司 2009——2011 年盈利增速分别为 30%、35%和 29%（考虑可能的税收优惠，不排除未来业绩超预计的可能），目前维持“增持”评级。

公司的投资风险主要在于宏观经济波动和一些经营细节可能带来的控制能力不确定性。

雅戈尔 (600177)

公司作为一家老牌的服装企业，其产品在国内市场具有良好的品牌知名度和较高的市场占有率，公司从服装业务起家，逐步向纺织上游延伸，目前已经覆盖原料种植、面料开发等各个领域，同时通过收购美国新马获得了更好的出口渠道资源。我们认为完备的纺织服装产业链对于公司获取更多的盈利同时平滑行业风险具有积极的作用。2009 年公司服装内销依然保持良好增长，同时公司在品牌建设方面也有新的举措，面对更年轻时尚人群的 GY 品牌已经正式推出（设计全部外包日本），我们认为品牌系列的丰富对于后续服装业务获得更多的盈利增长点以及更好地从半制造半品牌企业向纯粹的品牌企业转型具有深远的意义

公司从服装业务起家，逐步介入房地产领域，目前已经成为长三角区域知名的地产品牌，公司目前的房产开发规模已经跻身全国房产企业中等水平。考虑到公司目前的项目开发进度，2010 年开始的 3-4 年公司都将进入一个房产收入的确认真高峰。公司 09 年三季度报显示预收帐款高达 78 元。

除了纺织服装和地产两大实体主业外，公司在金融股权投资方面也一直颇具眼光，对中信证券的投资已经成为资本市场的成功典范。公司目前在中信证券、宁波银行等的原始投资仍积累了很高的溢价，同时也为公司的盈利和后续继续投资创造了良好的基础。金融领域的投资后期将成为公司的一项长期业务。2009 年公司参与了首开股份、浦发银行、宁波银行和安泰集团等多家优质企业的增发，目前看已经取得了一定的帐面收益。

我们预计公司 2009——2011 年的每股收益分别为 0.90 元、0.64 元和 0.71 元，**其中对 2010 年和 2011 年的盈利预测不包含任何股权抛售的投资收益。**考虑到后续的股权抛售和地产确认的时间，公司实际业绩存在较大的弹性，总体我们预计会保持稳定增长的态势。**我们认为由于公司的多元化业务模式，市场对公司的估值一直存在一定的折价，而忽略了其良好的平衡性和战略价值。**参照同行业的估值水平，对于公司的纺织服装业务和房地产业务我们认为给予 20-25 倍较为谨慎，公司股权投资溢价跟随资本市场波动预计在 2—4 元/股之间，对应股价在 14—19.5 元之间，维持“增持”评级。

公司的投资风险在于房地产的可能调控和证券市场的波动。

鲁泰 (000726)

公司是国内纺织行业的龙头企业，从面料企业，逐步向上下游拓展，目前公司已经覆盖从原料种植、纺纱、织布到服装制造和品牌零售完整的产业链，公司在色织布领域长期保持其技术研发优势，在服装出口领域具有稳定的客户群。公司前些年的增长主要来自于行业向好大背景下不断的产能扩张和新产品开发带来的收入和盈利增长。

本轮全球经济危机对公司经营的影响从 08 年三季度开始显现，从 09 年二季度开始逐步好转，目前根据最新的调研情况，公司目前出口订单已经排到 2 月份，同时在订单结构和价格明显改善。大订单比重明显提高，2010 年 1/2 月份订单价格环比四季度提高 5%。公司毛利率已经整体恢复到 08 年初的水平。我们预计 09 年第四季度业绩环比小幅上升。

公司未来 2-3 年的增长主要来自于面料产能和衬衣产能充分释放带来的销量平稳增长和行业景气度回升带来的盈利能力恢复。短期看公司品牌零售业务未来任重道远。我们预计公司 2009——2011 年的盈利增长分别为 5%、17%和 7%，目前维持“增持”评级。

表 1：重点公司盈利预测与投资评级（单位：元）

股票名称	2008 年 EPS	2009 年 EPS	2010 年 EPS	2011 年 EPS	2008 年 PE	2009 年 PE	2010 年 PE	2011 年 PE	评级
山东如意	0.29	0.32	0.52	0.67	40.69	36.88	22.69	17.61	买入
报喜鸟	0.64	0.66	0.88	1.13	33.69	32.67	24.50	19.08	增持
七匹狼	0.54	0.70	0.90	1.16	41.11	31.71	24.67	19.14	增持
美邦服饰	0.88	0.57	0.83	1.08	25.85	39.91	27.41	21.06	增持
罗莱家纺	1.05	1.01	1.37	1.77	39.03	40.57	29.91	23.15	增持
雅戈尔	0.71	0.90	0.64	0.71	20.51	16.18	22.75	20.51	增持
鲁泰 A	0.52	0.54	0.63	0.67	23.06	22.20	19.03	17.90	增持
瑞贝卡	0.47	0.21	0.31	0.42	24.47	54.76	37.10	27.38	增持
金飞达	0.42	0.17	0.21	0.27	31.26	77.24	62.52	48.63	增持
探路者	0.51	0.55	0.75	0.99	100.00	92.73	68.00	51.52	——
众和股份	0.20	0.25	0.39	0.51	41.60	33.28	21.33	16.31	中性
浔兴股份	0.14	0.22	0.27	0.36	79.36	50.50	41.15	30.86	中性

资料来源：东方证券研究所（PE 测算取股价为 12 月 10 日的收盘价）

分析师承诺

施红梅：纺织服装行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn